

키움증권 

키움증권 리서치센터 | 2024년 10월 7일

KIWOOM 글로벌리서치팀 10월 Monthly

## 동쪽에서 시작된 나비효과

Global ETF 김진영 jykim@kiwoom.com

China Strategy 홍록기 hongluckiee@kiwoom.com

China Equity 박주영 jyp1ark@kiwoom.com

US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com

US Equity 조민주 mj3346@kiwoom.com

RA 조호준 hojun.cho@kiwoom.com







## Contents & Summary

### 美: 따듯할 겨울 준비\_P.3

- 10월 미국 증시는 대선 불확실성 여전한 가운데 중동 지정학적 리스크, 중국 경기 등 다양한 대외 변수 소화하며 방향성 탐색 흐름 연출 전망. 다만, 예상보다 견고한 미국 경기, 안정되는 물가, 선제적 금리인하 등에 따라 11월 대선 이후 증시 반등 여력은 남아있다 판단
- 9월 고용보고서 서프라이즈, 3%를 기록한 2분기 미국 GDP, 회복중인 Citi 경제 서프라이즈 지수 등을 감안할 때 분위기 전환이 점차 발생하고 있음. 대형 은행 대출 증가율 소폭 증가와 멈춘 신용카드 연체율 상승세를 감안할 때 소비 주도 경기침체 시나리오 역시 가능성 낮다 판단
- 10월은 불안정한 시장 속 여전히 대형 퀄리티 및 성장 모멘텀 보유한 방어주를 통해 대응하는 것이 합리적이지만, 11월 반등 전제로 조정을 기회로 삼을 성장주 차선호 역시 제시. 유틸리티-비스트라에너지(VST), AES(AES), IT-마이크로소프트(MSFT), 통신서비스-우버 테크놀로지스(UBER), 산업재-하우멧 에어로스페이스(HWM), 에너지-퍼스트솔라(FSLR) 추천 종목으로 제안

### 中: 사상누각?\_P.50

- 중국 경기 회복 탄력은 더욱 둔화했으나, 부양책 기대감에 중화권 증시 급등
- 증시, 사상누각?. 정부(정책), 양치기 소년?. 구조적인 상승을 위해서는 증명해야 할 것이 여전히 많이 남아있음
- 단기적으로 정책 모멘텀 지속이 중요, 경기 모멘텀 구간에는 내수 주목. 단 높아진 눈높이를 지속 충족 가능한지는 유의 필요

### ETF: G2 유동성 vs. 대외 변수\_P.87

- 9월 미국 증시는 연준의 금리인하 개시와 연착륙 기대 강화, 지표 호조, 기술주 우려 완화, 중국 대규모 부양책 등에 강세 연장 (SPY +1.8%, QQQ +2.5%, DIA +1.7%). 아직 경기 지표에 대한 추가 확인이 필요하겠지만 G2의 유동성 공급은 연말까지 주식 자산군에 대한 기대를 확대시키는 요인
- 다만, 중동 지정학적 불안과 중국발 경기 부양책 모멘텀, 이에 반응 중인 국제유가를 비롯한 에너지 가격 상승 등 증시 변동성 확대 요인들 상존. 해당 요인들이 한달 여 앞둔 미 대선과 11월 FOMC 결정에 어떤 변수로 작용할지 주목할 필요
- ETF Picks: VYM(고배당), ITB(주택/건설), IFRA(인프라), AAXJ(일본外 EM), IGM(테크), GLD(금)



# 9월 미국 Review 및 10월 전망

따듯할 겨울 준비







## 9월 미국 Review 및 10월 전망 | 따듯할 겨울 준비

### 방향성 탐색 장세 지속될 10월 미국 증시, 장기적 관점에서는 기회

- 10월 미국 증시는 대선 불확실성이 여전한 가운데 중동 지정학적 리스크, 중국 경기 등 다양한 대외 변수를 소화하며 방향성 탐색 흐름을 연출할 것으로 전망. 하지만 예상보다 견고한 미국 경기, 안정되는 물가, 금리인하 등에 따라 11월 대선 이후 증시 반등 여력 남아있다 판단
- 9월 주가지수 별 수익률을 비교할 경우 대형주 중심의 상승세가 두드러졌으며 '나스닥 종합 > S&P500 > 다우 지수 > 러셀 2000'의 순위를 보임
- 9월 FOMC에서 연준은 예상을 뛰어넘는 50bp 금리인하를 단행했지만, 동시에 점도표상 최종금리를 약 2.875%로 이전보다 높임. 엑셀과 브레이크를 동시에 밟은 듯한 9월 FOMC 이후 미국 주요 주가지수들은 큰 방향성을 보이지 않고 옆으로 횡보

### 9월 이후 점진적 분위기 변화가 관찰된 미국 증시

- 경기 민감주인 자유소비재와 커뮤니케이션 산업 수익률이 오르고 경기 방어주인 생활필수품 산업 수익률이 내려간 만큼 시장은 연준의 50bp 금리인하와 고용지표 쇼크 부재 등에 힘입어 불안한 마음을 조금씩 달래고 있는 상황
- 서프라이즈를 보인 9월 고용보고서, 3%를 기록한 2분기 미국 GDP, 저점에서 반등한 Citi 경제 서프라이즈 지수 등을 감안할 때 매크로 환경에서 침체의 가능성을 낮추는 분위기 전환이 점차 발생하고 있다 판단
- 시중 유동성을 담당하는 은행들의 대출 증가율이 대형은행 중심 양의 값으로 돌아섰고 신용카드 연체율 역시 정제되는 흐름을 보이고 있기에 소비 측면에서도 침체를 걱정할 단계가 아니라 생각

### 따듯할 겨울을 기다리며 10월 방어하기

- 10월은 여전히 불안정한 시장 속 대형 퀄리티 및 성장 모멘텀 보유한 방어주를 통해 대응하는 것이 합리적, 다만 11월 반등 전제로 조정을 기회로 삼을 성장주를 차선회 제시
- 방어적인 성격과 AI 전력 테마에 따른 업사이드는 높아졌다는 측면에서 독립발전사업자(IPP) 최선호-비스트라에너지(VST), AES(AES), 테크 업 종은 금리인하에 탄력적이라는 패턴과 펀더멘탈 개선 유효하다는 점에서 긍정적인 관점 유지하나, 본업 실적이 탄탄한 대형 주도주 중심의 접근이 합리적. 타 피어 대비 디스카운트 받고 있는 마이크로소프트(MSFT), 강한 본업 성장세(모빌리티와 딜리버리)와 로봇택시 모멘텀 보유한 우버 테크놀로지스(UBER) 제시. 금리인하와 방산 수혜주인 항공 엔진 제조 업체 하우멧 에어로스페이스(HWM)와 실적 성장 기대되는 반면 밸류에이션 부담은 낮아진 태양광 모듈 생산 업체 퍼스트솔라(FSLR)도 추천 종목으로 제시

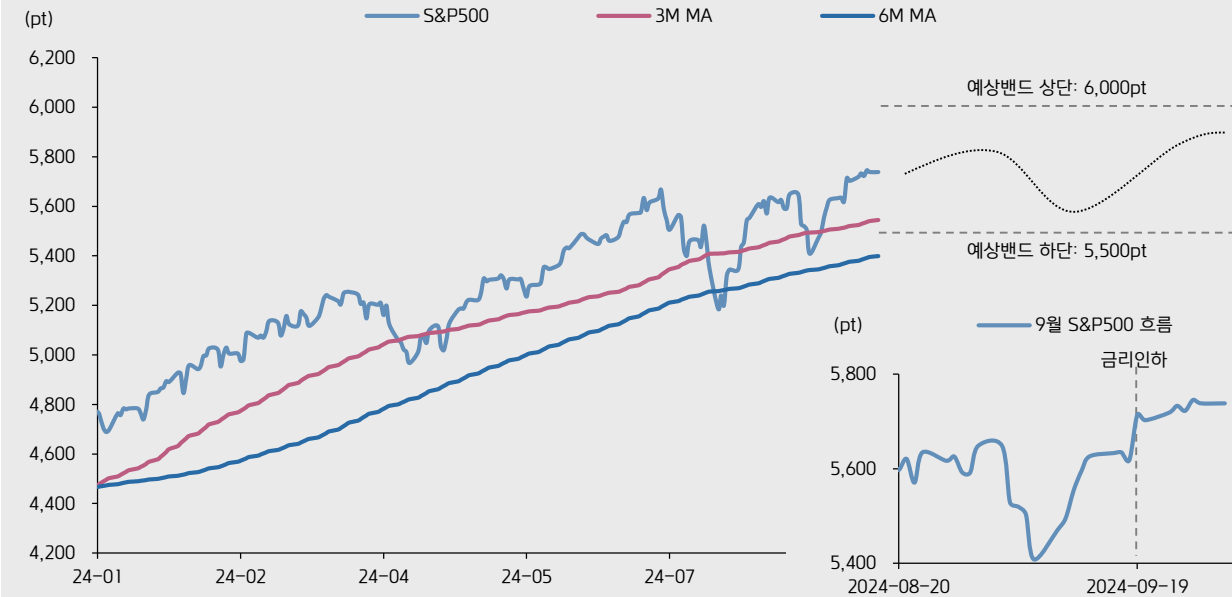




## ◆ 금리인하 이벤트 소화했지만 전쟁, 중국 등의 대외 변수와 대선 불확실성은 여전

- 역사적으로는 부진한 모습을 보여온 9월 증시였지만, 이번 9월 증시는 상승, 하락을 반복 후 소폭 오른 수준에서 마감. 연준의 금리인하가 단행된 이후 증시는 S&P500 기준 5,730pt 선에서 방향성을 잡지 못하며 횡보하는 모습 연출
- 10월 미국 증시는 대선 불확실성이 여전한 가운데 중동 지정학적 리스크, 중국 경기 등 다양한 대외변수를 소화하며 방향성 탐색 흐름을 연출할 것으로 전망. 하지만 미국 경기가 예상보다 견고한 모습을 보이는 만큼 대외 변수들에 의한 여파가 열어 질 경우 증시는 재차 상승 국면으로 접어들 것으로 기대

S&P500 10월 예상 흐름 및 상하단 밴드



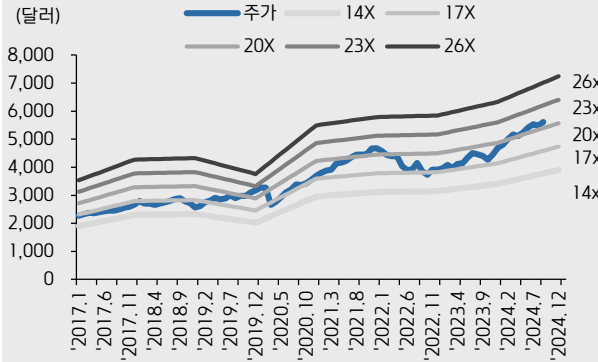
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## 미국 주요 지수별 PER 밴드 차트

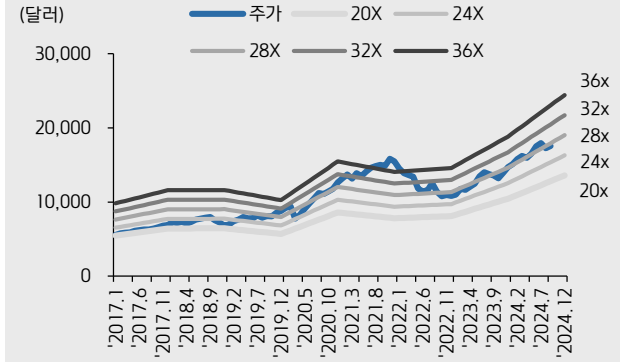


### S&P500 PER 밴드



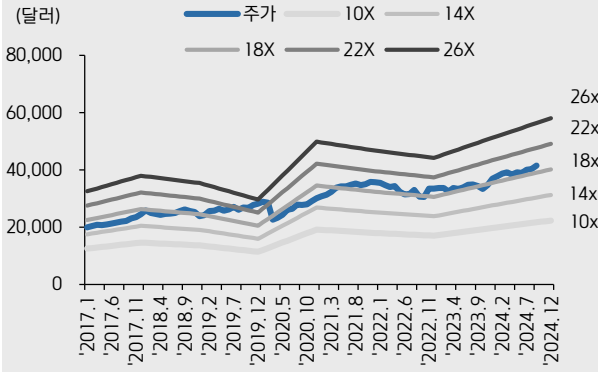
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### NASDAQ PER 밴드



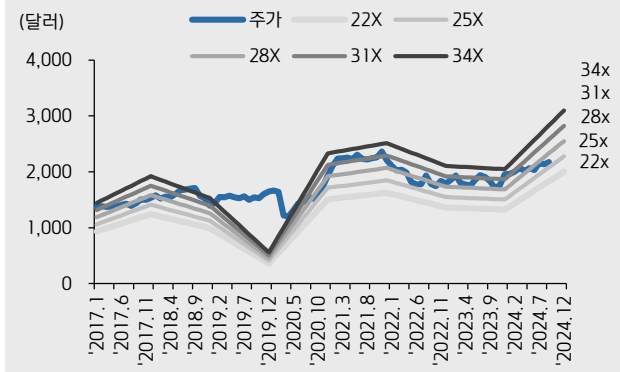
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### DOW PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### Russell2000 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터





## ◆ 9월 미국 증시, 대형주가 상대적으로 높은 수익률 기록

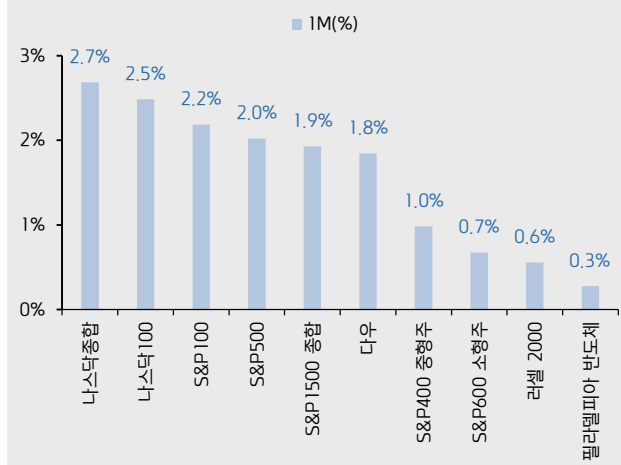
- 주가지수 별 9월 수익률을 비교할 경우 대형주가 많이 포함된 주가지수 일수록 높은 수익률을 기록. 대표적인 4개 주가지수 순위를 매길 경우 '나스닥 종합 > S&P500 > 다우 지수 > 러셀 2000' 등으로 등수가 매겨 짐
- 주목해 볼 부분은 1달을 기준으로 볼 때 기술주 비중이 높은 나스닥 종합지수가 가장 높은 수익률을 기록했음에도 필라델피아 반도체지수는 가장 낮은 수익률을 기록한 것. 이는 기술주 내부의 세부 항목 별 차별화가 진행되었음을 뜻하며 소프트웨어, 하드웨어, 인터넷 서비스 등은 견고한 수익률을 보였지만 반도체 수익률은 상대적으로 부진한 모습을 보임

미국 주가지수 기간별 수익률

지수명	종가(pt)	기간별 수익률				
		1M	3M	6M	1Y	YTD
나스닥 종합	18,189.17	2.7%	1.7%	10.9%	37.6%	24.6%
나스닥100	20,060.69	2.5%	1.3%	9.7%	36.3%	22.6%
S&P100	2,772.00	2.2%	4.1%	11.9%	37.9%	25.5%
S&P500	5,762.48	2.0%	5.2%	9.9%	34.4%	22.5%
S&P1500 종합	1,301.18	1.9%	5.5%	9.4%	33.6%	21.8%
다우 지수	42,330.15	1.8%	8.1%	7.0%	26.3%	13.1%
S&P400 중형주	3,121.94	1.0%	7.6%	3.2%	24.8%	15.3%
S&P600 소형주	1,422.09	0.7%	10.6%	6.9%	23.5%	11.5%
러셀 2000	2,229.97	0.6%	9.8%	6.0%	24.9%	13.8%
필라델피아 반도체	5,173.06	0.3%	-5.6%	4.3%	50.6%	31.3%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

9월 미국 주가지수 수익률 순위



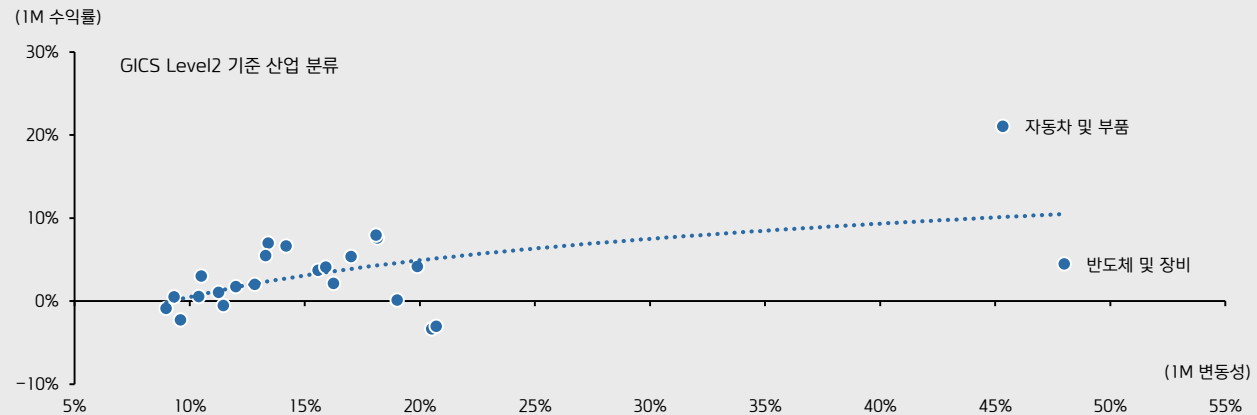
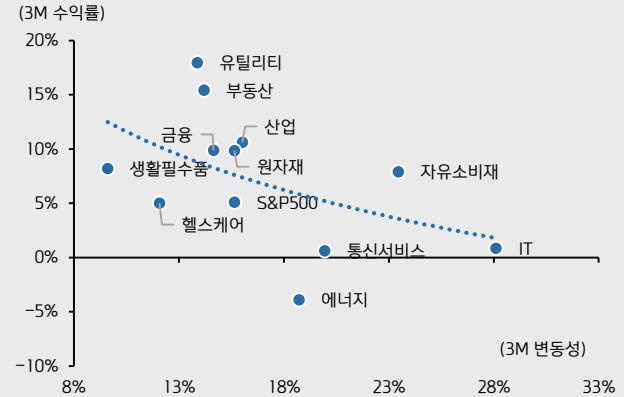
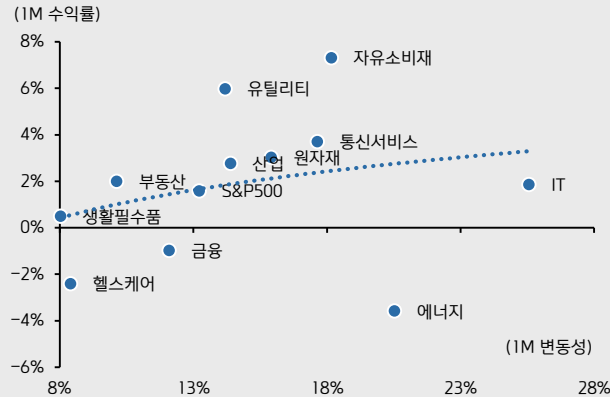
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## 변동성과 수익률의 관계는 반비례에서 다시 선형으로



역의 상관관계를 보이던 변동성과 수익률이 다시 선형관계를 보이기 시작



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2024.09.30 기준

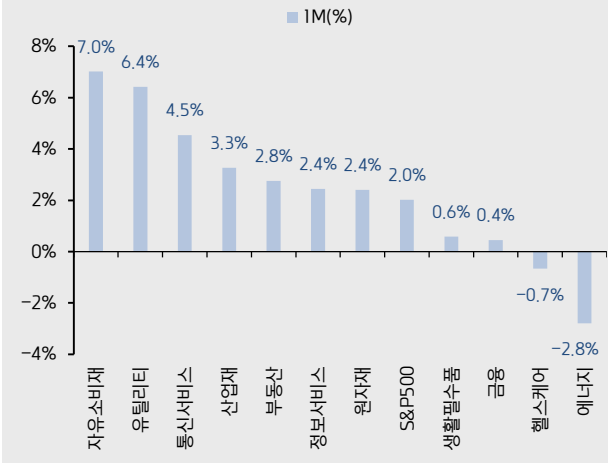




### ◆ 산업별 수익률로 볼 경우 시장의 불안 심리는 이전보다는 완화됨

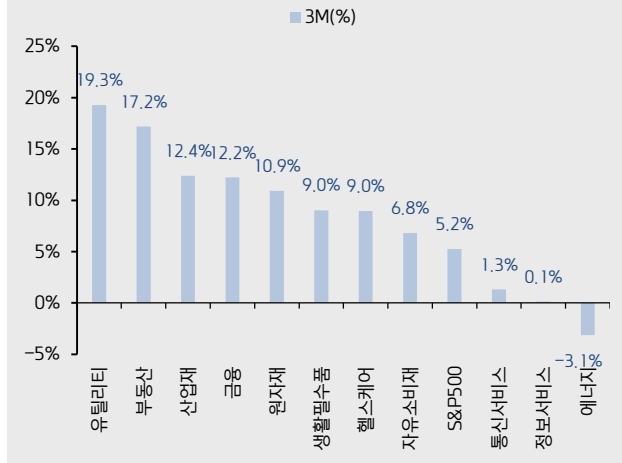
- 1개월과 3개월 수익률을 비교할 때 경기 방어적 성격 뿐 아니라 AI 수혜(AI 발전 → 전력 수요 증가)를 동시에 보고 있는 유틸리티 산업은 꾸준히 높은 성장성을 보임
- 9월 동안 경기 민감주인 자유소비재와 커뮤니케이션 산업 수익률이 오르고 경기 방어주인 생활필수품 산업 수익률이 내려간 것은 연준의 50bp 금리인하와 고용지표 쇼크 부재 등에 힘입어 시장이 불안한 마음을 달래고 있음을 시사
- 에너지 산업은 중동 전쟁 이슈를 반영하기 전까지는 글로벌 경기 둔화, 사우디의 증산 발표 등에 부정적 수익률을 기록했지만 이스라엘-이란 전쟁으로 유가가 반등하고 에너지 공급 이슈가 재차 부상하자 단기적 수혜를 보는 중
- 부동산 산업은 주거용 부동산 등이 여전히 공급 대비 수요가 높아 가격 상승 여력이 남아있지만 금리인하 기대감이 가장 많이 선반영 되었던 산업인 만큼, 실제 금리인하 발표 후 해당 기대감이 소화되며 수익률이 소폭 둔화

세부 산업별 1M 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2024.09.30 기준

세부 산업별 3M 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2024.09.30 기준



## 세부 산업별 수익률 분포 및 월간 수익률 Top10 종목



### 세부 산업별 수익률 분포 및 월간 Top10 주식 종목

분류	종가(pt)	변화율			PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)		
		1W	1M	3M	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
S&P500	자유소비재	1605.412	0.2%	7.0%	6.8%	26.7	25.0	8.4	7.1	15.0	13.9
	유틸리티	410.28	0.5%	6.4%	19.3%	20.2	18.5	2.3	2.2	12.9	12.2
	통신서비스	314.6	2.0%	4.5%	1.3%	20.8	18.3	4.3	3.7	11.8	11.0
	산업재	1147.06	1.4%	3.3%	12.4%	24.9	21.7	6.4	5.7	15.9	14.2
	부동산	280.48	-0.6%	2.8%	17.2%	41.3	20.3	3.4	3.3	20.2	19.1
	정보서비스	4403.72	1.8%	2.4%	0.1%	33.8	26.6	11.4	9.6	23.5	18.7
	원자재	607.7	1.9%	2.4%	10.9%	23.7	20.4	3.1	2.9	12.4	11.0
	S&P500	5762.48	0.8%	2.0%	5.2%	24.1	20.8	4.8	4.3	16.0	14.0
	생활필수품	887.78	-0.4%	0.6%	9.0%	21.6	21.1	6.4	5.8	15.8	14.1
	금융	1293.945	-0.5%	0.4%	12.2%	17.3	16.2	2.2	2.0	24.9-	
헬스케어	2078.43	0.3%	-0.7%	9.0%	22.0	18.4	5.1	4.5	16.0	13.6	
에너지	676.47	-1.3%	-2.8%	-3.1%	14.3	12.8	2.1	2.0	7.0	6.4	
나스닥	18189.17	1.2%	2.7%	1.7%	34.3	26.7	6.4	5.6	19.5	16.2	

종목	티커	GICS 업종	시가총액 (\$mln)	변화율				1W 목표주가 변화
				1W	1M	3M	YTD	
비스트라	VST US EQUITY	유틸리티	45,505	16.0%	72.7%	44.4%	243.8%	6.0%
Constellation Energy Corp	CEG US EQUITY	유틸리티	87,405	8.0%	56.2%	32.0%	137.3%	5.3%
원 리조츠	WYNN US EQUITY	자유 소비재	11,441	13.2%	33.8%	18.1%	13.1%	0.5%
라스베이거스 샌즈	LVS US EQUITY	자유 소비재	38,272	7.4%	30.4%	22.1%	5.6%	0.8%
팔란티어 테크놀로지스	PLTR US EQUITY	기술	87,854	5.8%	28.3%	51.8%	128.5%	0.0%
GE 베르노바 Inc	GEV US EQUITY	공산업	69,987	1.4%	27.6%	47.5%	-	11.1%
유나이티드 에어라인스 홀딩스	UAL US EQUITY	공산업	18,288	-5.5%	25.9%	14.7%	34.8%	0.3%
아리스타 네트워크스	ANET US EQUITY	기술	122,554	1.0%	19.6%	6.8%	65.6%	1.2%
프리포트 맥모란	FCX US EQUITY	원자재	71,512	-4.1%	19.6%	-1.7%	16.9%	0.4%
NRG 에너지	NRG US EQUITY	유틸리티	19,410	3.8%	18.9%	18.4%	81.9%	-1.0%

자료: Bloomberg, Finviz, 키움증권 리서치센터  
주) 수익률 Top10 종목은 S&P500 기준, 2024.09.30일 기준

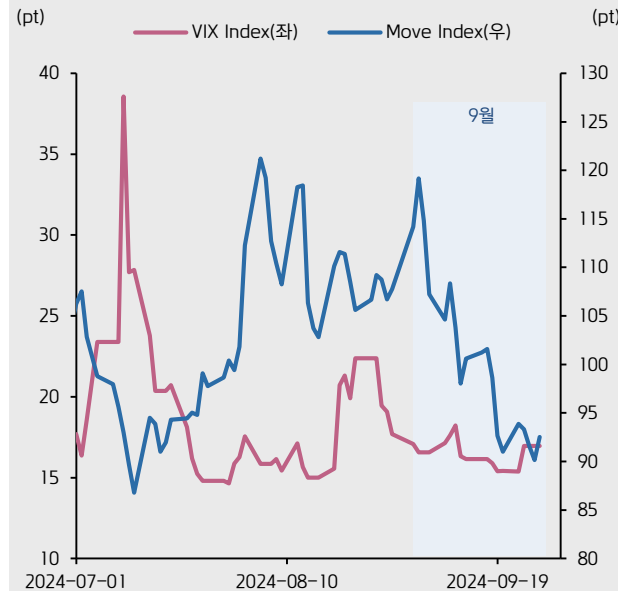




◆ 진정된 공포심리, 반도체는 아직?

- 9월 초 미국 실업률이 전월대비 낮은 4.2%를 기록하며 고용시장 우려가 완화되자 주식시장과 채권시장의 향후 30일 변동성을 반영한 VIX 지수와 MOVE 지수는 해당 시점을 기준으로 점차 하락
- 시장 공포심리를 대변하는 VIX 지수와 MOVE 지수가 낮아진 만큼 9월 투자심리는 전월에 비해 개선된 모습을 보임
- 다만, 밸류에이션이 높은 섹터에 매수 온기를 전달한 만큼의 심리적 개선은 아니며 반도체 섹터에 대한 매수 심리는 추가적인 경기 안정 시그널 및 대외변수 영향력이 확인되기 전까지는 보류되고 있다 판단

9월 이후 낮아진 VIX 지수와 MOVE 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

필라델피아 반도체지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터





## ◆ 분위기 변화를 감지한 스타일 전략

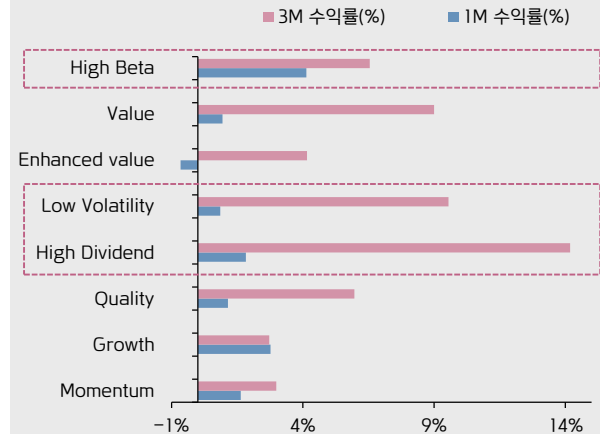
- 대외 변수와 대선 이슈가 여전히 남아있음에도 미국 경기 불안이 완화되자 시장 민감도가 높은 High Beta 스타일과 성장 팩터가 높은 수익률을 기록
- 9월 FOMC의 50bp 금리인하를 시장이 긍정적으로 평가하고 있다는 증거이며 시장 심리 개선이 만들어낸 결과
- 반면 높은 배당 성향의 가치주 혹은 고배당 팩터는 3개월 대비 1개월 수익률이 가파르게 하락했고, 저변동성 팩터 역시 낮은 수익률을 기록

스타일 팩터 기간별 수익률

팩터	1M	3M	6M	1Y	YTD
Momentum	1.6%	3.0%	13.2%	58.2%	40.8%
Growth	2.8%	2.7%	13.2%	39.9%	30.6%
Quality	1.2%	6.0%	11.3%	34.5%	26.2%
High Dividend	1.8%	14.2%	13.3%	30.1%	16.4%
Low Volatility	0.9%	9.6%	13.8%	22.2%	13.8%
Enhanced value	-0.7%	4.2%	0.2%	22.9%	11.7%
Value	0.9%	9.0%	6.2%	28.2%	13.6%
High Beta	4.1%	6.5%	2.4%	27.3%	13.3%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2024.09.30 기준

9월 기준 High Beta가 가장 높은 수익률을 기록



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2024.09.30 기준

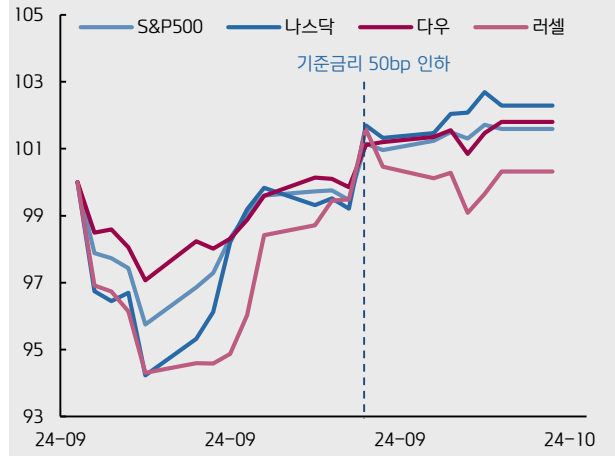




### ◆ 금리인하 이후의 주요 주가지수 변화 추적

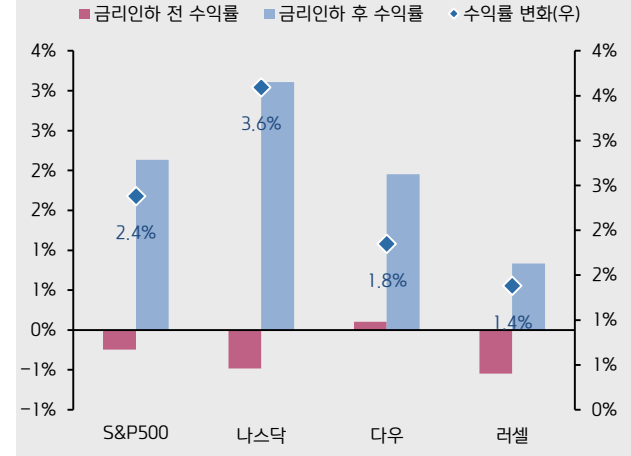
- 연준은 9월 18일(현지시간) FOMC에서 시장의 예상을 뛰어넘는 50bp 금리인하를 단행했지만, 동시에 점도표 상 최종금리를 이전보다 상향하여(약 2.875%) 비둘기파적, 매파적인 모습 모두를 보여줌
- 액셀과 브레이크를 동시에 밟은 듯한 FOMC 이후 미국 주요 주가지수들은 큰 방향성을 보이지 않고 옆으로 횡보
- 금리인하~9월 말 기준까지의 주요 주가지수별 수익률: 나스닥(3.6%) > S&P500(2.4%) > 다우지수(1.8%) > 러셀2000(1.4%)
- 단기적인 금리인하 폭이 예상보다 빠를 수 있다는 것이 기술주에 긍정적으로 작용했지만, 중장기적 금리인하 폭이 이전보다 작다는 점은 중소형주에게 부정적으로 작용했다 판단

기준금리 인하 이후 주가지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

기준금리 인하 직후~현재까지 주가지수 수익률 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2024.09.30 기준

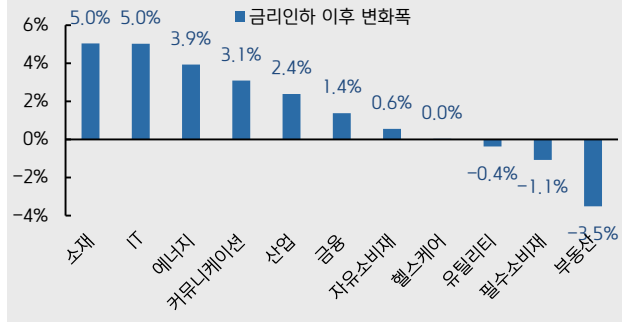




## ◆ 금리인하 이후 각 산업별 수익률 변화

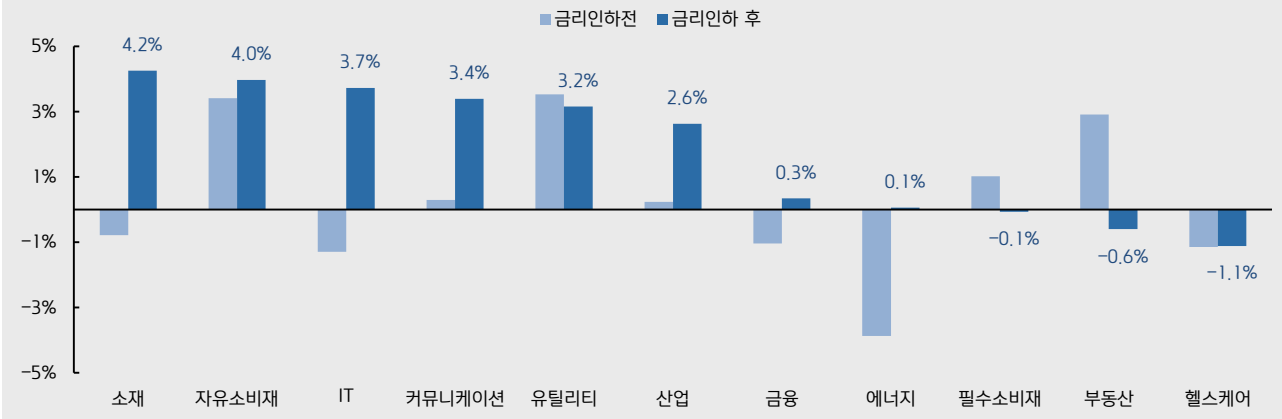
- 금리인하 후 소재 및 IT 산업은 5%의 수익률을 기록
- 커뮤니케이션 산업 역시 금리인하 직후 높은 성장성 보임
- 부동산 산업은 -3.5%를 기록하며 금리인하 전 선반영했던 일부 수익률을 되돌림
- 유틸리티 산업은 금리인하와 관계 없이 꾸준히 좋은 수익률을 기록
- 에너지 산업은 금리인하 영향력 보다는 이스라엘-이란의 전쟁 이슈에 의한 영향 속 반등

금리인하 이후 산업별 수익률 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

산업별로 구분한 금리인하 전 & 후 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

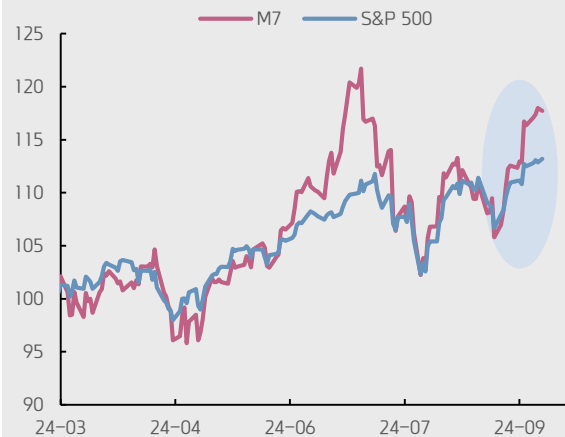




### ◆ 연준의 금리인하 이후 M7(Magnificent 7)의 주가 흐름

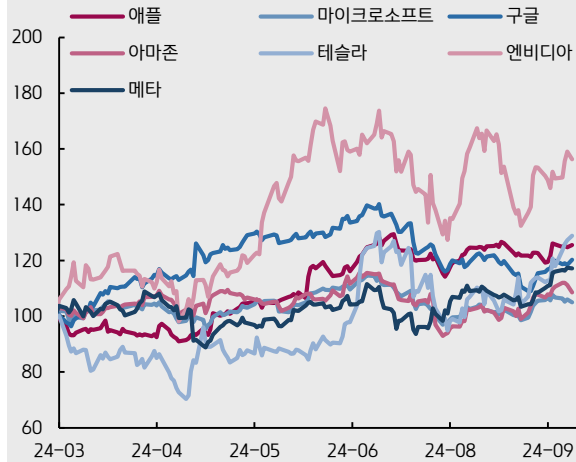
- 미국 7대 대형 기술주를 일컫는 M7은 9월 FOMC에서 연준이 시장의 예상과 다른 50bp 금리인하를 발표하자 약 4.2% 반등
- 8월 초부터 M7은 S&P500과 크게 다르지 않은 흐름을 보여왔지만 9월 18일 빅컷이 단행되자 경기 연착륙 기대감 및 고금리 부담 완화 등에 힘입어 S&P500 대비 높은 상승속도를 보임
- M7 기업들의 연내 고점 대비 현재 주가수준 비교: 메타(-0.2%) > 테슬라(-1.1%) > 애플(-3.0%) > 아마존(-6.0%) > 마이크로소프트(-8.5%) > 엔비디아(-10.5%) > 구글(-14.2%)

금리인하 이후 M7 vs S&P500



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연내 전고점에 가장 근접한 기업: 메타(META)



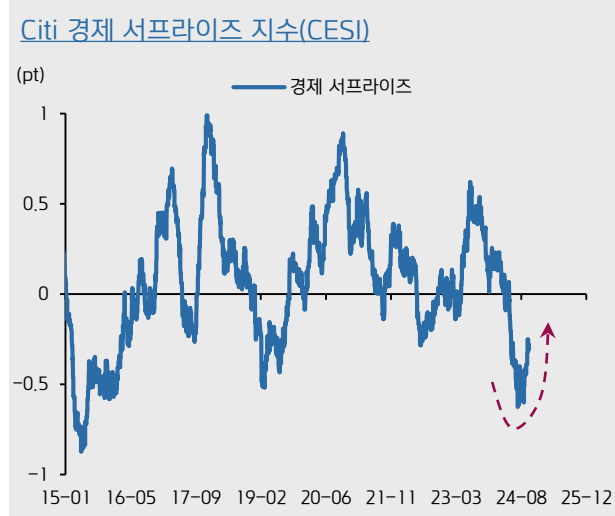
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



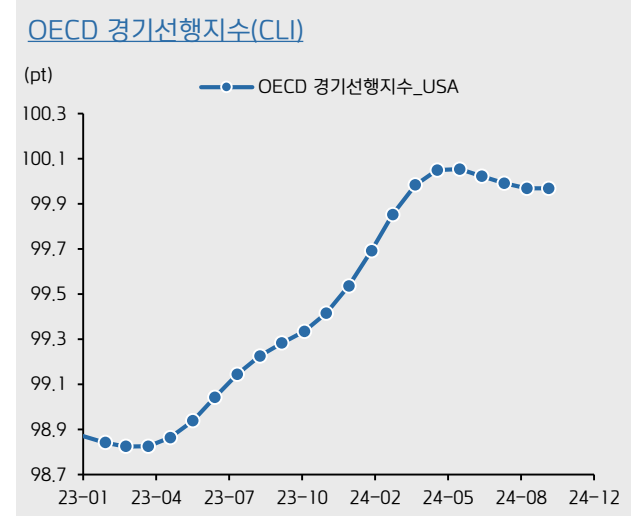


### ◆ 매크로 지표를 종합적으로 판단할 경우 개선의 방향으로 나아가는 중

- 경제 지표들의 예상치와 발표치 간의 차이를 측정한 Citi 경제 서프라이즈 지수는 8월 -0.6pt에서 저점을 달성 후 재차 반등
- 예상보다 안정된 CPI, 꾸준히 견고한 GDP, 불안을 잠재운 실업률 등이 종합되며 미국 매크로 분위기 전환을 조금씩 만들어 내기 시작했고, Citi 경제 서프라이즈 지수(CESI)가 이를 반영
- OECD 경기선행지수(Composite Leading Indicators, CLI)는 반등하는 모습을 보이고 있지는 않지만 침체의 시그널 역시 확인되지 않는 만큼 매크로 환경 속 연착륙 기대감 고조



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



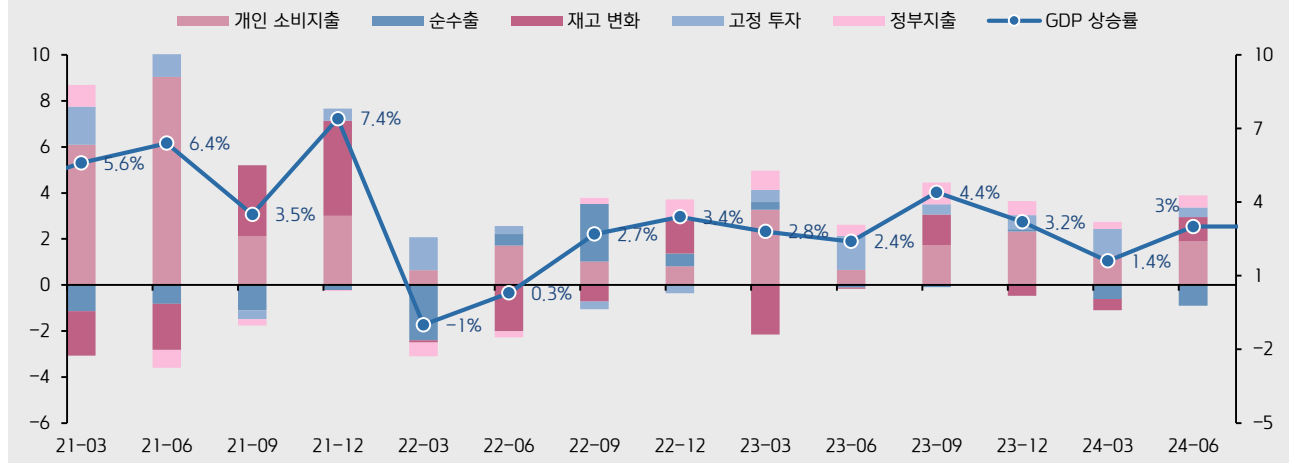
## 2분기까지는 탄탄한 성장률을 보인 미국 경제



### ◆ 시장의 우려와 달리 소비 기반 견고한 수익률 보인 미국 GDP

- 미국 2분기 GDP 성장률은 견고한 소비지출 및 기업 투자에 힘입어 3%를 기록. 1분기 GDP 성장률이 1.6%였음을 감안할 때 시장의 침체 우려에도 불구하고 미국 경제는 여전히 탄탄한 모습을 보임
- 소비와 투자가 2분기까지 견고한 모습을 보이자 시장 내 연착륙 가능성을 더욱 높아졌으며 발표 이후 미 채권금리와 증시는 모두 상승 흐름을 연출
- 다만, 9월 FOMC 제시된 올해 미국 성장률 전망치가 2.0%임을 감안할 때 미국 3~4분기 GDP 성장률은 평균 1.8% 수준을 기록해야 하므로 이후 점진적 성장 속도 감소는 관찰될 수 있음

미국 GDP 추이 및 세부항목 분류



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

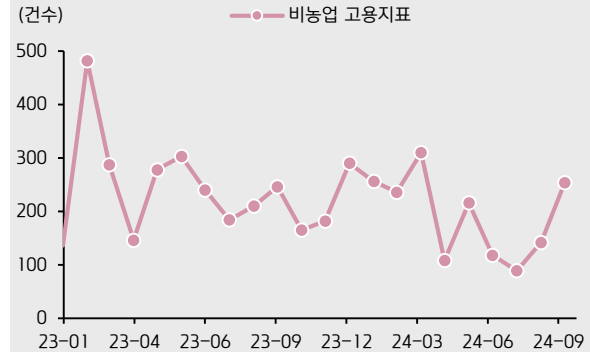




## ◆ 모두의 예상을 뛰어넘은 고용보고서

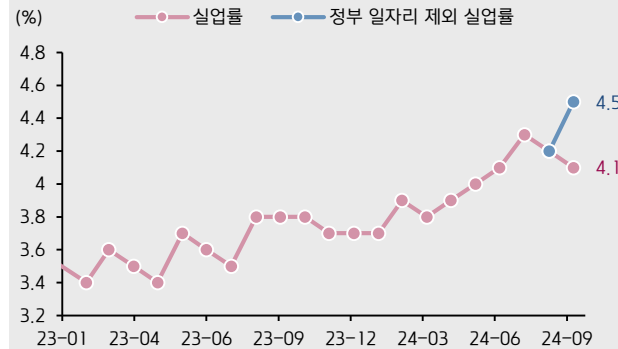
- 9월 고용보고서를 살펴보면 취업자 수는 예상치(15만 건)를 웃돈 25만 4천 건, 실업률은 전월대비 하락한 4.1%, 시간당 평균임금은 예상치(3.8%)를 상회한 4.0%로 집계
- 취업 인구가 늘어남과 동시에 임금 상승률 역시 높아질 경우 소비 여력 또한 개선되어 경기에 긍정적 영향을 줌
- 고용시장이 꾸준히 견조한 체력을 보일 경우 연준의 11월 금리인하 폭은 25bp로 굳어질 것
- 다만, 정부 일자리를 제외한 실업률의 경우 4.5%로 추산된 만큼 10월 고용은 재차 둔화될 가능성을 염두해 놓을 필요는 존재

비농업 고용지표- 취업자 수



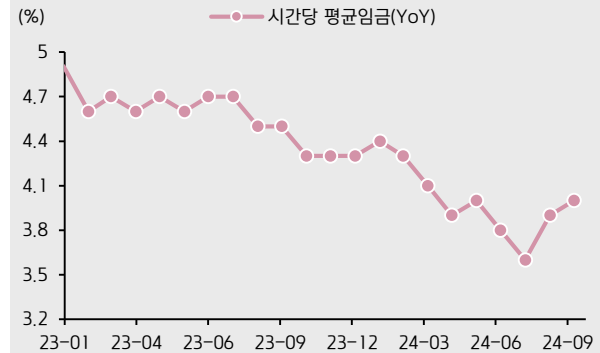
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

비농업 고용지표-실업률 / 정부 일자리 제외 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

비농업 고용지표-시간당 평균임금 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

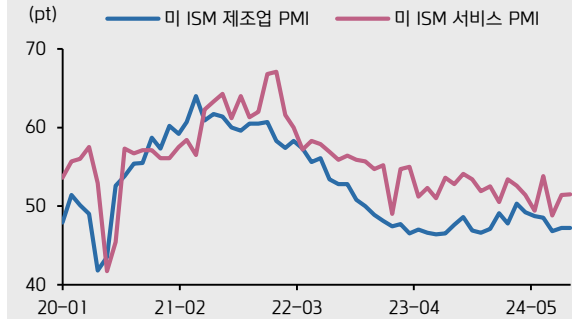




### ◆ 제조업과 서비스업 간 속도 차이

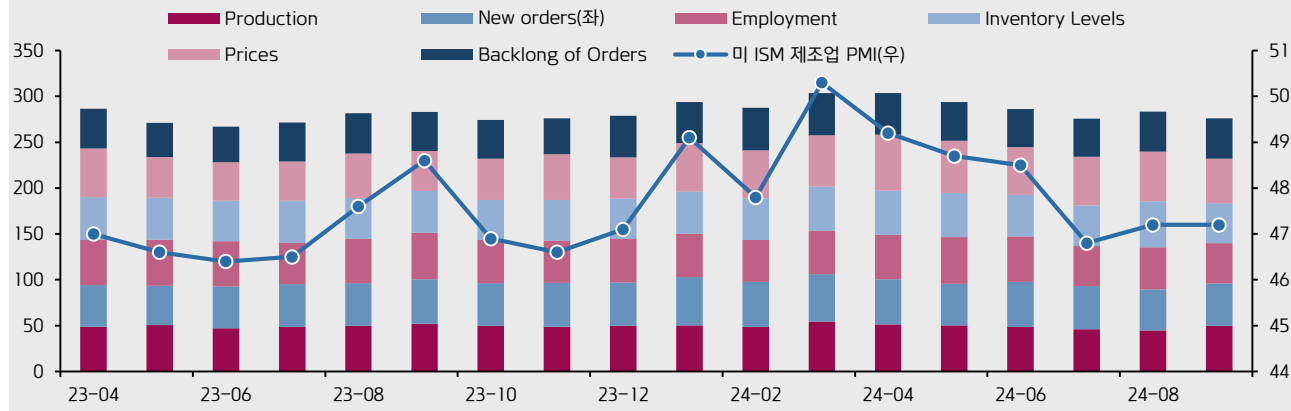
- 9월 ISM 제조업 PMI는 예상을 소폭 하회한 47.2pt를 기록했지만 서비스업 PMI는 예상을 웃돈 54.9pt를 기록
- 기준선이 50pt라는 점을 감안할 때 제조업은 위축 국면에 놓여있으나 서비스업은 확장 국면에 놓여 있음을 확인
- 다만, 제조업 세부항목 중 신규 주문이 전월비 증가했다는 점은 긍정적으로 평가할 부분
- 노동 집약적 성격이 강한 서비스업이 여전히 견고한 모습을 보이고 있다는 점은 9월 고용보고서가 긍정적으로 나온 원인 중 하나로 해석할 수 있음

미 ISM 제조업 PMI & 미 ISM 서비스업 PMI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 ISM 제조업 PMI 세부항목



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

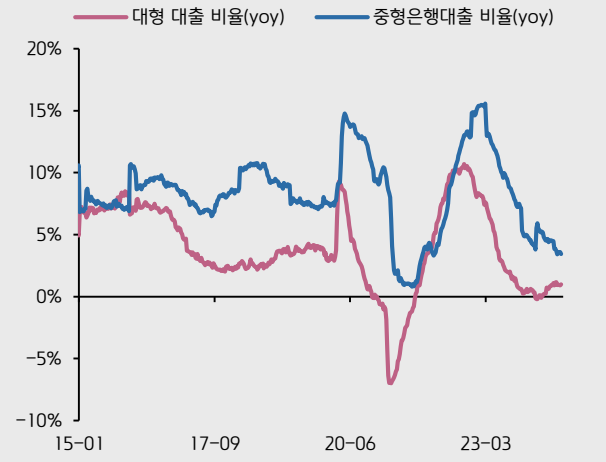




### ◆ 은행 대출은 조금씩 늘고 연체율 상승속도는 둔화되는 모습

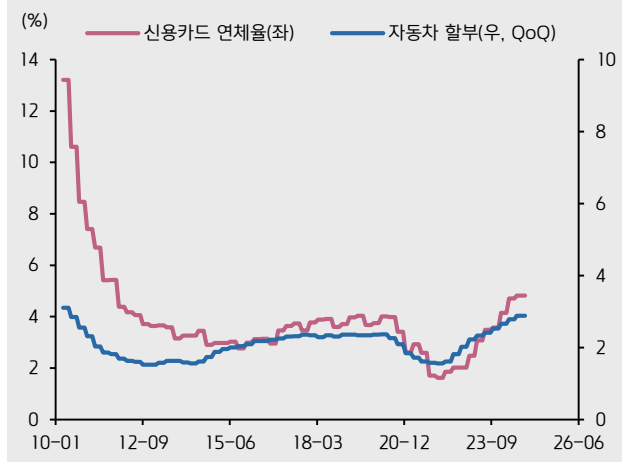
- 대형 은행에서 대출 해준 총 금액에 대한 전년대비 변화율은 6월 이후 양의 값으로 전환되었고 8월 기준 1%를 기록. 중형 은행 대출 금액 변화율은 아직 꾸준히 줄어들고 있는 추세이지만 대형은행에 비해 높은 3.4%를 기록
- 신용카드 연체율은 4월까지 가파른 상승세를 보이며 시장 우려를 자극했지만 이후 4%대에서 정체되는 모습을 보임. 자동차 할부율은 높은 상승세를 보이고 있으나, 아직 절대적 레벨이 낮은 2%대에서 머무는 중
- 시중 유동성을 담당하는 은행들의 대출 증가율이 대형은행 중심 양의 값으로 돌아섰고 신용카드 연체율 역시 정체되는 흐름을 보이고 있다는 점에서 소비 측면에서의 침체를 걱정할 단계는 아직 아니라 판단
- 물론, 대출 비중이 느리게 늘어나고 있고 연체율 증가 추세도 서서히 감소하고 있기에, 현재 단계에서 경기 확장에 베풀하는 것은 과도하며 서서히 경기가 식어가는 것으로 보는 것이 적절한 판단일 것

은행 규모별 전년대비 대출액 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

신용카드 연체율과 자동차 할부율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터





### ◆ 전쟁 변수가 아니라면 유동성 우려는 아직까지 기우라 판단

- 국제 담보부 단기금리인 SOFR 금리와 역레포 금리(RRP) 혹은 실효 연방기금 금리(EFFR)간 차이가 작아지거나 역전된다면 시중 유동성이 많아지고 있음을 뜻하며, 반대의 경우는 시중 유동성이 거두어 들여지고 있음을 시사
- 현재 SOFR과 RRP 금리차는 연준의 양적긴축이 지속되는 만큼 꾸준히 커지고 있고, 이는 과거에 비해 현재 유동성 환경이 타이트함을 시사. 다만 2019년 9월 '레포 발작' 사태 수준보다 훨씬 낮은 레벨에 머물러 있고 지급준비금 역시 큰 폭의 하락세가 관찰되지 않고 있기에 유동성 부족에 의한 경기 침체를 우려할 단계는 아니라 판단
- 연준이 의도했던 물가 안정이 얼추 완성되어 가고 있는 상황 속에서 유동성을 급하게 흡수할 이유 역시 없기에 단기 자금 시장에서 문제가 발생할 여지는 이후에도 높지 않을 것으로 판단. 다만 중동 전쟁으로 인한 유가 급등이 다시 인플레이션을 높일 수 있다는 것이 관련 시나리오 속 변수로 작용 가능

SOFR 금리와 RRP/EFFR 금리 차이 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

지급준비금 변화 및 M2 Index 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



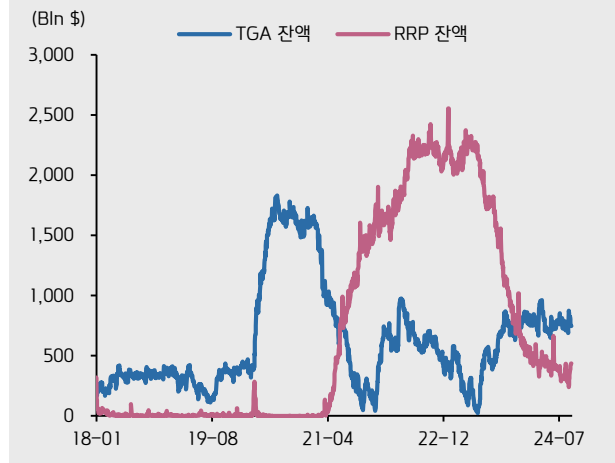
## 11월 대선이 TGA 잔액에 영향을 줄까?



### ◆ TGA 잔액은 대선을 의식한 정부 지출 용도 보다는 혹시 모를 유동성 경색을 방어하기 위한 용도

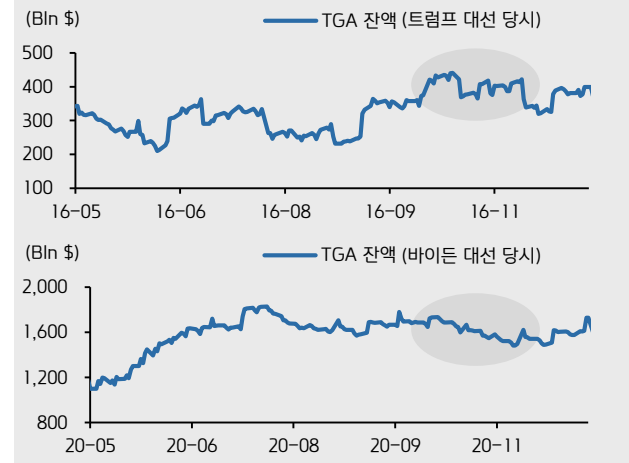
- TGA 잔액은 9월 기준 7,467억 달러를 기록하고 있음. 12월 말 목표 TGA 잔액이 7,000억 달러임을 감안할 때 467억 달러의 여분 잔액을 정부는 보유하고 있으며, 이는 예상하지 못한 유동성 긴축이 발생할 경우 위기를 조기 진화하기 위해 사용될 것
- 한편으로는 대선을 앞두고 TGA 잔액을 풀어 여당에 유리한 국면으로 선거를 이끌 것이란 주장이 있지만 2016년, 2020년 과거 케이스를 통해 볼 경우 그러한 사례는 존재하지 않았음을 확인 가능
- RRP 잔액은 9월 기준 2,339억 달러까지 내려왔지만 재차 4,365억 달러로 높아지며 소진까지의 시간이 연장됨. 긴급 유동성 부족을 방어할 수 있는 TGA 잔액과 늦춰진 RRP 잔액 고갈 속도는 현재 미국 유동성 환경이 크게 부정적이지는 않음을 시사

TGA 잔액 추이와 RRP 잔액



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

대선 직전 TGA 잔액 추이-큰 변화 없음



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

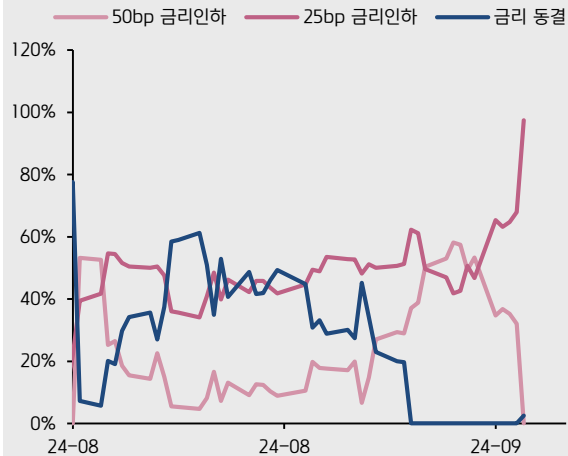




## ◆ 선제적 금리인하 성격이 지속될 경우 증시는 반등할 가능성 高

- 10월 이후 11월 FOMC에서 25bp 인하할 확률은 97.4%로 높아졌으나 50bp 금리인하 확률은 0%로 하락
- 중동 전쟁으로 인한 유가 상승, 중국 지준율 인하(50bp)에 따른 낙관적 글로벌 경기전망 등장 등이 예상 금리인하 폭을 낮추는데 일조
- 9월 FOMC에서 파월 연준 의장은 정책 속도가 실물 경제에 비해 뒤쳐져 있지 않음을 강조했듯 이후의 금리인하 역시 예방 성격의 선제적 금리인하가 될 가능성이 높음
- 대외 변수에 따라 '금리인하 폭'은 달라질 수 있겠으나 선제적 대응이라는 성격을 꾸준히 유지해 나갈 경우 1995년, 1998년, 2019년의 사례와 같이 증시는 점차 회복 탄력성을 가지고 반등할 여지가 있음

11월 FOMC 인하 폭에 따른 확률 변화



자료: FedWatch, 키움증권 리서치센터

FedWatch 기준 금리인하 확률 분포

Meeting Date	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
24-11						0	0	0	0	97.4	2.6
24-12	0	0	0	0	0	0	0	17.7	80.2	2.1	0
25-01	0	0	0	0	0	0	14.8	69.8	15.1	0.3	0
25-03	0	0	0	0	0	11.8	58.8	26	3.3	0.1	0
25-05	0	0	0	0	6.7	38.5	40.2	13.1	1.5	0	0
25-06	0	0	0	3.9	25.2	39.5	24.4	6.3	0.6	0	0
25-07	0	0	1.3	10.9	29.9	34.5	18.5	4.5	0.4	0	0
25-09	0	0.4	4.6	17.5	31.5	29	13.6	3.1	0.3	0	0
25-10	0.1	1.4	7.6	20.8	30.9	25.4	11.1	2.4	0.2	0	0

자료: FedWatch, 키움증권 리서치센터



## 과거 연준이 침체에 선제적으로 대응한 이후 증시 흐름



금리인하 시점 기준 D-700 ~ D+500 증시 흐름(1995년, 1998년, 2019년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터





## ◆ 중동 전쟁이 미국에 미치는 영향

- 이스라엘을 중심으로 발생한 중동 전쟁은 불확실성을 높이는 대외적 변수로 자리잡음
- 미국 증시 관점에서 중동 전쟁은 원유 수급에 의한 물가 상승, 방산 산업, 셰일 오일 산업 등과 관련이 높음
- 유가 상승세는 아직까지 인플레이션 우려를 자극할 정도는 아니지만, 전쟁 양상이 격해질 경우 연준의 금리 동결 확률을 높이는 방향으로 작용할 수 있음

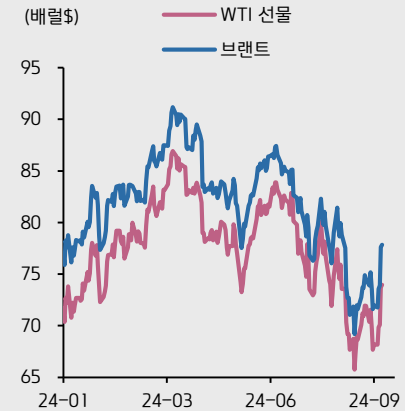
중동-지정학적 갈등이 발생된 지역



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

## 이스라엘 vs 이란, 헤즈볼라, 하마스

지역	충돌 현황	주요 사건
레바논(헤즈볼라)	헤즈볼라, 이스라엘 텔아비브 인근 모사드 공습, 9월 28일 헤즈볼라 수장 사망 후 보복 다짐	10월 1일 레바논 남부에서 지상 작전 시작, 헤즈볼라의 이스라엘 남부 공격 지속
시리아(정부군)	이스라엘, 시리아 내 군사시설 등 꾸준한 공습	이스라엘의 꾸준한 공습, 시리아 내 군사 시설 타격
이라크	헤즈볼라와 연대하며 이스라엘에 간헐적 공격	레바논 내 헤즈볼라와 협력하여 이스라엘 목표물 공격
예멘(후티 반군)	후티, 하마스와 연대하여 홍해 인근 상선 공격 (2023년 11월~), 10월 1일 이스라엘 텔아비브 인근 군사시설 드론 공격	9월 29일 이스라엘 후티 반군 근거지 폭격, 10월 1일 드론 공격
가자지구(하마스)	10월 1일 이스라엘 기습 공격 시작, 전쟁 상태	9월 23일부터 이스라엘 집중 공습 시작
이스라엘	이스라엘, 하마스 및 헤즈볼라와 두 개의 전쟁 중. 헤즈볼라, 하마스 등 다수의 공격에 대응 중인 상황	하마스 지도자 사망 및 보복 공격



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

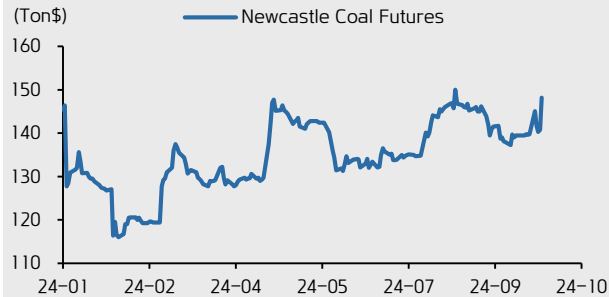




### ◆ 중국 경제 부양책 등장과 단기적 수혜 산업 확인

- 중국 인민은행은 9월 27일 기준율(RRR) 0.5%p 인하, 7일물 역레포 금리 0.2%p 인하 등의 대규모 유동성 부양책 발표
- 정책 효과는 아직 확인되지 않았지만 중국 경기 부양 기대감은 석탄, 구리 가격을 높임과 동시에 에너지 가격 상승에도 일조

#### 석탄 선물 가격



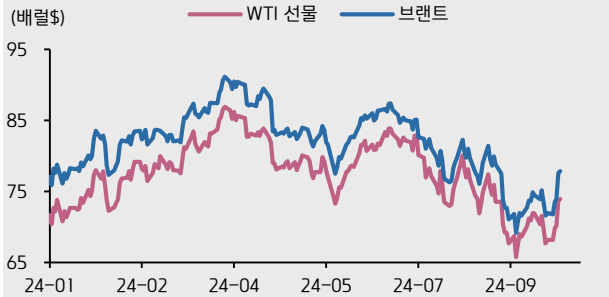
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

#### 구리 선물 가격



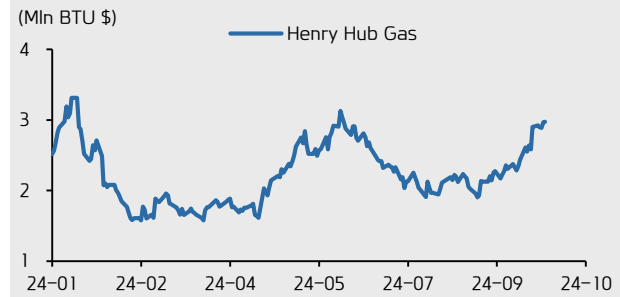
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

#### WTI와 브랜트유 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

#### 천연가스 선물 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



# 10월 추천 종목 리스트: 1)성장 모멘텀 보유한 방어주 최선호, 2)조정을 저평가 기회로 삼을 성장주 차선호



## 성장 모멘텀 보유한 방어주

업종	종목	투자 포인트	시가총액 (\$mln)	1M 수익률(%)	YTD 수익률(%)
유틸리티	비스트라에너지(VST)	<ul style="list-style-type: none"> <li>업종 특성상 방어적인 성격과 AI 전력 테마에 따른 업사이드는 높아졌다는 측면에서 투자 포인트 훼손되기 어렵다고 판단</li> <li>인수를 통한 원자력 비중 확대 추진중, 천연가스, 석탄, 석유, 태양광 등 다양한 전력 포트폴리오 보유</li> </ul>	47,552	87.8	259.3
유틸리티	AES(AES)	<ul style="list-style-type: none"> <li>업종 특성상 방어적인 성격과 AI 전력 테마에 따른 업사이드는 높아졌다는 측면에서 투자 포인트 훼손되기 어렵다고 판단, 밸류에이션 부담도 낮은 상황</li> <li>주로 신재생에너지를 통해 전력을 생산하는 점이 차별화, 신재생 전력 수요 증가에 따른 수혜 기대</li> </ul>	13,444	16.8	-1.8

## 조정을 기회로 삼을 성장주

업종	종목	투자 포인트	시가총액 (\$mln)	1M 수익률(%)	YTD 수익률(%)
IT	마이크로소프트(MSFT)	<ul style="list-style-type: none"> <li>CAPEX 증가가 AI 수요 확장을 반영하고 있고 Copilot에 대한 실수요가 빠르게 증가하고 있기에 투자 포인트 여전히 명확한 반면, 주가는 피어 대비 디스카운트 받고 있는 상황</li> </ul>	3,092,590	3.6	10.6
통신서비스	우버 테크놀로지스(UBER)	<ul style="list-style-type: none"> <li>플랫폼 네트워크 효과로 안정적인 모빌리티와 딜리버리 성장세 유지될 전망</li> <li>구글 산하 웨이모(Waymo)와 로보택시 파트너십 확장하는 등 자율 주행 성장 기대 속 모멘텀으로 작용할 수 있다는 판단</li> </ul>	156,058	6.8	20.6
산업재	하우멧 에어로스페이스(HWM)	<ul style="list-style-type: none"> <li>금리인하와 여행 수요 증가, 연료 효율성 확대와 탄소 배출 감축 등 환경 트렌드 영향으로 신규 항공기 부품 주문 증가 기대</li> <li>지정학 리스크 높아지고 있는 가운데 방산주로 분류되어 정책 수혜주로도 분류 가능</li> </ul>	41,643	11.6	88.5
에너지	퍼스트 솔라(FSLR)	<ul style="list-style-type: none"> <li>단기적으로 미국 대선으로 변동성 클 수 있으나, 실적 성장세 감안하면 밸류에이션 부담 낮은 상황</li> <li>트럼프 당선에도 투자 대부분이 공화당 지역에서 이뤄지고 있어 IRA 역행 가능성은 크지 않을 것이며, 미 정부의 중국 업체들의 우회 수출 차단에 가장 크게 수혜 받을 수 있음</li> <li>지난 분기 실적 발표에서 FY2024 매출 및 판매량 가이드스 여전히 유지한 점도 고무적</li> </ul>	24,742	10.8	34.2

자료: 키움증권 리서치센터  
주: 2024.10.04 기준

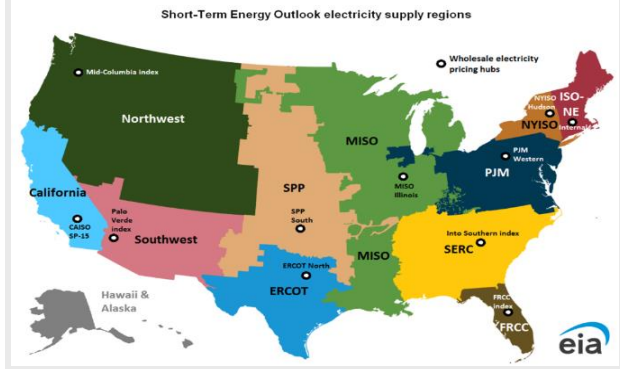




## ◆ 유틸리티 섹터 내 독립발전사업자(IPP) 최선호

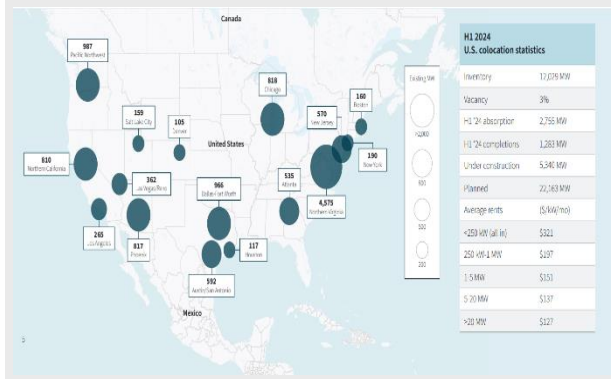
- 유틸리티 산업 특성상 방어적인 성격과 AI 전력 테마에 따른 업 사이드는 높아졌다는 측면에서 전력 생산 및 판매 기업인 독립 발전사업자(IPP) 여전히 최선호
- 글로벌 부동산 서비스 업체 JLL은 24년 상반기 기준 미국 내 5.3GW 규모의 데이터센터가 건설중이며, 22.2GW가 건설 예정이라 밝힘
- 7/30일 열린 PJM 2025/2026 전력 경매에서 낙찰된 전력 단가는 기존 대비 800% 이상 급등. 2024/2025 입찰 대비 전력 수요는 급증한 반면, 공급이 크게 감소했기 때문(기존 화력 발전소가 폐쇄되고 있는 추세)

## 美 전력 도매시장: 7개 RTO/ISO, 기타 지역으로 구성



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

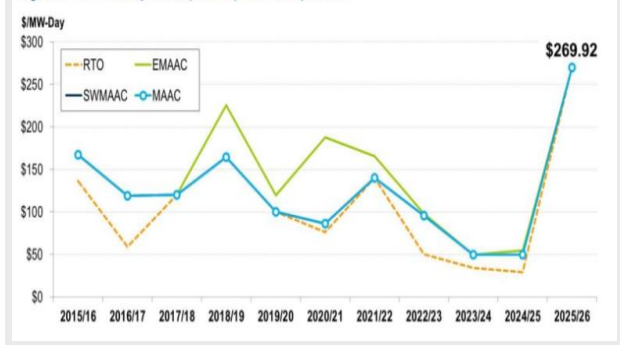
## 미국 내 코로케이션 데이터센터 현황



자료: JLL, 키움증권 리서치센터

## PJM 발전 용량 경매 결과

Figure 1. BRA Clearing Prices by Delivery Year for Major LDAs



자료: PJM, 키움증권 리서치센터



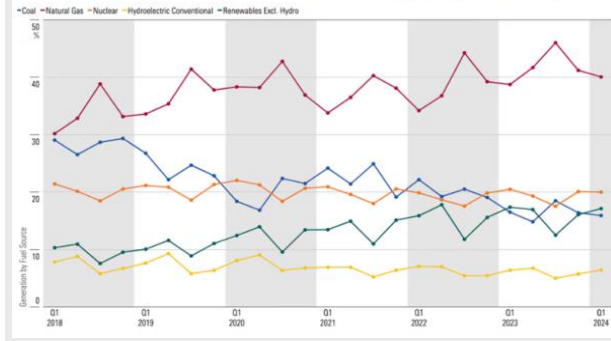


## ◆ 전력수요 증가와 신재생에너지

- 낮은 투자 비용과 세제혜택, 사업 추진에 대한 낮은 리스크 등으로 재생에너지 발전이 신규 발전용량 대부분을 차지할 전망
- 지난해 3분기와 4분기부터 재생에너지 발전 비중이 확대되는 흐름이 두드러짐
- 미 에너지정보청(EIA)은 재생에너지가 2050년까지 미국 전체 발전량의 최대 발전원으로 부상할 것으로 전망
- AI 데이터센터용 전력수요 급증이 기업용 전력구매계약(PPA, Power Purchase Agreement) 등을 포함해 신재생 프로젝트의 상당한 수요 증가로 이어질 가능성

## 석탄은 감소하는 반면 태양광과 풍력 비중이 급증

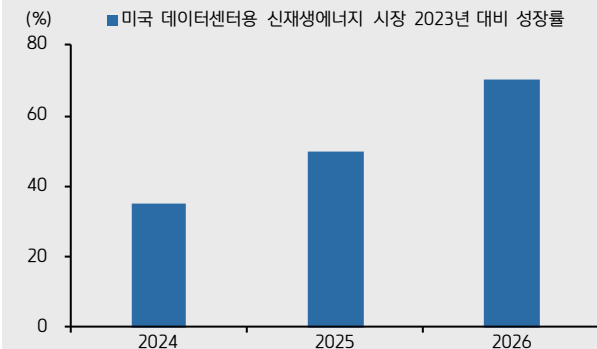
Following Coal's Decline in Overall Generation Share, Wind and Solar Creep Upward



자료: Morning Star, 키움증권 리서치센터

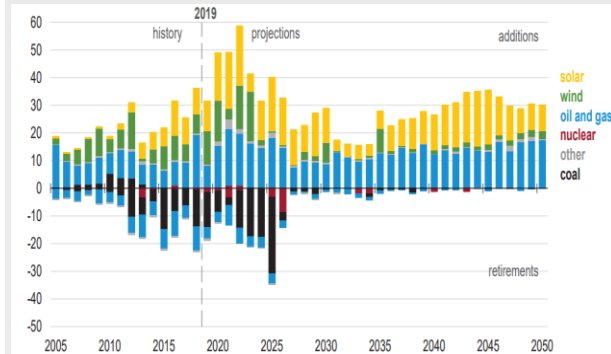
주: 파랑-석탄, 빨강-천연가스, 주황-원자력, 노랑-수력, 초록-재생에너지

## 신재생에너지 성장을 견인할 AI 데이터센터



자료: McKinsey, Morgan Stanley, 키움증권 리서치센터

## 발전원별 신규 설비용량 추이 및 전망



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

주: 단위는 GW





### ◆ 견고한 본업 성장, AI 활용은 플러스 알파

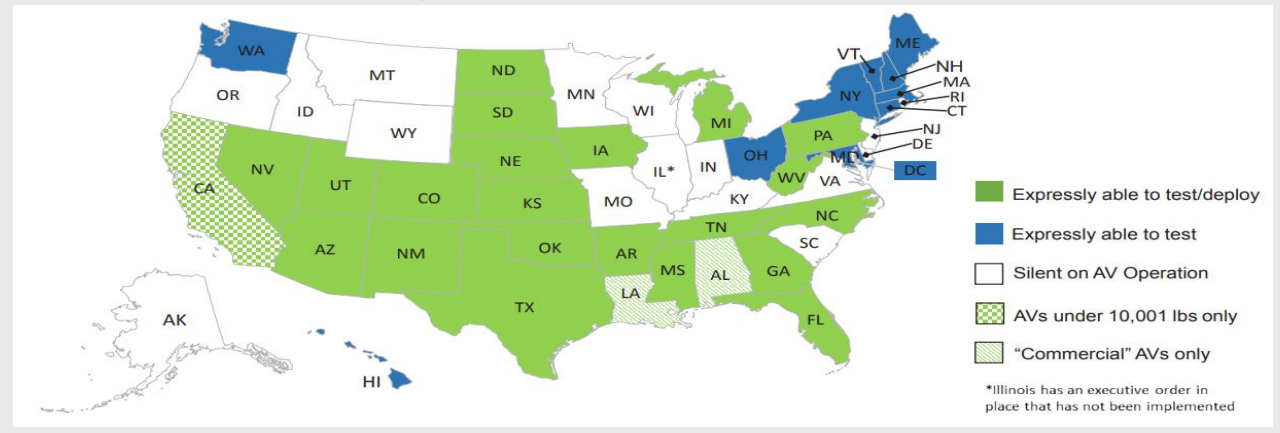
- 금리인하에 탄력적이라는 패턴과 펀더멘탈 개선 유효하다는 점에서 테크 업종에 대한 긍정적인 관점 유지
- 다만 단기적으로는 AI 수익성에 대한 불확실성 상존하기에 기대감 보다는 본업 실적이 탄탄한 주도주 중심의 개별 종목 접근 전략이 합리적
- 10월 10일 공개될 테슬라의 로보택시와 알파벳 산하 웨이모와 우버의 자율주행 로보택시 관련 파트너십 확장 등으로 자율주행 테마가 단기 모멘텀으로 작용할 가능성. 그중 플랫폼 네트워크 효과로 안정적인 본업(모빌리티, 딜리버리) 성장세 유지하고 있는 UBER에 주목

### 웨이모(Waymo) 로보택시



자료: Waymo, 키움증권 리서치센터

### 미국 주별 자율주행 법안 및 규제 현황, 25개 지역 테스트/개발 단계 허용된 상황



자료: Autonomous Vehicle Industry Association(AVIA), 키움증권 리서치센터  
주: Kentucky주도 2024년 6월부터 테스트/개발 단계 허용하기 시작

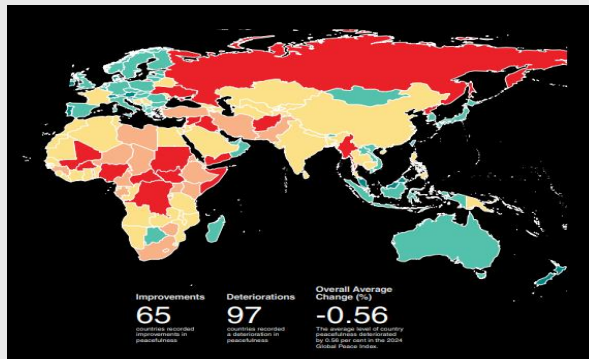




## ◆ 글로벌 안보 환경 변화 속 진행되고 있는 금리인하

- 금리인하에 따른 경기 연착륙 전제 하에 산업재 섹터 펀더멘탈 개선 기대. 특히 그중에서도 미국 대선과 최근 지정학 리스크 확대에 따른 항공우주/방산 섹터 수혜 전망
- 2024년 IEP(Institute for Economics & Peace) 글로벌 평화 지수(GPI: Global Peace Index)는 평균 0.56% 악화되며 2014년 이후 하락세 지속. 최근 중동 정세 불안도 높아지는 모습. 이스라엘-이란 간 전면전에 대한 우려 재차 높아진 상황

악화된 글로벌 IEP 전년대비 평화 지수



자료: IEP, 키움증권 리서치센터

산업재 내 세부 섹터별 수익률 비교

산업	1W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	1Y(%)	YTD(%)
항공우주 및 국방	2.0%	5.9%	14.2%	16.4%	51.4%	25.6%
항공사	-0.9%	10.5%	11.3%	8.0%	-1.0%	13.7%
공항 및 항공 서비스	0.2%	8.9%	1.6%	-1.1%	3.5%	8.2%
건축 제품 및 장비	-0.3%	12.2%	17.4%	16.2%	59.3%	33.6%
사업 장비 및 용품	-0.4%	-0.9%	9.1%	9.1%	28.4%	9.6%
복합기업	-1.5%	2.0%	7.2%	15.0%	29.5%	11.0%
컨설팅 서비스	-0.8%	-1.7%	6.1%	12.1%	28.4%	14.8%
전기 장비 및 부품	3.7%	22.5%	6.3%	4.8%	37.8%	28.4%
엔지니어링 및 건설	2.2%	15.3%	17.1%	15.0%	59.2%	37.8%
농업 및 중장비 기계	0.5%	12.7%	14.2%	-1.9%	24.9%	13.7%
산업 유통	-2.2%	7.0%	7.8%	-1.5%	25.6%	7.3%
인프라 운영	-1.3%	-1.8%	0.1%	7.1%	38.0%	13.5%
통합 화물 및 물류	-2.1%	0.1%	-1.8%	1.9%	1.7%	1.0%
해양 운송	-2.0%	8.2%	-0.3%	14.1%	40.5%	26.0%
금속 가공	-0.7%	9.2%	21.6%	20.0%	67.3%	36.6%
오염 및 처리 제어	0.7%	7.1%	18.7%	21.8%	44.6%	33.4%
철도	-1.6%	-1.6%	5.8%	-1.1%	18.3%	1.6%
임대 및 리스 서비스	-1.3%	8.7%	15.6%	9.0%	49.1%	18.4%
보안 및 보호 서비스	-0.9%	3.3%	5.9%	4.1%	28.2%	10.7%
특수 비즈니스 서비스	-0.7%	0.4%	2.7%	7.9%	33.3%	16.9%
특수 산업 기계	-0.1%	10.4%	7.8%	0.7%	30.0%	13.8%
인력 및 고용 서비스	-0.6%	2.9%	2.6%	10.3%	-1.1%	14.5%
도구 및 액세서리	-1.8%	6.2%	10.3%	-1.0%	16.4%	-1.0%
트럭 운송	-1.3%	1.8%	1.5%	13.3%	5.0%	-1.7%
폐기물 관리	0.9%	-1.5%	0.8%	5.0%	33.8%	17.8%

자료: Finviz, 키움증권 리서치센터  
주: 2024.10.04 기준



## 비스트라에너지(VST)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

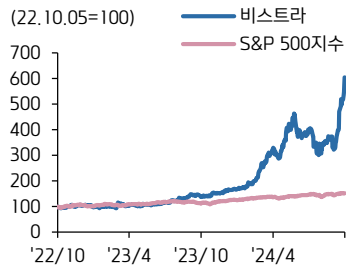
블룸버그 목표주가	USD 138.41
현재 주가 (10/4)	USD 129.58

### Stock Data

산업분류	유틸리티
세부업종	독립 전력 생산업체
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,751.07
시가총액(min)	47,552.3
유통주식수(min)	343.6
52주 최고	139.38
52주 최저	31.22
일평균거래량	7,117,991

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	259.3	87.8	83.7	338.8
S&P 500	20.6	6.3	10.5	33.5



◆ **기업 개요:** 비스트라에너지는 천연가스와 석탄, 석유, 원자력, 태양광 등을 발전원으로 전력을 생산 및 판매하는 독립발전사업자(IPP) 기업으로 텍사스주 댈러스에 거점을 두고 있음. 올해 3월 Energy Harbor 인수 완료하면서 원자력 발전 포트폴리오 강화, 특히 탄소 배출 감소라는 규제 흐름에 따라 27년까지 석탄 화력 발전소 폐쇄를 선언하며 원자력 비중 확대될 것으로 전망

◆ **투자 포인트:** 1)유틸리티 업종 특성상, 방어적인 성격과 AI 전력 테마에 따른 업사이드는 높아졌다는 측면에서 여전히 해당 섹터에 대한 긍정적인 관점 유지. 2)데이터센터 전력 수요 급증에 따른 전력 가격 상승 기대. 특히 동사는 당국의 규제를 받지 않는 IPP로 경쟁 전력시장에 포함되어 수급에 따라 전력 가격이 결정. 현재 미국에서 상업적으로 운영 중인 원전소 중 60%가 규제 대상 사업체 수중에 있다는 점에서 차별화. 3)텍사스 공공 유틸리티 위원회 위원장은 최근 전력 수요 폭증에 따라 데이터센터의 신규 건설이 현존하는 전력망의 자원 적정성을 위협한다고 언급. 이어 데이터센터 신규 건설시 신규 발전소를 동반 건설하는 방안을 고려하고 있다고 밝힘. 구글 CEO도 AI의 폭발적인 에너지 수요를 고려하여 데이터센터 전력을 원자력으로 충원할 것을 고려 중

◆ **실적 및 밸류에이션:** 최근 동사는 계열사로부터 자회사인 Vistra Vision의 지분 15%를 매입하며, Vistra Vision의 단독 소유주로 전환. Vistra Vision은 동사의 원자력 발전, ESS, 태양광 발전 및 리테일 사업을 진행하는 자회사로 소유권 통합을 통해 구조의 단순화 및 주주 가치 제고 추진. 현재 12m fwd PER은 20배로 2년 평균(9.3배) 상회 중이나, 강한 수요 전망에 따른 멀티플 상승 가능성 감안하면 여전히 긍정적인 의견 유지

### Company Earnings & Valuation

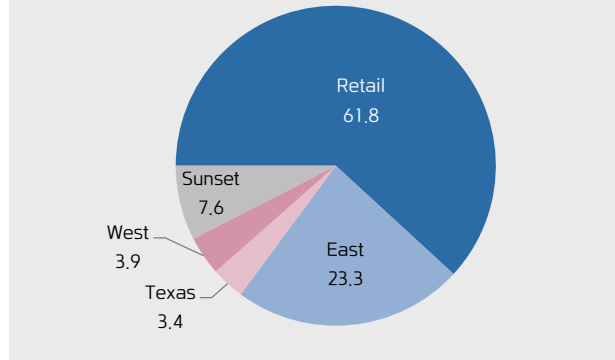
(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	13,728	14,779	16,027	17,806
영업이익	1,312	2,508	2,970	3,562
영업이익률(%)	9.6	17.0	18.5	20.0
순이익	-1,091	1,493	1,794	2,295
EPS	-2.58	4.18	5.14	6.47
증가율	-	-	23.0	25.9
PER	-	14.8	14.7	11.7
PBR	3.1	4.8	5.6	4.0
ROE	-30.0	46.9	45.1	47.6
배당지표수익률	1.0	1.0	1.2	1.3

주: 컨센서스는 2024.10.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준



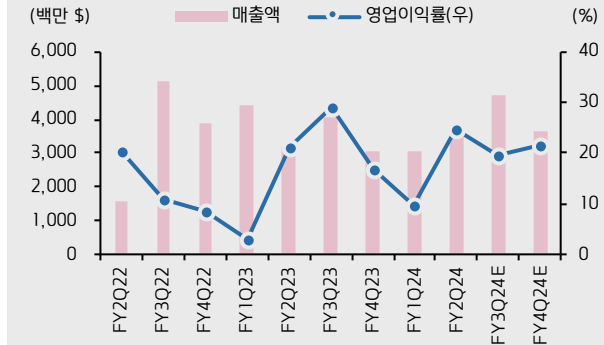


VST 상품별 매출액 추이



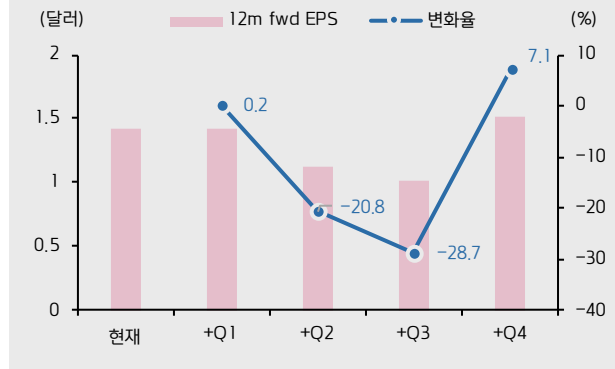
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VST 분기 매출액 및 영업이익률 추이



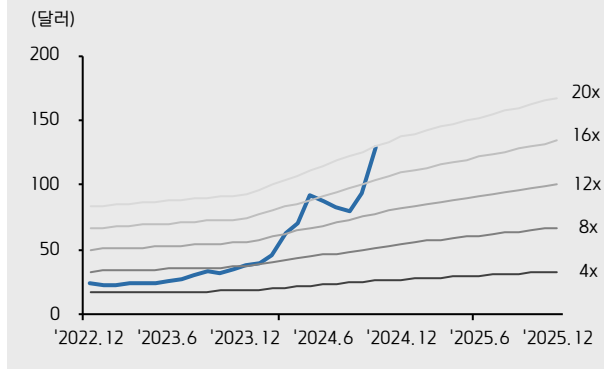
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VST 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VST 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



# 비스트라에너지(VST)



## 손익계산서

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	11,809	11,443	12,077	13,728	14,779
매출원가	5,742	5,174	9,169	10,401	7,557
매출총이익, GAAP	6,067	6,269	2,908	3,327	7,222
판매비	904	1,035	1,040	1,189	1,308
연구개발비	—	—	—	—	—
영업이익, GAAP	1,612	1,873	77	1,312	2,508
영업외 (이익)손실	777	629	207	383	661
세전이익, GAAP	1,216	890	-1,722	-1,560	2,000
법인세비용	290	266	-458	-350	508
당기순이익, GAAP	928	636	-1,274	-1,227	1,493
EPS, GAAP	1.88	1.3	-2.64	-3.2596	3.632
희석 EPS, GAAP	1.90	1.3011	0	-2.9048	4.1751
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	667	900	-1,274	-1,091	1,493
EBITDA	3,325	3,685	1,908	2,994	4,101

## 현금흐름표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	2,736	3,337	-206	485	5,453
감가상각비, 무형자산상각비	1,876	2,048	2,050	2,047	1,956
운전자본 변동	-8	-84	-969	-2795	1780
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,717	-1,572	-1,153	-1,239	-2,145
유, 무형자산 취득(CAPEX)	—	—	—	—	—
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	—
재무활동으로 인한 현금흐름	—	—	—	—	—
지급배당금	-243	-266	-290	-453	-463
차입금의 증가(감소)	-602	-1,358	569	1,672	1,390
자사주매입	-656	0	1529	-1949	-1245
현금증가	-218	-31	915	-834	3,014
기초현금	693	475	444	1,359	525
기말현금	475	444	1,359	525	3,539
FCF	2,127	2,078	-1,239	-816	3,777
FCFF	2,734	2,520	—	—	4,329

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	26,616	25,208	29,683	32,787	32,966
유동자산	4,114	3,429	7,883	11,116	11,637
현금 및 현금성자산	300	406	1,325	455	3,485
매출채권	1,365	1,279	1,397	2,059	1,674
채고자산	469	515	610	570	740
비유동자산	22,502	21,779	21,800	21,671	21,329
유형자산	13,958	13,544	13,096	12,605	12,482
무형자산	5,301	5,029	4,729	4,541	4,447
부채총계	18,656	16,847	21,391	27,869	27,644
유동부채	4,574	3,036	5,843	10,337	9,823
매입채무	1,299	1,237	1,865	1,915	1,556
단기성부채	641	103	259	696	2,293
비유동부채	14,082	13,811	15,548	17,532	17,821
장기성부채	10,143	9,275	10,515	11,978	12,391
자본총계	7,960	8,361	8,292	4,918	5,322

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
보통주 순이익률	7.86	5.56	-10.55	-10.03	9.09
영업이익률	16.88	13.27	-12.54	-8.57	18.01
EBITDA 마진	32.81	31.22	4.46	6.40	31.32
ROE	11.73	7.79	-17.38	-29.96	46.85
ROA	3.53	2.45	-4.64	-3.93	4.54
ROIC	8.52	6.11	-6.27	-5.34	11.36
부채비율	135.49	112.03	171.26	436.73	518.69
순차입금비율	129.51	106.85	113.54	247.03	209.41
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	6.56	13.37	22.68	4.40	35.48
유동비율	89.94	112.94	134.91	107.54	118.47
PER	17.04	10.07	—	19.60	14.81
PBR	1.41	1.15	1.70	3.12	4.78
EV/EBIT	10.78	12.18	—	—	10.20
EV/EBITDA	5.55	5.19	41.00	26.40	5.87





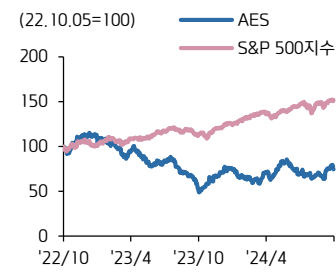
블룸버그 목표주가	USD 22.75
현재 주가 (10/4)	USD 18.91

## Stock Data

산업분류	유틸리티
세부업종	독립 전력 생산업체
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,751.07
시가총액(min)	13,443.6
유통주식수(min)	710.9
52주 최고	22.21
52주 최저	11.43
일평균거래량	8,026,358

## Performance &amp; Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-1.8	16.8	4.6	51.9
S&P 500	20.6	6.3	10.5	33.5



◆ **기업 개요:** AES는 수력, 풍력, 태양광, ESS 등 신재생에너지와 석탄, 가스, 기타 화석연료 등을 발전원으로 전력을 생산 및 판매하는 독립발전사업자(IPP) 기업으로 북미, 남미, 아프리카, 유럽 등 글로벌 공급체인 보유. 신재생에너지 비중이 53%로 가장 높다는 점이 특징이며, 비중은 수력(35%), 풍력(30%), 태양광(29%), ESS(6%) 순. 그외 전력원은 가스(27%), 석탄(18%), 기타 화석연료(2%) 순

◆ **투자 포인트:** 1)유틸리티 업종 특성상, 방어적인 성격과 AI 전력 테마에 따른 업사이드는 높아졌다는 측면에서 여전히 해당 섹터에 대한 긍정적인 관점 유지. 2)향후 빅테크 기업들의 재생에너지 선호 현상 높아질 전망. 동사는 현재 알파벳, 마이크로소프트, 아마존 등이 주요 고객이며, FY2Q24 기준 장기 계약 수주 잔고 12.6W 가운데 64%가 빅테크 기업들과의 계약. 데이터센터의 경우, 안정적 전력 공급을 필요로 하기에 단기적으로는 천연가스와 원자력 중요도 높아질 수 있으나, 장기적으로는 급증하는 전력 수요 충족과 환경 문제로 재생에너지로의 전환이 불가피, 실질적으로 데이터센터 전력 공급을 위한 신규 화석 연료 발전소 건설은 어려울 것. 3)동사와 전자기기 제조기업인 Siemens는 2018년 글로벌 ESS 분야에서 선도적인 플루언스 에너지(FLNC)를 합작법인으로 설립, 동사와 Simens 지분을 각각 약 30%, 20% 수준. 글로벌 ESS 수요 높아지면서 향후 매출로 연결될 수 있는 수주잔고와 파이프라인 빠르게 증가하는 추세. 미국 내 생산시설 구축으로 IRA 세제 혜택 예정, 매출총이익률도 꾸준히 증가하며 FY2Q24 흑자 전환

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY2Q24 매출은 감소했으나 예상보다 높은 세제 공제 효과로 EPS와 EBITDA는 컨센서스 상회. 2025년과 2027년 장기 EPS 성장률 목표는 7~9%로 유지했으며, 화석 발전소 매각 자금으로 부채 상환 및 주주 환원 확대할 예정. 현재 12m fwd PER은 9.5배로 5년 평균(12.4배) 하회하고 있어 밸류에이션 매력 높은 상황

## Company Earnings &amp; Valuation

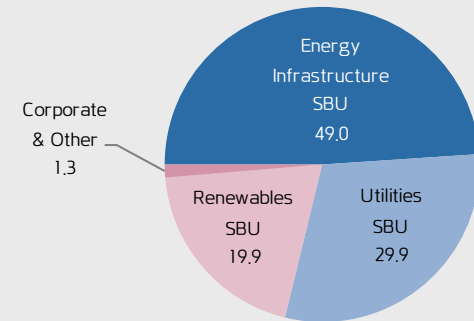
(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	12,617	12,668	13,059	13,361
영업이익	-897	2,295	2,627	2,974
영업이익률(%)	-7.1	18.1	20.1	22.3
순이익	1,567	1,658	1,370	1,491
EPS	1.67	1.76	1.91	2.07
증가율	9.9	5.4	8.5	8.5
PER	10.0	14.4	9.9	9.1
PBR	12.0	7.8	4.2	3.7
ROE	-30.6	15.3	44.8	34.7
배당지표수익률	3.6	3.6	3.7	3.8

주: 컨센서스는 2024.10.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준



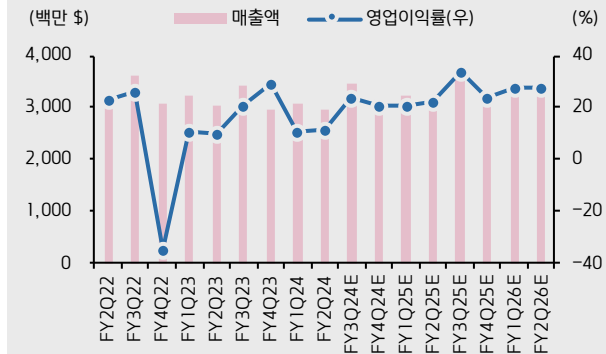


AES 상품별 매출액 추이



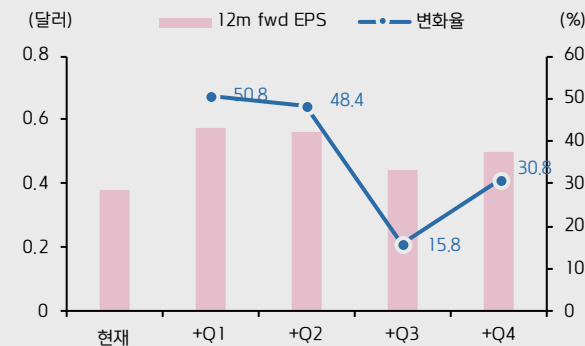
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AES 분기 매출액 및 영업이익률 추이



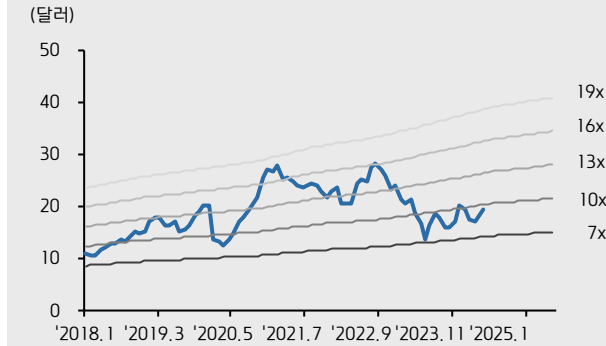
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AES 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AES 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터





## 손익계산서

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	10,189	9,660	11,141	12,617	12,668
매출원가	7,840	6,967	8,430	10,069	10,164
매출총이익, GAAP	2,349	2,693	2,711	2,548	2,504
판매비	196	165	166	207	255
연구개발비	0	0	0	0	0
영업이익, GAAP	1,733	1,258	-451	-897	2,295
영업외 (이익)손실	1,152	2,040	3,609	2,510	2,145
세전이익, GAAP	1,001	1,562	-1,064	-169	104
법인세비용	352	216	-133	265	261
당기순이익, GAAP	477	149	-955	-505	242
EPS, GAAP	0.46	0.07	-0.61	-0.8174	0.37
희석 EPS, GAAP	0.45	0.06	-0.62	-0.82	0.34
영업이익, 조정	1,705	1,728	1,721	2,153	—
당기순이익, 조정	1,240	1,247	1,418	1,567	1,658
EBITDA	2,778	2,326	605	2,931	2,812

## 현금흐름표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	2,466	2,755	1,902	2,715	3,034
감가상각비, 무형자산상각비	1,045	1,068	1,056	1,053	1,128
운전자본 변동	54	-86	-953	-570	264
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,721	-2,295	-3,051	-5,836	-8,188
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-2,405	-1,900	-2,116	-4,551	-7,724
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-158	-181	797	3,758	5,405
지급배당금	-362	-381	-401	-422	-444
차입금의 증가(감소)	838	538	-5	3,552	3,744
자사주매입	0	112	1167	60	421
현금증가	-431	255	-343	603	-97
기초현금	2,003	1,572	1,827	1,484	2,087
기말현금	1,572	1,827	1,484	2,087	1,990
FCF	61	855	-214	-1,836	-4,690
FCFF	742	1,434	—	—	-6,681

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	33,648	34,603	32,963	38,363	44,799
유동자산	5,231	5,414	5,356	7,643	6,649
현금 및 현금성자산	1,429	1,424	1,175	2,104	1,821
매출채권	1,479	1,300	1,418	1,799	1,420
재고자산	487	461	604	1,055	712
비유동자산	28,417	29,189	27,607	30,720	38,150
유형자산	22,822	23,101	20,184	23,395	30,338
무형자산	1,528	1,888	2,627	2,203	2,591
부채총계	27,531	29,011	27,139	32,538	37,350
유동부채	5,096	5,362	4,732	6,491	9,731
매입채무	2,733	2,806	2,695	4,347	5,055
단기성부채	1,887	1,451	1,393	1,790	4,177
비유동부채	22,435	23,649	22,407	26,047	27,619
장기성부채	18,633	18,821	17,754	22,283	23,395
자본총계	6,117	5,592	5,824	5,825	7,449

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
보통주 순이익률	2.97	0.48	-3.67	-4.33	1.97
영업이익률	21.13	26.17	22.84	18.55	17.75
EBITDA 마진	31.84	37.60	32.65	27.26	27.20
ROE	9.77	1.63	-17.76	-30.57	15.33
ROA	0.92	0.13	-1.21	-1.53	0.60
ROIC	4.54	4.75	7.17	5.13	-10.41
부채비율	684.91	769.63	970.45	1505.50	1671.03
순차입금비율	312.10	337.05	308.59	377.15	345.70
EBITDA/현금지급이자	3.43	4.00	4.46	3.71	2.62
현금비율	28.04	26.56	24.83	32.41	18.71
유동비율	102.65	100.97	113.19	117.75	68.33
PER	13.43	13.99	12.76	9.98	14.45
PBR	4.41	5.94	8.21	12.03	7.81
EV/EBIT	8.58	8.24	8.99	10.93	9.66
EV/EBITDA	5.75	5.78	6.34	7.51	6.39





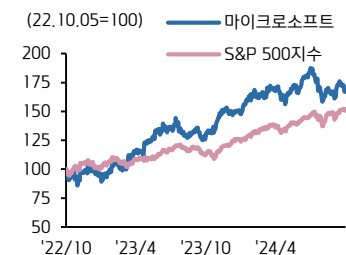
블룸버그 목표주가	USD 499.04
현재 주가 (10/4)	USD 416.06

## Stock Data

산업분류	소프트웨어
세부업종	소프트웨어&기술서비스
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,751.07
시가총액(min)	3,092,589.9
유통주식수(min)	7,433.0
52주 최고	468.35
52주 최저	316.30
일평균거래량	19,943,248

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	10.6	3.6	-2.2	27.1
S&P 500	20.6	6.3	10.5	33.5



◆ **투자 포인트:** 1)동사는 글로벌 소프트웨어 시장점유율 18.5%로 가장 높은 가운데, AI를 통한 경쟁력 강화로 충성 고객 확보와 입지를 높일 전망. Copilot+PC와 같은 AI 결합 제품은 기존 상품에 대한 교체 및 신규 수요를 자극할 수 있음. 실제로 FY4Q24 어닝콜에서 Copilot AI 사용자 수는 전분기 대비 60% 이상 늘어난 것으로 언급되었으며, GitHub의 매출 성장 중 40% 이상이 Copilot에 의해 창출되는 것으로 나타남. 사용자 라이선스를 1만개 이상 구매한 고객 수 역시 전분기 대비 2배 이상 늘었고 EY는 15만명의 직원에게 Copilot을 배포할 계획을 밝힌 바 있음. 즉 AI 관련 실질적 수요가 기관별로 꾸준히 유입되고 있으며 수요 상승 속도는 점차 높아지고 있다는 것을 증명. 2)시장에서 우려하는 과잉 CAPEX 투자는 이러한 AI 수요에 대응하기 위한 전략. FY2024년 동사는 557억달러의 CAPEX를 집행했고 FY2025에는 더욱 높은 CAPEX가 사용될 것이라 밝힘. 이는 클라우드 서비스 서버 및 하드웨어 구입 뿐 아니라 높아지는 AI 수요에 대응하기 위한 데이터센터 추가 확장을 위한 자금 투입으로 실제 없는 투자가 아닌 높아지는 AI 관련 수요에 대응하기 위한 설비 투자 개념이라 판단

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY4Q24 실적은 Azure 제외 나머지 부분 모두 컨센서스 상회했으나, 이후 주가 흐름은 피크아웃 우려를 반영하며 미미한 모습. 다만 당시 Azure 매출이 역성장인 컨센서스 미치지 못했다는 점에 주목할 필요. 현재 12m fwd PER은 25배로 최근 5개년 PER 평균인 26배를 소폭 하회하는 수준으로 장기 이익 성장성과 현재가 경기 연착륙을 전제한 금리 인하기임을 감안, 타 피어 대비 주가 저평가 판단

## Company Earnings & Valuation

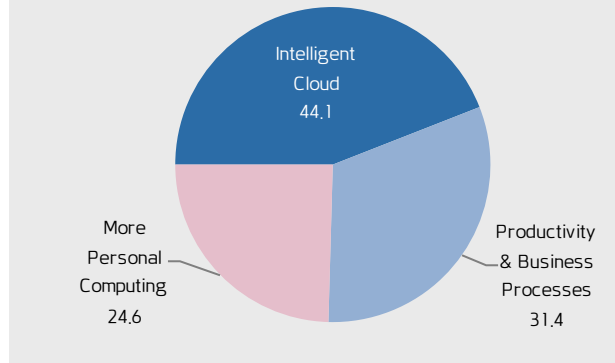
(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	211,915	245,122	280,645	323,840
영업이익	89,694	109,433	122,442	141,591
영업이익률(%)	42.3	44.6	43.6	43.7
순이익	72,361	88,136	98,821	114,201
EPS	9.68	11.80	13.20	15.31
증가율	5.1	21.9	11.8	16.0
PER	34.8	37.8	31.5	27.2
PBR	12.3	12.4	9.0	7.1
ROE	38.8	37.1	31.8	29.4
배당지표수익률	0.7	0.7	0.8	0.8

주: 컨센서스는 2024.10.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준



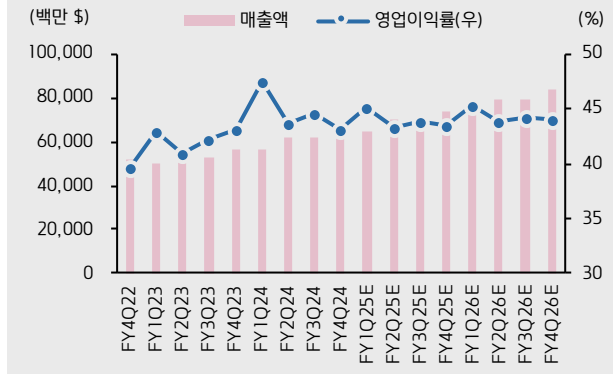


MSFT 상품별 매출액 추이



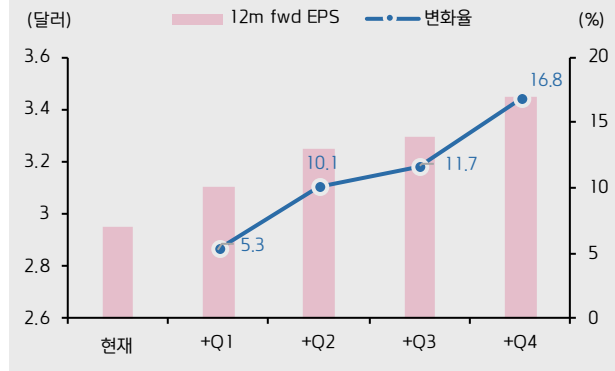
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MSFT 분기 매출액 및 영업이익률 추이



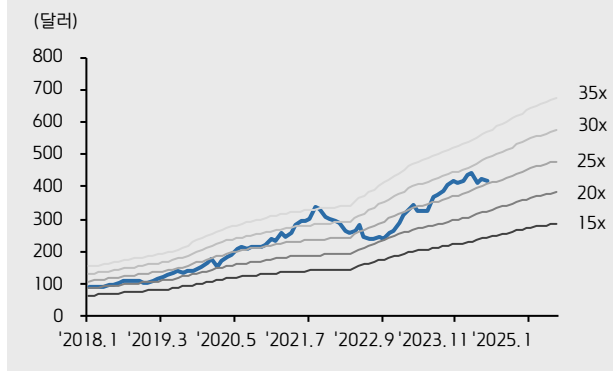
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MSFT 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MSFT 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



# 마이크로소프트(MSFT)



## 손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	143,015	168,088	198,270	211,915	245,122
매출원가	46,078	52,232	62,650	65,863	74,114
매출총이익, GAAP	96,937	115,856	135,620	146,052	171,008
판매비	24,709	25,224	27,725	30,334	32,065
연구개발비	19,269	20,716	24,512	27,195	29,510
영업이익, GAAP	52,959	69,916	83,383	89,694	109,433
영업외 (이익)손실	-77	-1,186	-333	-788	1,646
세전이익, GAAP	53,036	71,102	83,716	89,311	107,787
법인세비용	8,755	9,831	10,978	16,950	19,651
당기순이익, GAAP	44,281	61,271	72,738	72,361	88,136
EPS, GAAP	5.82	8.12	9.70	9.72	11.86
희석 EPS, GAAP	5.76	8.05	9.65	9.68	11.80
영업이익, 조정	52,959	69,916	83,383	89,694	109,433
당기순이익, 조정	44,281	60,651	69,447	73,307	88,136
EBITDA	65,755	81,602	97,843	102,384	131,720

## 현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	52,185	60,675	76,740	89,035	87,582
감가상각비, 무형자산상각비	11,682	12,796	11,686	14,460	13,861
운전자본 변동	5,109	-1,794	1,121	2,426	-108
투자활동으로 인한 현금흐름	-15,773	-12,223	-27,577	-30,311	-22,680
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-13,925	-15,441	-20,622	-23,886	-28,107
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-36,887	-46,031	-48,486	-58,876	-43,935
지급배당금	-13,811	-15,137	-16,521	-18,135	-19,800
차입금의 증가(감소)	-4,000	-5,518	-3,750	-9,023	-2,750
자사주매입	-18,401	-21,625	-25,692	-30,855	-20,379
현금증가	-590	2,220	648	-293	20,773
기초현금	11,946	11,356	13,576	14,224	13,931
기말현금	11,356	13,576	14,224	13,931	34,704
FCF	38,260	45,234	56,118	65,149	59,475
FCFF	40,673	47,397	58,140	66,941	61,070

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	286,556	301,311	333,779	364,840	411,976
유동자산	175,552	181,915	184,406	169,684	184,257
현금 및 현금성자산	133,819	136,527	130,334	104,757	111,262
매출채권	29,524	32,011	38,043	44,261	48,688
채고자산	2,063	1,895	2,636	3,742	2,500
비유동자산	111,004	119,396	149,373	195,156	227,719
유형자산	43,856	52,904	70,803	87,546	109,987
무형자산	49,776	50,389	57,511	78,822	77,252
부채총계	184,226	183,007	191,791	198,298	205,753
유동부채	69,420	72,310	88,657	95,082	104,149
매입채무	21,877	22,534	27,394	33,728	33,256
단기성부채	7,348	5,905	10,825	6,037	8,853
비유동부채	114,806	110,697	103,134	103,216	101,604
장기성부채	79,107	76,205	71,453	72,363	70,588
자본총계	102,330	118,304	141,988	166,542	206,223

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	31.18	30.96	36.45	36.69	34.15
영업이익률	34.14	37.03	41.59	42.06	41.77
EBITDA 마진	44.78	47.41	49.81	50.59	49.67
ROE	42.41	40.14	47.08	47.15	38.82
ROA	14.39	15.07	19.30	20.82	18.63
ROIC	21.47	22.99	28.87	31.74	28.29
부채비율	84.49	69.41	57.95	47.08	38.52
순차입금비율	-46.29	-46.00	-33.85	-15.83	-15.43
EBITDA/현금지급이자	23.48	28.25	41.86	52.79	61.92
현금비율	192.77	188.81	147.01	110.18	106.83
유동비율	252.88	251.58	208.00	178.46	176.92
PER	28.60	35.09	34.20	28.02	34.82
PBR	10.01	13.02	14.35	11.51	12.27
EV/EBIT	22.62	27.95	28.35	22.60	28.10
EV/EBITDA	17.33	21.92	23.75	18.85	23.74





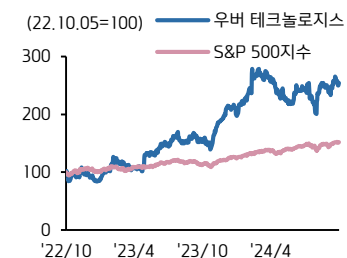
블룸버그 목표주가	USD 88.16
현재 주가 (10/4)	USD 74.28

## Stock Data

산업분류	미디어
세부업종	인터넷 미디어 & 서비스
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,751.07
시가총액(min)	156,057.6
유통주식수(min)	2,100.9
52주 최고	82.14
52주 최저	40.09
일평균거래량	15,225,367

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	20.6	6.8	-3.7	62.3
S&P 500	20.6	6.3	10.5	33.5



◆ **기업 개요:** 우버 테크놀로지스는 북미, EMEA, 아시아, 남미 등 글로벌 70개국에서 모빌리티(승차 서비스) 및 딜리버리(배달 서비스) 플랫폼 사업을 영위하는 기업. 사업부는 모빌리티, 딜리버리, 화물로 나뉘며 모빌리티 매출 비중이 57%로 가장 높음, 그 뒤로 딜리버리(31%), 화물(12%) 순

◆ **투자 포인트:** 1)FY2Q24 총거래액(Gross Bookings)과 MAPc(월간 활성 플랫폼 소비자 수), Trips(운행 수), Trips/MAPc(빈도)가 모두 호조세 기록하며 경기 둔화로 인한 소비 부진 우려를 불식. 어닝콜에서 CEO는 플랫폼을 사용하는 사람들이 어느 때보다 많고 자주 사용하고 있다고 강조했으며, 6개 분기 연속 20% 이상의 Trips(운행) 성장률과 사상 최대 수익성을 기록했음을 언급. 2)동사는 BYD, 알파벳 산하 Waymo 등 타사와의 전략적인 협력을 적극적으로 추진 중. 향후 플랫폼 네트워크 효과와 서비스 혁신을 기반으로 글로벌 사용자 수 증가 기대되며, 경쟁사 대비 우위 지속될 전망

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY2Q24 실적은 매출액 107억달러(YoY +15.9%, QoQ +5.6%, 컨센서스 대비 +1.1%), EPS 0.47달러(YoY +16.1%, QoQ 흑자전환, 컨센서스 대비 +19.9%)로 어닝 서프라이즈 기록. 한편 동사는 어닝콜에서 강한 매출 성장과 운영 레버리지가 동사 플랫폼의 성장 지속성과 현금 창출력을 증명한다며 주주 환원을 위한 첫 자사주 매입을 선언. 현재 12m fwd PER은 31배로 최근 2개년 PER 평균인 37배를 하회하는 수준으로, 탄탄한 플랫폼 네트워크를 기반으로 한 본업(모빌리티, 딜리버리) 성장세와 로보택시라는 추가 모멘텀 감안하면 주가 우상향 기대

## Company Earnings & Valuation

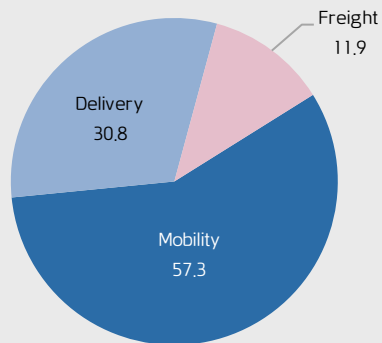
(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	31,877	37,281	43,359	50,277
영업이익	-1,832	1,110	3,164	6,001
영업이익률(%)	-6	3.0	7.3	11.9
순이익	-9,141	1,887	2,822	5,384
EPS	-5	0.87	1.35	2.52
증가율	1503	-118.7	54.8	87.2
PER	-	233.0	55.1	29.5
PBR	6.1	11.3	10.7	7.9
ROE	-78.7	19.5	19.0	30.0
배당지표수익률	-	-	0.0	0.0

주: 컨센서스는 2024.10.04 블룸버그 기준, GAAP 기준



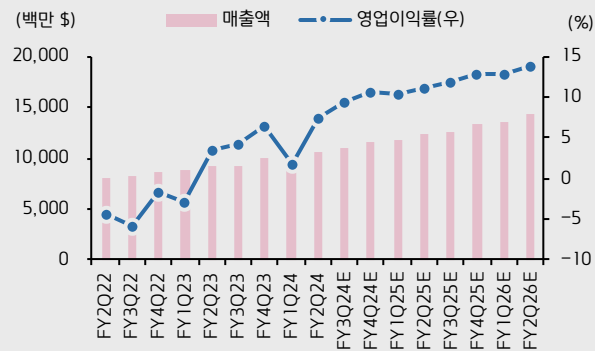


UBER 상품별 매출액 추이



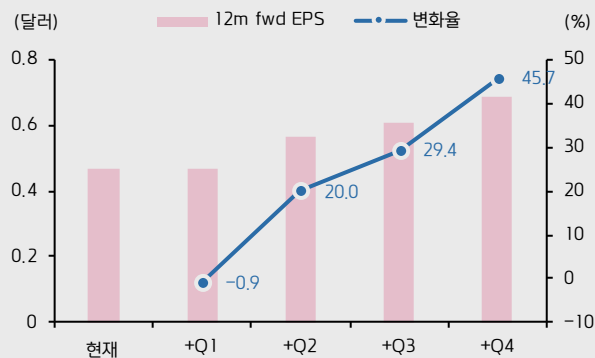
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

UBER 분기 매출액 및 영업이익률 추이



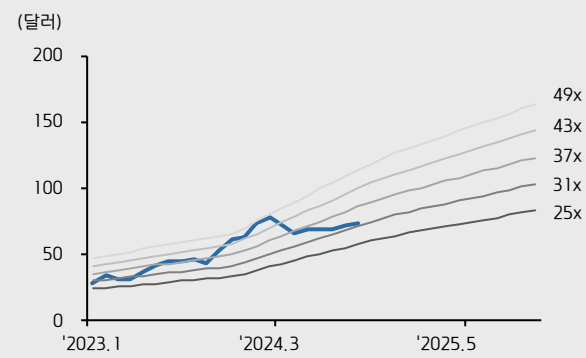
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

UBER 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

UBER 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



# 우버 테크놀로지스(UBER)



## 손익계산서

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	13,000	11,139	17,455	31,877	37,281
매출원가	6,061	5,154	9,351	19,659	22,457
매출총이익, GAAP	6,939	5,985	8,104	12,218	14,824
판매비	7,925	6,249	7,105	7,892	7,038
연구개발비	4,836	2,109	1,980	2,798	3,147
영업이익, GAAP	-2,253	-4,863	-3,834	-1,832	1,110
영업외 (이익)손실	-163	2,083	-2,809	7,594	-1,211
세전이익, GAAP	-8,433	-6,946	-1,025	-9,426	2,321
법인세비용	45	-192	-492	-181	213
당기순이익, GAAP	-8,506	-6,768	-496	-9,141	1,887
EPS, GAAP	-6.81	-3.86	-0.26	-4.64	0.93
희석 EPS, GAAP	-6.81	-3.86	-0.29	-4.65	0.87
영업이익, 조정	-1,067	-1,078	370	1,713	4,052
당기순이익, 조정	-8,169	-4,842	-496	-9,141	2,032
EBITDA	-2,725	-2,528	-774	1,713	4,052

## 현금흐름표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	-4,321	-2,745	-445	642	3,585
감가상각비, 무형자산상각비	472	575	902	947	823
운전자본 변동	-1,508	439	633	-135	-141
투자활동으로 인한 현금흐름	-790	-2,869	-1,201	-1,637	-3,226
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-588	-616	-298	-252	-223
유, 무형자산 처분	51	3	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	8,939	1,379	1,780	15	-95
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	1,024	986	924	-264	-47
자사주매입	9,448	372	755	347	130
현금증가	3,824	-4,327	65	-1,128	327
기초현금	8,243	11,718	7,740	7,805	6,677
기말현금	12,067	7,391	7,805	6,677	7,004
FCF	-4,909	-3,361	-743	390	3,362
FCFF	-	-	-	-	3,937

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	31,761	33,252	38,774	32,109	38,699
유동자산	13,925	9,882	8,819	9,249	11,297
현금 및 현금성자산	11,313	6,827	4,295	4,311	5,407
매출채권	1,214	1,073	2,439	2,779	3,404
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17,836	23,370	29,955	22,860	27,402
유형자산	3,325	3,088	3,241	3,531	3,314
무형자산	238	7,673	10,832	10,137	9,576
부채총계	16,578	19,498	23,425	23,605	26,017
유동부채	5,639	6,865	9,024	8,853	9,454
매입채무	4,322	5,347	7,397	6,960	7,248
단기성부채	361	352	376	316	346
비유동부채	10,939	12,633	14,401	14,752	16,563
장기성부채	7,373	9,224	10,963	11,222	11,331
자본총계	15,183	13,754	15,349	8,504	12,682

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
보통주 순이익률	-65.43	-60.76	-2.84	-28.68	5.06
영업이익률	-66.12	-43.66	-21.97	-5.75	2.98
EBITDA 마진	-60.04	-34.19	-15.11	-1.88	5.99
ROE	-	-48.62	-3.53	-78.74	19.53
ROA	-30.52	-20.82	-1.38	-25.79	5.33
ROIC	-47.16	-22.20	-11.13	-13.40	4.74
부채비율	52.00	73.85	74.87	142.90	103.80
순차입금비율	-23.57	19.99	45.89	84.98	49.44
EBITDA/현금지급이자	-23.51	-9.24	-5.88	-1.17	3.55
현금비율	200.62	99.45	47.60	48.70	57.19
유동비율	246.94	143.95	97.73	104.47	119.49
PER	-	-	-	-	233.03
PBR	3.43	7.28	5.40	6.14	11.34
EV/EBIT	-	-	-	-	110.00
EV/EBITDA	-	-	-	-	60.58



## 하우멧 에어로스페이스(HWM)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

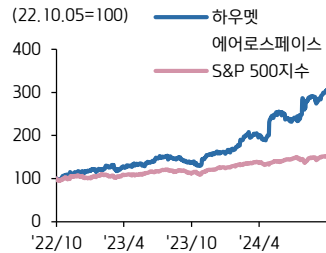
블룸버그 목표주가	USD 104.00
현재 주가 (10/4)	USD 102.03

### Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공&국방
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,751.07
시가총액(min)	41,643.2
유통주식수(min)	408.1
52주 최고	103.00
52주 최저	42.94
일평균거래량	2,671,814

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	88.5	11.6	52.1	122.0
S&P 500	20.6	6.3	10.5	33.5



- ◆ **기업 개요:** 하우멧 에어로스페이스는 항공 엔진, 항공 구조 부품과 산업용 가스 터빈 부품 등을 생산하는 기업. 매출액에서 항공우주 부문이 68%(그중 상업용과 방산이 각각 52%, 16%), 상업용 운송과 산업용 부문이 각각 18%, 14%를 차지. 비즈니스 모델 특성상 진입 장벽이 높아 경쟁자가 적고 점유율 변동이 크지 않다는 점이 특징적
- ◆ **투자 포인트:** 1)금리인하와 여행 수요 증가, 연료 효율성 확대와 탄소 배출 감축 등 환경 트렌드 영향으로 신규 항공기 부품 주문도 함께 증가할 것으로 기대됨에 따라 동사의 매출액 및 영업이익률 개선 전망. 실제로 2024년 미국 항공 여행(미국 공항 보안 검색대 통과 평균 여행객 수 기준)은 팬데믹 이전 수준을 뛰어넘으며 기록 경신 중. 2)중동 정세 악화되는 등 글로벌 지정학 리스크 높아지고 있는 가운데 방산주로 분류되기에 미국 정부의 방위 예산 증가세가 추가적인 수익성 증가에 기여할 수 있음
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY2Q24 매출은 18.8억 달러(YoY +14.1%, QoQ +3.1%, 컨센서스 대비 +2.5%), 조정 EPS는 0.67달러(YoY +52.3%, QoQ +17.5%, 컨센서스 대비 +2.3%)로 어닝 서프라이즈 기록. 영업이익률도 22%로 YoY +4.7%p, QoQ +1.8%p, 컨센서스 대비 +1.8%p 상회하며 상승세. 현재 12m fwd PER는 33배로 5개년 평균(23배)보다는 높은 수준이나, 방산 기업들은 일반적으로 규제 문제로 적극적인 M&A를 피한다는 점에서 현금 창출 능력 강화가 곧 주주환원으로 이어질 가능성 높으며, 실제로 동사는 2억달러 규모 추가 자사주 매입과 FY3Q24 분기 배당금 인상(기존 대비 +60%) 및 2025년 배당 플랜 발표한 바 있음

### Company Earnings & Valuation

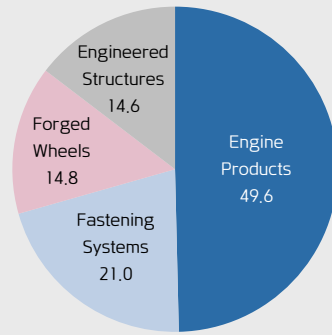
(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	5,700	6,640	7,453	8,135
영업이익	1,035	1,236	1,582	1,818
영업이익률(%)	18.2	18.6	21.2	22.3
순이익	593	766	1,062	1,265
EPS	1.40	1.84	2.59	3.12
증가율	38.6	31.4	40.8	20.4
PER	27.0	29.0	39.4	32.7
PBR	4.6	5.6	9.4	8.2
ROE	13.3	20.3	24.7	27.3
배당지표수익률	0.2	0.2	0.2	0.4

주: 컨센서스는 2024.10.04 블룸버그 기준, GAAP 기준



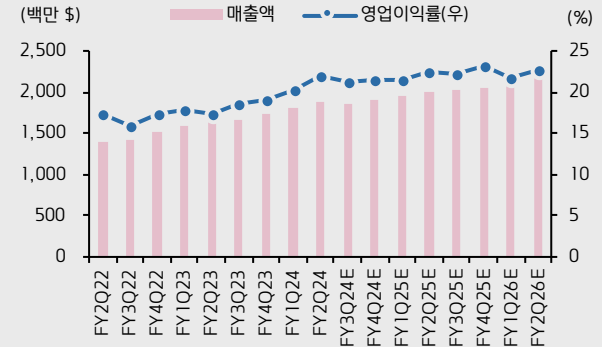


HWM 상품별 매출액 추이



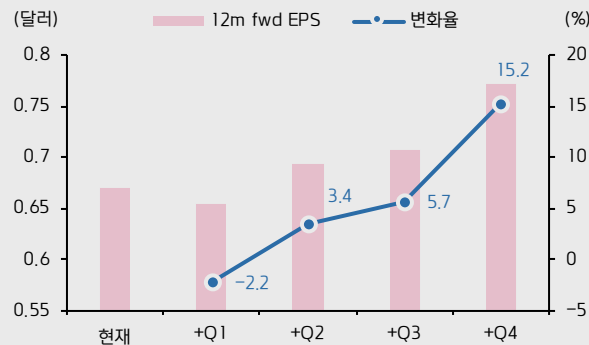
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

HWM 분기 매출액 및 영업이익률 추이



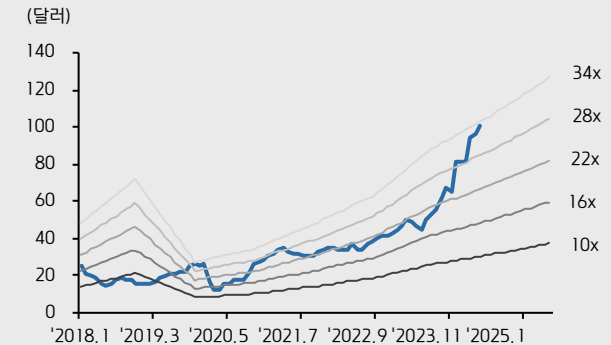
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

HWM 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

HWM 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## 하우멧 에어로스페이스(HWM)



### 손익계산서

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	7,098	5,259	4,972	5,663	6,640
매출원가	5,214	3,878	3,596	4,103	4,773
매출총이익, GAAP	1,884	1,381	1,376	1,560	1,867
판매비	400	277	251	288	333
연구개발비	28	17	17	32	36
영업이익, GAAP	1,035	809	866	1,035	1,236
영업외 (이익)손실	369	455	424	313	228
세전이익, GAAP	1,203	488	590	765	975
법인세비용	84	-40	66	137	210
당기순이익, GAAP	470	211	258	469	765
EPS, GAAP	1.0493	0.5954	0.59	1.12	1.85
희석 EPS, GAAP	1.03	0.48	0.59	1.11	1.83
영업이익, 조정	1,199	809	866	—	1,011
당기순이익, 조정	971	375	442	593	766
EBITDA	1,571	1,088	1,135	1,300	1,508

### 현금흐름표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	461	9	449	733	901
감가상각비, 무형자산상각비	536	338	270	265	272
운전자본 변동	-1,289	-923	-405	-187	-343
투자활동으로 인한 현금흐름	528	271	107	-135	-215
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-641	-267	-199	-193	-219
유, 무형자산 처분	103	114	32	58	2
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,568	-369	-1,444	-526	-868
자금배당금	-57	-11	-19	-44	-73
차입금의 증가(감소)	-404	283	-985	-76	-477
자사주매입	-1,094	-540	-408	-384	-239
현금증가	-579	-92	-889	70	-182
기초현금	2,282	1,703	1,611	722	792
기말현금	1,703	1,611	722	792	610
FCF	-180	-258	250	540	682
FCFF	23	—	456	717	853

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 재무상태표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	17,562	11,443	10,219	10,255	10,428
유동자산	5,843	3,672	2,737	3,143	3,316
현금 및 현금성자산	1,577	1,610	720	791	610
매출채권	583	328	367	506	675
재고자산	1,607	1,488	1,402	1,609	1,765
비유동자산	11,719	7,771	7,482	7,112	7,112
유형자산	2,754	2,723	2,575	2,443	2,456
무형자산	4,666	4,673	4,616	4,534	4,540
부채총계	12,957	7,866	6,711	6,654	6,391
유동부채	4,125	1,660	1,253	1,482	1,784
매입채무	1,438	995	1,065	1,280	1,378
단기성부채	1,072	414	38	32	238
비유동부채	8,832	6,206	5,458	5,172	4,607
장기성부채	5,004	4,799	4,308	4,245	3,597
자본총계	4,605	3,577	3,508	3,601	4,037

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
보통주 순이익률	6.59	4.92	5.15	8.25	11.49
영업이익률	8.16	11.90	15.04	16.23	18.12
EBITDA 마진	16.89	19.60	21.74	21.98	23.16
ROE	9.31	6.43	7.34	13.34	20.27
ROA	2.59	1.80	2.38	4.58	7.40
ROIC	3.92	6.98	8.15	9.96	12.39
부채비율	133.94	148.00	125.85	120.60	96.30
순차입금비용	97.70	100.73	103.36	96.81	79.89
EBITDA/현금지급이자	3.53	2.57	4.05	5.56	6.96
현금비용	38.23	96.99	57.46	53.37	34.19
유동비용	141.65	221.20	218.44	212.08	185.87
PER	24.12	34.80	30.76	27.04	28.95
PBR	2.94	3.51	3.89	4.58	5.57
EV/EBIT	30.51	25.27	22.66	21.38	21.04
EV/EBITDA	14.94	15.53	15.82	15.89	16.56





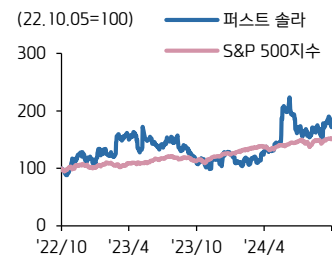
블룸버그 목표주가	USD 288.74
현재 주가 (10/4)	USD 231.13

## Stock Data

산업분류	신재생에너지
세부업종	반도체 & 반도체 장비
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,751.07
시가총액(min)	24,741.8
유통주식수(min)	107.0
52주 최고	306.77
52주 최저	129.22
일평균거래량	2,082,572

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	34.2	10.8	32.4	55.6
S&P 500	20.6	6.3	10.5	33.5



◆ **기업 개요:** 퍼스트솔라는 미국 최대 태양광 모듈 생산업체로, 박막형 태양전지(CdTe) 분야 선두주자. 중국 기업들의 c-Si 대비 고온 환경에서 우수한 성능 보유하나, 개발 초기에는 비용이 높고 변환 효율 낮다는 단점. 다만 IRA 법안 도입 기점으로 생산 원가 낮아지면서 수주잔고와 파이프라인 및 매출총이익을 증가세. 2026년까지 전체 생산 Capa 25GW까지 확대할 계획이며 미국 내 생산 Capa는 14GW까지 확장할 계획

◆ **투자 포인트:** 1)AI와 리쇼어링이 촉발한 미국 내 전력 수요 급증이 향후 태양광과 ESS와 같은 신재생에너지의 수요 동인으로 작용할 것으로 전망. 특히 데이터센터의 경우, 안정적 전력 공급을 필요로 하기에 단기적으로는 천연가스와 원자력 중요도 높아질 수 있으나, 장기적으로는 급증하는 전력 수요 충족과 환경 문제로 재생에너지로의 전환은 불가피, 실질적으로 데이터센터 전력 공급을 위한 신규 화석 연료 발전소 건설은 어려울 것. 빅테크 기업들도 데이터센터 전력 공급을 위한 신재생에너지 추구하는 방향. 2)단기적으로 미국 대선으로 변동성 클 수 있으나, 수요와 실적 성장세 감안하면 밸류에이션 부담 낮은 상황이라 판단. 태양광이 타 발전소 대비 확장이 용이하고, 전력망 연결을 신청한 비중이 압도적으로 높기 때문. 중국산 태양광 제품 단계적 퇴출 의도와도 맞물려 수혜 전망. 최근 미국 정부는 태양광 셀 관세 기존 25%에서 50% 상향. 트럼프 당선 경우에도 투자 대부분이 공화당 지역(오하이오, 루이지애나, 앨라배마, 텍사스 등)에서 이뤄지고 있어 IRA 역행 가능성은 크지 않을 것으로 예상

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY2Q24 매출, EPS 모두 컨센서스와 이전치 상회. 상대적 원가 우위, 지속적인 R&D 투자에 따른 신기술 경쟁력 확보로 ASP와 판매량 모두 성장하는 모습. 매크로와 대선 변동성 확대라는 불확실성 속에서도 FY2024 매출 및 판매량 가이드نس 유지한 점이 고무적. 12m fwd PER도 11배로 2개년 평균(15배) 대비 낮은 상황

## Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	2,619	3,319	4,472	5,672
영업이익	-27	857	1,558	2,550
영업이익률(%)	-1.0	25.8	34.8	45.0
순이익	-44	831	1,456	2,245
EPS	-0.41	7.74	13.53	21.54
증가율	-109.3	-1987.8	74.9	59.2
PER	-	20.4	17.1	10.7
PBR	2.7	2.8	3.1	2.4
ROE	-0.7	13.3	18.1	22.5
배당지표수익률	-	-	0.0	0.0

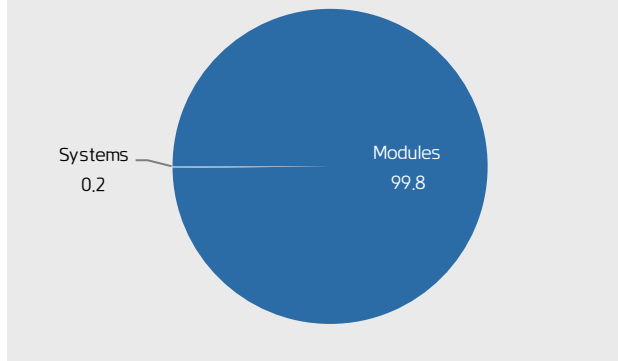
주: 컨센서스는 2024.10.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준



## 종목 관련 비즈니스 연관 도표

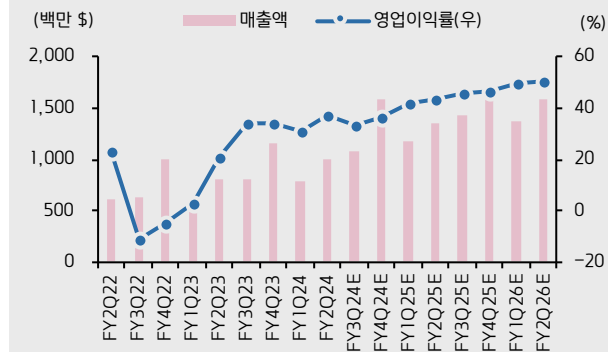


FSLR 상품별 매출액 추이



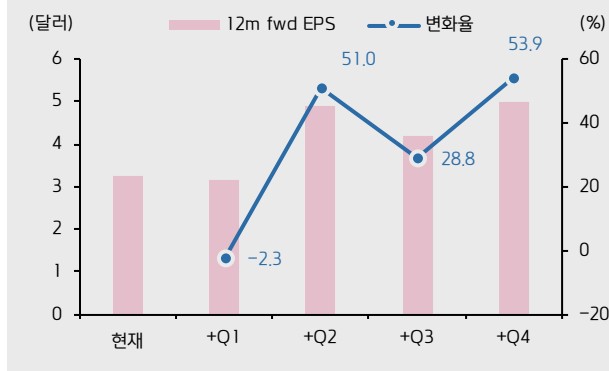
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

FSLR 분기 매출액 및 영업이익률 추이



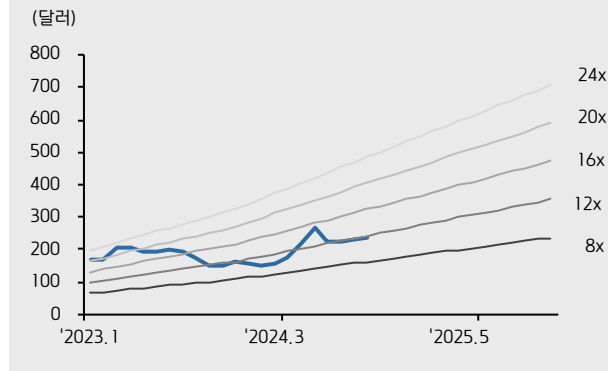
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

FSLR 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

FSLR 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



# 퍼스트솔라(FSLR)



## 손익계산서

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	3,063	2,711	2,923	2,619	3,319
매출원가	2,514	2,031	2,193	2,549	2,018
매출총이익, GAAP	549	681	730	70	1,301
판매비	205	223	170	165	198
연구개발비	97	94	99	113	152
영업이익, GAAP	-162	317	587	-27	857
영업외 (이익)손실	-42	24	15	-36	-34
세전이익, GAAP	-120	293	572	9	891
법인세비용	-5	-107	103	53	61
당기순이익, GAAP	-115	398	469	-44	831
EPS, GAAP	-1.09	3.76	4.41	-0.41	7.78
희석 EPS, GAAP	-1.09	3.73	4.38	-0.41	7.74
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	-115	398	469	-44	831
EBITDA	44	381	847	242	1,165

## 현금흐름표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	174	37	238	873	602
감가상각비, 무형자산상각비	205	233	260	270	308
운전자본 변동	197	-530	-352	170	-413
투자활동으로 인한 현금흐름	-362	-131	-99	-1,193	-473
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-669	-417	-540	-904	-1,387
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	75	-83	41	309	337
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	90	-69	56,539	321	368
자사주매입	0	0	0	0	0
현금증가	-116	-173	182	38	472
기초현금	1,563	1,447	1,274	1,456	1,493
기말현금	1,447	1,274	1,456	1,493	1,965
FCF	-495	-380	-303	-30	-785
FCFF	—	—	-292	-93	-772

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	7,516	7,109	7,414	8,251	10,365
유동자산	3,600	3,015	3,191	3,791	4,635
현금 및 현금성자산	2,164	1,747	1,826	2,578	2,102
매출채권	475	266	429	324	661
재고자산	444	568	666	621	820
비유동자산	3,916	4,094	4,223	4,460	5,730
유형자산	2,804	2,872	3,074	3,636	4,482
무형자산	79	71	60	46	94
부채총계	2,419	1,588	1,454	2,415	3,678
유동부채	1,318	847	727	1,038	1,306
매입채무	949	508	486	754	754
단기성부채	29	56	17	9	107
비유동부채	1,101	741	727	1,377	2,372
장기성부채	567	427	382	225	518
자본총계	5,097	5,521	5,960	5,836	6,687

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
보통주 순이익률	-3.75	14.69	16.03	-1.69	25.03
영업이익률	-5.28	11.71	20.07	-1.04	25.83
EBITDA 마진	2.14	20.99	29.57	9.82	35.48
ROE	-2.23	7.50	8.17	-0.75	13.27
ROA	-1.57	5.45	6.45	-0.56	8.93
ROIC	-2.55	7.00	7.69	2.23	11.76
부채비율	11.68	8.74	6.69	4.01	9.34
순차입금비용	-30.78	-22.91	-23.95	-40.16	-22.10
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비용	164.18	206.17	251.22	248.35	160.97
유동비용	273.09	355.74	439.03	365.25	354.84
PER	35.22	23.41	24.69	—	20.41
PBR	1.16	1.90	1.56	2.74	2.75
EV/EBIT	—	28.61	13.25	—	19.69
EV/EBITDA	66.11	16.20	9.07	52.99	14.38



# 9월 중국 Review 및 10월 전망

사상누각?





## 9월 미국 Review 및 10월 전망 | 사상누각?

### 중국 경기, 둔화 vs 중국 증시, 급등

- 중국 경기 회복 탄력은 더욱 둔화. 특히 투자 및 소비 등 수요 부진이 더욱 두드러지고 있음, 다만 IT 소비는 여전히 견조
- 그러나 부양책 기대감에 중화권 증시 급등. 주요 지수는 리오프닝 랠리 당시 고점 수준에 근접. 역외 증시는 당시 수준을 이미 상향 돌파

### 증시, 사상누각?. 정부(정책), 양치기 소년?. 구조적인 상승을 위해서는 증명해야 할 것이 여전히 많이 남아있음

- 일각에서는 부양책으로 중국 경기가 다시 살아날 것이라는 기대감이 높아지고 있음. 그러나 부동산 등 구조적 리스크 요인이 여전히 가운데 소비 및 정책 여력 둔화와 수요 부진이 함께 확인되고 있다는 것이 불안. 낙관적인 기대감보다는 정책 효과를 확인하면서 보수적인 접근
- 구조적 상승 여부를 판단하기 위해서 첫째, 금리 및 환율의 흐름, 둘째, M1/M2 통화공급 및 신용 증감률, 마지막 경제지표 흐름 확인
- 먼저, 위안화 강세 및 장기물 금리 상승 폭은 증시 상승세에는 미치지 못하고 있음. 이는 경기 펀더멘탈 대비 기대감이 과도할 수 있음을 시사
- 통화 완화정책, 재정정책 의지에도 유동성은 더욱 둔화. 당국의 재정지출 여력 혹은 의지가 확고하다면, 유동성 지표는 즉각 반응할 수 있음

### 단기적으로 정책 모멘텀 지속이 중요, 경기 모멘텀 구간에는 내수 주목. 단 높아진 눈높이를 지속 충족 가능한지는 유의 필요

- 금번 증시의 반등은 부양책에 기반한 경기 회복을 기대. 추세적인 상승을 위해서는 향후 정책의 모멘텀 지속과 효과 확인이 중요할 것
- 정책 효과는 상대적으로 시간 소요될 전망. 11월 이후 지표의 반등 여부에 대한 시그널 확인 필요. 그 전까지는 정책 모멘텀의 지속성이 중요
- 현재까지 금리 인하 및 부동산 정책 완화 이외에는 재정 및 증시 관련 정책은 구체화가 부재. 1)10월 추가 국채 발행과 2)증시 지원책의 세부 내용 및 실제 집행 여부가 단기적으로 정책 모멘텀 유지에 중요할 것으로 예상
- 경기 모멘텀 강화 구간에는 내수 관련 업종 주목. 다만 최근 높아진 시장의 눈높이를 지속 충족 가능한지는 유의 필요

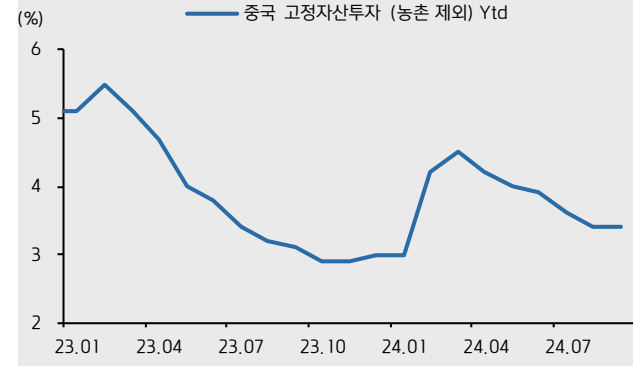




### ◆ 생산 대비 수요(투자, 소비) 부진이 더욱 선명

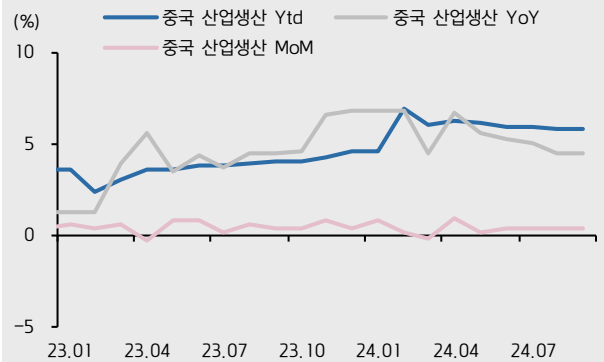
- 8월 누적 산업생산은 전년대비 5.8% 성장. 8월 산업생산은 증가율은 4.5% 기록, 증가율이 점진적으로 하락
- 8월 누적 소매판매는 전년대비 3.4% 성장하는데 그침. 8월 소매판매 증가율은 2.1% 기록, 3개월 연속으로 2%대 유지
- 8월 누적 고정자산투자는 전년대비 3.4% 성장하는데 그치며, 시장 기대보다 빠르게 둔화

### 중국 고정자산투자 추이



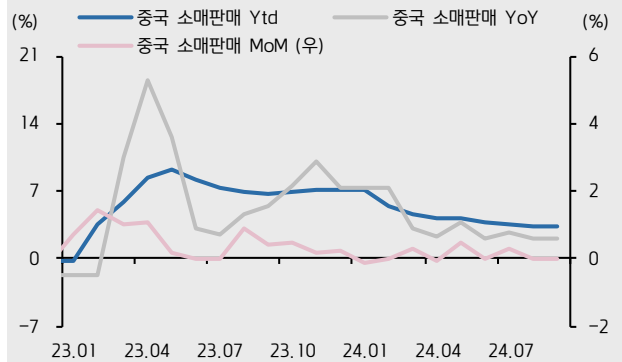
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 산업생산 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 소매판매 추이



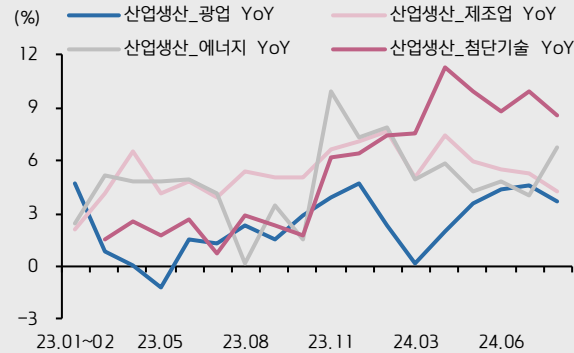
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



## 산업생산: 첨단산업 생산 증가율 고공행진 vs 경기민감 품목 부진

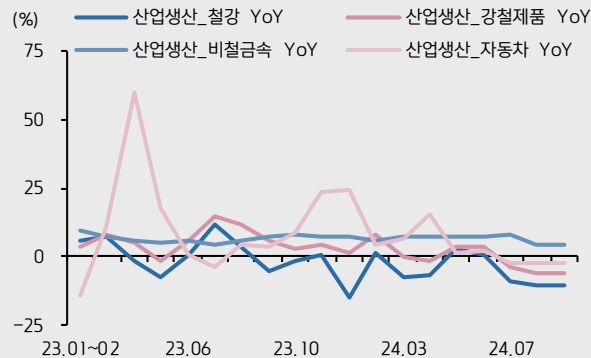


중국 광업, 에너지, 제조업 산업생산 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 주요 경기민감 품목 산업생산 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 산업생산 세부항목 현황

분류	24년 8월	24년 7월	24년 1~8월	
	YoY 증가율 (%)	YoY 증가율 (%)	생산량	YoY 증가율 (%)
화학섬유(만 톤)	0.9	-12.4	5,204	10.6
시멘트(만 톤)	-11.9	-0.7	115,907	-10.7
생철(만 톤)	-8.8	-8.0	57,770	-4.3
조강(만 톤)	-10.4	-9.0	69,141	-3.3
강재(만 톤)	-6.5	-4.0	92,573	0.4
비철금속(만 톤)	4.0	8.2	5,205	5.4
금속절단기(만 대)	9.8	8.0	45	7.7
산업용 로봇(대)	20.0	19.7	360,592	9.9
자동차(만 대)	-2.3	-2.4	1,889.9	3.4
신에너지자동차(만 대)	30.5	-4.2	713.4	31.3
발전설비(만 kW)	43.4	86.0	15,483	22.7
태양광 전지(만 kW)	-9.0	-0.8	36,994	12.6
컴퓨터(만 대)	5.5	12.1	21,665	2.9
스마트폰(만 대)	8.9	4.9	75,126	10.4
집적회로(억 개)	17.8	26.9	2,845	26.6
원탄(만 톤)	2.8	2.8	305,218	-0.3
코크스(만 톤)	-2.1	2.7	32,478	-0.4
원유(만 톤)	2.1	3.4	14,279	2.1
원유 가공량(만 톤)	-6.2	-6.1	47,253	-1.2
천연가스(억 m³)	9.4	7.9	1,637	6.6
발전량(억 kWh)	5.8	2.5	62,379	5.1
화력발전량(억 kWh)	3.7	-4.9	41,968	1.0
수력발전량(억 kWh)	10.7	36.2	8,822	21.7
핵발전량(억 kWh)	4.9	4.3	2,920	1.3
풍력발전량(억 kWh)	6.6	0.9	5,973	7.6
태양광발전량(억 kWh)	21.7	16.4	2,695	26.6

자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

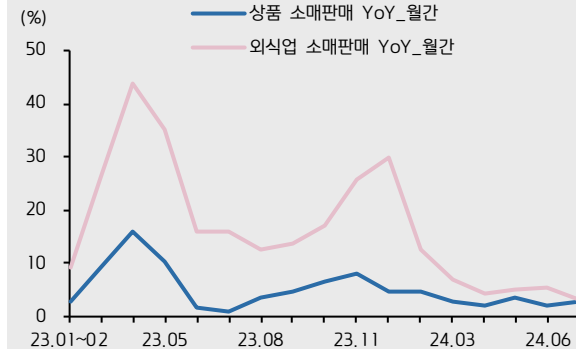


## 소매판매: 강력한 통신기기 수요, 그 외 여타 품목 소비 증가율은 모두 하락 추세



- ◆ 상품 소비 재차 둔화, 서비스 소비가 반등했으나, 여전히 실망스러운 수준
- ◆ 꾸준한 필수소비재 수요 제외, 경기소비재를 살펴보면, 통신기기 수요는 홀로 강화, 그 외 품목은 모두 둔화 추세
  - 상품 및 서비스 소매판매는 각각 1.9%, 3.3% 상승
  - 세부항목 기준으로 필수소비재 제외 모두 증가율이 크게 떨어진 모습. IT(통신기기) 소매판매는 전년동월대비 14.7% 늘어나면서, 성장 폭 확대

### 중국 상품 및 외식업 소매판매 추이



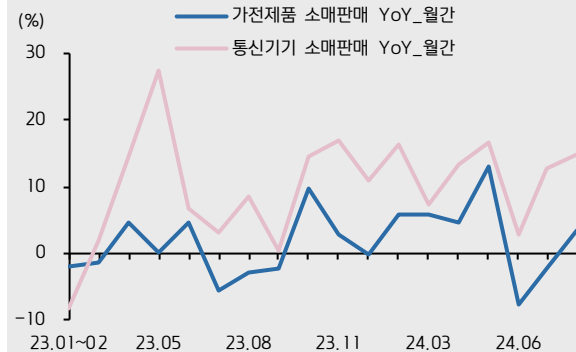
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 소매판매 세부항목 현황

분류	24년 8월	24년 7월	2024년 1~8월	
	YoY 증가율(%)	YoY 증가율(%)	총액(억위안)	YoY 증가율(%)
식용유/식품	10.1	9.9	13,693	9.7
음료	2.7	6.1	2,105	5.3
주류/담배	3.1	-0.1	3,919	8.0
의류	-1.6	-5.2	9,046	0.3
화장품	-6.1	-6.1	2,730	-0.5
귀금속	-12.0	-10.4	2,186	-2.5
일상용품	1.3	2.1	5,167	2.2
오락용품	3.2	10.7	878	10.1
가전제품	3.4	-2.4	5,940	2.5
의약품	4.3	5.8	4,637	4.6
문구/사무용품	-1.9	-2.4	2,515	-4.9
가구	-3.7	-1.1	979	1.3
통신기자재	14.8	12.7	4,765	11.8
석유	-0.4	1.6	16,105	3.2
자동차	-7.3	-4.9	30,680	-2.4
건축/자재	-6.7	-2.1	1,040	-2.0

자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 가전제품, 핸드폰 소매판매 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

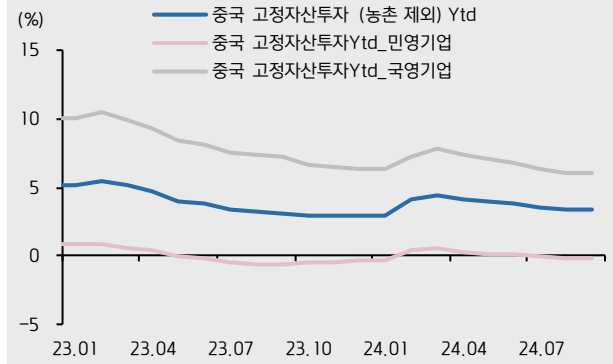




### ◆ 그간 견조한 수준을 유지했던 제조업, 인프라 고정자산투자 둔화 조짐 확인

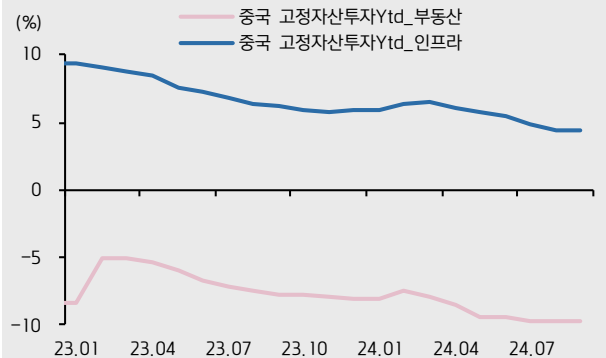
- 국영기업 고정자산투자 전년대비 6% 증가, 인프라 고정자산투자 전년대비 4.4% 증가, 제조업 고정자산투자 전년대비 9.1% 증가

### 중국 국영기업, 민영기업 고정자산투자



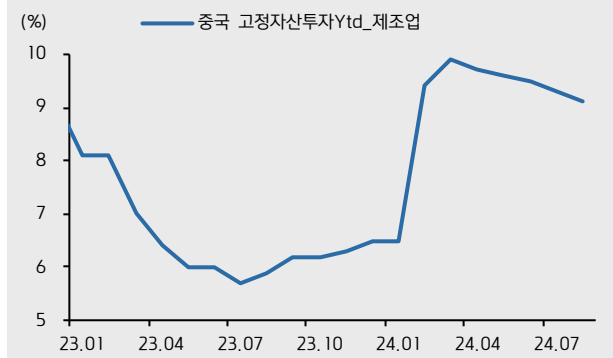
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 인프라 및 부동산 고정자산투자 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 제조업 고정자산 투자 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

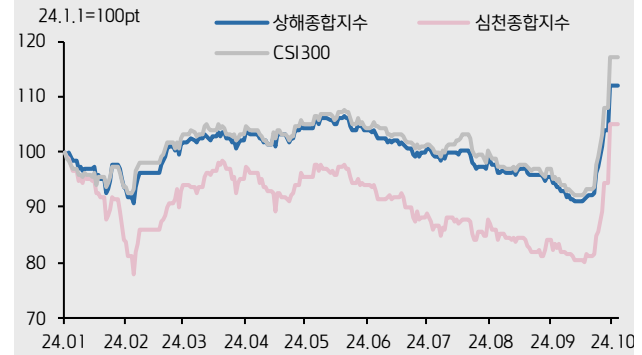




### ◆ 두차례 부양책 발표에 중화권 증시는 폭등

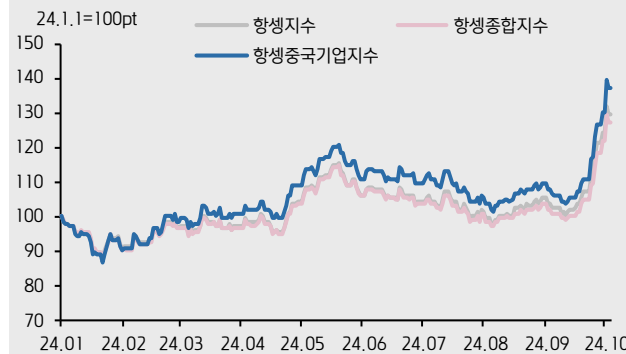
- 9/24일 당국은 통화정책 추가 완화 발표(기준율 50bp 인하)
- 9/26일, 적극적 재정정책 재차 강조. 특히 재정지출을 보장하고, 특별국채/지방정부 특수채 역할 강조. 저소득층/중산층 소비를 촉진하기 위한 쿠폰을 발행하겠다고 추가 설명
- 모두 섹터가 상승. 부동산, 성장주(tech, 바이오), 소비재 아웃퍼폼, 씨클리컬 상승률을 상대적으로 낮은 편. 지수 또한 부동산, 성장주 비중이 높은 지수 상승폭이 더 높은 편
- 역외증시는 리오프닝 랠리 당시 고점을 상향 돌파. 반면 본토 증시는 가파른 상승에도 불구하고, 상해종합, CSI300은 당시 고점 수준 근접, 그 외 지수는 당시 고점을 크게 하회

### 중국 본토 주요 증시 추이



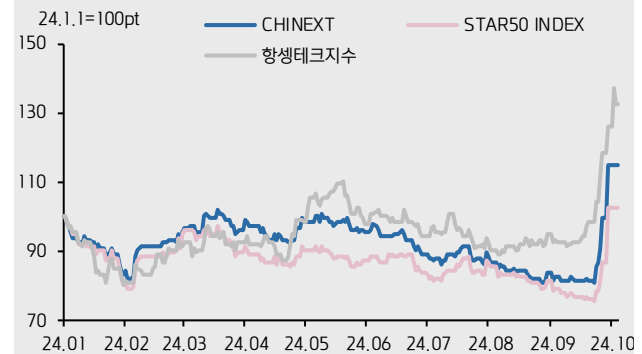
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 홍콩 주요 증시 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중화권 성장주 주요 증시 추이



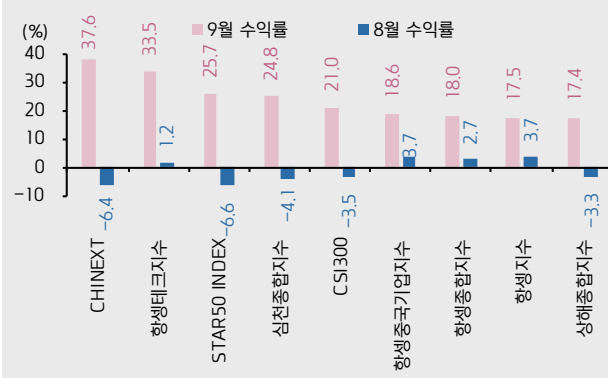
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## 9월 중국 주요 지수 및 업종별 수익률 점검

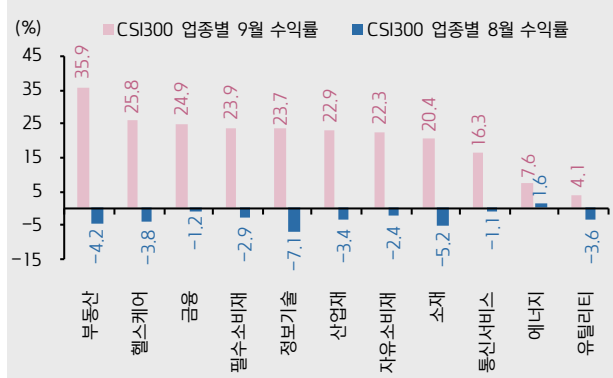


최근 중국 지수별 수익률 비교



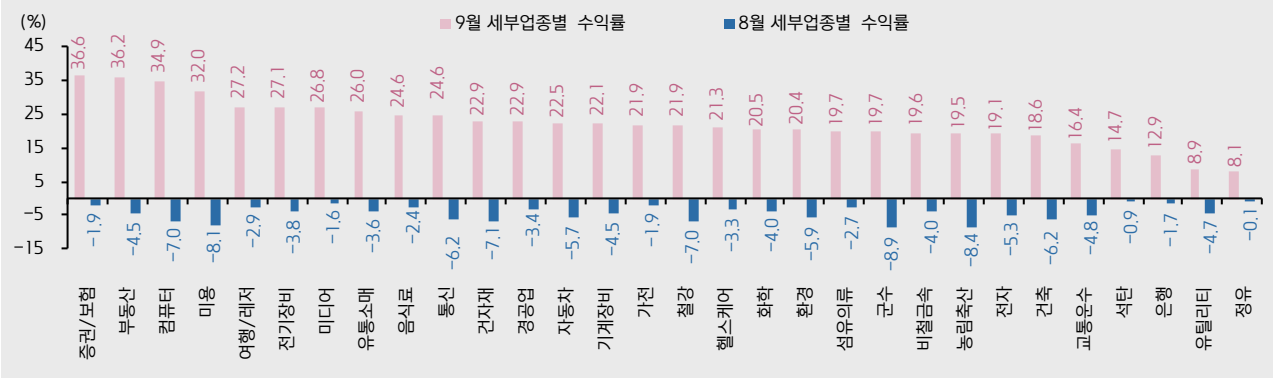
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 24.09.30 종가 기준

최근 중국 업종별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 24.09.30 종가 기준

최근 중국 세부업종별 수익률 비교



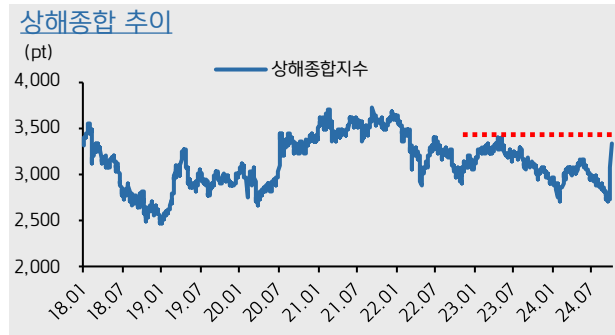
자료: Wind, 키움증권 리서치, 주: 24.09.30 종가 기준



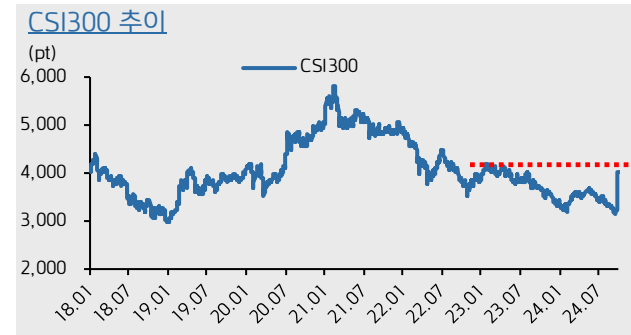
## 폭등한 중화권 증시(본토증시) 현주소는?



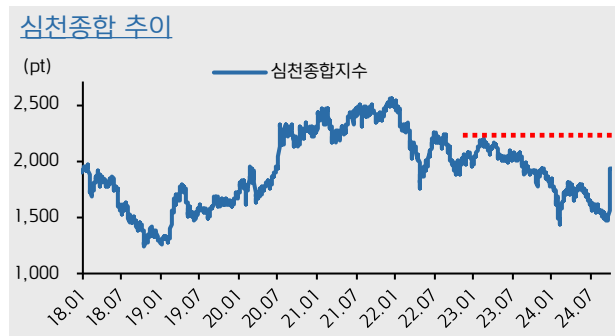
- 9/30 기준, 상해종합은 3,358pt로 부양책 발표 이후, 약 20% 상승. 리오프닝 랠리('22년 말~'23년 초) 당시 고점에(약 3,400pt) 근접
- 9/30 기준 CSI300 4,017pt로 부양책 발표 이후, 약 24% 상승. 리오프닝 랠리 당시 고점에(약 4,260pt) 근접
- 그러나 차이넥스트, 과창판50은 30%를 훌쩍 넘는 상승률에도 불구하고 리오프닝 랠리 당시 고점을 크게 하회. 심천종합 또한 가파른 상승세에도 당시 고점에 미치지 못하는 모습



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## 폭등한 중화권 증시(역외증시) 현주소는?



- 국경절 연휴에도 하루만 휴장한 역외증시는 상승폭을 더욱 확대하면서, 리오프닝 랠리 당시 고점을 모두 상향 돌파
- 10/4 기준, 부양책 이후, 항셱중국기업은 약 25% 상승하면서, 8,161pt 기록, 항셱테크는 38% 상승하면서, 5,252pt 기록

항셱중국기업 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

항셱테크 추이



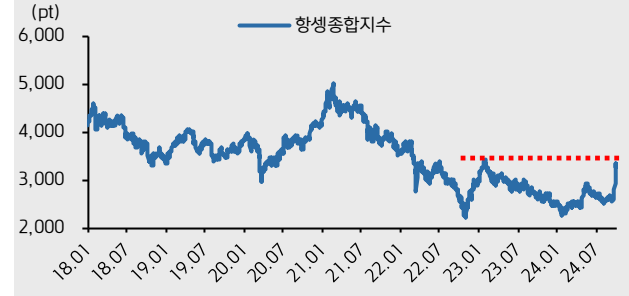
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

항셱지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

항셱종합 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치





### 부동산

- 구조적 문제: 과잉 공급 및 재고, 높은 레버리지 비율
- 디벨로퍼 규제 불가피, 유동성 환경은 더욱 경색
- 여전한 과잉 재고로 부동산발 불확실성은 장기간 이어질 전망

### 생산

- 생산활력 자체는 견조, 특히 첨단산업 제조업 산업생산 증가율이 두드러지고 있다는 점도 긍정적
- 단기 관점에서는 내수 부진, 하반기 수출 불확실성에 재고부담이 다시 높아질 가능성 염두
- 공급 측의 가장 큰 문제는 구조적 요인에 기인한 생산성 둔화. 제조업 현대화 정책을 통해 생산성 제고 노력

### 소비

- 소비 여력이 꾸준히 개선, 소비 회복 방향성은 긍정적으로 판단
- 그러나, 필수소비재 및 IT제품 제외, 회복 탄력 급격히 둔화
- 고용환경 재차 불안, 소비 여력 둔화 가능성. 부동산 및 증시 부진이 다양한 경로로 소비 심리 및 여력에 부정적 영향

### 투자

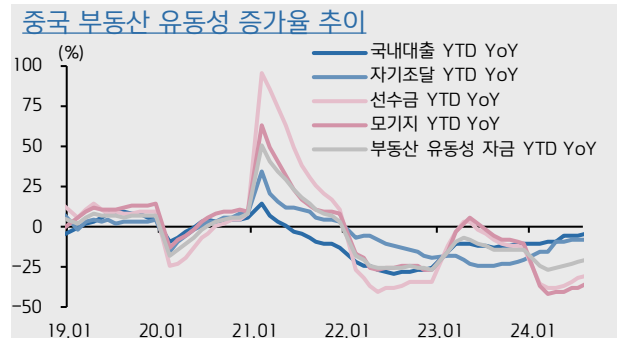
- 부동산 투자 부진은 예견된 바, 인프라 및 제조업 투자 기대보다 부진
- 중국당국 의지는 굳건, 그러나 정책 여력에 대해서는 당초부터 우려 요인으로 판단
- 실제 재정 여력이 당사 우려 대비 더욱 나쁜 것으로 파악됨

자료: 키움증권 리서치센터

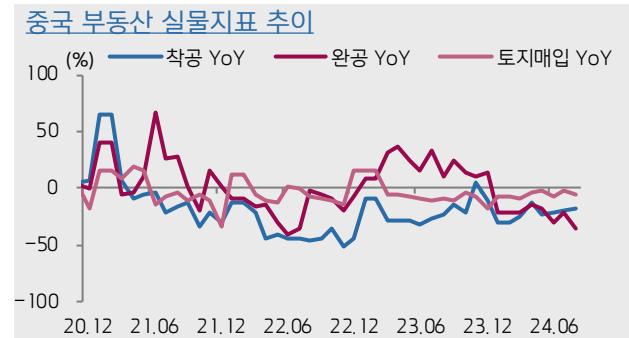




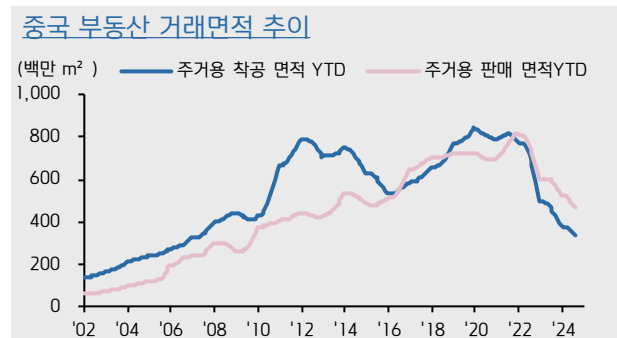
- ◆ 금번 부양책에서 부동산 수요 진작을 주요 과제로 제시했지만, 정책 효과를 장담하기 어려울 듯
  - 중국 부동산은 과잉공급/재고 문제가 심각한 가운데, 레버리지 비중 또한 매우 높았음. 이에 디벨로퍼 레버리지 비율 규제 시작
  - 이후, 부동산 유동성 급감, 이는 실물 경기에 부정적 영향. 수요 진작에 집중된 부양책에도 불구하고, 과잉 공급/재고 리스크는 여전히 심각



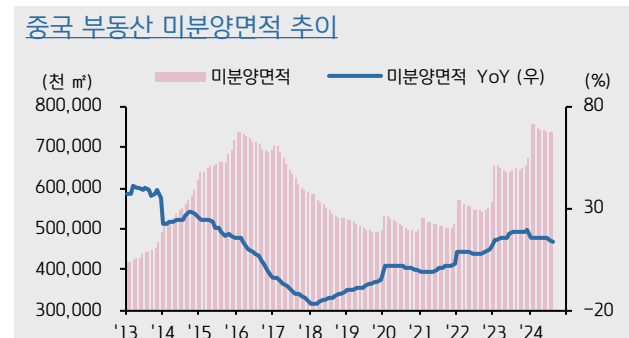
자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치



자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치



자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치



자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치

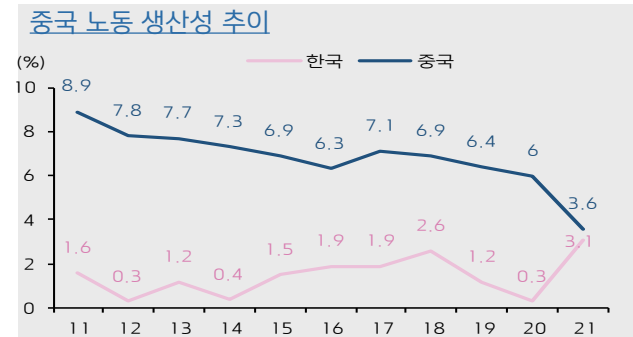




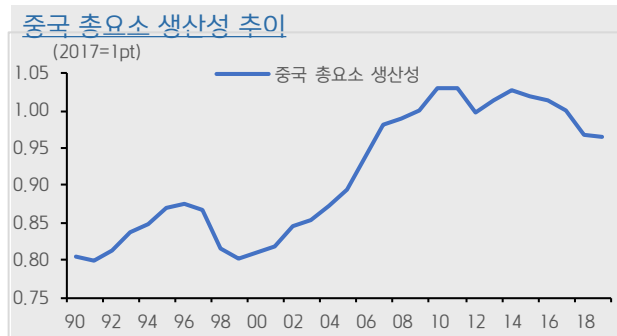
- ◆ 구조적 요인에 의한 생산성 둔화는 오래전부터 확인, 때문에 제조업 현대화, 첨단산업 강화가 중요
  - 글로벌 금융위기 당시, 대규모 부양책 이후, 중국경제는 자본/노동 및 총요소생산성 둔화를 겪고 있었음
  - 특히 중국의 경우, 경제수준 대비 생산성 둔화가 이른 시점에 시작되었음



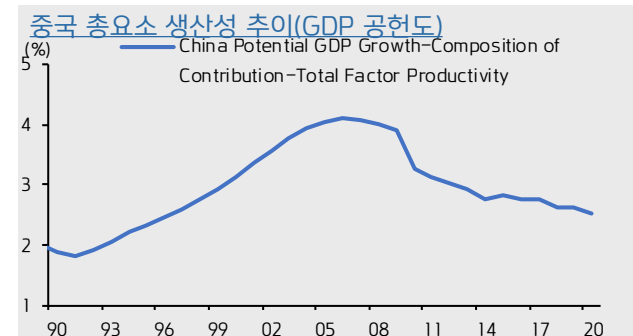
자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치



자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치



자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치



자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치





## ◆ 소비 부양책 예고에도 소비여력 둔화 조짐 불안

- 안정된 흐름을 보였던 실업률 재차 반등. 전체 실업률은 목표 실업률(5.5%) 수준까지 반등. 청년층 실업률 재차 급등
- 대졸자 대거 발생으로 불가피한 흐름이라 설명할 수 있지만, 1년 전 청년층 실업률이 역대 최고치를 갱신하면서, 재학생을 제외하고 산출하기 위해, 중단했던 과거 경험까지 종합적으로 고려하면, 최근 고용 환경이 다소 불안해 보임

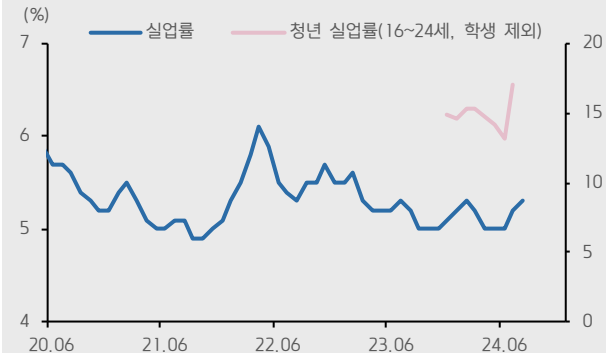
## ◆ 가처분 소득 증가율 또한 소폭 둔화

### 중국 소비자 심리 지수



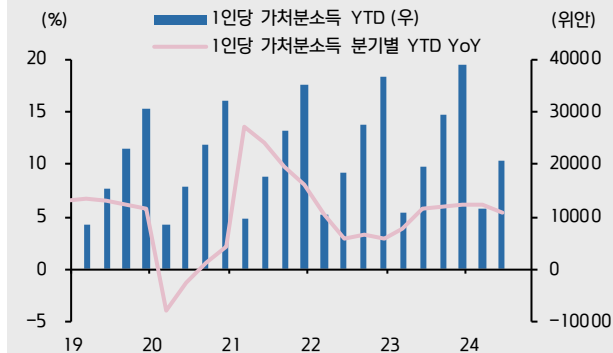
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 실업률 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 가처분 소득 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

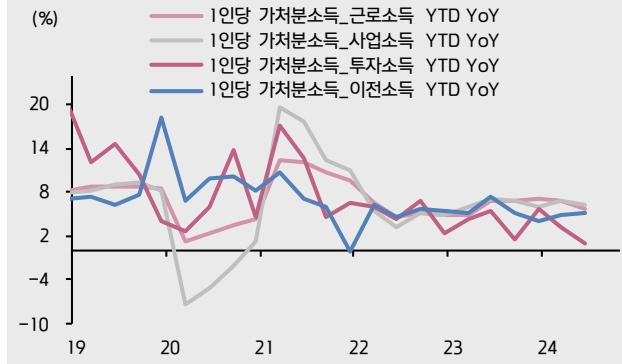




## ◆ 소득 둔화, 부동산 불안 장기화 두가지 요인이 복합적으로 소비 회복 탄력에 부정적 영향

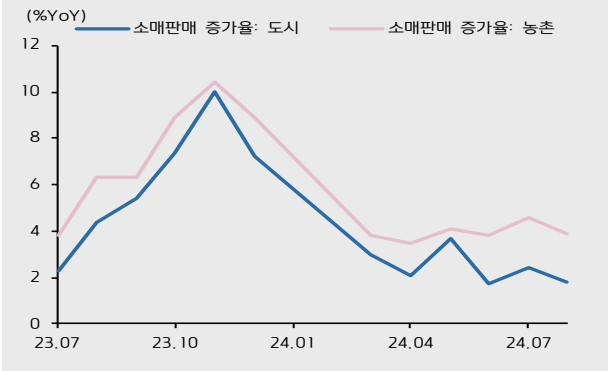
- 가처분 소득 세부항목 살펴보면, 노동 소득 증가율이 소폭 하락한 가운데, 비노동소득 하락세가 두드러지고 있음.
- 통화정책 완화에도 가계대출 조기상환 비중은 계속 높아지고 있음
- 부동산 노출도 큰 지역 부진이 확인. 도시 소매판매 증가율 하락세가 두드러짐. 지역 기준, 동부가 가장 부진. Tier 기준, 1선 도시 감소세 기록

## 중국 가처분 소득 세부항목 증가율 추이



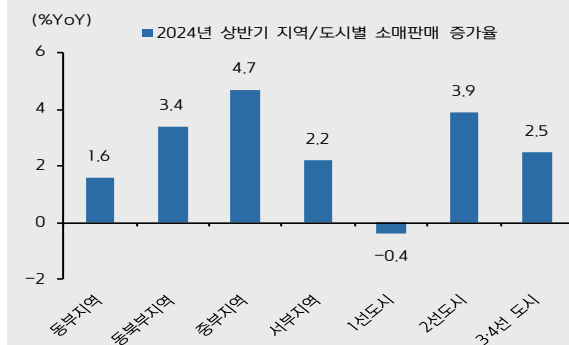
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

## 중국 도시 및 농촌 소매판매 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 2024년 상반기 도시/지역 소매판매 증가율 비교



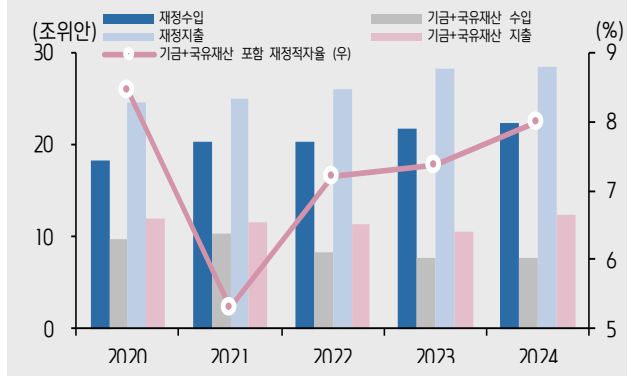
자료: Wind, CEIC, 키움증권 리서치센터





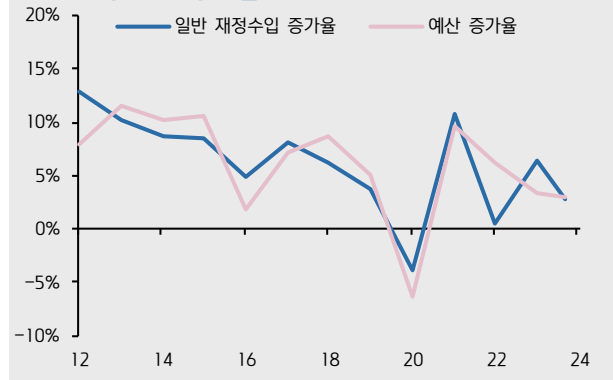
- ◆ 연초 부각되었던 재정정책 기대감 후퇴
- ◆ 그러나, 9/26일 당국의 “재정지출 보장” 발언에 정책 기대감이 재차 높아지고 있음. 다만 현재 정책 여력에 대한 면밀한 점검도 필요하다 판단
  - 일반 재정수입이 감소하면서, 일반 재정수입 예산 증가율 하회. 정부 기금 수입은 더욱 심각한 상황
  - 정부 기금 수입은 감소폭이 더욱 확대되면서, 예산 증가율을 크게 하회하는 모습

광의 재정정책 규모 추이 및 전망



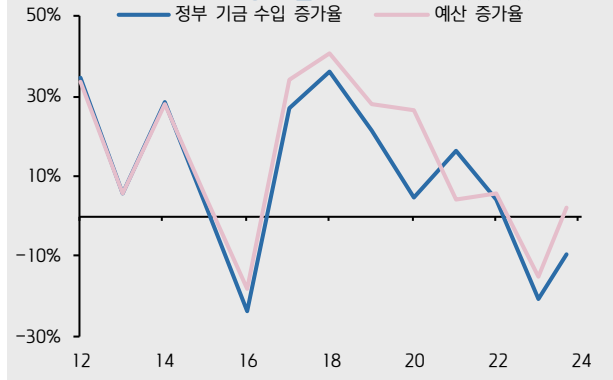
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

일반 재정 수입 증가율이 크게 떨어지고 있음



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

그 외 기금수입 또한 증가율은 다시 떨어지고 있음



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

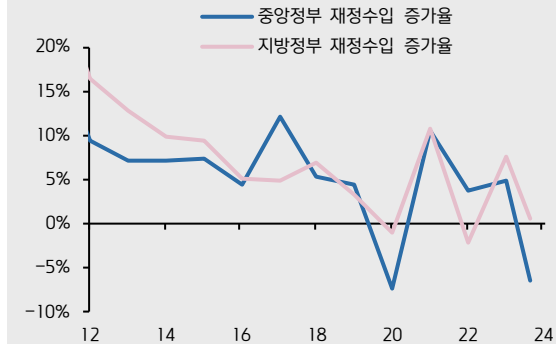




## ◆ 중앙정부, 지방정부 모두 심각

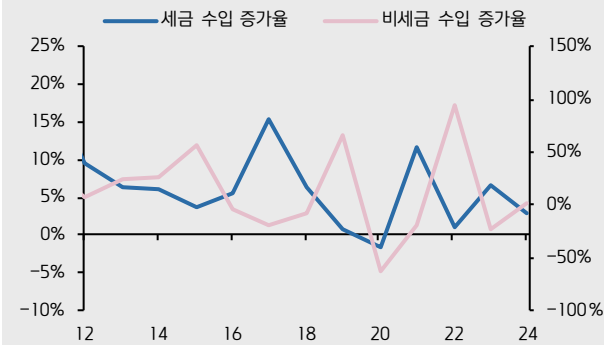
- 경기부진에 세수 감소, 부동산 부진에 토지양도금 감소. 비세금 수입은 증가, 그러나 90%는 지방정부 귀속. 따라서 중앙정부의 재정수입 증가율이 지방정부 재정수입 증가율을 크게 하회
- 기대를 모았던 지방정부 특수채 발행은 예상보다 저조. 디레버리징, 비효율적 투자 축소 등 정책에 영향을 받은 것으로 판단

## 중앙 및 지방정부 재정수입 증가율



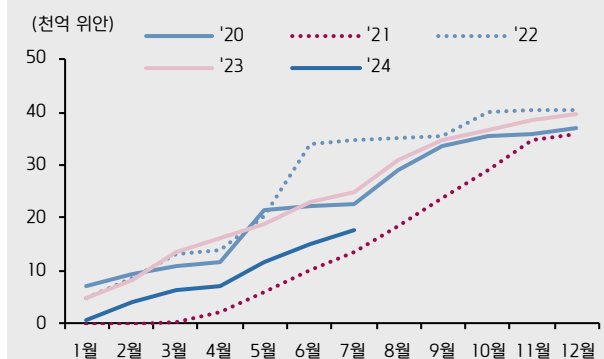
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

## 전반적으로 세수 감소, 비세금 수입 홀로 증가



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

## 지방정부 특수채권 발행 속도가 예상보다 매우 더딤



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

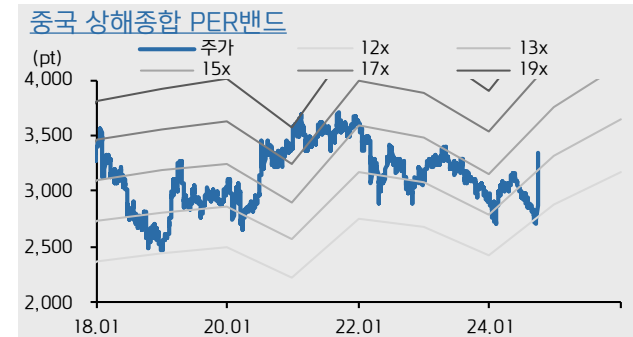




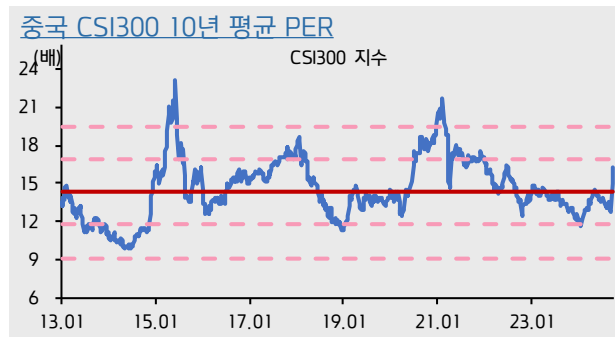
- 상해종합, 금번 급등 이후, 12M trailing PER 약 16배, 12M Fwd EPS 250위안
- CSI300은 12M trailing PER 약 16배, 12M Fwd EPS 274위안



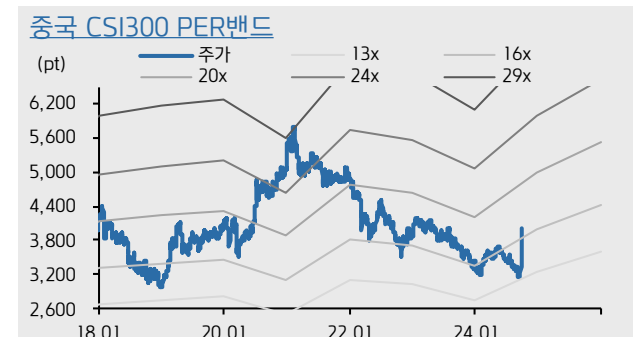
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

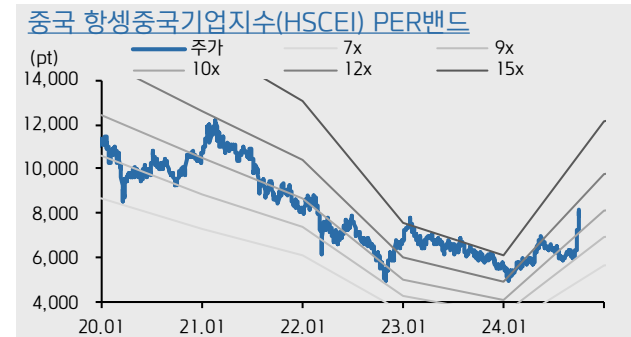




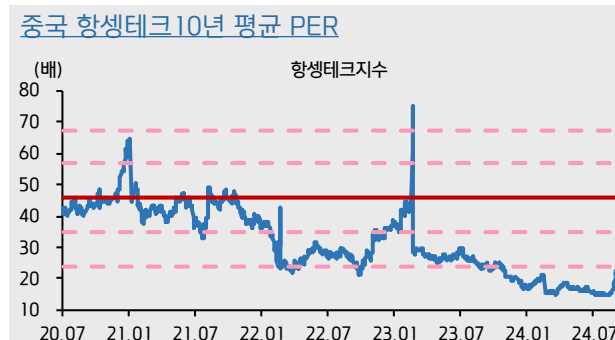
- 항생중국기업지수, 금번 급등 이후, 12M trailing PER 약 10.7배, 12M Fwd EPS 816위안
- 항생테크 12M trailing PER 약 23.4배, 12M Fwd EPS 238위안



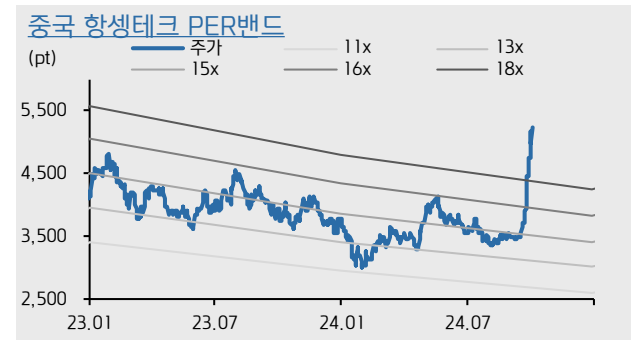
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

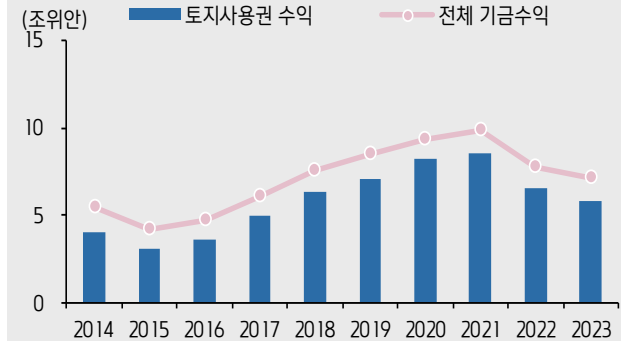


## 시장이 기대한 수준의 부양책이 가능할 것인가?



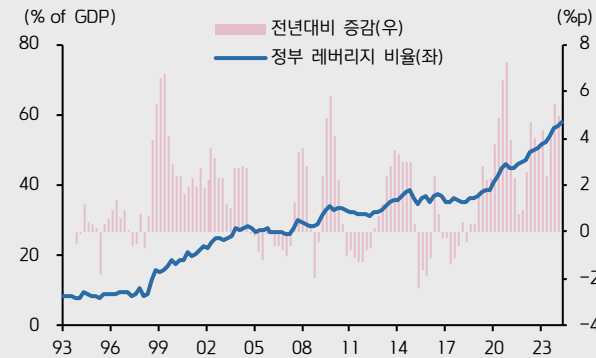
- ◆ 중국당국은 재정지출을 보장하겠다고 재차 강조
- ◆ 다만, 무리한 재정적자 편성 가능성 혹은 지속성에 대해서는 여전히 의문
  - 부동산 부진 장기화 속, 토지사용권 수익 감소, 이에 전체기금 수익이 감소한 가운데, 추가 확장에 대한 부담감 존재
  - Covid19 팬데믹 국면, 정부 레버리지 비중이 가파르게 높아짐. 그 속도는 1997년 아시아 금융위기 당시 수준
  - IMF에 의하면 특수채 포함 등 각종 채권을 종합적으로 계산해보면, GDP 대비 정부부채 비중은 120% 달할 것으로 추정

### 중국 토지 사용권 수익 추이



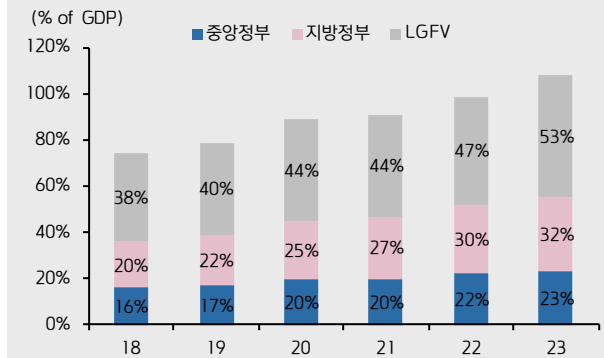
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국정부 레버리지 비중 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 부외부채 포함, 정부 레버리지 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

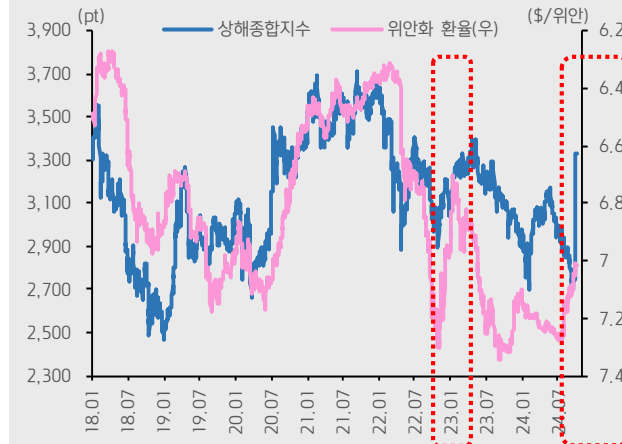




### ◆ 환율과 금리는 답을 알고 있다

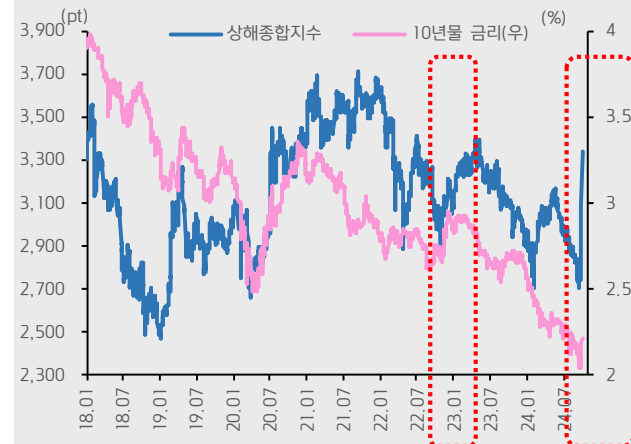
- 정책 모멘텀에 중국증시 상승 폭은 크게 확대. 추세적인 증시 상승의 마지막 퍼즐은 “중국 경기 회복”
- 기존의 구조적 문제(부동산, 생산성), 수요(소비, 투자) 추가 둔화 조짐에 실제 경기 회복 가능성을 가늠하는 것이 중요
- 위안화 강세 폭 및 장기물 금리 상승 폭은 중국증시의 가파른 상승세에 미치지 못하고 있는데, 이는 환율 및 금리는 중국 경기 회복 가  
능성을 증시보다 낮게 판단하고 있음을 시사

중국증시(상해종합) 및 위안화 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2024.09.30 기준

중국증시 및 장기물(10년물 금리) 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2024.09.30 기준

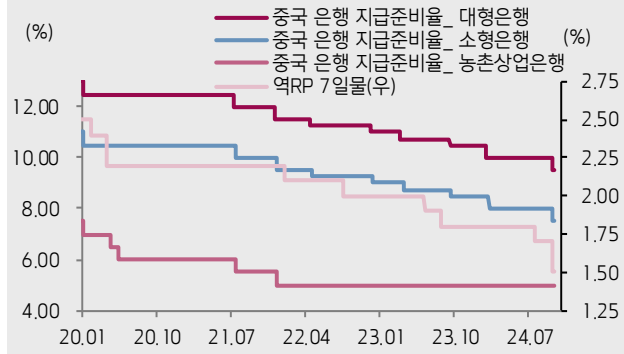




◆ 그간 부양책에도 불구하고, 효과는 반감되어왔음

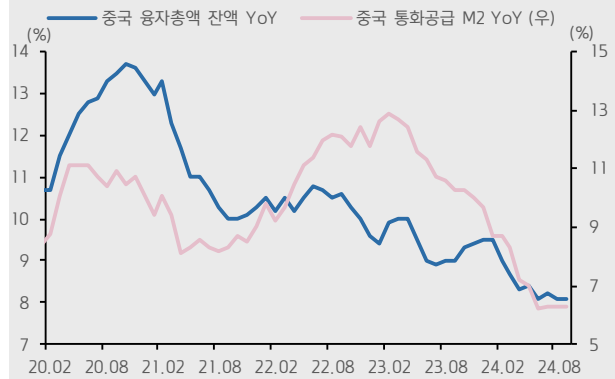
- 3년간 이어온 중국 금리 인하 기조에도, 2024년 연초부터 강조한 확장적 재정정책 의지에도 효과는 미미
- 실제 통화공급 증가율, 신용 증가율이 전반적으로 하락 추세
- 2022년 M2 증가율이 반등했으나, 신용 수요 증가로는 이어지지 않았음. 이 또한 정책 효과가 둔화되고 있음을 의미

정책금리 및 기준율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 M2 및 사회용자총액 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 신용자극지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 2024.08.30 기준





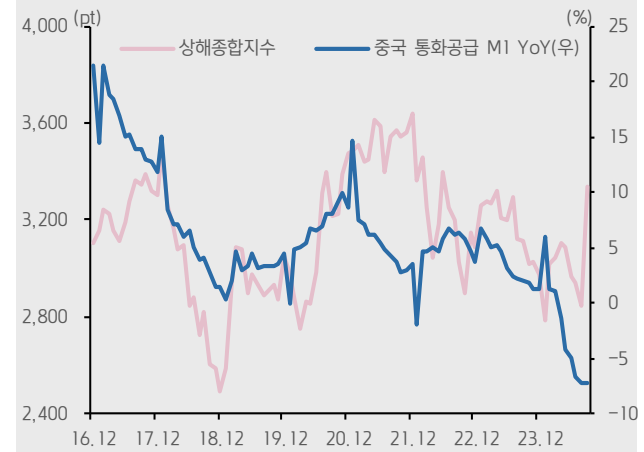
- ◆ 중국증시 추가 반등 여부를 가늠하기 위해서는 환율 및 금리 흐름과 더불어 유동성 지표 확인이 중요할 듯
  - 중국당국의 재정지출 의지가 실재라면, 유동성 지표는 즉각 반등할 수 있음
  - 특히 M1 통화공급 감소 폭이 더욱 확대되면서, M1/M2 비율은 극도로 낮아진 상황. 증시 추가 반등 더 나아가 경기 회복을 위해서는 통화량이 늘어나고, 신용 수요가 높아지는 것을 확인하는 것이 필요

중국 M1/M2 비율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국증시(상해종합) M1 증가율 추이

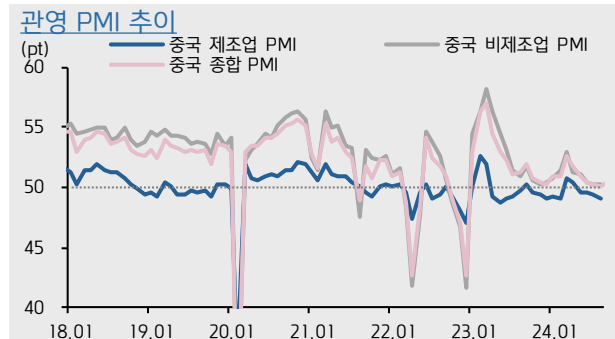


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

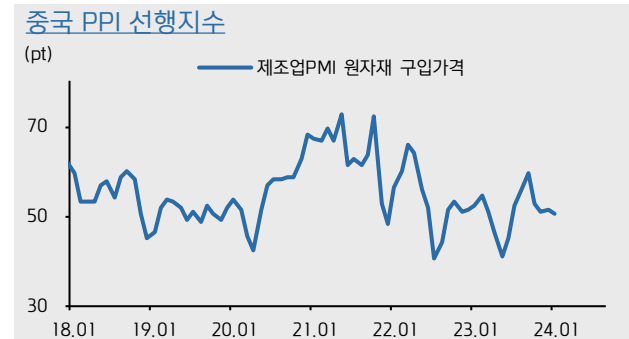




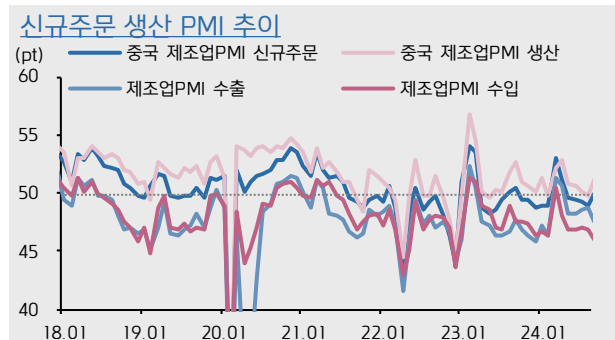
- 현재 중국경제가 당면한 문제점 감안, 대규모 부양책이 전개되더라도, 실물지표의 즉각적인 회복을 확인하기는 어려울 수 있음
- 다만 체감 경기 회복은 보다 빠른 확인이 가능할 듯



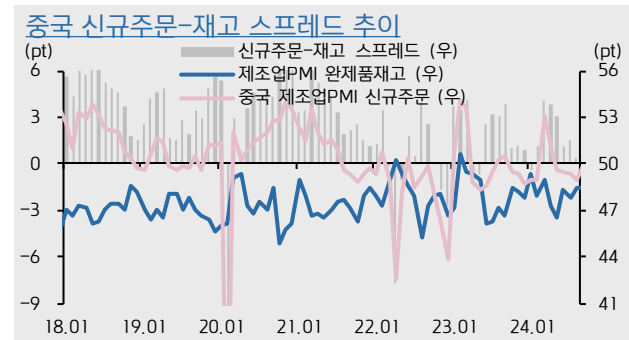
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치





### ◆ 추세적인 상승을 위해서는 경기 회복이 필수, 단기적으로 정책 모멘텀 지속 여부가 중요할 것

- 9월 말 경기 부양을 위한 종합 정책 발표로 인해 중국 경기 모멘텀 강화, 본토/홍콩증시는 극심하게 낮은 투자심리 속 강하게 반등
- 금번 증시의 반등은 부양책에 기반한 경기 회복을 기대. 추세적인 상승을 위해서는 향후 정책의 모멘텀 지속과 효과 확인이 중요할 것
- 정책 효과는 상대적으로 시간이 필요할 것으로 전망. 11월 이후 주요 경기 지표의 반등 여부에 대한 시그널 확인 필요
- 그 전까지는 정책 모멘텀의 지속성이 중요. 현재까지 금리 인하 및 부동산 정책 완화 이외에는 재정 및 증시 관련 정책은 구체화가 부재. 1)10월 추가 국채 발행과 2)증시 지원책의 세부 내용 및 실제 집행 여부가 단기적으로 정책 모멘텀 유지에 중요할 것으로 예상

#### 최근 정책 발표 내용 및 향후 체크 포인트

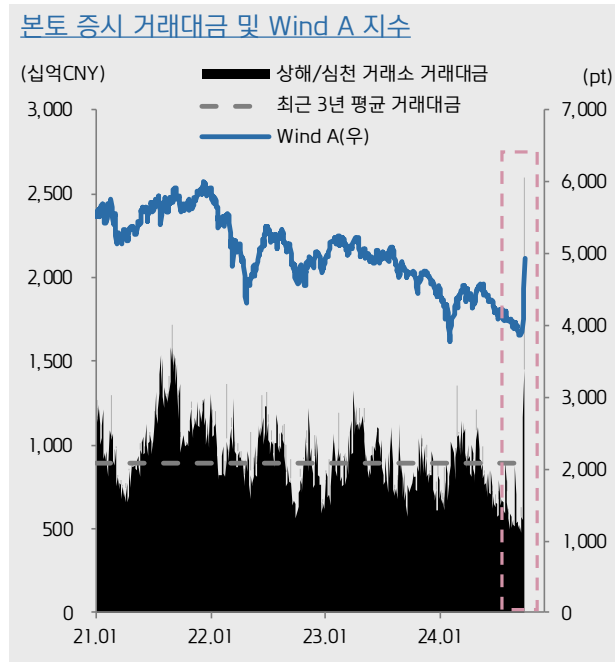
정책 부문	발표 시기	세부 내용	향후 체크 포인트
통화	9/24 공동 기자회견	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 지급준비율 50bp 인하</li> <li>• 정책 금리인 역RP 7일물 금리 20bp 인하</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 정치국 회의에서 '강력한 금리 인하 시행'을 언급. 정책 금리 및 지급준비율 연내 추가 인하 가능성 존재</li> </ul>
재정	9/26 정치국회의	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 재정정책 확대 강조. 필요한 재정 지출 보장하고, '3가지 보장' 시행</li> <li>• 초장기특별국채 및 지방정부 특수채권의 발행 및 활용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 10월 전인대 상임위원회에서 추가 국채 발행 여부</li> <li>• 12월 정치국회의/중앙공작회의 내용</li> </ul>
부동산	9/24 공동 기자회견	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기존 모기지 금리 약 50bp 인하</li> <li>• 1주택자 최저 선수금 비율 15%로 하향, 무주택자 비율과 통일</li> <li>• 5월 발표한 3천억위안 규모의 보장성 주택 재대출 중앙은행 지원금 비율 60%에서 100%로 상향</li> <li>• 정책성/상업은행의 부동산 기업 토지 매입 지원</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 정책의 세부 내용 및 실제 집행 여부</li> <li>• 연구중</li> </ul>
	9/26 정치국회의	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 부동산 가격 하락 방지, 부동산 신규 '공급 조절' 및 기존 주택 최적화</li> <li>• '화이트 리스트' 대상 대출 확대, 부동산 구매 제한 정책 완화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1선도시 부동산 구매 제한 완화 중. 향후 부동산 가격 하락 안정화 여부 확인 중요</li> </ul>
증시	9/24 공동 기자회견	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 5천억위안 규모의 금융기관 자산 스왑 창구 신설</li> <li>• 3천억 위안 규모의 자사주 매입 지원을 위한 특별 재대출 프로그램 신설</li> <li>• 증시안정화펀드</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 정책의 세부 내용 및 실제 집행 여부</li> <li>• 연구중</li> </ul>

자료: 중국정부, 키움증권 리서치

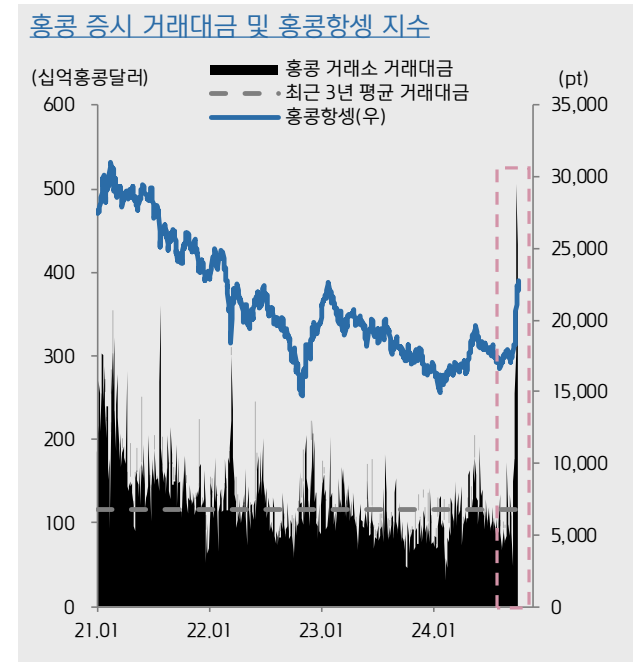




- ◆ 짙은 관망 심리가 지속된 가운데 경기 부양을 위한 종합 정책 발표로 인해 본토/홍콩증시 빠르게 반등
  - 9월 말 경기 부양을 위한 종합 정책 발표로 인해 중국 경기 모멘텀 강화, 본토/홍콩증시는 극심하게 낮은 투자심리 속 강하게 반등
  - 본토증시는 정책 발표 이후 일평균 거래대금(9/24~30)이 1.5조위안으로 2024년 YTD 일평균 거래대금 대비 2배 이상 증가
  - 홍콩증시는 정책 발표 이후 일평균 거래대금(9/24~10/4)이 3,448억홍콩달러로 2024년 YTD 일평균 거래대금 대비 3배 증가



자료: Wind, 키움증권 리서치



자료: Wind, 키움증권 리서치

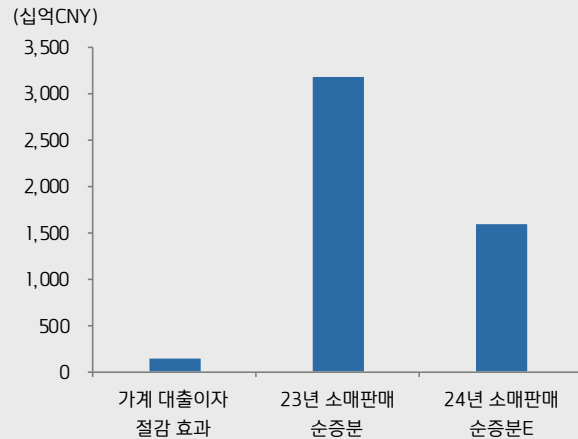




### ◆ 9/24, 경기 부양을 위한 종합 정책 발표. '증시 안정화'가 시장 예상치를 상회

- 9월 24일 인민은행 행장, 국가금융관리감독 국장, 증권관리감독위원회 주석은 공동 기자회견을 통해 경기 부양을 위한 통화, 부동산 및 증시 관련 정책 패키지를 발표
- 일부 정책 기대감이 존재했던 금리인하 및 부동산 정책 완화 이외에도 증시부양을 위한 금융기관 및 상장기업의 주식 매입 대출 지원과 향후 증시안정화기금 가능성 언급이 긍정적
- 향후 함께 8천억 위안 규모의 증시 지원 정책의 세부 내용 및 실제 집행 여부가 단기적으로 정책 모멘텀 유지에 중요할 것으로 예상

기존 모기지 금리 인하에 따른 가계 대출이자 절감 효과



주: '24년 순증분은 8월 YTD 증가율인 YoY +3.4% 기준  
자료: Wind, 키움증권 리서치

합계 8천억위안 규모의 증시 지원 정책 효과

증시 지원 정책 효과		8,000억위안
24년 YTD 본토증시	일평균 거래대금	7,931억위안
	유통시가총액	718,676억위안
24년 YTD CSI300	일평균 거래대금	2,156억위안
	유통시가총액	185,689억위안

자료: Wind, 키움증권 리서치



## 단기적으로 정책 모멘텀 지속 여부가 중요할 것



### 9/24 경기 부양 종합 정책 내용 정리

정책 부문	세부 내용
지준율/금리 인하	• 지급준비율 50bp 인하. 이를 통해 1조위 위안 유동성 공급. 유동성 상황 고려해서 연내 25~50bp 추가 인하 가능성을 언급
	• 정책 금리인 역RP 7일물 금리 20bp 인하. 기존 1.7%에서 1.5%로 인하하며, 대출 및 예금 금리도 하향 유도
부동산 정책 완화	• 기존 모기지 금리를 약 50bp 인하. 이를 통해 신규 모기지 금리와 같은 수준으로 조정
	• 1주택자의 최저 선수금 비율을 기존 25%에서 15%로 하향 조정. 1주택자와 무주택자의 최저 선수금 비율 통일
	• 5월 발표한 3천억위안 규모의 주택 재고 소진을 위한 보장성 주택 재대출 중앙은행 지원금 비율을 60%에서 100%로 상향
	• 기존 올해 만기 예정되어 있는 부동산 지원 정책('경영성 부동산 대출' 및 '금융 16조')을 2026년까지 연장
	• 정책성 및 상업은행의 부동산 기업 토지 매입 지원. 필요 시 인민은행이 대출 지원 예정이며, 현재 관련해서 연구 중이라고 언급
증시 안정화	• 5천억위안 규모의 금융기관 자산 스왑 창구 신설. 조건에 부합하는 증권, 운용사, 보험사가 보유 채권/주식/ETF 등 자산을 담보로 인민은행으로부터 유동성 확보 및 주식 매입을 지원. 필요 시 향후 지원 규모 확대 가능성 언급
	• 3천억 위안 규모의 자사주 매입 지원을 위한 특별 재대출 프로그램 신설. 상장기업 및 주요 주주의 자사주 매입 및 지분 확대를 인민은행이 대출 지원(대출 금리 약 2.25%). 필요 시 향후 지원 규모 확대 가능성 언급
	• 증시안정화펀드도 연구 중에 있다고 언급

자료: 중국정부, 키움증권 리서치

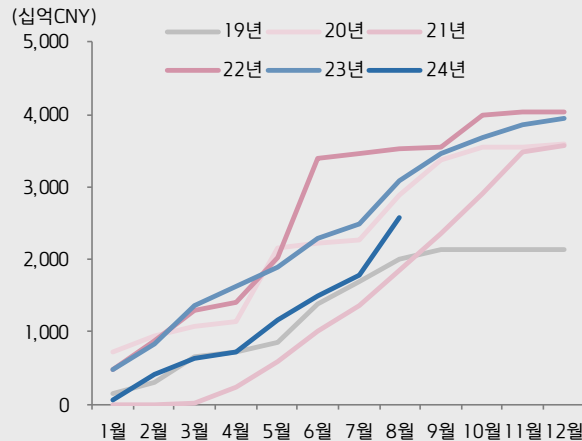




### ◆ 9/26 정치국회의, '재정정책 확대' 및 '부동산 시장 하락 방지' 언급이 시장 예상치를 상회

- 통상적으로 경제 관련 주제의 중앙정치국 회의는 4/7/10/12월 개최. 다만 금번 9월 중앙정치국 회의에서는 이례적으로 경제 현황을 진단하고 관련 정책을 발표. 지난 회의에서 강조한 경제성장률 목표 달성을 위한 다급함과 결연함이 나타났다는 판단
- 특히 금번 회의에서는 추가적인 국채 발행 가능성을 시사했다는 점이 인상적. 기존 계획된 채권의 조속한 발행과 10월 중후반 개최가 예상되는 전인대 상임위원회에서 추가 국채 발행 가능성 존재한다는 판단. '23년 10월 중국은 1조위안 국채를 추가 발행한 바 있음
- 그 외 처음으로 부동산 시장의 하락 방지를 언급했다는 점도 긍정적. 향후 부동산 가격 및 거래량의 하락 진정 및 반등 여부에 대한 확인이 중요할 것으로 예상

#### 중국 지방정부 특수채권 발행 현황



자료: Wind, 키움증권 리서치

#### 시장은 추가 국채 발행을 기대



자료: Reuters, 키움증권 리서치



## 단기적으로 정책 모멘텀 지속 여부가 중요할 것



### 9/26 중앙정치국 회의 내용 정리

정책 부문	세부 내용
재정정책	• 재정정책 확대를 강조, 필요한 재정 지출을 보장하고, '3가지(민생/임금/조직운영) 보장' 시행. 초장기특별국채 및 지방정부 특수채권의 발행 및 활용을 통한 정부 주도의 투자 강화
통화정책	• 지급준비율 인하 및 강력한 금리 인하 시행
부동산	• 부동산 가격 하락 안정화 촉진, 부동산 신규 공급 조절 및 기존 주택 최적화, '화이트 리스트' 대상 대출 확대, 부동산 구매 제한 정책 완화, 기존 모기지 대출 인하
자본시장	• 자본시장활성화 강조, 중장기 자금의 주식시장 유입 유도, 상장기업의 인수합병 지원, 공모펀드 개혁의 온건한 추진 및 개인투자자 보호 정책 연구
민간기업	• 민간기업 활동 촉진 정책을 추진, 민간 기업의 양호한 경영 환경 마련
소비	• 소비 촉진과 민생 결합 강조, 중저소득층의 소득 확대 및 소비 업그레이드 촉진
외국 자본	• 외자 유치 확대, 제조업 분야의 외국인 자본 유치를 위한 개혁 추진, 시장화, 법치화, 국제화된 기업 경영환경 조성
민생	• 민생 보장, 졸업생, 농민공, 빈민층 등의 고용 확대, 취약계층의 지원 강화, 저소득층의 소득 지원

자료: 중국정부, 키움증권 리서치

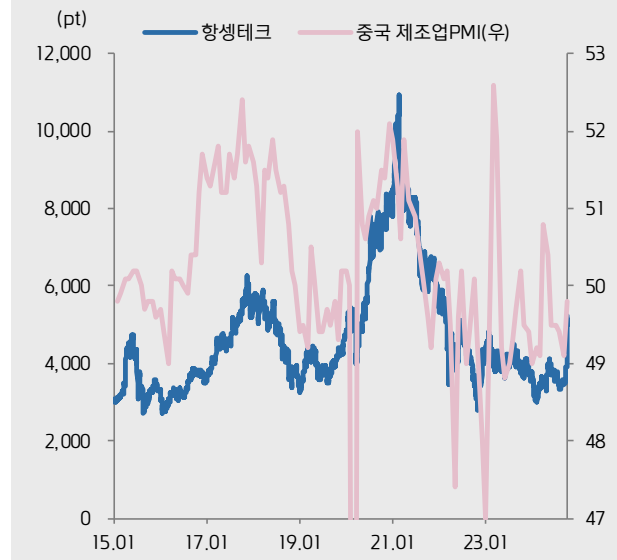




## ◆ 경기 모멘텀 강화 구간에는 내수 주목. 단 높아진 눈높이를 지속 충족 가능한지는 유의 필요

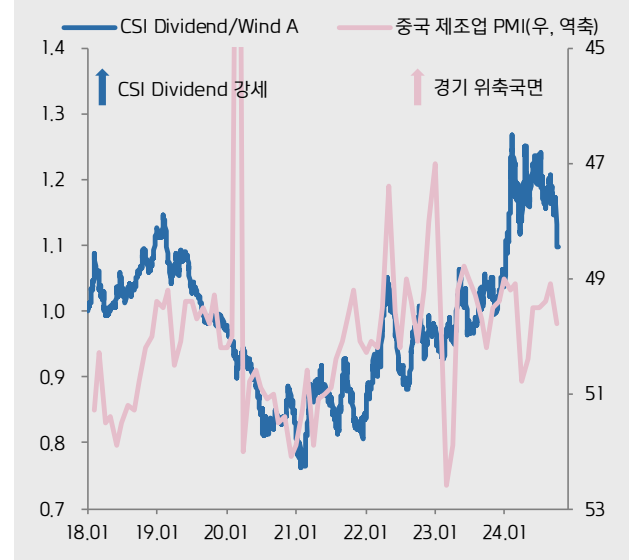
- 단기적으로 정책 모멘텀이 지속되며 경기 회복 기대감이 강화되는 구간에서는 플랫폼, 소비재 등과 같은 중국 경기와 연관성이 높은 업종이 증시 대비 아웃퍼폼할 것으로 예상. 내수 회복에 따른 플랫폼 및 정책 모멘텀이 기대되는 가전 업종 주목 필요하다는 판단
- 한편 경기 모멘텀이 강화되는 구간에서는 방어주 성격의 고배당 업종 상대수익률은 부진이 불가피할 것으로 예상
- 다만 최근 일련의 정책 발표로 인해 높아진 시장의 눈높이를 지속적으로 충족하기는 어려울 수 있다는 점에 유의 필요

항셍테크 및 중국 제조업 PMI



자료: Wind, 키움증권 리서치 센터

CSI배당지수 상대수익률 및 중국 제조업 PMI 추이



자료: GF Securities, Wind, 키움증권 리서치 센터





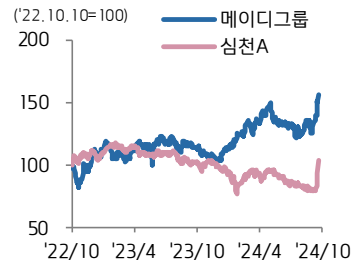
현재주가 (10/06) CNY 76.06

### Stock Data

산업분류	경기소비재
세부업종	가전
거래소	심천
상대지수	심천A
벤치마크 현재주가	2,016.0
시가총액(mln)	586,829.3
유통주식수(mln)	6,996.1
52주 최고	76.90
52주 최저	48.75
일평균거래량	30,470,180

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	39.2	20.7	14.0	37.1
심천A	4.9	28.1	9.0	0.9



### ◆ 투자포인트 1. 국경절 연휴 이후 본토 증시에 정책 모멘텀 추가 반영 기대

- 10월 8일 개장 이후 정책 모멘텀이 본토증시에 추가적으로 반영되며 단기적으로 긍정적인 투자심리 기대
- 특히 금번 정책은 내수 부양에 중점으로 두고 있어 소비재 기업 중심의 수혜가 기대된다는 판단

### ◆ 투자포인트 2. 가전 '이구환신' 정책은 초기 효과를 보임, 정책 모멘텀 지속 기대

- 9월 25일 발개위는 기자회견을 통해 소비재 이구환신 정책이 자동차, 가전 등의 판매량 증진에 기여했다고 발표. 가전 부문의 경우 전국 386만명의 소비자가 520만대, 243억위안 이상 규모의 가전제품 구매했으며, 함께 46.7억위안 보조금 혜택을 누리
- 8월 중국 가전 소매판매는 YoY +3.4%를 기록하며 전체 상품 소매판매(YoY +1.9%)를 상회했으며, 7월 가전 누적 소매판매 증가율(YoY +2.3%) 대비 반등. 가전 '이구환신' 정책은 초기 효과를 보이고 있다는 판단
- 또한 10월 중후반 개최가 예상되는 전인대 상임위원회에서 추가 국채 발행 가능성 존재한다는 판단. 이는 가전을 포함한 소비재 관련 '이구환신' 정책에 활용 가능성 기대되는 만큼 정책 모멘텀 지속 기대

### Company Earnings & Valuation

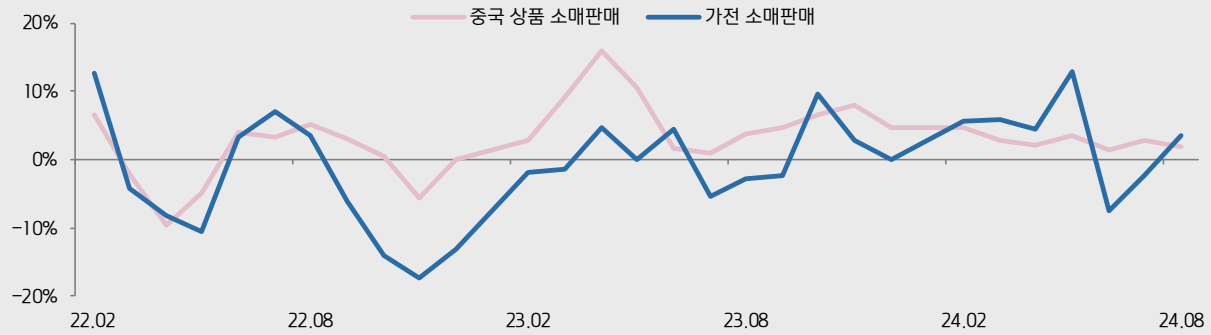
(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	343,361	345,709	373,710	406,049	438,404
영업이익	26,529	30,384	35,909	43,323	47,875
OPM(%)	7.7	8.8	9.6	10.7	10.9
순이익	28,574	29,553	33,722	37,686	41,852
PER(배)	17.7	11.9	11.1	14.1	12.8
PBR(배)	4.1	2.5	2.3	3.0	2.7
ROE(%)	23.6	22.1	22.1	21.1	21.0
배당수익률(%)	2.5	3.6	4.8		

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

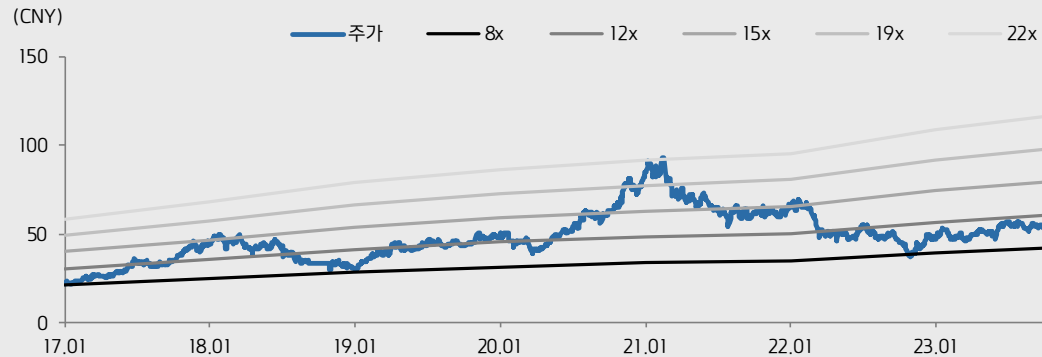




### 중국 전체 상품 및 가전 소매판매 증가율



### 메이디그룹 12M FWD PER 밴드







## 손익계산서

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	279,381	285,710	343,361	345,709	373,710
매출&서비스 매출	198,048	216,911	264,626	262,322	275,320
매출총이익, GAAP	81,332	68,799	78,735	83,387	98,390
판매비	44,143	32,828	38,914	40,739	48,857
연구개발비	9,638	10,119	12,015	12,667	14,586
영업이익, GAAP	27,287	26,493	26,529	30,384	35,909
영업외 (이익)손실	-2,642	-5,171	-7,188	-4,574	-4,370
세전이익, GAAP	29,929	31,664	33,718	34,958	40,279
법인세비용	4,652	4,157	4,702	5,146	6,532
당기순이익, GAAP	24,211	27,223	28,574	29,553	33,722
EPS, GAAP	3.60	3.93	4.17	4.34	4.93
희석 EPS, GAAP	3.58	3.90	4.14	4.33	4.92
영업이익, 조정	27,287	26,493	26,529	30,384	35,909
당기순이익, 조정	24,211	27,223	28,574	29,553	33,722
EBITDA	32,456	31,513	32,712	34,007	39,949

## 현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	41,767	33,157	39,326	36,675	61,117
감가상각비, 무형자산상각비	5,168	5,020	6,183	3,623	4,039
운전자본 변동	11,800	1574	4253	—	—
투자활동으로 인한 현금흐름	-27,134	-40,186	7,951	-17,310	-36,556
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-3,452	-4,657	-6,825	-7,352	-6,314
유, 무형자산 처분	125	273,544	336	239	391
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,423	518	-29,790	-9,072	-15,789
지급배당금	-8,554	-11,122	-11,053	-11,678	-17,189
차입금의 증가(감소)	8,474	9,717	-2192	7,202	-780
차사주매입	2,777	2542,556	1488	-1434	2390
현금증가	12,489	-6,893	17002	10,582	8,755
기초현금	17,952	30,442	23,549	40,550	51,132
기말현금	30,442	23,549	40,550	51,132	59,887
FCF	38,315	28,501	32,500	29,322	54,803
FCFF	39,059	29,635	33,668	30,945	57,629

## 재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	301,955	360,383	387,946	422,551	486,036
유동자산	216,483	241,655	248,865	261,099	281,321
현금 및 현금성자산	31,926	62,615	82,609	125,931	102,191
매출채권	30,998	42,185	39,695	46,523	51,737
재고자산	32,443	31,077	45,924	46,045	47,339
비유동자산	85,473	118,727	139,082	161,452	204,715
유형자산	26,603	27,544	33,861	41,002	47,885
무형자산	39,948	41,152	39,028	37,307	40,861
부채총계	194,459	236,146	253,121	270,630	311,738
유동부채	144,318	184,151	222,851	206,342	251,246
매입채무	84,044	102,337	114,519	163,999	184,355
단기성부채	31,116	47,622	67,159	12,410	23,277
비유동부채	50,141	51,995	30,270	64,289	60,492
장기성부채	41,298	42,827	21,268	55,357	51,404
자본총계	107,496	124,237	134,825	151,921	174,298

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	8.67	9.53	8.32	8.55	9.02
영업이익률	9.77	9.27	7.73	8.79	9.61
EBITDA 마진	11.62	11.03	9.53	9.84	10.69
ROE	26.21	24.84	23.58	22.07	22.05
ROA	8.56	8.22	7.64	7.29	7.42
ROIC	13.38	11.44	10.35	11.69	13.03
부채비율	71.23	76.97	70.82	47.41	45.85
순차입금비용	37.66	22.40	4.32	-38.29	-15.78
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	19.07	18.83
현금비용	0.22	0.34	0.37	0.61	0.41
유동비용	1.50	1.31	1.12	1.27	1.12
PER	16.18	25.05	17.70	11.94	11.08
PBR	3.97	5.78	4.09	—	—
EV/EBIT	16.49	26.94	19.86	—	—
EV/EBITDA	13.86	22.65	16.11	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치





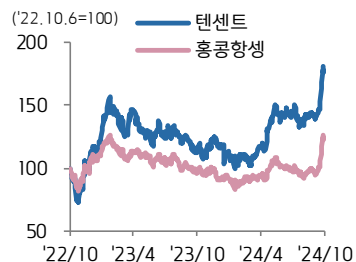
현재주가 (10/06) HKD 477.60

## Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	SNS
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	22,736.9
시가총액(mln)	4,004,430.8
유통주식수(mln)	9,279.1
52주 최고	479.60
52주 최저	260.20
일평균거래량	20,056,010

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	62.7	27.9	54.1	59.3
홍콩항생	33.4	30.3	36.0	32.1



### ◆ 투자포인트 1. 상대적으로 높은 실적 성장 가시성

- 텐센트는 중국 게임 매출 Top10 중 5~6개를 안정적으로 유지. 전체 매출의 30%를 차지하는 게임 사업은 2H24 중국 매크로 부진으로 인한 광고 및 핀테크 성장 둔화를 상쇄할 것으로 예상
- 특히 상대적으로 수익성이 높은 Video Accounts/미니게임 관련 사업 성장으로 인해 견조한 이익 성장이 지속됨. 2Q24 GPM은 53%로 YoY +6%p, QoQ 1%p 상승하며 2017년 이래 최고치 기록 중

### ◆ 투자포인트 2. 주주환원 정책이 주가 하방을 지지할 것

- 2024년 상반기 기준 자사주 매입 규모는 523억HKD. 상반기 기준 792억HKD 규모의 순현금 자산 및 높은 현금 창출능력은 '24년 1,000억HKD 자사주 매입 계획을 가능하게 할 전망이며, 이는 주가 하방 지지할 것

## Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	560,118	554,552	609,015	660,724	721,006
영업이익	159,539	143,203	191,886	210,542	241,695
OPM(%)	28	26	32	32	34
순이익	123,788	115,649	157,688	213,346	236,205
PER(배)	15.8	14.9	21.9	19.2	17.5
PBR(배)	4.4	3.9	3.1	4.2	3.5
ROE(%)	29.8	24.6	15.1	19.9	18.9
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.8		

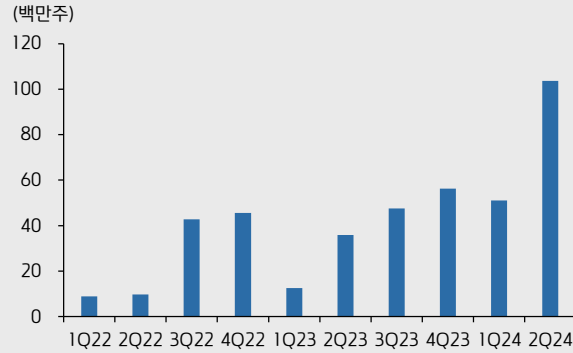
주: Non-IFRS 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



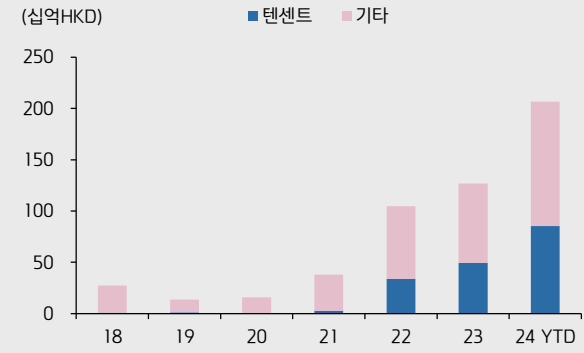


텐센트 자사주 매입 규모



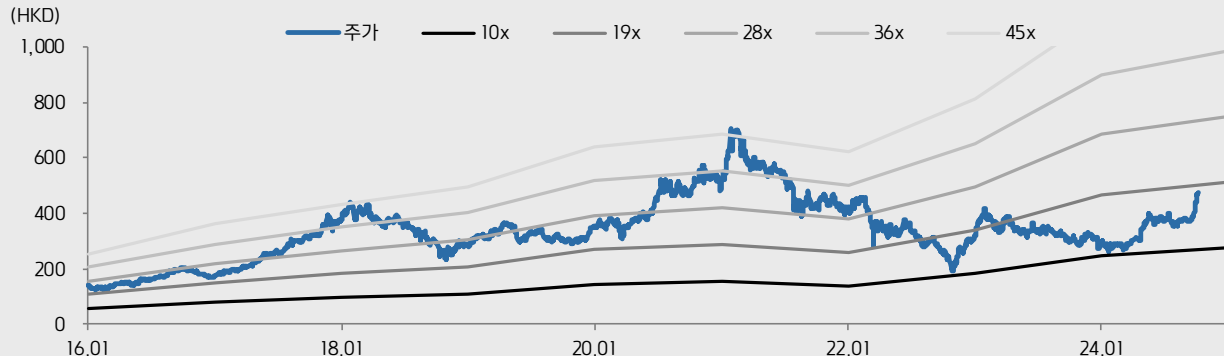
자료: 텐센트, 키움증권 리서치

홍콩 상장기업 자사주 매입 추이



주: 9월 20일 기준  
자료: Wind, 키움증권 리서치

텐센트 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치





## 손익계산서

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>매출액</b>	<b>377,289</b>	<b>482,064</b>	<b>560,118</b>	<b>554,552</b>	<b>609,015</b>
매출&서비스 매출	209,756	260,532	314,174	315,806	315,906
<b>매출총이익, GAAP</b>	<b>167,533</b>	<b>221,532</b>	<b>245,944</b>	<b>238,746</b>	<b>293,109</b>
판매비	74,842	99,379	128,042	133,068	134,471
연구개발비	—	—	51,880	61,401	64,078
<b>영업이익, GAAP</b>	<b>111,366</b>	<b>175,515</b>	<b>264,310</b>	<b>109,879</b>	<b>159,528</b>
영업외 (이익)손실	1,966	-4,507	16,248	-100,346	-1,796
<b>세전이익, GAAP</b>	<b>109,400</b>	<b>180,022</b>	<b>248,062</b>	<b>210,225</b>	<b>161,324</b>
법인세비용	13,512	19,897	20,252	21,516	43,276
<b>당기순이익, GAAP</b>	<b>93,310</b>	<b>159,847</b>	<b>224,822</b>	<b>188,243</b>	<b>115,216</b>
<b>EPS, GAAP</b>	<b>9.86</b>	<b>16.84</b>	<b>23.60</b>	<b>19.76</b>	<b>12.19</b>
<b>희석 EPS, GAAP</b>	<b>9.64</b>	<b>16.52</b>	<b>23.16</b>	<b>19.34</b>	<b>11.89</b>
<b>영업이익, 조정</b>	<b>111,366</b>	<b>175,515</b>	<b>264,310</b>	<b>109,879</b>	<b>159,528</b>
<b>당기순이익, 조정</b>	<b>93,310</b>	<b>159,847</b>	<b>224,822</b>	<b>188,243</b>	<b>115,216</b>
<b>EBITDA</b>	<b>156,039</b>	<b>226,289</b>	<b>321,980</b>	<b>171,095</b>	<b>218,536</b>

## 현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>149,443</b>	<b>194,806</b>	<b>175,908</b>	<b>147,447</b>	<b>222,844</b>
감가상각비, 무형자산상각비	44,673	50,774	57,670	61,216	59,008
운전자본 변동	15,330	27,423	891	-18,472	19,233
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-124,070</b>	<b>-189,718</b>	<b>-186,796</b>	<b>-115,569</b>	<b>-137,521</b>
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-56,988	-66,599	-62,165	-50,850	-47,407
유, 무형자산 처분	4	0	191	376	257
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>8,719</b>	<b>20,723</b>	<b>29,145</b>	<b>-50,611</b>	<b>-71,095</b>
지급배당금	-8,315	-10,339	-12,503	-12,952	-20,983
차입금의 증가(감소)	20,561	40,953	55,367	438	2,652
차사주매입	-2,180	-149	-3954	-31,194	-47,075
<b>현금증가</b>	<b>35,177</b>	<b>19,807</b>	<b>15,168</b>	<b>-11,227</b>	<b>15,581</b>
기초현금	97,814	132,991	152,798	167,966	156,739
기말현금	132,991	152,798	167,966	156,739	172,320
<b>FCF</b>	<b>122,321</b>	<b>155,389</b>	<b>144,902</b>	<b>124,242</b>	<b>201,479</b>
<b>FCFF</b>	<b>128,994</b>	<b>162,404</b>	<b>151,435</b>	<b>132,637</b>	<b>210,456</b>

## 재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>자산총계</b>	<b>953,986</b>	<b>1,333,400</b>	<b>1,612,400</b>	<b>1,578,100</b>	<b>1,577,200</b>
유동자산	253,968	317,647	484,812	565,989	518,446
현금 및 현금성자산	187,391	229,011	264,101	290,756	379,155
매출채권	35,839	44,981	49,331	45,467	46,606
재고자산	718	814	1,063	2,333	456
비유동자산	700,018	1,015,753	1,127,588	1,012,111	1,058,754
유형자산	77,215	93,802	106,033	103,777	104,458
무형자산	128,860	159,437	171,376	161,802	177,727
<b>부채총계</b>	<b>465,162</b>	<b>555,382</b>	<b>735,671</b>	<b>795,271</b>	<b>703,565</b>
유동부채	240,156	269,079	403,098	434,204	352,157
매입채무	136,813	162,590	287,140	319,662	199,571
단기성부채	36,508	18,064	24,449	28,380	61,852
비유동부채	225,006	286,303	332,573	361,067	351,408
장기성부채	196,012	244,400	299,027	330,761	309,388
<b>자본총계</b>	<b>488,824</b>	<b>778,043</b>	<b>876,693</b>	<b>782,860</b>	<b>873,681</b>

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	24.73	33.16	40.14	33.95	18.92
영업이익률	29.52	36.41	47.19	19.81	26.19
EBITDA 마진	41.36	46.94	57.48	30.85	35.88
ROE	24.68	28.13	29.77	24.64	15.06
ROA	11.12	13.98	15.26	11.80	7.30
ROIC	15.38	17.54	21.49	8.38	9.68
부채비율	53.74	37.28	40.12	49.78	45.91
순차입금비용	9.23	4.30	6.77	8.74	-0.91
EBITDA/현금지급이자	22.14	31.98	42.79	18.31	19.04
현금비용	0.78	0.85	0.66	0.67	1.08
유동비용	1.06	1.18	1.20	1.30	1.47
PER	34.07	28.19	15.78	14.95	21.90
PBR	7.39	6.45	4.43	3.90	3.12
EV/EBIT	29.61	26.49	14.01	26.76	16.15
EV/EBITDA	21.13	20.55	11.50	17.18	11.79

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



# 9월 ETF Review 및 10월 전망

G2 유동성 vs. 대외 변수







## 9월 ETF Review 및 10월 전망 | G2 유동성 vs. 대외 변수

### 9월 미국 ETF 시장 리뷰

- 9월 미국 ETF로는 약 \$970억 유입. 지난 달 대비 자금유입 강도 강화. 주식형 ETF로는 약 \$600억 유입. 미국/글로벌 대형주로의 자금유입이 가장 컸고, 중국 및 신흥국 ETF로도 자금유입 전환. 채권 ETF 시장으로는 약 \$300억 가량 순유입된 가운데 미국 중기물 중심 자금유입 확대
- ETF Inflows/Outflows: 대형주 및 중단기 채권, 중국·신흥국 증시 등 유입 / 금융·IT·에너지 섹터, 회사채, 중소형주, 일본·유럽 주식 등 유출
- ETF Top/Bottom: 중국 주식, 전기차·배터리, 우라늄·구리 채굴, 비트코인 등 강세 / 에너지·헬스케어 섹터, 탄소배출권 등 약세

### 9월 신규 상장 ETF

- 미국: 단일종목 레버리지/인버스(주간 & 월간별 리셋) 전략을 비롯한 125개 종목 신규 설정. 레버리지/인버스 ETF 14종, 지방채 ETF 6종, 신흥국 전략 ETF 3종, 암호화폐(이더리움) 기반 커버드콜 전략 등 포함 신규 상품 출시 지속
- 국내: 9월 한달 간 17개 ETF가 추가되면서 국내 ETF 상품 수는 893개로 확대. 미국 바이오/테크, AI, 인도 테마(액티브), 인컴(주주가치, 배당, 만기매칭형 등), ODTE 옵션 커버드콜 등 전략 다양화

### 10월 ETF 투자 아이디어

- 9월 미국 증시는 연준의 금리인하 개시와 연착륙 기대 강화, 지표 호조, 기술주 우려 완화, 중국 대규모 부양책 등에 강세 연장 (SPY +1.8%, QQQ +2.5%, DIA +1.7%). 아직 경기 지표에 대한 추가 확인이 필요하겠지만 G2의 유동성 공급은 연말까지 주식 자산군에 대한 기대를 확대시키는 요인
- 다만, 중동 지정학적 불안과 중국발 경기 부양책 모멘텀, 이에 반응 중인 국제유가를 비롯한 에너지 가격 상승 등 증시 변동성 확대 요인들 상존. 해당 요인들이 한달 여 앞둔 미 대선과 11월 FOMC 결정에 어떤 변수로 작용할지 주목할 필요
- ETF Picks: VYM(고배당), ITB(주택/건설), IFRA(인프라), AAXJ(일본외 EM), IGM(테크), GLD(금)



## 10월 ETF 투자 포트폴리오



티커	ETF명	주요 테마	순자산 백만\$	운용 보수 %	수익률			투자 포인트	국내 상장 Peer ETF
					1M %	3M %	6M %		
VYM	Vanguard High Dividend Yield Index Fund ETF	고배당	58,934.8	0.06	+0.7	+8.1	+6.0	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 미국의 정책금리 인하가 본격 돌입. 통상 금리인하 국면에서는 배당 팩터의 매력도 상승</li> <li>- 동시에 남아있는 대외 불안 요소들이 시장 변동성을 확대시킬 수 있다는 점에서 충분한 FCF를 보유하고 있는 배당주가 안정적</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*PLUS 미국다우존스고배당주(합성H)</li> <li>*SOL 미국배당다우존스</li> <li>*RISE 미국배당100데일리고정커버드콜</li> <li>*KODEX 미국S&amp;P500 에너지(합성)</li> <li>*KOFSE 미국원유에너지기업</li> </ul>
ITB	iShares U.S. Home Construction ETF	주택/건설	3,628.7	0.39	+5.1	+25.8	+9.8	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 9월 금리인하를 앞두고 美 모기지 금리 하락세</li> <li>- 미국 주택가격이 상승 중이며 기존주택 재고도 낮은 수준에 머물러 있는 가운데 모기지 금리 하락은 주택 구매 심리를 자극할 수 있음</li> </ul>	
IFRA	iShares US Infrastructure ETF	인프라	2,766.5	0.30	+2.9	+11.5	+8.3	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대선을 앞두고 미국의 투자 사이클 지속 중. 누가 당선되든 미국 안보주의, 미국 주도의 공급망 재편 작업은 지속될 전망.</li> <li>- 코로나 이후 미국은 자국 중심의 공급망 재편, 리쇼어링, 탈세계화 추진을 가속화해오고 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*KODEX 미국AI전력핵심인프라</li> <li>*SOL 미국AI전력인프라</li> <li>*KOFSE 글로벌전력GRID 인프라</li> <li>*TIGER S&amp;P글로벌인프라(합성)</li> <li>*KODEX 미국S&amp;P500유틸리티</li> </ul>
IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	테크	5,353.5	0.41	+3.0	+1.7	+11.3	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 빅테크들은 AI용 서버 수요 호조에 따라 여전히 자본 지출을 확대하는 모습</li> <li>- 마이크로 실적 발표 이후 AI 성장성 우려가 완화되었으며, 중장기적으로 AI 생태계 확장은 지속 예상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*KODEX 미국S&amp;P500테크놀로지</li> <li>*TIGER 미국테크TOP10 INDXX(H)</li> <li>*ACE 미국IT 인터넷S&amp;P(합성 H)</li> </ul>
AAXJ	iShares MSCI All Country Asia ex Japan ETF	신흥국 (일본 외)	2,526.1	0.70	+7.5	+9.0	+15.8	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 중국의 시장 예상치를 뛰어넘는 정책 발표로 중국 증시는 단기간 큰 폭 랠리 중</li> <li>- 중국 및 신흥국 증시에 대한 수급 빈집, 선진국 추가 금리인하 감안 시, 단기간 기술적 관점에서 중국 및 EM 증시에 포지션 열어 둘 필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*KODEX MSCI EM선물(H)</li> <li>*PLUS 신흥국MSCI(합성 H)</li> </ul>
GLD	SPDR Gold Trust	금 현물	73,720.1	0.40	+5.1	+13.0	+18.2	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연준의 금리인하를 반영한 달러 강세 완화, 시중금리 하락이 금 가격 상승 지지</li> <li>- 구조적 탈세계화 기조에 따른 중앙은행들의 금 매수 지속도 금 수요 확대로 연결</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*ACE KRX금현물</li> <li>*KODEX 골드선물(H)</li> <li>*HANARO 글로벌금채굴기업</li> </ul>

자료: 키움증권 리서치센터  
주: 2024-09-30 종가 기준



## 9월 ETF 투자 포트폴리오 (리뷰)



티커	ETF명	주요 테마	순자산 백만\$	운용 보수 %	수익률			투자 포인트	국내 상장 Peer ETF
					1M %	3M %	6M %		
QUAL	iShares MSCI USA Quality Factor ETF	퀄리티	49,630.2	0.15	+0.9	+5.0	+9.1	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기정 사실화된 9월 미국 금리인하와 물가 둔화세 재확인 등은 증시에 우호적</li> <li>- 다만, 경기둔화 우려를 자극할 지표 민감도가 높아져 있어 펀더멘털을 갖춘 퀄리티 종목에 주목</li> </ul>	
SPLV	Invesco S&P 500 Low Volatility ETF	로우볼	7,519.5	0.25	+0.9	+10.4	+8.9	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 美 금리인하 앞둔 기대 속에서도 기술주 밸류 부담, 경기둔화 우려가 증시 변동성 확대를 견인</li> <li>- 포트폴리오의 일부는 방어주 성격의 저변동성 팩터로 관리 필요</li> </ul>	
VTV	Vanguard Value Index Fund ETF	가치주	128,640.2	0.04	+1.0	+8.8	+7.2	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 경기 연착륙 기대 강화로 증시의 투자심리는 개선 중</li> <li>- 다만, AI 성장성을 둘러싼 노이즈가 지속되는 만큼, 방어적인 가치 스타일로의 분산 제언</li> </ul>	*ACE 미국WideMoat가치주
IYF	iShares US Financials ETF	금융	3,106.6	0.39	-1.1	+9.9	+8.6	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 최근 기업 대출이 증가세로 돌아섰고, 은행들의 대출 태도도 완화적으로 변화</li> <li>- 장단기 금리 역전 과정에서 경영 여건에 타격을 입었던 은행들의 투자심리가 최근 장단기 스프레드의 플러스 전환을 앞두고 개선세</li> </ul>	*KODEX 미국S&P500금융
ITB	iShares US Home Construction ETF	주택건설	3,628.7	0.39	+5.1	+25.8	+9.8	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 9월 금리인하를 앞두고 美 모기지 금리 하락세</li> <li>- 미국 주택가격이 상승 중이며 기존주택 재고도 낮은 수준에 머물러 있는 가운데 모기지 금리 하락은 주택 구매 심리를 자극할 수 있음</li> </ul>	
IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	기술주	5,353.5	0.41	+3.0	+1.7	+11.3	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 빅테크들은 AI용 서버 수요 호조에 따라 여전히 자본 지출을 확대하는 모습</li> <li>- 단기 성장성 우려 부각되었지만, 중장기적으로 AI 생태계 확장은 지속 예상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*KODEX 미국S&amp;P500테크놀로지</li> <li>*TIGER 미국테크TOP10 INDEX(H)</li> <li>*ACE 미국IT 인터넷S&amp;P(합성 H)</li> </ul>
GLD	SPDR Gold Trust	금 현물	73,720.1	0.40	+5.1	+13.0	+18.2	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연준의 금리인하를 앞둔 달러 약세, 시중금리 하락과 경기둔화 우려 등이 금 가격 상승을 견인할 수 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*ACE KRX금현물</li> <li>*KODEX 골드선물(H)</li> <li>*HANARO 글로벌금채굴기업</li> </ul>

자료: 키움증권 리서치센터  
주: 2024-09-30 종가 기준



## 9월 리뷰 및 10월 투자 아이디어 (요약)



### ◆ Inflows: 대형주 및 중단기 채권, 중국/신흥국 ETF로 유입

- 9월 미국 ETF 시장으로는 약 \$970억 유입. 지난 달 대비 자금유입 강도 강화
- 그 중 주식형 ETF로는 약 \$600억 유입. 미국/글로벌 대형주로의 자금유입이 가장 컸고, 중국 및 신흥국 ETF로도 자금유입 전환
- 채권 ETF 시장으로는 약 \$300억 가량 순유입된 가운데 미국 중기물 중심 자금유입 확대

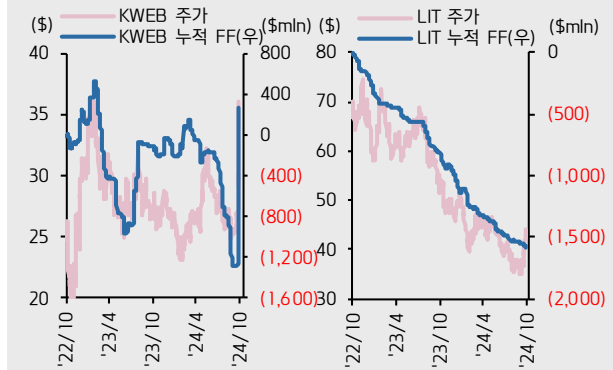
### ◆ Return: 중국, 전기차/배터리, 우라늄 채굴, 비트코인 등

- 9월 연준의 50bp 금리인하 단행, 중국 정부의 시장 예상치를 상회한 대규모 부양책 발표 등 정책 모멘텀 지속
- G2 유동성 공급 기대로 낙폭 과대주, 비트코인 ETF 등 반등폭 컸으며 특히 중국 소비재, 본토 및 역외 증시 ETF들이 일제히 상승폭을 확대해 나감
- 우라늄 ETF들도 CEG의 MS와의 장기 공급계약, 러시아산 우라늄 수입 금지와 서방의 대러 제재로 인한 타이트한 수급 전망에 강세 이어감

### ◆ 10월 ETF 투자 아이디어

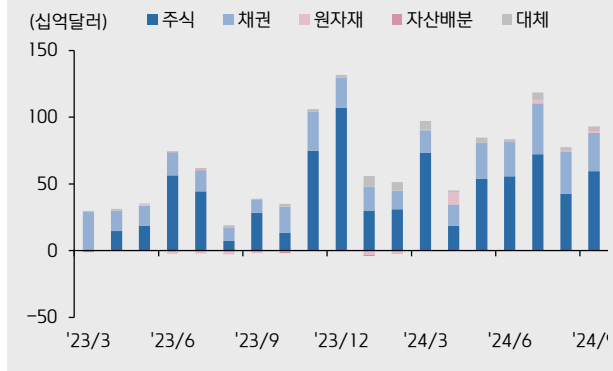
- 9월 미국 증시는 연준의 금리인하 개시와 연착륙 기대 강화, 지표 호조, 기술주 우려 완화, 중국 대규모 부양책 등에 강세 연장 (SPY +1.8%, QQQ +2.5%, DIA +1.7%). 아직 경기 지표에 대한 추가 확인이 필요하겠지만 G2의 유동성 공급은 연말까지 주식 자산군에 대한 기대를 확대시키는 요인
- 다만, 중동 지정학적 불안과 중국발 경기 부양책 모멘텀, 이에 반응 중인 국제유가를 비롯한 에너지 가격 상승 등 증시 변동성 확대 요인들 상존. 해당 요인들이 한달 여 앞둔 미 대선과 11월 FOMC 결정에 어떤 변수로 작용할지 주목할 필요
- ETF Picks: VYM(고배당), ITB(주택/건설), IFRA(인프라), AAXJ(일본外 EM), IGM(테크), GLD(금)

### 9월 수익률 Top ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### ETF 자산군별 펀드플로우



자료: Morningstar, 키움증권 리서치  
주: 미국 상장 기준



## 9월 미국 ETF 시장 리뷰 : 자금유입 (자산군, 카테고리별)



### ◆ 9월 미국 ETF 시장, 대형주 및 중단기 채권, 중국 및 신흥국 ETF로 자금 유입

- 9월 미국 ETF 시장으로는 약 \$970억 유입. 지난 달 대비 자금유입 강도 강화
- 그 중 주식형 ETF로는 약 \$600억 유입. 미국/글로벌 대형주로의 자금유입이 가장 컸고, 중국 및 신흥국 ETF로도 자금유입 전환
- 채권 ETF 시장으로는 약 \$300억 가량 순유입된 가운데 미국 중기물 중심 자금유입 확대

자산군별 ETF 자금유입, 순자산 규모

분류	자금 순유입 (\$mln)		순자산 (\$bln)	
	1M	YTD	당월	전년동기
미국 주식	48,517.7	309,614.9	5,397.7	3,671.7
섹터 주식	-3,637.3	13,718.4	898.5	693.5
미국 외 주식	13,019.8	67,602.2	1,411.4	1,082.8
비전통주식	2,091.3	21,094.7	89.4	56.4
채권	29,294.6	224,739.6	1,777.6	1,388.4
자산배분	484.3	289.7	24.6	20.6
대체	2,865.3	35,122.3	137.4	60.7
원자재	1,351.5	-308.9	159.1	123.5
기타	2,841.4	3,639.5	112.9	76.0
합계	96,828.5	675,512.4	10,008.7	7,173.5

자료: Morningstar, 키움증권 리서치센터  
주: 2024-09-30 기준

카테고리별 ETF 자금유입, 순자산 규모

분류	자금 순유입 (\$mln)		순자산 (\$bln)	
	1M	YTD	당월	전년동기
미국 대형주	38,237	186,311	2,937	1,929
미국 중기 채권	7,997	44,470	309	234
미국 대형가치주	6,287	22,186	693	523
미국 중기 채권 (Core)*	5,127	23,258	79	47
미국 외 대형가치주	4,613	2,949	74	60
미국 외 대형주	3,129	40,370	678	508
미국 대형성장주	2,951	70,834	844	535
미국 초단기 채권	2,865	29,461	226	190
미국 채권(멀티섹터)	2,300	8,964	14	3
신흥국 주식	2,197	5,602	283	225
글로벌 대형주	2,175	8,386	91	62
파생/인컴	2,042	20,353	87	55
하이일드채권	1,839	11,217	87	60
중화권 주식	1,752	-2,206	28	27
레버리지-주식	1,693	-1,054	90	52

자료: Morningstar, 키움증권 리서치센터  
주: 2024-09-30 기준





◆ 수익률 Top: 중국 주식, 전기차/배터리, 우라늄/구리 채굴, 비트코인 등

- 연준의 50bp 금리인하 단행 이후 중국 정부의 시장 예상치를 상회한 대규모 부양책 발표 등 G2 유동성 공급 확대
- 유동성 공급 기대 속 낙폭 과대주, 비트코인 ETF가 반등했으며 특히 중국 경기부양 기대로 중국 소비재, 본토 및 역외 증시 ETF들이 일제히 상승폭을 확대
- 우라늄/원전 ETF들도 러시아산 우라늄 수입 금지와 서방의 대러 제재로 인한 타이트한 수급 전망, 미국 1위 원자력 발전업체 콘스텔레이션 에너지(CEG)가 마이크로소프트(MSFT)와 20년 장기 전력 공급 계약을 체결했다는 소식 등에 강세 이어갔음

수익률 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	YTD (%)
KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	중국 주식	32.4	26.0
MCHI	iShares MSCI China ETF	중국 주식	21.7	25.5
ASHR	Xtrackers Harvest CSI 300 China A ETF	중국 주식	21.6	19.6
FXI	iShares China Large-Cap ETF	중국 주식	20.1	32.7
LIT	Global X Lithium & Battery Tech ETF	리튬/배터리	15.0	-13.9
JETS	US Global Jets ETF	여행/항공	10.8	8.9
URA	Global X Uranium ETF	우라늄 채굴	10.5	3.4
URNM	Sprott Uranium Miners ETF	우라늄 채굴	9.6	-5.0
COPX	Global X Copper Miners ETF	구리 채굴	9.1	26.5
FBTC	Fidelity Wise Origin Bitcoin ETF	비트코인	8.4	N.A
IBIT	iShares Bitcoin Trust ETF	비트코인	8.3	N.A
BTC	Grayscale Bitcoin Mini Trust (BTC)	비트코인	8.3	N.A
BITB	Bitwise Bitcoin ETF	비트코인	8.3	N.A
ARKB	ARK 21Shares Bitcoin ETF	비트코인	8.3	N.A
GBTC	Grayscale Bitcoin Trust ETF (BTC)	비트코인	8.0	N.A

자료: Morningstar, 키움증권 리서치센터  
주: AUM 10억 달러 이상, 레버리지/인버스 제외, 주: 2024-09-30 기준

수익률 Bottom ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	YTD (%)
USO	United States Oil	WTI 원유	-5.9	4.9
XOP	SPDR® S&P Oil & Gas Explor & Prodn ETF	원유 생산	-5.1	-2.3
OIH	VanEck Oil Services ETF	원유 서비스	-5.0	-8.3
IXC	iShares Global Energy ETF	에너지	-3.5	5.8
VDE	Vanguard Energy ETF	에너지	-3.1	6.9
IXJ	iShares Global Healthcare ETF	헬스케어	-3.1	14.0
XLE	The Energy Select Sector SPDR® ETF	에너지	-3.0	7.3
FENY	Fidelity MSCI Energy ETF	에너지	-3.0	6.9
ARKG	ARK Genomic Revolution ETF	바이오테크	-3.0	-22.0
IYE	iShares US Energy ETF	에너지	-2.8	7.1
XBI	SPDR® S&P Biotech ETF	바이오테크	-2.4	10.8
EWY	iShares MSCI South Korea ETF	한국 주식	-2.4	-2.4
IYH	iShares US Healthcare ETF	헬스케어	-1.7	14.5
XLV	The Health Care Select Sector SPDR® ETF	헬스케어	-1.7	14.2
VHT	Vanguard Health Care ETF	헬스케어	-1.6	13.8

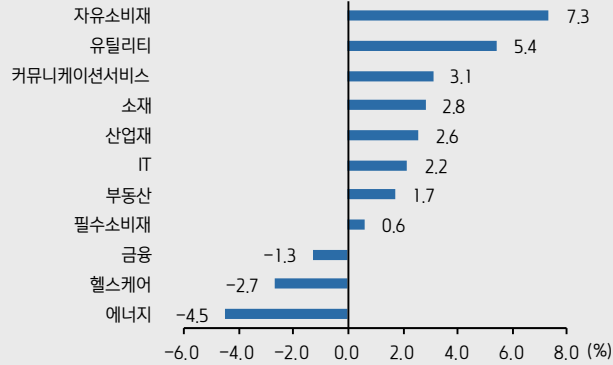
자료: Morningstar, 키움증권 리서치센터  
주: AUM 10억 달러 이상, 레버리지/인버스 제외, 주: 2024-09-30 기준



## 9월 미국 ETF 시장 리뷰 : 수익률

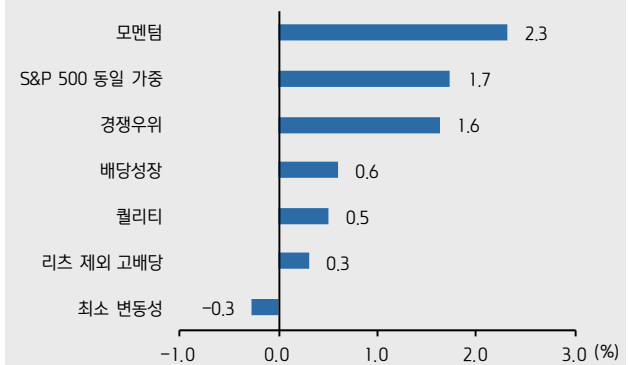


### GICS 섹터별 ETF 월간 수익률



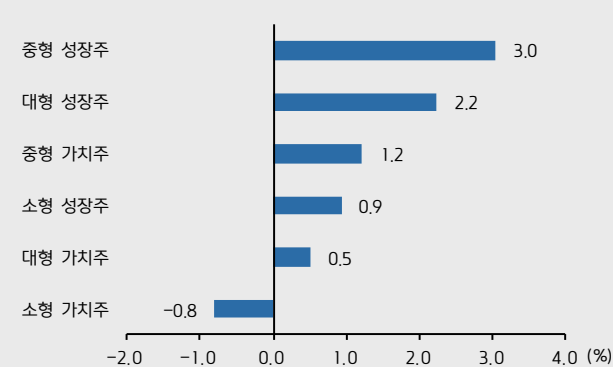
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2024-08-30~2024-09-30 종가 기준

### 전략 팩터별 ETF 월간 수익률



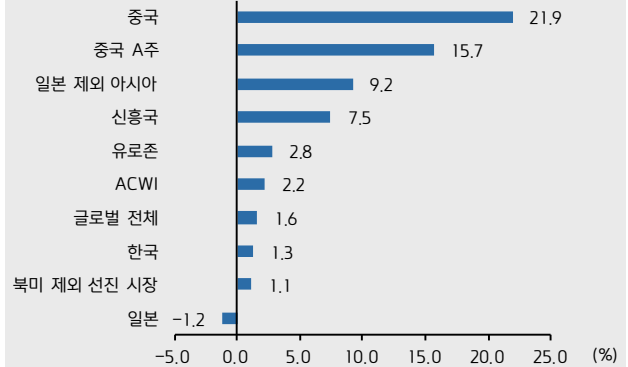
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2024-08-30~2024-09-30 종가 기준

### 사이즈-스타일별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2024-08-30~2024-09-30 종가 기준

### 지역별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2024-08-30~2024-09-30 종가 기준



## 9월 미국 신규출시 ETF (1)



### ◆ 단일종목 레버리지/인버스(주간 & 월간별 리셋) 전략을 비롯한 125개 종목 신규 설정

- Single Stock(종목·ETF) 레버리지/인버스 ETF 14종, 지방채 ETF 6종, 만기매칭형 채권 ETF 14종, 신흥국 ETF 3종, 암호화폐(이더리움) 기반 커버드콜 전략 ETF 등 다수의 상품 출시. 금리인하를 앞두고 올해 월간 기준 가장 많은 ETF가 설정 됨

#### 9월 미국 신규 출시 ETF (1)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
SEPU	AllianzIM U.S. Equity Buffer15 UncSepETF	미국 주식 버퍼	2024-09-03	17.8	0.74	액티브
CPST	Calamos S&P 500 Struct AltProtETF-Sep	미국 주식 버퍼	2024-09-03	26.3	0.69	액티브
CPNS	Calamos Nasdaq-100 Struct AltProtETF-Sep	미국 주식 버퍼	2024-09-03	30.0	0.69	액티브
NSEP	Innovator Growth-100 Pwr Buffr ETF - Sep	미국 주식 버퍼	2024-09-03	32.5	0.79	액티브
KSEP	Innovator U.S. Small Cp Pwr Buf ETF -Sep	미국 주식 버퍼	2024-09-03	17.9	0.79	액티브
TSIW	Tradr 1.5X Long TSLA Weekly ETF	테슬라 1.5x 레버리지(주간)	2024-09-03	1.3	1.30	액티브
SOXW	Tradr 2X Long SOXX Weekly ETF	SOXX 2.0x 레버리지(주간)	2024-09-03	1.0	1.30	액티브
QQQW	Tradr 2X Long Triple Q Weekly ETF	QQQ 2.0x 레버리지(주간)	2024-09-03	3.1	1.30	액티브
SOXM	Tradr 2X Long SOXX Monthly ETF	SOXX 2.0x 레버리지(월간)	2024-09-03	1.0	1.30	액티브
MQQQ	Tradr 2X Long Triple Q Monthly ETF	QQQ 2.0x 레버리지(월간)	2024-09-03	6.0	1.30	액티브
SPYM	Tradr 2X Long SPY Monthly ETF	SPY 2.0x 레버리지(월간)	2024-09-03	1.0	1.30	액티브
SPYB	Tradr 2X Long SPY Weekly ETF	SPY 2.0x 레버리지(주간)	2024-09-03	1.0	1.30	액티브
NVDW	Tradr 1.75X Long NVDA Weekly ETF	엔비디아 1.75x 레버리지(주간)	2024-09-03	0.7	1.30	액티브
ZSEP	Innovator Equity Defined Prot ETF-1YrSep	미국 주식 버퍼	2024-09-03	104.5	0.79	액티브
UBRL	GraniteShares 2x Long UBER Daily ETF	우버 2.0x 레버리지	2024-09-04	0.8	1.15	액티브
YETH	Roundhill Ether Covered CII Strat ETF	이더리움 커버드콜	2024-09-04	2.0	0.95	액티브
PTIR	GraniteShares 2x Long PLTR Daily ETF	팔란티어 2.0x 레버리지	2024-09-05	9.7	1.15	액티브
CONI	GraniteShares 1x Short COIN Daily ETF	코인베이스 -1.0x 인버스	2024-09-05	1.6	0.00	액티브
EMEQ	Macquarie Focused Emerging Mkts Eq ETF	신흥국 주식	2024-09-05	5.4	0.85	액티브
CERY	SPDR Blmbrg Enh Roll Y Cmd Stgy NoK-IETF	원자재 선물	2024-09-05	2.6	0.28	패시브
XCNY	SPDR S&P Emerging Markets ex-China ETF	신흥국 주식(ex 중국)	2024-09-05	5.2	0.15	패시브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2024-09-30 종가 기준



## 9월 미국 신규출시 ETF (2)



### 9월 미국 신규 출시 ETF (2)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
SPIN	SPDR SSGA US Equity Premium Income ETF	미국 주식 커버드콜	2024-09-05	3.1	0.25	액티브
ITWO	ProShares Russell 2000 High Income ETF	러셀 2000 커버드콜	2024-09-05	12.6	0.55	패시브
KHPI	Kensington Hedged Premium Income ETF	배당주+커버드콜	2024-09-05	15.9	0.98	액티브
VLLU	Harbor AlphaEdge Large Cap Value ETF	대형 가치주	2024-09-05	2.1	0.25	패시브
AREA	Harbor AlphaEdge Next Generatn REITs ETF	Next Gen 리츠	2024-09-05	2.1	0.50	패시브
HYSD	Columbia Short Duration High Yield ETF	美 HY등급 단기채	2024-09-05	26.4	0.44	액티브
NJNK	Columbia U.S. High Yield ETF	美 하이일드채	2024-09-05	26.4	0.46	액티브
EQLT	iShares MSCI Emerging Mkts Qual Fac ETF	신흥국 퀄리티 팩터	2024-09-06	8.2	2.00	패시브
EVLU	iShares MSCI Emerging Mkts Val Fac ETF	신흥국 가치 팩터	2024-09-06	7.9	0.20	패시브
LIAT	Stone Ridge 2059 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레이 헷지	2024-09-09	4.1	0.50	액티브
LFAN	Stone Ridge 2054 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-09	3.9	0.50	액티브
LIAK	Stone Ridge 2054 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레이 헷지	2024-09-09	3.9	0.50	액티브
LFAV	Stone Ridge 2059 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-09	4.0	0.50	액티브
CPSL	Calamos Laddered S&P 500 Str Alt Prt ETF	미국 주식 버퍼	2024-09-09	17.7	0.79	액티브
GUNZ	Tuttle Capital Self Defense Index ETF	美 방산	2024-09-10	0.3	0.94	패시브
SJLD	SanJac Alpha Low Duration ETF	美 단기채	2024-09-10	0.5	0.35	액티브
SJCP	SanJac Alpha Core Plus Bond ETF	美 채권	2024-09-10	0.5	0.65	액티브
ESGX	Tuttle Capital Shareholders Fst Idx ETF	주주주의 극대화	2024-09-10	0.3	0.75	패시브
NMB	Simplify National Muni Bond ETF	美 지방채	2024-09-10	95.2	0.52	액티브
NIXT	Research Affiliates Deletions ETF	주요 지수 편출주	2024-09-10	31.2	0.39	패시브
RDTE	Roundhill Small Cap ODTE Cov CII Str ETF	美 스몰캡 커버드콜	2024-09-10	32.6	0.95	액티브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2024-09-30 종가 기준



## 9월 미국 신규출시 ETF (3)



### 9월 미국 신규 출시 ETF (3)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mIn)	운용보수 (%)	전략/구분
CAFX	Congress Intermediate Bond ETF	글로벌 채권	2024-09-10	69.2	0.35	액티브
DECO	SPDR Galaxy Digital Asset Ecosystem ETF	디지털자산 생태계	2024-09-10	5.7	0.65	액티브
HECO	SPDR Galaxy Hdg Dgtl Ast Ecosystem ETF	디지털자산 생태계 헷지	2024-09-10	111.9	0.90	액티브
TEKX	SPDR Galaxy TransformativeTechAccltrETF	美 성장주	2024-09-10	5.8	0.65	액티브
SLDR	Global X Short-Term Treasury Ladder ETF	단기채 사다리전략	2024-09-10	2.5	0.12	패시브
MLDR	Global X Intermediate-Term Trsy Lddr ETF	중기채 사다리전략	2024-09-10	2.5	0.12	패시브
LLDR	Global X Long-Term Treasury Ladder ETF	장기채 사다리전략	2024-09-10	2.5	0.12	패시브
DTAN	Sparkline International IntangibleValETF	글로벌 가치주	2024-09-10	2.9	0.55	액티브
PCEM	Polen Capital Em Mkts ex-China Gr ETF	신흥국 주식(ex 중국)	2024-09-11	2.6	1.00	액티브
BSMY	Invesco BulletShares 2034 Muncpl Bd ETF	'34년 만기 지방채	2024-09-11	5.0	0.18	패시브
PSQO	Palmer Square Credit Opportunities ETF	美 회사채	2024-09-12	15.7	0.50	액티브
HWAY	Themes US Infrastructure ETF	美 인프라	2024-09-12	0.5	0.29	패시브
SMCY	YieldMax SMCI Option Income Strategy ETF	슈퍼마이크로컴퓨터 서버드클	2024-09-12	3.7	0.01	액티브
DXUV	Dimensional US Vector Equity ETF	美 주식	2024-09-12	71.2	0.28	액티브
DXIV	Dimensional International Vector Eq ETF	글로벌 주식	2024-09-12	47.1	0.34	액티브
NBJP	Nbg Bm Japan Equity ETF	일본 주식	2024-09-12	14.1	0.50	액티브
PSQA	Palmer Square CLO Senior Debt ETF	CLO	2024-09-12	11.1	0.20	패시브
LIAB	Stone Ridge 2048 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레이 헷지	2024-09-16	3.3	0.50	액티브
LIAC	Stone Ridge 2049 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레이 헷지	2024-09-16	3.3	0.50	액티브
LIAW	Stone Ridge 2062 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레이 헷지	2024-09-16	3.3	0.50	액티브
LIAX	Stone Ridge 2063 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레이 헷지	2024-09-16	4.0	0.50	액티브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2024-09-30 종가 기준



## 9월 미국 신규출시 ETF (4)



### 9월 미국 신규 출시 ETF (4)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mIn)	운용보수 (%)	전략/구분
LFAZ	Stone Ridge 2062 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-16	3.3	0.50	액티브
LFBB	Stone Ridge 2063 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-16	3.1	0.50	액티브
LFAJ	Stone Ridge 2051 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-16	3.2	0.50	액티브
LFAK	Stone Ridge 2052 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-16	3.3	0.50	액티브
LIAE	Stone Ridge 2050 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레 헷지	2024-09-16	3.3	0.50	액티브
LIAF	Stone Ridge 2051 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레 헷지	2024-09-16	3.2	0.50	액티브
LIAU	Stone Ridge 2060 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레 헷지	2024-09-16	3.4	0.50	액티브
LIAV	Stone Ridge 2061 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레 헷지	2024-09-16	3.2	0.50	액티브
LIAG	Stone Ridge 2052 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레 헷지	2024-09-16	3.4	0.50	액티브
LIAJ	Stone Ridge 2053 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레 헷지	2024-09-16	3.3	0.50	액티브
LIAQ	Stone Ridge 2058 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레 헷지	2024-09-16	3.5	0.50	액티브
LFAF	Stone Ridge 2049 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-16	3.3	0.50	액티브
LFAl	Stone Ridge 2050 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-16	3.3	0.50	액티브
LFAO	Stone Ridge 2055 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-16	3.3	0.50	액티브
LFAQ	Stone Ridge 2056 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-16	3.4	0.50	액티브
LFAL	Stone Ridge 2053 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-16	3.4	0.50	액티브
LIAM	Stone Ridge 2055 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레 헷지	2024-09-16	3.4	0.50	액티브
LFAW	Stone Ridge 2060 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-16	3.3	0.50	액티브
LFAX	Stone Ridge 2061 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-16	3.4	0.50	액티브
LF AE	Stone Ridge 2048 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-16	3.3	0.50	액티브
LFAR	Stone Ridge 2057 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-16	3.5	0.50	액티브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2024-09-30 종가 기준



## 9월 미국 신규출시 ETF (5)



### 9월 미국 신규 출시 ETF (5)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mIn)	운용보수 (%)	전략/구분
LIAO	Stone Ridge 2056 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레이 헷지	2024-09-16	3.2	0.50	액티브
LIAP	Stone Ridge 2057 Inf-Prt Lon Inc ETF	인플레이 헷지	2024-09-16	3.6	0.50	액티브
LFAU	Stone Ridge 2058 Longevity Income ETF	장기 인컴 전략	2024-09-16	3.4	0.50	액티브
GLBL	Pacer MSCI World Industry Advantage ETF	글로벌 산업채	2024-09-17	0.8	0.65	패시브
PATN	Pacer Nasdaq International Ptnt Ldrs ETF	저평가 IP	2024-09-17	0.8	0.65	패시브
RFLR	Innovator U.S. Small Cp Mgd Flr ETF	미국 주식 버퍼	2024-09-17	2.6	0.89	액티브
GMMA	GammaRoad Market Navigation ETF	전술적 자산배분(주식)	2024-09-17	2.5	0.75	액티브
LIVR	Intelligent Livermore ETF	AI-Driven 주식	2024-09-18	19.2	0.69	액티브
MSTZ	T-REX 2X Inverse MSTR Daily Target ETF	마이크로스트래테지 -2.0x 인버스	2024-09-18	2.9	1.05	액티브
MSTU	T-REX 2X Long MSTR Daily Target ETF	마이크로스트래테지 2.0x 레버리지	2024-09-18	91.0	1.05	액티브
JMID	Janus Henderson Mid Cap Growth Alpha ETF	중형 성장주	2024-09-18	5.8	0.30	액티브
PMBS	PIMCO Mortgage-Backed Securities Act ETF	MBS	2024-09-23	98.1	0.40	액티브
SEPM	FT Vest U.S. Eq Max Buffr ETF - Sep	미국 주식 버퍼	2024-09-23	14.8	0.85	액티브
TSEP	FT Vest Emerging Mkts Buffr ETF - Sep	미국 주식 버퍼	2024-09-23	1.0	0.95	액티브
RSSE	FT Vest U.S. Eq Eql Wght Buffr ETF - Sep	미국 주식 버퍼	2024-09-23	6.0	0.85	액티브
URAN	Themes Uranium & Nuclear ETF	우라늄 채굴 & 원자력	2024-09-24	0.6	0.35	패시브
COPA	Themes Copper Miners ETF	구리 채굴 기업	2024-09-24	0.6	0.35	패시브
LIMI	Themes Lithium & Battery Metal Mnrs ETF	리튬 채굴 기업 & 2차 전지	2024-09-24	0.6	0.35	패시브
QSIX	Pacer Metarus Nasdaq 100 Div Mltpl600ETF	나스닥 100 인컴전략	2024-09-24	6.4	0.60	패시브
WUSA	Simplify Wolfe US Equity 150/50 ETF	美 주식 250개 롱 -150개 숏	2024-09-24	2.5	0.75	액티브
MYCN	SPDR SSGA My2034 Corporate Bond ETF	'34년 만기 회사채	2024-09-24	5.0	0.15	액티브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2024-09-30 종가 기준



## 9월 미국 신규출시 ETF (6)



9월 미국 신규 출시 ETF (6)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
MYMF	SPDR SSGA My2026 Municipal Bond ETF	'28년 만기 지방채	2024-09-24	5.0	0.20	액티브
MYMI	SPDR SSGA My2029 Municipal Bond ETF	'28년 만기 지방채	2024-09-24	5.0	0.20	액티브
MYMJ	SPDR SSGA My2030 Municipal Bond ETF	'28년 만기 지방채	2024-09-24	5.0	0.20	액티브
MYCH	SPDR SSGA My2028 Corporate Bond ETF	'34년 만기 회사채	2024-09-24	5.0	0.15	액티브
MYCI	SPDR SSGA My2029 Corporate Bond ETF	'34년 만기 회사채	2024-09-24	5.0	0.15	액티브
MYCJ	SPDR SSGA My2030 Corporate Bond ETF	'34년 만기 회사채	2024-09-24	5.0	0.15	액티브
MYCK	SPDR SSGA My2031 Corporate Bond ETF	'34년 만기 회사채	2024-09-24	5.0	0.15	액티브
MYCF	SPDR SSGA My2026 Corporate Bond ETF	'34년 만기 회사채	2024-09-24	5.0	0.15	액티브
MYCM	SPDR SSGA My2033 Corporate Bond ETF	'34년 만기 회사채	2024-09-24	5.0	0.15	액티브
MYCG	SPDR SSGA My2027 Corporate Bond ETF	'34년 만기 회사채	2024-09-24	5.0	0.15	액티브
MYMG	SPDR SSGA My2027 Municipal Bond ETF	'27년 만기 지방채	2024-09-24	5.0	0.20	액티브
MYMH	SPDR SSGA My2028 Municipal Bond ETF	'28년 만기 지방채	2024-09-24	5.0	0.20	액티브
MYCL	SPDR SSGA My2032 Corporate Bond ETF	'34년 만기 회사채	2024-09-24	5.0	0.15	액티브
THIR	THOR Index Rotation ETF	인덱스 로테이션 전략	2024-09-24	16.6	0.70	패시브
CLOB	VanEck AA-BB CLO ETF	IG등급 CLO	2024-09-25	25.1	0.45	액티브
SWP	SWP Growth & Income ETF	성장주 + 배당주(울선결합)	2024-09-25	80.9	0.99	액티브
MMKT	Texas Capital Government Mny Mkt ETF	MMF	2024-09-25	15.0	0.20	액티브
BUFY	FT Vest Laddered Intl Mod Buffr ETF	미국 주식 버퍼	2024-09-26	4.0	0.10	액티브
JDIV	JPMorgan Dividend Leaders ETF	美 배당주	2024-09-26	4.9	0.47	액티브
NFLU	T-Rex 2X Long NFLX Daily Target ETF	넷플릭스 2.0x 레버리지	2024-09-27	0.2	1.05	액티브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2024-09-30 종가 기준

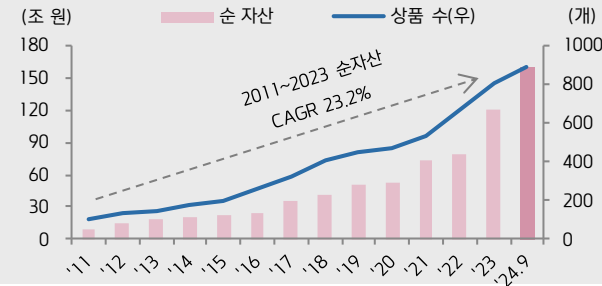




## ◆ 국내 ETF 시장, 9월 순자산총액 159조원 기록

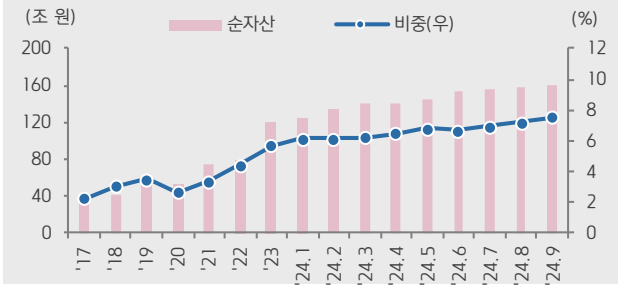
- 9월 말 국내 ETF 순자산 157.5조 원으로 전월대비 약 0.7조 원 증가, 상품 수는 881개까지 확대
- ETF 순자산 : '09년 4조 원 → '15년 22조 원 → '22년 말 78.5조원 → '23년 말 121.1조원 → '24년 9월 말 159.4조원
- ETF 상품 수 : '09년 50개 → '15년 198개 → '22년 말 666개 → '23년 말 812개 → '24년 9월 말 893개
- ETF 거래대금: '09년 1,239억 원 → '15년 6,747억 원 → '22년 2.8조 원 → '23년 3.2조 원 → '24년 9월 일평균 약 3.4조 원

### 국내 ETF 순자산/개수 추이



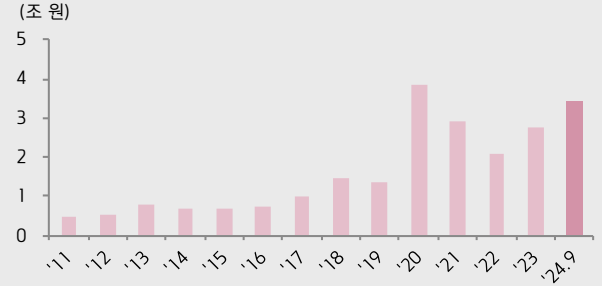
자료: KRX, 키움증권 리서치, 2024-09-30 종가 기준

### 국내 ETF 순자산 및 코스피 시총 대비 ETF 비중



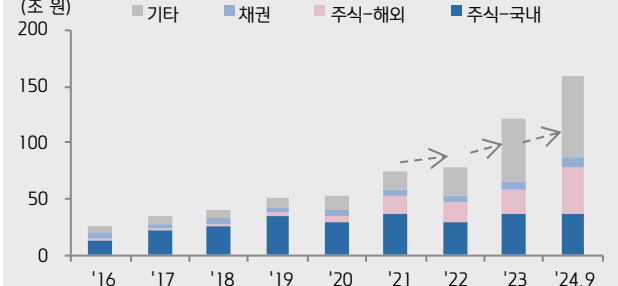
자료: KRX, 키움증권 리서치, 2024-09-30 종가 기준

### 국내 ETF 거래대금 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치, 2024-09-30 종가 기준

### 국내 ETF 상품 유형별 순자산



자료: KRX, 키움증권 리서치, 2024-09-30 종가 기준



## 9월 국내 ETF 시장 리뷰 : 자금유입



### ◆ 자금유입 Top: MMF, 미국 주식 및 장기채, 인도 및 한국 주식

- 국내외 지수형 ETF로 꾸준히 자금 유입되는 한편, 9월 기준금리 인하 기정 사실화되면서 국내외 장기채 ETF로도 자금 순유입. 글로벌 불확실성 확대로 MMF에도 자금 유입세.

### ◆ 자금유출 Top: CD금리, 성장주 섹터(엔터, AI, 테크 등)

- 9월 50bp 인하 이후 11월에도 지속적인 금리인하 기대감 존재로 단기채 위주로 차익실현이 나타남. 한편, AI기업 실적 우려와, 엔비디아 블랙웰 출시 지연 등에 테크 업종 차익실현 유인 확대, 자금 유출세

#### 자금유입 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)	유입 강도 (%)
488770	KODEX머니마켓액티브	MMF	8709.2	105.9%
449170	TIGERKOFR금리액티브(합성)	KOFR금리	2682.6	7.3%
360750	TIGER미국S&P500	S&P 500	1522.4	3.5%
476550	TIGER미국30년국채커버드콜액티브(H)	미국채 30년물	1209.8	14.9%
481060	KODEX미국30년국채타겟커버드콜(합성H)	미국채 30년물	1130.6	36.5%
453540	TIGER25-10회사채(A+이상)액티브	25,10월 만기 회사채	1040.2	10.5%
069500	KODEX200	KOSPI200	1023.7	1.7%
458730	TIGER미국배당다우존스	美 배당주	782.7	6.2%
453870	TIGER인도니프티50	인도 주식	740.3	11.4%
486290	TIGER미국나스닥100타겟데일리커버드콜	나스닥100	622.1	15.1%
461460	PLUS국고채10년액티브	국고채 10년물	621.4	41.2%
102110	TIGER200	KOSPI200	595.8	3.1%
229200	KODEX코스닥150	KOSDAQ150	586.8	6.6%
453850	ACE미국30년국채액티브(H)	미국채 30년물	571.0	3.6%
102780	KODEX삼성그룹주	삼성 계열사주	530.5	4.2%

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치,  
주: 2024-09-27 종가 기준, 레버리지/인버스 및 신규출시 종목 제외

#### 자금유출 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)	유출 강도 (%)
459580	KODEXCD금리액티브(합성)	CD금리	-3898.5	-4.2%
470260	TIGER24-12금융채(AA-이상)	24.12월 만기 금융채	-3304.7	-21.8%
315930	KODEXTop5PlusTotalReturn	시총, 배당수익률 상위 5 종목	-2096.7	-19.8%
451600	PLUS국고채30년액티브	국고채 30년물	-2078.4	-77.3%
465680	KODEX24-12은행채(AA+이상)액티브	24년 12월 만기 은행채	-1675.1	-7.9%
439870	KODEX국고채30년액티브	국고채 30년물	-920.0	-18.2%
273130	KODEX종합채권(AA-이상)액티브	국내채권종합	-689.7	-2.5%
272560	RISE단기국공채액티브	단기국공채	-685.7	-23.6%
455890	RISE머니마켓액티브	MMF	-639.4	-3.3%
395290	HANAROFnK-POP&미디어	엔터테인먼트 섹터	-542.1	-57.5%
470310	UNICORN생성형AI강소기업액티브	생성형AI소부장	-537.1	-87.0%
438560	SOL국고채3년	국고채 3년물	-536.1	-47.6%
476810	KODEX25-11은행채(AA-이상)PLUS액티브	25.11월 만기 은행채	-506.3	-5.0%
381170	TIGER미국테크TOP10INDXX	미국테크 TOP10	-449.3	-1.7%
213610	KODEX삼성그룹밸류	삼성 계열사주	-446.6	-31.8%

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치,  
주: 2024-09-27 종가 기준, 레버리지/인버스 및 신규출시 종목 제외



## 9월 국내 ETF 시장 리뷰 : 수익률



### ◆ 수익률 Top: 중국

- 중국 정부의 경기 부양책 발표로 중화권 ETF 9월 말 일제히 급등. 글로벌 증시와는 다르게 지속적으로 하락하고 있었기에 턴어라운드 기대감 증폭되며 상승
- 한편, 10/1 부터 중국이 국경절 연휴에 들어가기 때문에 기대감의 반영은 중국 증시가 아닌 ETF나 해외시장 중국 기업에게서 발생

### ◆ 수익률 Bottom: 비만치료제, 반도체, 에너지(WTI, 탄소배출권)

- 비만치료제 대표 기업인 노보노디스크, 일라이릴리의 실적 기대감이 낮아지며 기존의 상승분 반납
- 국내 핵심 산업인 반도체 메모리 업황 둔화가 나타날 것으로 예상되면서 반도체 업종 주가 또한 약세

#### 수익률 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	1YR (%)
256450	PLUS 심전차이넥스트(합성)	중국 선전 주식	+34.7	+5.7
256750	KODEX 차이나심전ChiNext(합성)	중국 선전 주식	+34.0	+5.5
371160	TIGER 차이나항생테크	중국 항생 테크	+30.3	+20.2
371150	RISE 차이나항생테크	중국 항생 테크	+30.3	+20.1
372330	KODEX 차이나항생테크	중국 항생 테크	+30.1	+20.7
371870	ACE 차이나항생테크	중국 항생 테크	+29.6	+19.5
371460	TIGER 차이나전기차SOLACTIVE	중국 전기차	+27.0	-3.4
310080	RISE 중국MSCI China(H)	MSCI 중국	+25.6	+25.0
419430	KODEX 차이나2차전지MSCI(합성)	중국 2차전지	+25.4	-0.8
474920	에셋플러스 차이나일등기업포커스10액티브	중국 주식	+24.8	n/a
415340	KODEX 차이나과장판STAR50(합성)	중국 주식	+23.9	+0.0
415760	SOL 차이나육성산업액티브(합성)	중국 성장산업	+23.6	-1.3
416090	ACE 중국과장판STAR50	중국 주식	+22.9	-1.6
414780	TIGER 차이나과장판STAR50(합성)	중국 주식	+22.7	-2.3
454180	KOSEF 차이나내수소비TOP CSI	중국 내수 소비재	+21.7	+4.3

자료: KRX, 키움증권 리서치  
주: 2024-09-30 종가 기준, 레버리지/인버스 제외

#### 수익률 Bottom ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	1YR (%)
375760	HANARO 탄소효율그린뉴딜	탄소효율	-12.0	+6.2
367760	RISE 5G테크	5G	-10.0	+6.5
476690	TIGER 글로벌비만치료제TOP2Plus	비만치료제	-9.3	n/a
476310	RISE 글로벌비만치료제TOP2+	비만치료제	-9.1	n/a
261220	KODEX WTI원유선물(H)	WTI(H)	-8.3	-16.6
130680	TIGER 원유선물Enhanced(H)	WTI(H)	-8.3	-19.3
395160	KODEX 시스템반도체	시스템반도체	-8.3	+8.3
401590	HANARO 글로벌탄소배출권선물ICE(합성)	탄소배출권	-8.1	-14.4
139220	TIGER 200 건설	건설	-8.0	-2.2
474590	WON 반도체밸류체인액티브	반도체 밸류체인	-7.9	n/a
476070	KODEX 글로벌비만치료제TOP2 Plus	비만치료제	-7.6	n/a
400590	SOL 글로벌탄소배출권선물ICE(합성)	탄소배출권	-7.6	-12.2
117700	KODEX 건설	건설	-7.5	-8.3
465660	TIGER 일본반도체FACTSET	일본 반도체	-7.5	+20.5
395270	HANARO Fn K-반도체	국내 반도체	-7.3	+13.0

자료: KRX, 키움증권 리서치  
주: 2024-08-30 종가 기준, 레버리지/인버스 제외



## 9월 국내 신규 출시 ETF



### ◆ 국내외 테마 (주주가치, 방산 등), 인도 시장, 커버드콜(ODTE 옵션) 포함 17개 종목 신규 출시

- 9월 한달 간 17개 ETF가 추가되면서 국내 ETF 상품 수는 893개로 확대. 미국 바이오/테크, AI, 인도 테마(액티브), 인컴(주주가치, 배당, 만기매칭형 등), ODTE 옵션 커버드콜 등 전략 다양화
- 특히 구조화 옵션형에서 신규 출시된 'RISE 미국배당100데일리고정커버드콜'은 미국 배당성장주를 기초자산으로 지수 성장의 90%에 참여하는 것을 목표로 설정. ODTE 옵션 매도 전략을 통해 안정적인 월분배 추구도 특징

#### 9월 국내 신규출시 ETF

티커	종목명	상품유형	상장일	순자산(억원)	운용보수(%)	전략/구분
490330	KoAct 미국뇌질환치료제액티브	주식-업종섹터-업종테마	2024-09-03	145	0.5	실물(액티브)
489290	WON 미국빌리어네어	주식-전략-전략테마	2024-09-03	83	0.49	실물(패시브)
487920	ACE 인도시장대표BIG5그룹액티브	주식-전략-기업그룹	2024-09-10	109	0.45	실물(액티브)
487910	ACE 인도컨슈머파워액티브	주식-업종섹터-업종테마	2024-09-10	281	0.45	실물(액티브)
491700	HK 200	주식-시장대표	2024-09-10	89	0.05	실물(패시브)
491080	KODEX 25-12 은행채(AAA)액티브	채권-혼합	2024-09-10	2,138	0.05	실물(액티브)
491090	KODEX 미국테크1조달러기업포커스	주식-업종섹터-업종테마	2024-09-10	438	0.3	실물(패시브)
491220	PLUS 200TR	주식-시장대표	2024-09-10	451	0.01	실물(패시브)
491230	PLUS 국공채머니마켓액티브	채권-혼합-단기	2024-09-10	646	0.05	실물(액티브)
491010	TIGER 글로벌AI인프라액티브	주식-업종섹터-업종테마	2024-09-10	288	0.49	실물(액티브)
491610	IQ CD금리액티브(합성)	기타	2024-09-24	100	0.02	합성(액티브)
491820	HANARO 전력설비투자	주식-업종섹터-업종테마	2024-09-24	85	0.35	실물(패시브)
490600	RISE 미국배당100데일리고정커버드콜	주식-전략-구조화	2024-09-24	79	0.25	실물(패시브)
490490	SOL 미국배당미국채혼합50	혼합자산-주식+채권	2024-09-24	119	0.15	실물(패시브)
491830	TIGER 미국AI반도체패리스	주식-업종섹터-업종테마	2024-09-24	207	0.49	실물(패시브)
491510	파워 K-주주가치액티브	주식-전략-전략테마	2024-09-24	111	0.41	실물(액티브)
489870	히어로즈 25-09 회사채(AA-이상)액티브	채권-회사채-단기	2024-09-24	1,041	0.05	실물(액티브)

자료: KRX, 키움증권 리서치  
주: 2024-09-27 종가 기준





## ◆ ETF 이슈 1) 향후 국내 시장에서 출시 예정인 ETF는?

- 미국 배당주, 주주가치 액티브, 데일리 커버드콜, 글로벌 소비 테마주를 비롯한 17개 ETF 출시 대기
- 11월 초 거래소의 코리아 밸류업 지수를 추종하는 ETF가 동시 상장될 예정

### 향후 출시 예정인 국내 ETF

코드 부여일	종목명	상품유형	전략
5/13	TIGER미국나스닥100선물	주식-파생	패시브
6/10	NH-Amundi HANARO 차이나인터넷	주식	패시브
6/21	HANARO K-로보틱스	주식	패시브
7/24	SOL 26-12회사채(AA-이상)액티브	채권	액티브
7/30	HANARO 25-12 은행채(AA+이상)액티브	채권	액티브
8/29	HK 200	주식	패시브
9/20	SOL 미국배당다우존스TotalReturn	주식	패시브
9/23	TIGER 미국시빅테크 10타겟데일리커버드콜	주식	패시브
9/27	ACE 글로벌시뮬레이션반도체	주식	패시브
	ACE 라이프자산주주가치액티브	주식	액티브
	KODEX 반도체레버리지	주식-파생	패시브
	KODEX 미국나스닥100데일리커버드콜OTM	주식-파생	패시브
	SOL미국500타겟커버드콜액티브	주식-파생	액티브
9/30	UNICORN SK하이닉스밸류체인액티브	주식	액티브
	TIMEFOLIO 글로벌소비트렌드액티브	주식	액티브
10/2	PLUS 미국배당증가성장주데일리커버드콜	주식-파생	패시브
	PLUS 미국S&P500성장주	주식	패시브

자료: KRX, 키움증권 리서치, 주: 2024-10-02 공표 기준





## ◆ ETF 이슈 2) ‘코리아 밸류업 지수’ 공개, ETF는?

- 9월 24일 ‘코리아 밸류업 지수’ (이하 밸류업 지수) 발표
- 전반적으로 시장 예상과는 달리 결국 기업가치 우수 기업들, 즉 PBR과 ROE 지표 기준 우위 기업들에 힘을 실어줬다는 평가. 또 다른 특징으로는 산업군별로 고른 편입을 유도했다는 것. 앞서 일본판 밸류업 지수(JPX Prime 150)가 산업군별 특성을 배제하고 PBR과 ROE만을 평가지표로 삼았던 것과 달리 국내 밸류업 지수는 기타 다양한 투자지표와 산업군 내 상대평가를 적용해 업종 및 시장 대표성을 강화
- 밸류업 ETF는 지수 산출(9.30일) 후 ETF 상장심사 및 증권신고서 제출 등을 거쳐 11월 초 상장 예정. 10개사 내외 참여가 예고되며 패시브 추종과 액티브 추종 ETF로 나뉘어 상장될 것 예고
- 다만, 거래소 지침이 관련 ETF 출시를 1社 1개로 방침을 정하면서, 대부분은 패시브 상품을 출시할 것이며 액티브 상품 출시 예고는 삼성액티브/타임폴리오/한국투자 등 정도로 알려져

### 코리아 밸류업 지수 개요

구분	내용
지수 명	코리아 밸류업 지수 (Korea Value-up Index)
기준 시점/ 기준 지수	'24.1.2 = 1,000 pt - 기업 밸류업 프로그램의 원년 초일을 기준시점으로 설정 (다만, 지수 상품화 차원을 위해 '19.6월부터 5년치 소급지수 제공 예정)
구성 종목	100종목
정기 변경	연 1회 (매년 6월 선물만기일 다음 거래일)
가중 방식	유동시가총액가중방식 (非유동주식수는 지수산출 시 제외)
비중 상한	15% (개별종목의 지수내 비중을 15%로 제한)

자료: KRX, 키움증권 리서치

### 밸류업 지수 종목 선정방식

심사 대상	유니버스 제외종목	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 유가증권시장 및 코스닥시장 상장종목(보통주)</li> <li>• 신규상장종목, 유동비율 10% 미만, 관리/투환/실질심사, 최근 사업년도 자본잠식, 기타 부적합 종목 등</li> </ul>
5단계 스크리닝	① 시장대표성	• 유가+코스닥 시총 400위 이내 (시총 약 5,000억원 이상, 누적시총 90% 수준)
	② 수익성	• ① 최근 2년 연속 적자기업 및 ② 최근 2년 손익 합산시 적자인 기업은 제외
	③ 주주환원	• 최근 2년 연속 “배당 or 자사주 소각” 실시
	④ 시장평가	• 최근 2년 평균 PBR기준 ① 산업군별 순위비율 상위 50% 이내 또는 ② 전체 순위비율 상위 50% 이내
	⑤ 자본효율성	• 최근 2년 평균 ROE기준, 산업군별로 순위비율 상위기업 100종목 선정
특례요건		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 밸류업 초기 공시기업은 최소요건(수익성/시총/유동성 등) 충족시 최우선적으로 편입 (→ 세부내용 ‘첨부1’ 참조)</li> <li>• ‘25.6월 정기변경시부터는 ‘밸류업 표창기업’에 대한 특례편입을 적용하고, 공시 이행여부에 따라 지수편입시 인센티브 또는 페널티 부여</li> </ul>

자료: KRX



## 국내외 ETF 이슈 동향 Update 2) 코리아 밸류업 지수 공개



- 앞서 일본 사례를 보면, '23년 7월 JPX Prime 150 지수가 출시된 후 올해 1월 이를 추종하는 첫 패시브 ETF로 'iFreeETF JPX Prime 150 ETF'가 상장되었고, 3월 'NEXT FUNDS JPX Prime 150 Index ETF'가 상장 됨
- 또한 액티브 전략을 활용해 JPX Prime 150 지수와 차별화를 둔 ETF들도 출시. '23.9월 7일 상장된 'Simplex PBR Improvement over 1x ETF'는 PBR 0.7배 이하 종목 중 주주환원 강화를 통해 PBR 상승이 예상되는 종목에 투자. 이 외 'Simplex Strategic Shareholding Disposal Prom ETF(상호출자주식 해소 촉진)', 'Simplex Investor-Management Unite as One ETF(주주-경영자 이해관계 일치)'도 같은 날 동시 상장. 모두 기업가치 제고를 테마로 하고 있으며, 그 중 상호출자주식 해소 촉진 테마 ETF가 출시 이후 현재까지 Nikkei 225, Topix 지수 모두를 상회하는 수익률 기록
- 그런가 하면, 이외에도 일본 운용사들은 NEXT FUNDS Japan High Div Eq Actv ETF, MAXIS High Dividend Jpn Eq Actv Man ETF 등의 고배당 팩터 상품을 출시함으로써 정책 수혜에 대응 가능한 ETF 옵션을 제공해 나갔음

### 일본 밸류업 정책 및 지수 공개 후 출시된 관련 ETF

구분	티커	ETF/지수 명	출시일	전략	AUM		수익률(%)		
					(백만\$)	(%)	1M	YTD	1YR
패시브	2017	iFreeETF JPX Prime 150	2024-01-24	JPX Prime 150 추종	106.4	0.16	-0.8	+5.3	-
	159A	NEXT FUNDS JPX Prime 150 Index ETF	2024-03-18	JPX Prime 150 추종	20.8	0.15	-0.8	+1.2	-
액티브	2080	Simplex PBR Improvement over 1x ETF	2023-09-07	저PBR 개선	81.4	0.90	-4.3	+11.6	+6.4
	2081	Simplex Strategic Shareholding Disposal Prom ETF	2023-09-07	상호출자주식 해소 촉진	9.0	0.90	-1.1	+16.5	+13.2
	2082	Simplex Investor-Management Unite as One ETF	2023-09-07	주주-경영자 이해관계 일치	3.1	0.90	+1.0	+6.6	+8.6
	2084	NEXT FUNDS Japan High Div Eq Actv ETF	2023-09-07	고배당	66.1	0.48	-0.4	+11.1	+10.0
	2085	MAXIS High Dividend Jpn Eq Actv Man ETF	2023-09-07	고배당	41.9	0.38	-1.4	+7.8	+7.2
지수		Nikkei225 Index					-1.1	+13.4	+17.1
		TOPIX Index					-1.0	+12.3	+11.8

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2024-09-24 기준, 2017.JP, 159A.JP의 YTD는 상장 이후 기준

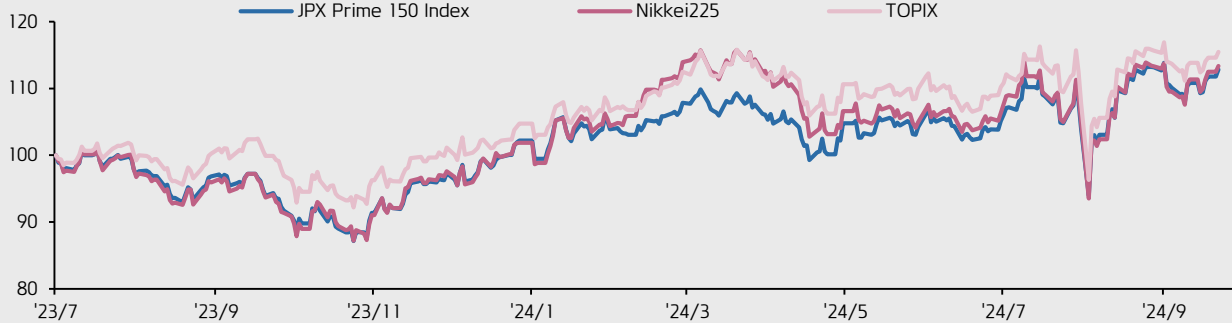


## 국내외 ETF 이슈 동향 Update 2) 코리아 밸류업 지수 공개



### JPX Prime 150 지수 vs. Nikkei 225, Topix

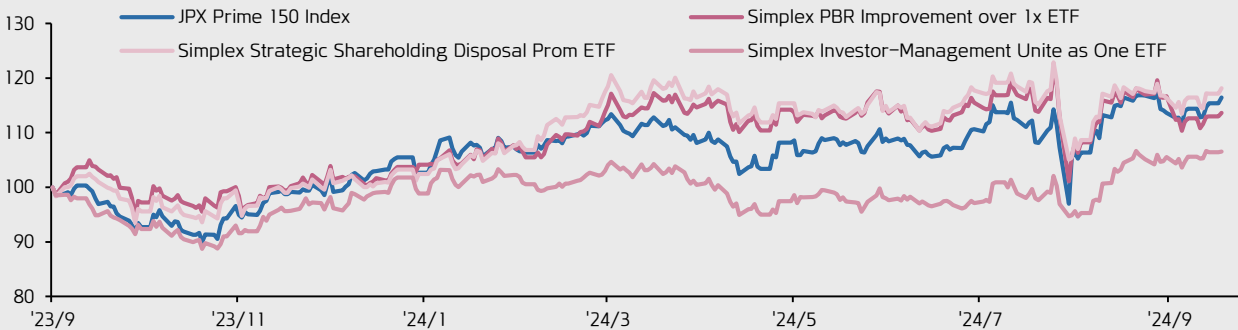
(2023.07.03=100pt)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 일본판 밸류업 ETF 액티브 vs. 패시브

(2023.09.07=100pt)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

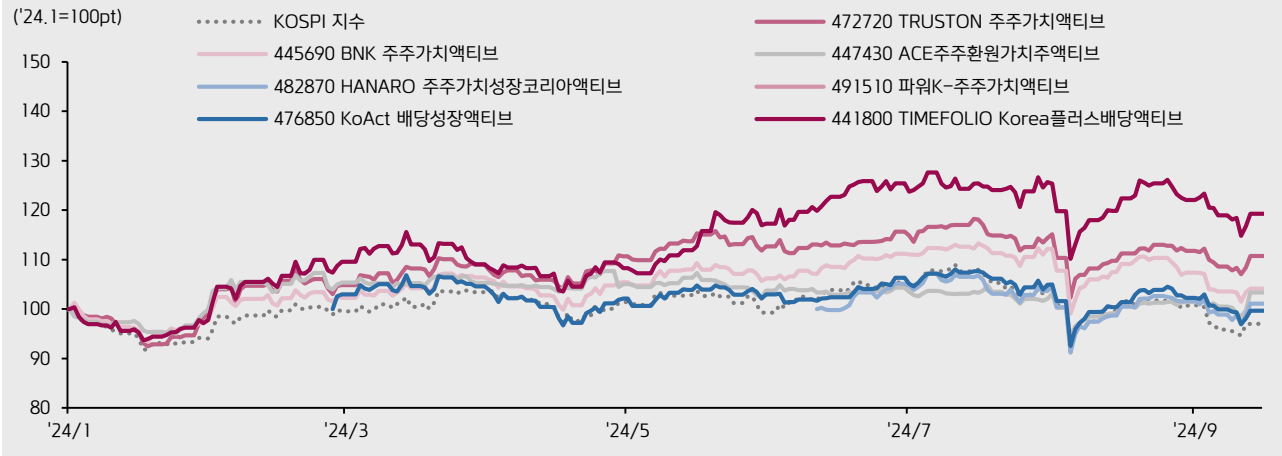


## 국내외 ETF 이슈 동향 Update 2) 코리아 밸류업 지수 공개



- 국내 운용사들도 밸류업 지수 방법론이 공개된 만큼 ETF 출시에 본격 속도를 낼 것. 다만, 국내는 액티브 전략을 취하더라도 기초지수와 상관계수 0.7 규정 등으로 패시브 전략과의 큰 차별화를 두기에는 다소 제한적
- 또 이미 주주가치 제고를 테마로 둔 ETF들 (아래 그림 참고)이 상장되어 있기 때문에, 해당 ETF를 보유하고 있는 운용사들의 경우 추가 상품 설정에 대한 고민이 존재할 수 밖에 없음
- 그럼에도 패시브 ETF 대비 좀 더 유연한 종목 선정이 가능하기 때문에, 현재 밸류업 지수 非포함 종목 중 추후 편입 가능성이 높고, 실질적으로 기타 지표(주주환원율, 수익성 등)가 우수한 종목들도 함께 편입함으로써 알파 창출을 추구할 수 있음
- 또한, 추후 거래소가 밸류업 지수를 기초로 다양한 후속지수(예. 옵션 전략, 레버리지, 섹터, 밸류업 Top 10, 중소형주/저평가주 중심 등)를 개발할 것으로 밝힌 만큼, 순차적으로 더 다양한 전략의 ETF가 출시될 것이며, 이는 투자자들의 수요를 다방면으로 충족시켜줄 수 있을 것으로 기대

### 밸류업 관련 국내 액티브 ETF 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치





## ◆ ETF 이슈 3) 퇴직연금 현물이전 제도 10월 시행

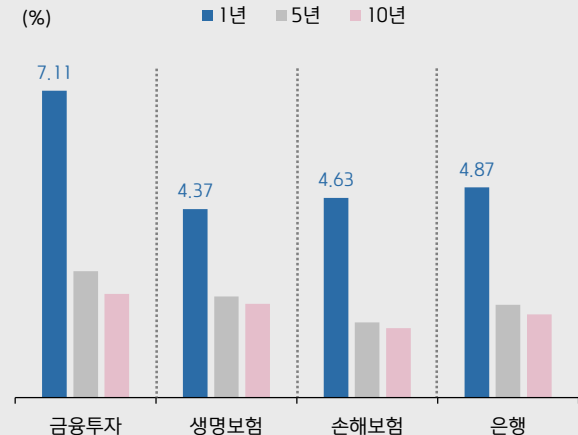
- 10월 시행을 앞두고 있는 퇴직연금 현물이전\*으로 ETF 투자는 더 확대 전망
  - 퇴직연금 현물이전: 한 금융사의 퇴직연금계좌를 타 금융사로 옮길 때 상품 그대로 이전할 수 있게 하는 제도. 다만, 옮겨갈 금융사에서 기존 금융사에 있던 상품을 취급하지 않으면 이전이 불가. 따라서 **취급 상품이 많은 금융사로의 이전 가능성이 높음**
- 업권별 DC/IRP 퇴직연금 적립금 비중은 은행이 52.5%로 증권사 대비 2배 이상 높은 점유율을 기록
- 다만, 기존 은행권에는 실적배당형 상품에 ETF 공급이 충분치 않으며, 이에 은행권 퇴직연금 고객이 상품 수가 많은 증권업권으로 이동할 수 있다는 우려 확산
  - 실제 과거 코로나 이후 증시 유동성 장세에서 연금 자산을 ETF에 거래할 수 있는 증권사로 옮기는 사례가 증가한 바 있음

금융업권별 IRP에서 투자 가능한 실적배당상품

분류	특징	투자		
		증권	보험	은행
펀드	주식, 채권 등 다양한 자산에 투자하는 간접투자 상품	O	△*	O
실적배당보험	일반 펀드와 비슷하게 운용되는 보험	O	O	X
거래소 상장	ETF	O	X	△**
	ETN	O	X	X
	리츠	O	X	X
	인프라펀드	O	X	X

자료: 미래에셋자산운용, 키움증권 리서치  
주) \*신탁업 인가 받은 보험사만 펀드 제공 가능, \*\*신탁계약 통해서만 ETF 거래 가능

금융업권별 퇴직연금(DC/IRP) 운용 수익률



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치  
주) 2023년 말 기준





◆ ETF 이슈 4) “디딤펀드”, 9.25일 동시 출시

- 금투협-업계가 지난해부터 준비해오던 ‘디딤펀드’가 9.25일 25개 자산운용사에서 동시 출시
- 디딤펀드는 장기 연금투자자의 효과적인 방법인 자산배분 펀드 중 BF(Balanced Fund) 유형의 공동 브랜드. 25개 운용사들은 각자별로 자산배분역량이 집중된 하나의 대표펀드를 출시하여 운용
- 9.25일 기준 14개 증권퇴직연금사업자를 통해 가입 가능하며, 협회는 향후에도 일반 근로자들이 디딤펀드에 보다 쉽게 접근하고 비교 및 선택 가능하도록 라인업 추가, 연금업 단축경로 생성, 판매채널 확대 등을 지속 추진해 나가겠다는 방침
- 25개 펀드 가운데 7개는 EMP로 운용

디딤펀드 개요

구분	내용
참여자	25개 운용사
판매사	총 14개 증권 퇴직연금사업자
목적	퇴직연금 자금 원리금보장형 → 실적배당형 이동
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주식 비중 50% 미만, 투자부적격채권 30% 미만의 BF(Balanced Fund)</li> <li>- 원리금보장형과 실적배당형의 중간 성격</li> <li>- 퇴직연금 계좌에서 100% 투자 가능</li> </ul>
조건	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 자산배분전략 활용 : 주식/채권 등을 시황에 따라 유연하게 대응</li> <li>- 펀드명에 ‘디딤’ 포함 : 공동브랜드를 형성하여 소비자 인식 제고</li> <li>- 1운용사 1상품으로 제한 : 운용사 역량 집중 및 소비자 선택용이 제고</li> </ul>

자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치

EMP로 운용되는 디딤펀드 목록

운용사	디딤펀드 명	특징	신규펀드 여부
삼성	삼성디딤밀당다람쥐 글로벌EMP	- 매크로 국면 고려한 주식-채권 분산형 - 글로벌 선진국 및 신흥국 증시에 폭넓게 투자	신규
신한	신한디딤글로벌 EMP	- 해외주식과 국내채권 중심 투자 - 장기적으로 물가상승률 + 연3% 수익률 추구	기존
IBK	IBK디딤인컴바닐라EMP	- 전세제 다양한 인컴자산에 분산 - 채권, 대체, 배당인컴 전략을 실행	신규
IM	iM에셋디딤든든EMP	- 국내외 주식, 채권, 원자재, 부동산에 분산	기존
키움	키움디딤더높이EMP	- 데이터기반 AI운용 시스템 활용해 비중 조절 - 투자가 어려운 국가, 업종, 테마 등까지 커버	기존
트러스트	트러스트디딤백년50EMP	- 주식비중 최대 50% 미만인 채권혼합형 - 주식, 채권, 크레딧, 리츠, 원자재에 분산	기존
현대	현대인베스트먼트디딤 글로벌멀티에셋스마트EMP	- 주식, 채권, 대안자산 관련 국내외 분산 - 자체개발한 통계모형 활용	신규

자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치



## 국내외 ETF 이슈 동향 Update 5) 주요 자산군별 3분기 Recap



- 2024년도 글로벌 금융시장은 주식/채권/대체 자산군 대체로 견조한 수익률 시현
- 그 중에서도 글로벌 통화 완화 기대와 지정학적 불확실성이 맞물려 **금**(27%)이 가장 높은 수익률을 기록했고, 이어 **주식** (신흥국 14.1%, 선진국 11.3%) > **부동산** (10.3%) > **하이일드채** (신흥국 7.3%, 선진국 5.5%) > **국채** (신흥국 5.1%, 선진국 1.2%) 순 기록

### 주요 자산군별 연간 수익률

2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024(~9/30)
현금 +0.1	리츠(부동산) +24.7	금 +24.8	탄소배출권 +106.7	원자재 +18.6	선진국-주식 +13.7	금 +27.1
금 -1.9	선진국-주식 +18.8	탄소배출권 22.6	원자재 +41.4	현금 +0.0	금 +12.7	신흥국-주식 +14.1
선진국-국채 -2.9	금 +17.9	신흥국-주식 +15.2	리츠(부동산) +41.7	금 -0.8	리츠(부동산) +7.1	선진국-주식 +11.3
선진국-하이일드채 -5.9	신흥국-주식 +14.9	선진국-국채 +10.9	선진국-주식 +8.2	선진국-하이일드채 -16.3	신흥국-주식 +6.1	리츠(부동산) +10.3
리츠(부동산) -5.9	신흥국-국채 +10.2	선진국-주식 +7.1	현금 -0.1	선진국-주식 -17.8	선진국-국채 +5.6	신흥국-하이일드채 +7.3
신흥국-하이일드채 -8.6	원자재 +10.1	신흥국-국채 +1.2	선진국-하이일드채 -2.0	신흥국-하이일드채 -18.7	신흥국-국채 +5.3	선진국-하이일드채 +5.5
신흥국-국채 -10.5	선진국-하이일드채 +8.8	선진국-하이일드채 +0.8	금 -4.1	선진국-국채 -22.2	선진국-하이일드채 +12.1	신흥국-국채 +5.1
원자재 -12.8	신흥국-하이일드채 +6.0	신흥국-하이일드채 +0.7	신흥국-주식 -5.5	신흥국-국채 -22.2	신흥국-하이일드채 +3.9	선진국-국채 +1.2
신흥국-주식 -17.1	선진국-국채 +3.5	현금 +0.1	신흥국-국채 -5.9	신흥국-주식 -22.4	탄소배출권 +0.1	원자재 +1.0
선진국-주식 -17.3	현금 0.0	리츠(부동산) -5.5	신흥국-하이일드채 -6.2	탄소배출권 -28.3	현금 -0.1	현금 +0.5
탄소배출권 -	탄소배출권 -	원자재 -7.8	선진국-국채 -9.6	리츠(부동산) -28.7	원자재 -10.6	탄소배출권 -13.2

자료: 키움증권 리서치, 주) 2024년은 3분기 말 기준



## (참고) 2H24 ETF 포트폴리오 : Goldilocks



- 2024년 하반기 ETF 전망자료 참고 (<https://bully.kr/4QIt9NJ>)

### I. 하반기 정책금리 변화 전제로 자산군별 대응

중물가·중금리 사이클  
주식 최선호, 채권  
중장기물 대응

금/은, 리츠 등  
대체 자산으로  
포트폴리오 다각화

- 하반기 연준의 보험성 금리인하 시작과 함께 미국 경기는 연착륙을 예상
- 미국 "주식"의 기대 수익률이 가장 높을 것으로 전망하며 **대형 Tech**를 비롯해 **세계질서 변화를 고려한 선별적 업종 접근** 제안
- 인하 사이클 돌입 전까지 금리 변동성이 연장되겠으나, 연말로 가며 하향 안정화되면서 **채권 ETF** 투자 수요도 유지 전망
- 금** 등 원자재 ETF는 달러 강세 악화와 함께 헤지 수단으로써 포트폴리오 비중 유지 추천. **리츠** 등 대체 자산의 경우 금리 인하와 함께 회복이 기대되나 섹터별 선별적인 접근 필요
- ETF Picks  
QGRW, TLT, GDLM, ICF

### II. 미국 (투자) vs. 비미국 (경기순환)

**미국:**  
투자/생산 사이클 수혜  
밸류체인

**비미국:**  
\*중국: 내수소비 회복 +  
정부 밸류업 수혜주  
\*유럽:  
선제적 금리인하+경기 회복

- 세계질서 전환** 과정에서 글로벌 각국은 기존과는 다른 성장 경로를 모색 중
- 미국**은 금리정책 변화와 함께 리쇼어링 투자 지속할 것으로. 제조업 경기 부활, 인프라 정책 추진 과정에서 파생될 Value Chain 테마 지속 추천. **AI/반도체, 신재생에너지, 인프라 ETF** 등
- 중국**은 내수 소비의 회복에 따른 **소비주도 테마** 및 중국판 "밸류업" 정책 수혜 예상. 중국 경기회복 가시화가 지속된다면 내수소비 중에서도 **플랫폼과 밸류업 수혜 고배당주 ETF** 추천
- 유럽**도 선제적 금리인하와 더불어 경기 저점 인식 확대 속 반등 국면 기대
- ETF Picks  
SOXX, PAVE, ICLN, URA, PPA, KWEB, FEZ, EWJ

자료: 키움증권 리서치



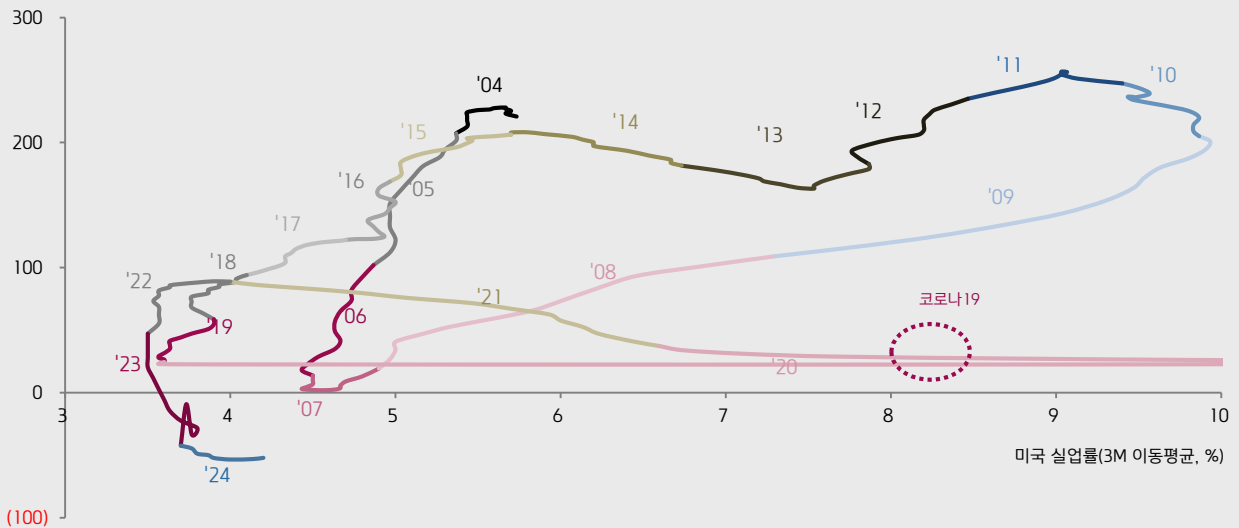


◆ 1. 중금리/중물가 사이클 자산군별 대응

- 하반기 연준의 '보험성 금리인하' 시작과 함께 미국 경기는 '연착륙'을 예상
- 미국 **'주식'**의 기대 수익률이 가장 높을 것으로 전망하며 **대형 Tech**를 비롯해 세계질서 변화를 고려한 선별적 ETF 접근 제안
- 인하 사이클 돌입 전까지 금리 변동성이 연장되겠으나, 연말로 가며 하향 안정화되면서 **채권 ETF** 투자 수요도 유지 전망
- **금 등 원자재 ETF**는 달러 강세 약화와 함께 헤지 수단으로써 포트폴리오 비중 유지 추천. **리츠 등 대체 자산**의 경우 금리 인하와 함께 회복이 기대되나 섹터별 선별적인 접근 필요

미국 추세적 주기, 현재는?

美 10Y-2Y 금리 스프레드 (2Y 이동평균, BP)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

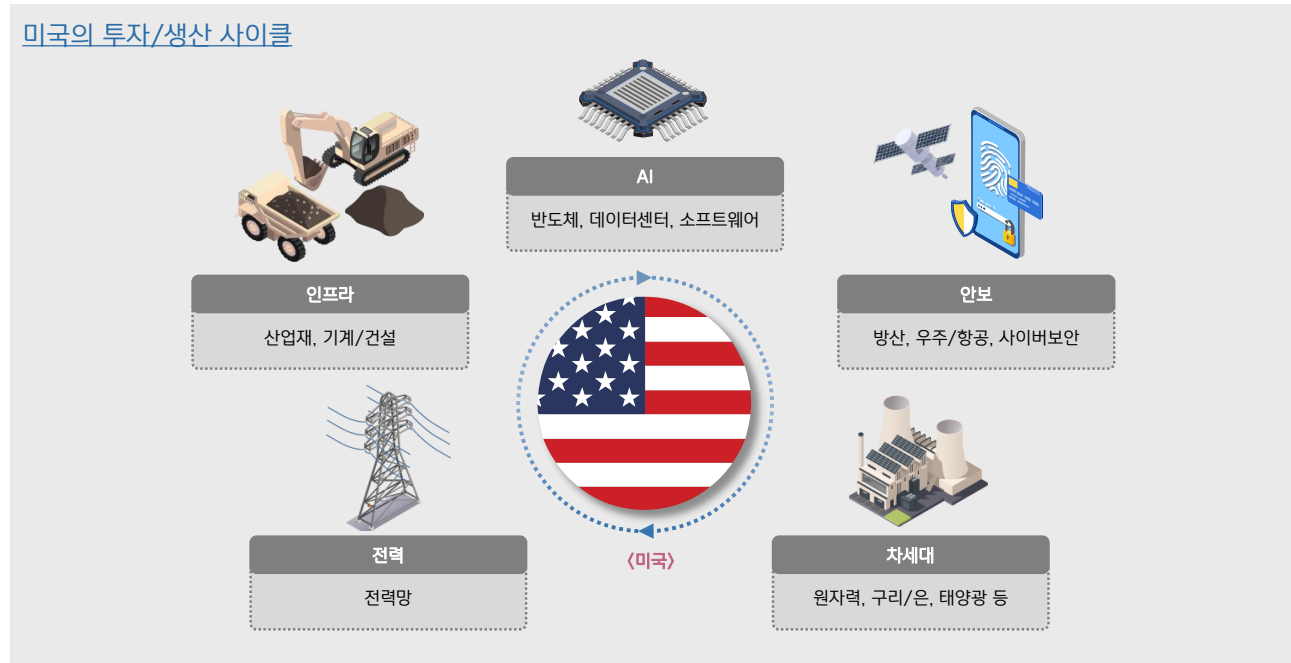




◆ II. 미국 (투자) vs. 비미국 (경기 순환)

- 기술혁신과 인구구조 변화, 세계질서 전환 과정에서 글로벌 각국은 기존과는 다른 성장 경로를 모색 중
- **미국**은 금리정책 변화와 함께 리쇼어링 투자 지속할 것. 제조업 경기 부활, 인프라 정책 추진 과정에서 파생될 Value Chain 테마를 지속 주목. **AI/반도체, 신에너지, 인프라, 방산/우주항공** ETF 등
- **비미국 지역** ETF도 선제적인 금리 정책 변화, 경기의 점진적 회복에 따라 우호적인 여건 조성 예상. 다만 경기 회복 속도에 따라 지역별 차별화 전망, 선별적 접근 필요

미국의 투자/생산 사이클



자료: 키움증권 리서치



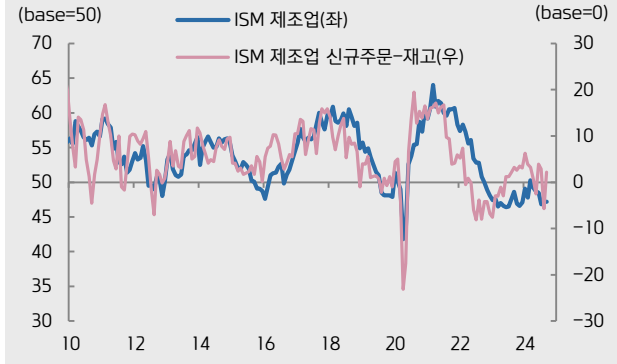
## 추천 테마 1) 연착륙 기대를 높이는 글로벌 증시



### ◆ 연착륙 기대 → 확신으로 변화되는 과정

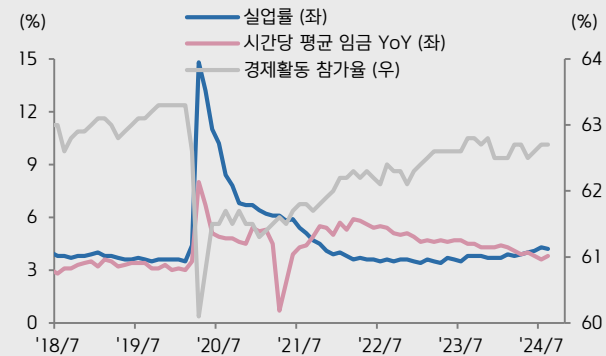
- 9월 연준은 50bp 빅컷 단행, 자칫 경기침체 우려로 이어질 수 있었지만 이후 발표된 지표 호전이 연착륙 시나리오 및 보험성 금리인하 주장 뒷받침. 여기에 중국 대규모 부양책 더해지며 G2 유동성 공급 기대 강화
- 이번 달 지표 개선이 추가적으로 확인된다면 이는 경기 순환 기대로 이어지며 주식 강세 전망을 강화시키는 요인으로 작용할 것
- 현재 미국 내 물가는 안정화되고 있으며 시간당 평균임금과 경제활동 참가율은 확대 중. 9월 제조업 지표는 아직 위축 국면에 있으나 신규주문, 생산 등은 전월대비 반등
- 애틀란타 연은의 GDPNow에서도 3분기 미국 GDP 성장률이 연율 기준 전분기비 3.1% 기록할 것으로 전망

### 미국 ISM 제조업 지수와 신규주문-재고 차이



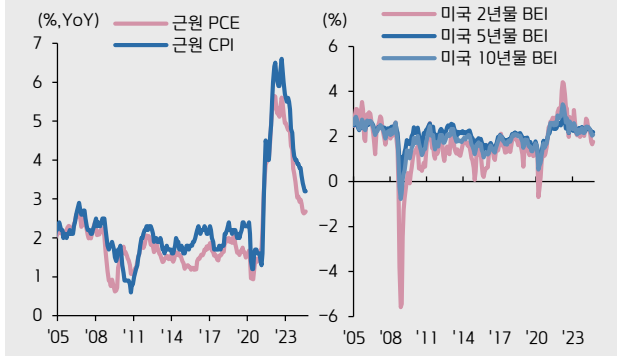
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 미국 고용 지표



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 미국 물가 및 기대 인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



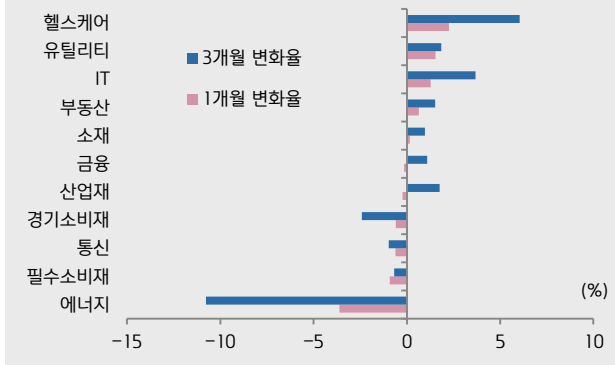
## 추천 테마 2) 금리 인하기 돌입한 미국



### ◆ 50bp 빅 컷 이후 증시는?

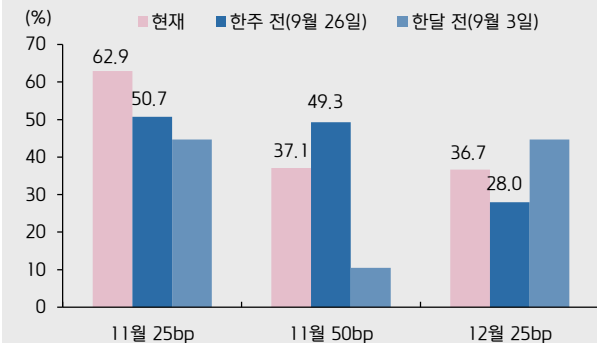
- 미 연준의 점진적인 금리 인하와 함께 경기 안정 기대 높아짐
- 시장 금리가 일부 선반영 되어있지만, 향후 지표의 추가 확인 필요. 1달 여 앞으로 다가온 미 대선 불확실성을 고려 시 채권 금리는 추가 하락 압력을 받을 수 있음
- 통상 금리 하락 시 성장주가 가치주 대비 아웃퍼폼. 최근 1개월 및 3개월 ROE 전망치가 모두 상향 조정된 섹터는 헬스케어, 유틸리티, IT, 부동산

### 미국 섹터별 ROE 전망치 변화율



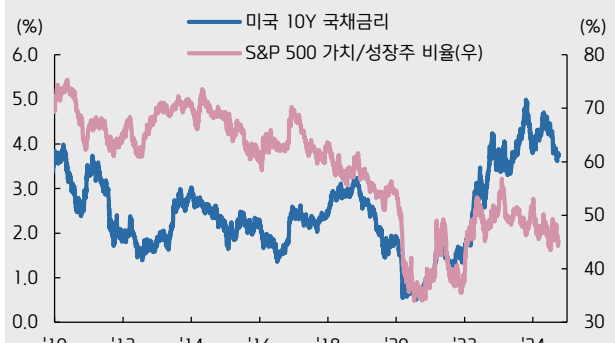
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치. 주) 9월 말 기준

### CME FedWatch에서 반영 중인 미국 금리인하 전망



자료: CME Fed Watch, 키움증권 리서치

### 미국 채권 금리 및 가치/성장주 비율



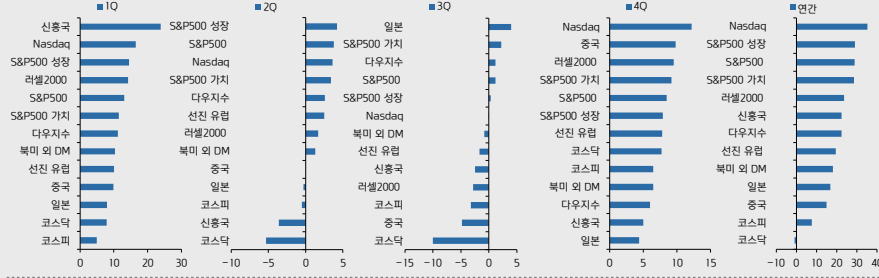
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



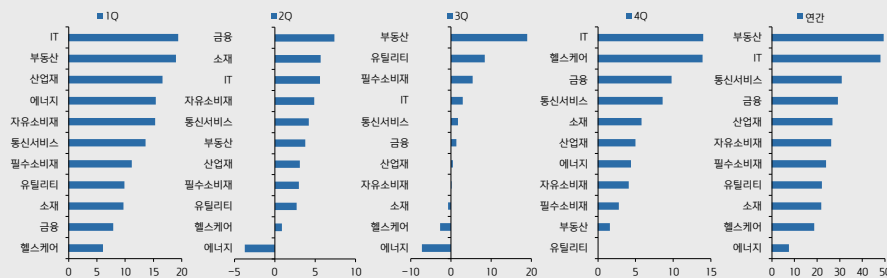
## 추천 테마 2) 금리 인하기 돌입한 미국

(참고) 2019년 금리인하 전후 지역별/스타일/섹터·테마별 수익률

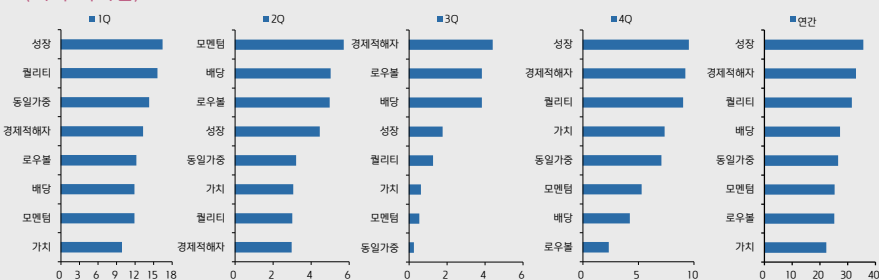
(지역별)



(미국 GICS 섹터별)



(미국 팩터별)



	날짜/분류	2019년				
		1Q	2Q	3Q	4Q	연간
매크로 변수	미국 기준금리(%)	2.50	2.50	2.00	1.75	
	달러지수(인)	97.3	96.1	99.4	96.4	
	미국재 10년물(%)	2.41	2.01	1.66	1.92	
	미국 GDP (1% QoQ)	2.4	3.2	2.8	1.9	
	국제유가(인)	60.1	58.5	54.1	61.1	
	금 가격(온스)	1,350.4	1,452.9	1,514.5	1,567.6	
	미국 CPI(%)	1.9	1.6	1.7	2.3	
	S&P500	13.1	3.8	1.2	8.5	28.9
	S&P500 가치	11.5	3.4	2.2	9.2	28.6
	S&P500 성장	14.5	4.2	0.3	7.9	29.1
글로벌 주요지수	Nasdaq	16.5	3.6	0.1	12.2	35.2
	다우지수	11.2	2.6	1.2	6.0	22.3
	라셀2000	14.2	1.7	(2.9)	9.5	23.7
	선진 유럽 (EZY)	10.1	2.5	(1.7)	7.8	19.6
	북미 외 선진국 (EFA)	10.3	1.3	(0.8)	6.5	18.1
	일본 (EWJ)	8.0	(0.3)	4.0	4.4	16.9
	중국 상해종합	9.9	(0.0)	(4.8)	9.8	14.9
	신중국 (FEM)	23.9	(3.6)	(2.3)	5.0	22.3
	코스피	4.9	(0.5)	(3.2)	6.5	7.7
	코스닥	7.9	(5.3)	(10.0)	7.7	(0.9)
S&P 500 업종별	IT	19.4	5.6	3.0	14.0	48.0
	금융	7.9	7.4	1.4	9.8	29.2
	에너지	15.4	(3.7)	(7.2)	4.4	7.6
	필수소비재	11.2	3.0	5.4	2.8	24.0
	자유소비재	15.3	4.9	0.2	4.1	26.2
	산업재	16.6	3.1	0.5	5.0	26.8
	유틸리티	6.1	0.9	(2.7)	13.9	22.2
	헬스케어	9.9	2.7	8.4	(0.0)	22.2
	통신서비스	13.6	4.2	1.8	8.6	30.9
	원자재 (소재)	9.7	5.7	(0.7)	5.8	21.9
S&P 500 업종별-세분화	주책권	19.0	3.8	19.0	1.6	49.4
	자동차/부품	13.6	7.4	(3.9)	2.5	20.1
	기술 하드웨어/장비	20.1	3.5	6.2	21.0	59.6
	원자재	9.7	5.7	(0.7)	5.8	21.9
	자본재	17.3	3.1	0.7	5.3	28.3
	미디어	15.5	4.8	(0.0)	10.3	33.6
	채널 유통/유통	5.9	(0.6)	(3.9)	13.8	15.2
	음식	16.1	4.3	(0.6)	4.3	25.5
	화학	14.5	0.3	(1.4)	4.8	18.8
	분류	11.9	11.1	0.8	0.7	26.3
기타 자산군별	산업재/서비스/유틸리티	17.2	10.3	2.5	2.5	37.2
	에너지/소재	15.8	0.6	6.5	6.5	32.3
	에너지	15.4	(3.7)	(7.2)	4.4	7.6
	소비재 서비스	12.8	9.1	0.3	2.4	26.4
	식품/생필품유통	5.7	6.0	8.2	2.8	24.6
	소프트웨어/서비스	19.1	8.7	0.8	9.3	42.6
	다각화 금융	5.6	6.3	0.1	9.3	22.8
	헬스케어 장비/서비스	6.4	3.0	(1.3)	14.0	23.3
	반도체/장비	19.1	(0.0)	5.3	18.2	48.2
	은행	8.3	6.9	2.9	14.5	36.5
기타 자산군별	가정/개인용품	13.8	5.4	9.6	(0.7)	30.7
	유틸리티	9.9	2.7	8.4	(0.0)	22.2
	통신서비스	12.1	0.7	2.2	4.6	20.6
	분류	16.6	1.6	6.7	(1.2)	24.2
	화학/소재	6.5	1.5	8.8	20.5	20.5
	미국 장기 국채 (TLT)	4.1	5.0	7.7	(5.3)	11.5
	미국 중기 국채 (IEF)	2.4	3.1	2.2	(2.0)	5.8
	미국 단기 국채 (VGSH)	0.5	0.8	0.0	(0.2)	1.2
	미국 채권 종합 (AGG)	2.4	2.1	1.6	(0.7)	5.5
	미국 IG 회사채 (LOD)	5.5	4.5	2.5	0.4	13.4
기타 자산군별	미국 HY 회사채 (HYG)	6.6	0.8	(0.0)	0.9	8.4
	금 (GLD)	0.6	9.2	4.3	2.9	17.9
	농산물 (OBA)	(2.8)	0.6	(4.3)	4.4	(2.2)



## 추천 테마 3) 비미국 지역으로 확산되는 인기



- 중국의 시장 예상치를 뛰어넘는 정책 발표로 중국 증시는 단기간 큰 폭 랠리 중. 현 시점에서 중국에 대한 추가 포지션 확대는 부담스러운 것이 사실이나 연준의 금리인하 + 중국 부양책 조합이 위안화 강세를 유발하며 정책 여력은 더 확대된 상황
- 인도 증시 역시 정부의 제조업 부흥 정책과 도시화에 따른 소비 확장 등 경제 성장 기대감 유지되면서 올해 상승세 이어가는 중
- 부양책 효과, 실물 지표를 확인해 나가는 과정이 필요하나, 중국 및 신흥국 증시에 대한 수급 빈집, 선진국(미국, 유럽) 추가 금리 인하가 예고되어 있음을 감안할 때, 단기간 전술적 관점에서 중국 및 EM 증시에 포지션 열어 둘 필요

### 신흥국 ETF 비교

분류	EEM	IEMG	AAXJ	FNDE
운용자산(\$mln)	18,896	85,115	2,554	6,736
구성종목 수	1,265	2,926	981	419
Top 5 비중,%	21.0	17.9	24.1	17.9
Top 10 비중,%	26.1	22.2	30.0	26.6
종목 비중 1	TSMC, 9.8%	TSMC, 8.3%	TSMC, 11.2%	TSMC, 5.4%
종목 2	텐센트, 4.1%	텐센트, 3.5%	텐센트, 4.7%	혼하이정밀, 4.0%
종목 3	삼성전자, 3.7%	삼성전자, 3.1%	삼성전자, 4.2%	중국건설은행, 3.6%
종목 4	알리바바, 2.1%	알리바바, 1.8%	알리바바, 2.4%	텐센트, 2.6%
종목 5	릴라이언스 인더스트리스, 1.4%	릴라이언스 인더스트리스, 1.2%	릴라이언스 인더스트리스, 1.6%	알리바바, 2.4%
국가 비중 1	중국, 25.9%	중국 23.3%	중국 29.6%	중국 34.2%
비중 2	인도 19.8%	인도 21.3%	인도 22.7%	대만 22.7%
비중 3	한국 10.7%	대만 18.7%	대만 20.9%	인도 12.2%
비중 4	브라질 4.9%	한국 10.8%	한국 12.3%	브라질 10.2%
1개월 수익률	-2.3%	-0.10%	0.60%	1.67%
3개월	11.7%	7.9%	9.7%	11.1%
YTD	19.8%	13.1%	17.3%	20.2%

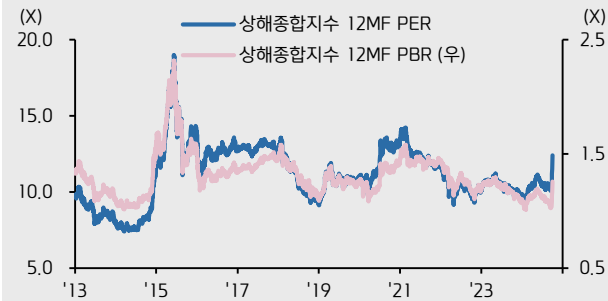
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2024-09-27 기준



## 추천 테마 3) 비미국 지역으로 확산되는 온기

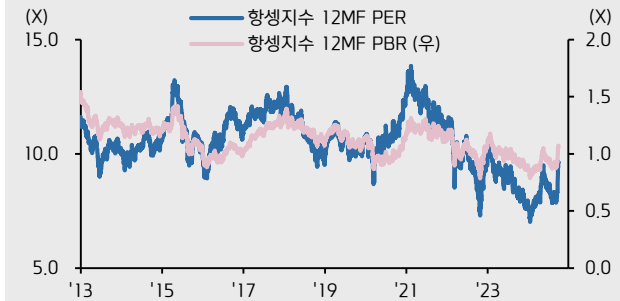


중국 증시(상해종합) 12개월 선행 PER/PBR



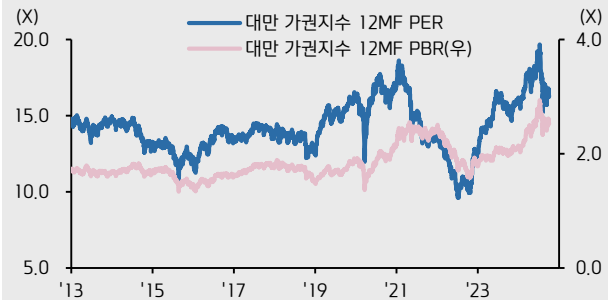
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 증시(항셱) 12개월 선행 PER/PBR



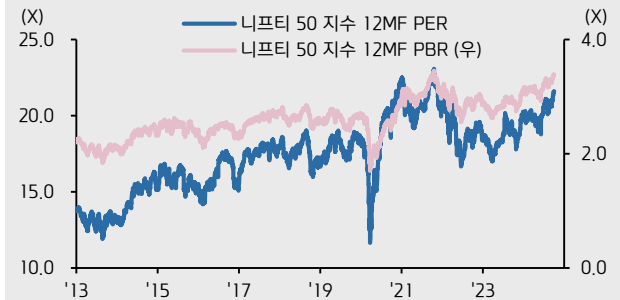
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

대만 증시(가권지수) 12개월 선행 PER/PBR



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

인도 증시 (Nifty 50) 12개월 선행 PER/PBR



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## 추천 테마 3) 비미국 지역으로 확산되는 온기 (신흥국 ETF 비교 : ①AAXJ)

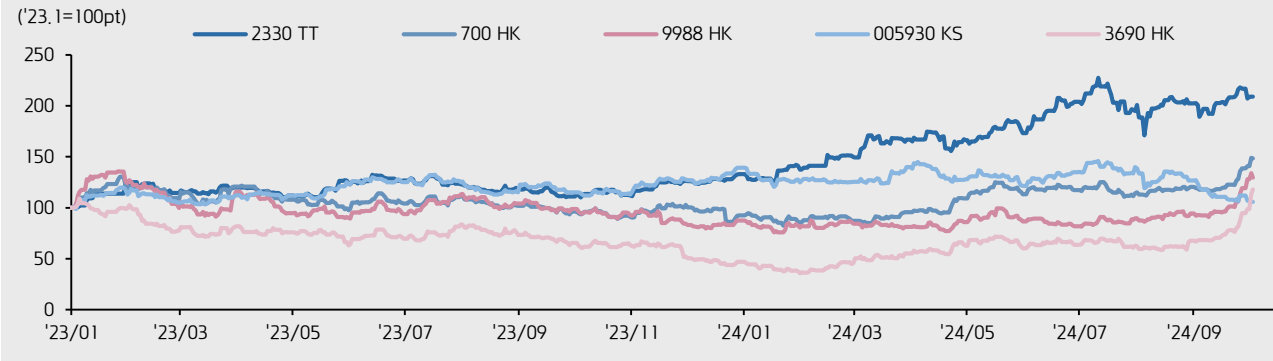


AAXJ ETF 비중 Top10 Valuation Table

기업 명	티커	비중 %	주요 산업	주가 \$	시가총액 백만\$	1M 수익률 %	'24~26 매출액 CAGR %	EBITDA Margin 순부채/EBITDA				ROE		PER		배당수익률	
								2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
타이완 반도체 제조	2330 TT	10.1	반도체	972.0	791,094	3.4	13.2	66.8	66.4	(65.8)	(96.0)	28.2	29.3	23.1	18.1	1.5	1.7
텐센트 홀딩스	700 HK	5.4	인터넷/미디어 &	467.8	562,855	23.7	5.8	37.1	37.7	47.4	50.9	19.9	18.9	19.0	17.2	1.0	1.1
알리바바 그룹 홀딩	9988 HK	3.0	대규모 소매업	110.8	273,949	38.3	5.4	19.3	19.6	(130.0)	(154.1)	11.4	11.9	12.5	11.2	0.8	0.8
삼성전자	005930 KS	3.0	기술 하드웨어, 스토리	61,300.0	274,841	(15.4)											
Meituan	3690 HK	1.7	레스토랑	204.0	159,856	71.6	9.6	13.6	15.0	(169.4)	(220.8)	19.9	21.2	28.0	22.3	0.0	0.0
릴라이언스 인더스트리	RELIANCE IN	1.4	석유 & 가스 정제	2,864.0	230,837	(5.1)	4.1	17.7	18.7	103.1	74.3	9.4	9.9	25.1	21.5	0.3	0.4
AIA 그룹	1299 HK	1.4	생명 & 건강 보험	72.8	102,692	32.9	(1.5)	n/a	n/a	n/a	n/a	14.2	15.6	15.8	14.1	2.4	2.6
PDD 홀딩스	PDD US	1.4	대규모 소매업	152.7	212,079	56.2	14.8	29.5	28.9	(217.8)	(289.3)	45.6	36.7	12.6	10.5	0.0	0.0
HDFC 은행	HDFCB IN	1.2	다양한 은행	1,706.9	155,112	4.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	13.7	n/a	18.2	15.6	1.2	1.4
ICICI 은행	ICICIB IN	1.1	다양한 은행	1,251.1	105,008	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	18.8	16.3	0.9	1.0

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치, 주) 2024-10-02 종가 기준

AAXJ ETF 비중 Top 5 종목



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## 추천 테마 3) 비미국 지역으로 확산되는 인기



### 국내 상장 중국/인도/신흥국 ETF

구분	티커	ETF/지수 명	출시일	AUM	총보수	수익률(%)		
				(백만\$)	(%)	1M	YTD	1YR
중국	371460	TIGER 차이나전기차SOLACTIVE	2020-12-08	1,243	0.49	21.5	1.4	-11.0
	371160	TIGER 차이나항생테크	2020-12-16	454	0.09	24.9	19.8	11.9
	192090	TIGER 차이나CSI300	2014-02-17	109	0.63	13.4	13.6	3.4
	414780	TIGER 차이나과장판STAR50(합성)	2022-01-13	75	0.09	9.6	-9.7	-15.7
	099140	KODEX 차이나H	2007-10-10	39	0.12	14.3	32.4	20.1
	245360	TIGER 차이나HSCEI	2016-06-16	38	0.29	15.7	33.0	23.2
	371470	TIGER 차이나바이오테크SOLACTIVE	2020-12-08	24	0.49	13.6	-13.2	-17.5
	169950	KODEX 차이나A50	2013-01-21	18	0.12	12.5	24.4	11.0
	419430	KODEX 차이나2차전지MSCI(합성)	2022-03-22	17	0.25	21.1	8.0	-8.0
	256750	KODEX 차이나심천ChiNext(합성)	2016-11-08	14	0.43	23.4	1.8	-7.8
	396510	TIGER 차이나클린에너지SOLACTIVE	2021-08-10	13	0.49	11.0	3.0	-7.7
	396520	TIGER 차이나반도체FACTSET	2021-08-10	11	0.49	11.9	-6.9	-7.0
	310080	RISE 중국MSCI China(H)	2018-11-28	9	0.6	20.3	21.9	17.8
	415760	SOL 차이나육성산업액티브(합성)	2022-01-13	4	0.55	9.5	-10.5	-14.9
	454180	KOSEF 차이나내수소비TOP CSI	2023-04-04	3	0.42	14.2	8.0	-4.6
	220130	SOL 차이나강소기업CSI500(합성 H)	2015-06-08	2	0.6	12.1	-5.1	-8.0
인도	453870	TIGER 인도니프티50	2023-04-14	569	0.19	4.1	21.2	28.8
	453810	KODEX 인도Nifty50	2023-04-21	405	0.19	4.2	22.4	29.3
	200250	KOSEF 인도Nifty50(합성)	2014-06-26	186	0.29	4.0	21.5	28.2
	479730	TIGER 인도빌리언컨슈머	2024-05-14	150	0.49	5.7	n/a	n/a
	477730	KODEX 인도타타그룹	2024-05-08	54	0.45	0.7	n/a	n/a
	453820	KODEX 인도Nifty50레버리지(합성)	2023-04-21	33	0.39	7.9	40.6	54.2
	487910	ACE 인도컨슈머파워액티브	2024-09-10	21	0.45	n/a	n/a	n/a
	487920	ACE 인도시장대표BIG5그룹액티브	2024-09-10	8	0.45	n/a	n/a	n/a
신흥국	195980	PLUS 신흥국MSCI(합성 H)	2014-05-13	56	0.5	6.7	14.5	24.4
	291890	KODEX MSCI EM선물(H)	2018-03-23	5	0.41	5.9	13.2	19.8

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2024-09-27 기준, 레버리지/인버스 외

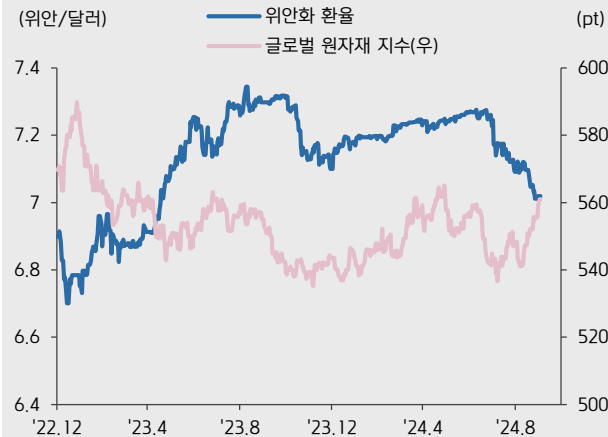


## 추천 테마 4) 중국발 화재, 중동발 악재로 상승한 상품 가격



- 한편, 중국 위안화 환율은 2개월 간 빠른 속도의 강세 이어갔으며 달러당 7위안에 근접. 이는 8월 초 위안화 캐리트레이드 청산 이후 9월 대규모 경기 부양책 효과가 맞물린 결과
- 이와 함께 중국 경기와 연동되는 비철가격 강세 동반. 구리와 은 가격은 1달 새 각각 6%, 7% 상승
- 이후 전반적인 수급 여건과 미국 대선 이슈 등 고려 시 위안화의 추가 강세폭은 크지 않으며, 정책 실망감에 따른 되돌림이 나타날 수 있으나 미국 경기 여건 개선, 실질금리 하락과 신흥시장 전반에 걸친 통화 완화 기대는 유지
- 여기에 중동 전쟁, 지정학적 불확실성 확대에 인한 유가 상방 리스크 등을 고려할 때 단기간 원자재(소재) 가격 변동성이 확대될 수 있음

중국 위안화 환율과 글로벌 원자재 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

글로벌 무역 불확실성 지수 및 교역량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## 추천 테마 4) 중국발 호재, 중동발 악재로 상승한 상품 가격



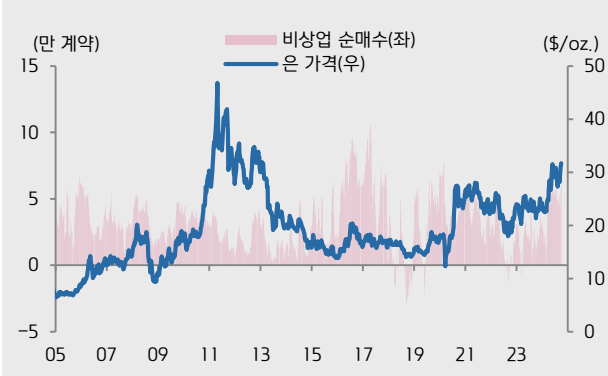
- 올해 금 가격은 3분기 말까지 YTD 27% 상승. 연준의 통화정책 전환과 실질금리 하락 기대뿐만 아니라 글로벌 탈세계화 기조 및 이를 대비한 중앙은행들의 금 매수세 등 구조적 변화로 인한 결과
- '24년 가장 긍정적으로 봤던 자산군이 금이었으며, 해당 뷰는 2025년까지 유지. 다만, 최근 가격 수준을 반영했을 때 상승 탄력은 다소 제한될 수 있음
- 단기간 금 대비 기대 수익률이 높은 대체 자산은 은, 구리 등 산업용 성격을 동반한 원자재로, 해당 자산으로 포트폴리오 배분을 피할 수 있음

### 구리 가격 및 금/은 비율



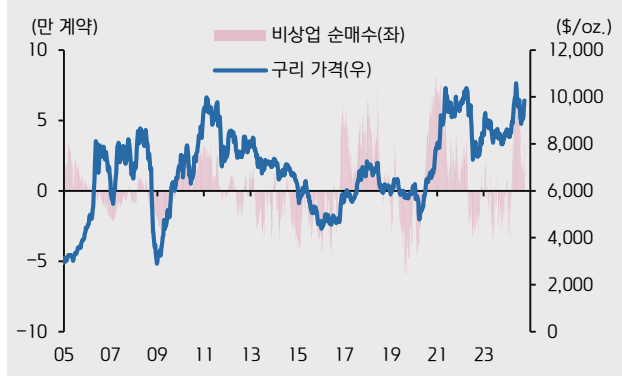
자료: World Gold Council, 키움증권 리서치

### 은 가격 및 투기적 매수 포지션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 구리 가격 및 투기적 매수 포지션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

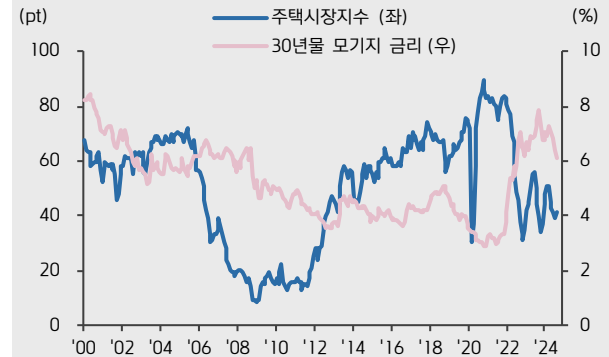


## 추천 테마 5) 미국 주택 수요 견조



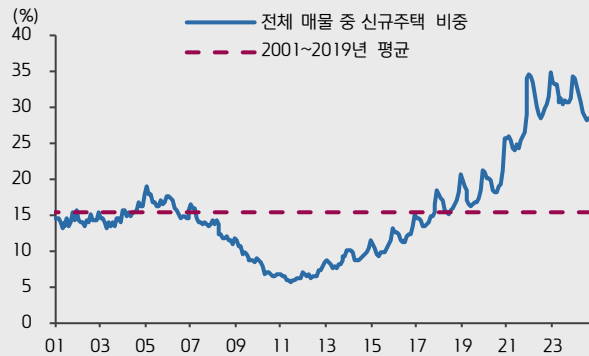
- 그런가 하면 美 모기지 금리는 '23.4월 이후 최저치인 6.1%까지 하락. 과거 대비 여전히 높은 수준이지만, 현재 추세로 6% 이하로 하락할 가능성 ↑
- 여전히 미국 주택가격이 상승 중이며 기존주택 재고도 낮은 수준에 머물러 있는 가운데 모기지 금리 하락은 주택 수요자의 구매심리를 자극하며 주택/건설 업체들에 우호적으로 작용할 수 있음
- D.R. 호턴, 레나, 풀티 그룹, 톨 브라더스 등 미국 대표 단독주택건설업체들은 '24년 공격적인 판매량 가이드를 제시한 바 있음. 주택 구매 대기자들의 시장 유입을 위해 판매 인센티브를 확대하는 등 낮은 마진률을 감내하더라도 판매량을 증대시키는 전략을 펼치고 있음

### 미국 모기지 금리와 주택지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 미국 전체 주택매물 중 신규주택 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 미국 기존주택재고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## 추천 테마 5) 미국 주택 수요 견조 (ETF 비교 : ① ITB)

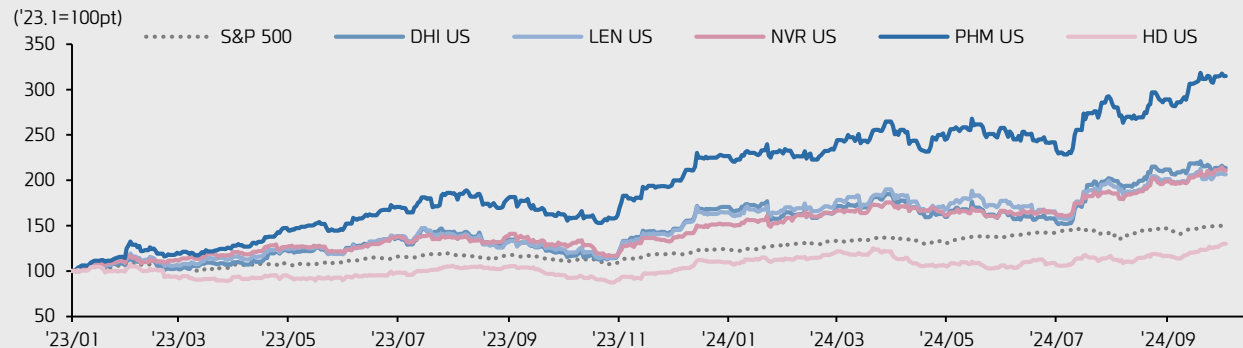


ITB ETF 비중 Top10 Valuation Table

기업명	티커	비중 %	주요 산업	주가 \$	시가총액 백만\$	1M 수익률 %	'24~'26 매출액 CAGR %	EBITDA Margin		순부채/EBITDA		ROE		PER		배당수익률	
								2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
D.R. 호턴	DHI US	14.8	주택 건설	190.6	62,130	3.3	3.8	17.6	17.8	19.9	24.5	20.1	19.0	13.1	12.0	0.6	0.7
레나	LEN US	12.0	주택 건설	187.1	50,368	4.9	5.0	15.6	15.5	(57.8)	(61.6)	14.7	15.1	13.0	11.7	1.0	1.1
NVR	NVR US	7.9	주택 건설	9,732.6	29,953	7.5	1.9	20.1	19.2	(88.0)	(132.3)	38.5	39.1	19.7	18.6	n/a	n/a
플티 그룹	PHM US	7.9	주택 건설	143.3	29,738	11.3	4.1	22.2	21.3	(11.7)	(13.7)	25.4	22.5	10.8	10.5	0.6	0.6
홈데포	HD US	4.7	가정 개량용품 소매	411.3	408,502	12.8	2.7	15.9	16.0	197.9	169.8	391.1	172.6	27.4	26.3	2.2	2.3
로우스 컴퍼니스	LOW US	4.6	가정 개량용품 소매	271.9	154,225	10.8	1.8	14.7	14.9	281.7	267.6	(47.9)	(50.0)	23.0	21.5	1.7	1.8
서원-윌리엄즈	SHW US	4.3	특수 화학제품	378.2	95,394	4.0	3.3	19.8	20.5	201.4	173.2	71.8	71.1	32.9	29.4	0.8	0.8
톨 브라더스	TOL US	4.2	주택 건설	153.0	15,452	9.4	3.4	21.1	19.4	61.1	56.1	21.2	18.1	10.4	10.5	0.6	0.6
탐빌드	BLD US	3.2	주택 건설	403.0	12,156	8.5	2.5	20.1	20.2	64.9	38.3	25.7	30.7	19.1	17.7	n/a	n/a
빌더스 퍼스트스	BLDR US	3.1	건축 제품	195.2	22,734	15.8	5.2	13.8	13.7	148.8	118.1	29.1	26.0	17.2	16.3	n/a	n/a

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치, 주) 2024-10-02 종가 기준

ITB ETF 비중 Top 5 종목 vs. S&P 500



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## 추천 테마 5) 미국 주택 수요 견조 (홈빌더 ETF 비교 : ② VNQ)

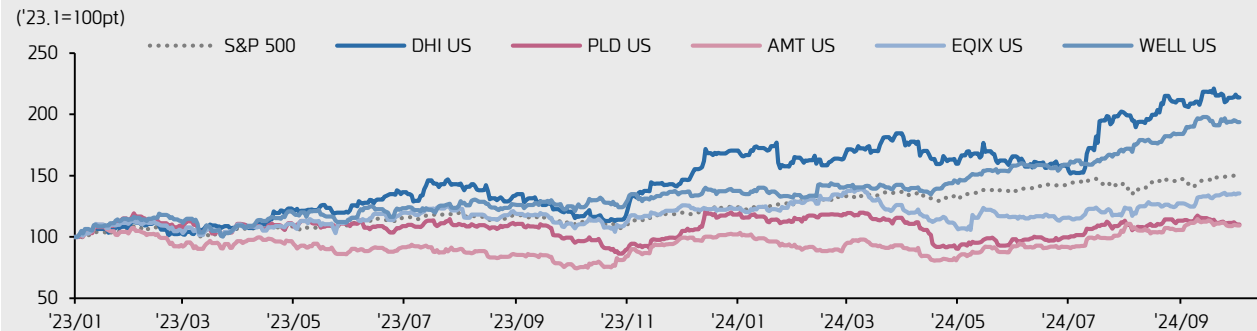


VNQ ETF 비중 Top10 Valuation Table

기업명	티커	비중 %	주요 산업	주가 \$	시가총액 백만\$	1M 수익률 %	'24~'26 매출액 CAGR %	EBITDA Margin		순부채/EBITDA		ROE		PER		배당수익률	
								2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Vanguard Real Estate II Inde	VRTPX US	13.4	MSCI 美 리츠	23.2	n/a	1.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
프로로지스	PLD US	7.0	산업 리츠	124.2	114,980	(3.3)	4.1	75.8	79.0	510.2	483.9	4.6	4.7	38.9	38.5	3.1	3.3
아메리칸 타워	AMT US	6.2	무선통신탑 리츠	231.9	108,307	0.7	0.0	64.5	66.5	475.1	482.3	79.8	83.7	33.9	34.3	2.8	3.0
이퀴닉스	EQIX US	4.4	데이터센터 리츠	886.6	84,178	6.5	5.4	46.9	47.3	363.9	351.0	8.8	10.7	75.9	64.6	1.9	2.1
웰타워	WELL US	3.7	건강관리 리츠	127.0	77,380	4.1	11.8	41.2	36.8	481.7	441.3	2.9	3.7	91.5	67.8	2.0	2.2
퍼블릭 스토리지	PSA US	2.8	자가창고 리츠	355.3	62,427	4.0	3.0	72.2	71.9	274.8	277.3	29.9	32.0	34.1	33.3	3.4	3.5
사이먼 프로퍼티 그룹	SPG US	3.0	소매점 리츠	168.5	54,951	2.8	1.8	87.2	86.4	499.6	477.9	87.7	102.7	23.9	25.7	4.8	4.9
리얼티 인컴	O US	3.0	소매점 리츠	62.4	54,360	0.2	4.6	91.0	91.6	536.5	523.1	3.2	3.7	49.0	40.8	5.0	5.1
크라운 캐슬	CCI US	2.9	무선통신탑 리츠	115.8	50,314	2.1	0.8	63.6	63.7	568.0	588.8	20.6	27.6	42.9	41.5	5.4	5.3
디지털 리얼티	DLR US	2.8	데이터센터 리츠	159.6	53,306	6.5	5.5	51.3	51.2	552.8	553.3	2.7	2.3	96.2	117.7	3.1	3.1

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치, 주) 2024-10-02 종가 기준

VNQ ETF 비중 Top 5 종목 vs. S&P 500



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

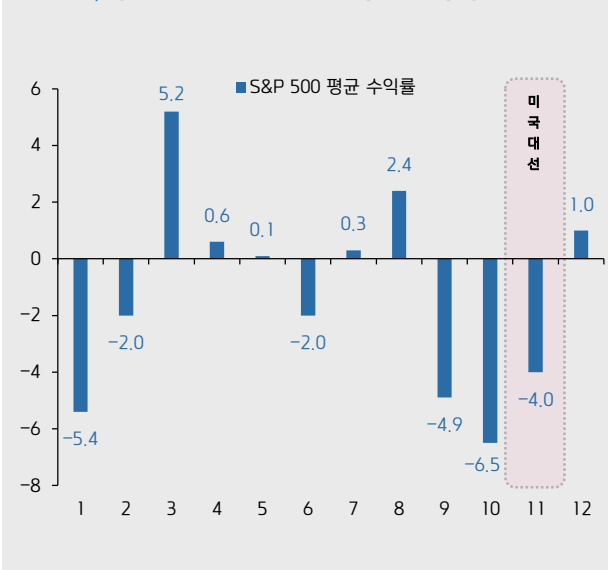


## 추천 테마 6) 이제 시선은 대선으로



- 주요국 통화정책 이벤트를 넘어 재정정책 방향이 결정되는 미국 대선이 한달 여 앞으로 다가온 상황. 양당 후보간 지지율 차이는 현재 뚜렷하지 않으며 여전히 박빙 구도임을 고려 시 대선 전까지 관련 불확실성은 지속될 것
- 특정 후보의 우위를 예상하기 보다 양 후보 간 의견 일치 테마, 즉 제조업(산업재/주택건설), 첨단산업(IT/반도체), 안보/방위 테마에 대한 포지션 구축을 제안
- 또한 통상 미국 대선이 끝난 이후 증시는 불확실성 해소와 향후의 정책 모멘텀을 기대하며 대체로 강세를 보여왔던 경향. 여기에 연준의 금리인하 사이클, 견조한 경기 여건 고려 시 미국 증시 전망 긍정적으로 유지

美 대선, 정권 교체된 해의 월별 증시 변동성 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2000년대 이후

양당 모두 중요시 여기는 섹터/테마 ETF

분류	티커	ETF 명	AUM (\$mln)	수익률 (%)		
				1M	YTD	1YR
안보/방위	ITA	iShares US Aerospace & Defense ETF	6,181	1.5	18.9	42.5
	PPA	Invesco Aerospace & Defense ETF	4,318	1.4	25.2	45.0
	CIBR	First Trust NASDAQ Cybersecurity ETF	6,602	-0.2	10.2	31.0
리소어링	XLI	Industrial Select Sector SPDR Fund	19,618	3.4	20.0	35.6
	PAVE	Global X US Infras Development ETF	8,411	4.4	19.7	36.4
	XLU	Utilities Select Sector SPDR Fund	18,436	6.6	30.5	41.6
	IFRA	iShares U.S. Infrastructure ETF	2,767	3.5	18.2	30.8
첨단산업	QQQ	Invesco QQQ Trust Series 1	294,781	2.6	19.7	37.2
	IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	5,354	3.1	28.7	51.2
	VGT	Vanguard Information Technology ETF	77,488	2.4	21.8	42.3
비교	SPY	SPDR S&P 500 Trust ETF	591,487	2.1	21.9	36.0

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2024-09-30 종가 기준



# Vanguard High Dividend Yield Index Fund ETF (VYM:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

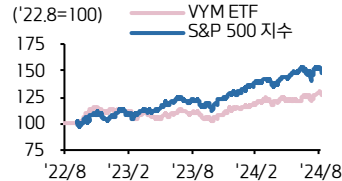
현재주가 (10/2) USD 128.03

## Stock Data

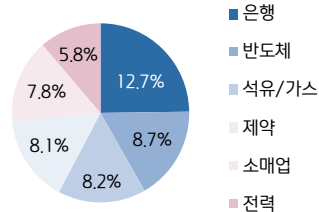
ETF 테마	미국 고배당
발행사	Vanguard
설정일	2006-11-16
운용보수 (%)	0.06
AUM (백만 USD)	58,866.4
일평균 거래량 (3M)	798,240.7
52주 최고/최저 (USD)	128.44 / 98.4
편입종목 수	556개
Top10 비중 (%)	24.3

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+1.8	+14.7	+6.8	+26.4
S&P 500	+3.3	+19.7	+9.6	+35.0



## Sector Breakdown



## ◆ 미국 고배당 팩터 ETF

- 미국 고배당 팩터 ETF 중 하나로 FTSE High Dividend Yield Index 추종. 유니버스(FTSE US Index) 평균보다 배당수익률이 높을 것으로 예상되는 기업에 투자. 500개 이상 종목에 분산 투자하는 만큼 업종 분산이 기타 고배당 ETF 대비 더 고른 편
- 섹터 비중은 현재 금융 20.8%, 산업재 12.7%, 필수소비재 11.2%, IT 10.4%, 경기소비재 10.0%, 에너지 9.8% 순으로 고른 분산을 지니고 있으며 리츠는 배분에서 제외

## Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
AVGO	Broadcom Inc	4.2	반도체	797.1	+4.8	+27.5	+104.4
JPM	JPMorgan Chase & Co	3.5	다양한 은행	589.8	-7.8	+4.2	+44.2
XOM	Exxon Mobil Corp	3.1	종합 석유 & 가스	539.9	+3.0	+1.9	+5.1
JNJ	Johnson & Johnson	2.2	제약	388.0	-2.8	+2.2	+3.9
PG	Procter & Gamble Co/The	2.1	가정용품	404.0	+0.2	+7.1	+18.4
HD	Home Depot Inc/The	2.2	가정 개량용품 소매	408.5	+11.6	+13.3	+37.2
ABBV	AbbVie Inc	1.7	생명공학	347.7	+0.3	+8.9	+32.8
WMT	Walmart Inc	1.9	필수소비재 일반상품	646.5	+4.1	+36.0	+50.7
MRK	Merck & Co Inc	1.7	제약	284.1	-5.4	-14.0	+9.3
BAC	Bank of America Corp	1.5	다양한 은행	304.4	-3.7	+5.2	+46.9

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치  
주: 2024-10-02 기준



# iShares U.S. Home Construction ETF (ITB:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

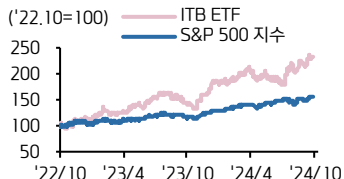
현재주가 (10/2) USD 126.37

## Stock Data

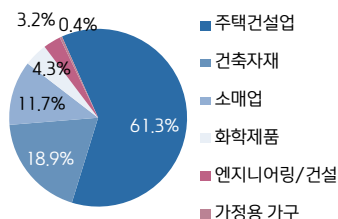
ETF 테마	미국 주택/건설
발행사	BlackRock
설정일	2006-05-05
운용보수 (%)	0.39
AUM (백만 USD)	3,588.9
일평균 거래량 (3M)	1,999,780.0
52주 최고/최저 (USD)	129.29 / 71.22
편입종목 수	46개
Top10 비중 (%)	66.4

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+7.3	+24.2	+12.9	+67.8
S&P 500	+3.3	+19.7	+9.6	+35.0



## Sector Breakdown



## ◆ 미국 주택건설 업체에 투자하는 ETF

- Dow Jones U.S. Select Home Construction Index를 기초지수로 추종하는 미국 대표 홈빌더 ETF. 운용규모는 약 32.2억 달러로 동종 테마 내 가장 큰 순자산을 보유 중이며, 50여 개 기업으로 포트폴리오 구성
- Peer ETF인 XHB와 비교해 ITB의 포트폴리오는 '주택건설' 업체에 집중되어 있고, 지수 구성에 있어 시가총액 가중 방식을 택하고 있음
- 포트폴리오 구성은 주택 건설업체 비중이 61%로 가장 크고 그 외 건축자재 19%, 주택개량 제품/서비스, 화학제품 등으로 구성. D.R.호튼, 레나, NVR, 폴티 그룹 등 비중 상위 1~4위 종목이 모두 주택 건설업체에 해당

## Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1Y) (%)
DHI	DR Horton Inc	14.8	주택 건설	62.1	+3.3	+20.7	+85.3
LEN	Lennar Corp	11.9	주택 건설	50.4	+4.9	+12.7	+72.9
NVR	NVR Inc	8.0	주택 건설	30.0	+7.5	+23.0	+66.2
PHM	PulteGroup Inc	7.9	주택 건설	29.7	+11.3	+23.9	+102.6
HD	Home Depot Inc/The	4.6	가정 개량용품 소매	408.5	+12.8	+14.3	+40.9
LOW	Lowe's Cos Inc	4.6	가정 개량용품 소매	154.2	+10.8	+12.9	+35.8
SHW	Sherwin-Williams Co/The	4.3	특수 화학제품	95.4	+4.0	+13.1	+52.0
TOL	Toll Brothers Inc	4.2	주택 건설	15.5	+9.4	+21.4	+117.7
BLD	TopBuild Corp	3.2	주택 건설	12.2	+8.5	-8.8	+70.9
BLDR	Builders FirstSource Inc	3.0	건축 제품	22.7	+15.8	-3.7	+66.6

## 기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY22	CY23	CY24E	CY25E
매출액	12,826.4	12,858.3	13,589.1	14,355.7
EBIT	2,284.3	1,940.2	2,010.3	2,162.8
EBIT이익률(%)	17.8	15.1	14.8	15.1
순이익	1,697.8	1,476.3	1,516.0	1,599.5
PER(배)	6.1	12.2	14.8	14.1
PBR(배)	1.8	2.7	2.9	2.6
ROE(%)	27.5	21.1	19.5	18.4
배당수익률(%)	1.2	0.8	1.0	1.0

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

주: 2024-10-02 기준



# iShares US Infrastructure ETF (IFRA:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

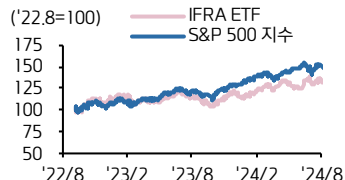
현재주가 (10/2) USD 46.94

## Stock Data

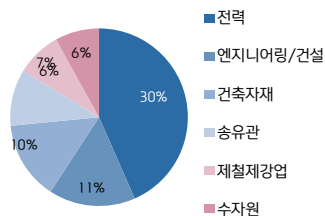
ETF 테마	미국 인프라
발행사	BlackRock
설정일	2018-04-03
운용보수 (%)	0.30
AUM(백만 USD)	2,764.8
일평균 거래량 (3M)	188,658.4
52주 최고/최저 (USD)	47.26 / 34.45
편입종목 수	164개
Top10 비중 (%)	8.3

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+5.5	+16.6	+8.7	+32.5
S&P 500	+3.3	+19.7	+9.6	+35.0



## Sector Breakdown



## ◆ 미국 인프라 산업에 투자하는 ETF

- NYSE FactSet U.S. Infrastructure Index를 기초지수로 추종하는 미국 인프라 산업 ETF. 크게 철도 및 유틸리티(전기, 수도) 산업의 소유자/운영자와 자재 및 건설회사와 같은 Enablers로 구성
- 포트폴리오 섹터 구성은 유틸리티 40.0%, 산업재 29.4%, 소재 20.6%, 에너지 7.6%로 PEER ETF인 PAVE가 산업재 74.2%, 소재 19.7%, 유틸리티 3.3%로 산업재에 집중 투자하고 있는 것과 비교해 좀 더 다양한 섹터 분산을 지니고 있음

## Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
VST	Vistra Corp	1.2	독립 전력 생산업체	43.1	+65.5	+70.0	+291.8
CEG	Constellation Energy Corp	1.1	전기 공익 사업체	83.6	+49.3	+39.5	+153.0
NRG	NRG Energy Inc	0.8	전기 공익 사업체	19.1	+16.0	+28.4	+144.4
PEG	Public Service Enterprise Group	0.8	복합 공익 사업체	45.3	+13.4	+36.6	+63.9
CMP	Compass Minerals International	0.8	다양한 금속 & 채광	0.5	+49.1	-15.0	-55.0
CNP	CenterPoint Energy Inc	0.8	복합 공익 사업체	19.6	+9.3	+6.7	+14.0
ETR	Entergy Corp	0.8	전기 공익 사업체	28.4	+8.6	+27.1	+47.3
TXNM	TXNM Energy Inc	0.7	전기 공익 사업체	4.0	+6.5	+18.5	+1.3
KMI	Kinder Morgan Inc	0.7	석유 & 가스 저장	50.9	+6.4	+23.7	+42.5
EXC	Exelon Corp	0.7	전기 공익 사업체	40.9	+6.4	+10.1	+10.5

## 기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY22	CY23	CY24E	CY25E
매출액	1,514.8	1,361.8	1,492.5	1,492.5
EBIT	148.3	122.7	180.9	180.9
EBIT이익률(%)	9.8	9.0	12.1	12.1
순이익	111.6	84.4	105.7	105.7
PER(배)	13.5	19.1	16.1	16.1
PBR(배)	1.9	1.9	1.9	1.9
ROE(%)	13.4	8.6	11.6	11.6
배당수익률(%)	2.5	2.5	2.6	2.6

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치  
주: 2024-10-02 기준



# iShares Expanded Tech Sector ETF (IGM:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

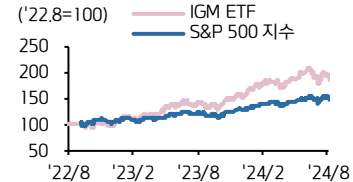
현재주가 (10/2) USD 94.68

## Stock Data

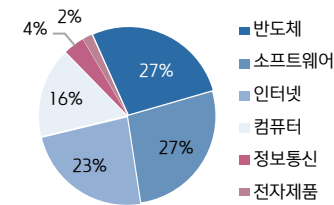
ETF 테마	미국 범테크
발행사	BlackRock
설정일	2001-03-19
운용보수 (%)	0.41
AUM (백만 USD)	5,283.1
일평균 거래량 (3M)	310,394.0
52주 최고/최저 (USD)	98.7 / 60.57
편입종목 수	283개
Top10 비중 (%)	53.8

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+5.8	+26.8	+9.7	+50.1
S&P 500	+3.3	+19.7	+9.6	+35.0



## Sector Breakdown



## ◆ 미국 테크 기업 전반에 투자하는 ETF

- IGM 주로 북미 지역의 Tech 기업 약 300개에 투자하는 ETF. 세부 업종은 반도체 27%, 소프트웨어 27%, 인터넷 23%, 하드웨어/장비 16% 등으로 구성
- 그 중 상위 10개 종목이 차지하는 비중은 54%이며 대형주 비중이 80% 이상을 차지. 동종 ETF인 VGT, IYW 등과 비교하여 마이크로소프트, 애플, 엔비디아 비중이 낮고 메타, 구글 등 통신서비스 기업 비중이 높은 편

## Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
META	Meta Platforms Inc	9.0	인터넷 미디어	1,449.3	+11.9	+13.0	+90.3
AAPL	Apple Inc	8.4	기술 하드웨어, 스토리	3,448.0	+1.8	+33.7	+31.5
NVDA	NVIDIA Corp	8.2	반도체	2,915.4	+10.0	+33.6	+173.1
MSFT	Microsoft Corp	8.0	시스템 소프트웨어	3,100.5	+1.9	-0.8	+33.1
GOOGL	Alphabet Inc	4.8	인터넷 미디어	2,050.5	+5.4	+7.1	+25.2
AVGO	Broadcom Inc	4.5	반도체	797.1	+11.7	+25.2	+109.4
GOOG	Alphabet Inc	4.0	인터넷 미디어	2,050.5	+5.5	+7.0	+25.5
NFLX	Netflix Inc	2.5	영화 & 엔터테인먼트	305.2	+5.3	+12.9	+88.7
CRM	Salesforce Inc	2.2	애플리케이션 소프트	267.2	+12.7	-8.3	+39.9
ORCL	Oracle Corp	2.2	시스템 소프트웨어	464.7	+20.2	+32.9	+60.5

## 기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY22	CY23	CY24E	CY25E
매출액	127.7	126.6	155.8	173.2
EBIT	21.0	20.9	35.0	47.0
EBIT이익률(%)	16.5	16.5	22.5	27.1
순이익	18.9	20.3	27.4	33.8
PER(배)	25.5	38.1	31.5	24.2
PBR(배)	5.5	7.8	7.5	6.4
ROE(%)	19.7	18.0	20.0	22.1
배당수익률(%)	0.8	0.6	0.6	0.7

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치  
주: 2024-10-02 기준



# iShares MSCI All Country Asia ex Japan ETF (AAXJ:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

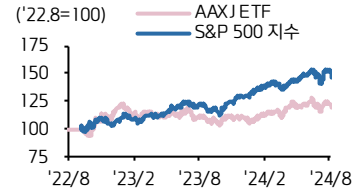
현재주가 (10/2) USD 81.24

## Stock Data

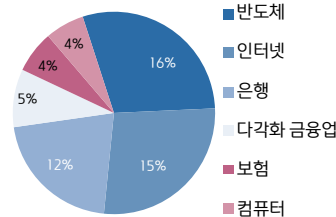
ETF 테마	신흥국(일본 외)
발행사	BlackRock
설정일	2008-08-15
운용보수 (%)	0.70
AUM(백만 USD)	2,615.9
일평균 거래량 (3M)	456,419.9
52주 최고/최저 (USD)	81.24 / 60.92
편입종목 수	960 개
Top10 비중 (%)	29.6

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+13.6	+22.0	+19.1	+30.0
S&P 500	+3.3	+19.7	+9.6	+35.0



## Sector Breakdown



## ◆ 아시아 증시(일본 제외)에 투자하는 ETF

- AAXJ는 MSCI AC Asia Ex-Japan 지수를 기초지수 삼아 중국, 인도, 대만 및 한국을 중심으로 한 신흥 Asia시장 전반에 투자하는 ETF. 규모 및 유동성 측면에서 신흥 아시아 증시에 투자하는 ETF 중 대표격
- 지역 비중은 중국 32.9%, 인도 21.7%, 대만 19.6%, 한국 11.4%, 홍콩 5.0% 순이며, 섹터 분산은 IT 24.7%, 금융 21.0%, 경기소비재 15.5%, 통신서비스 10.3%, 산업재 7.4% 등으로 구성
- 한국과 대만의 반도체, 중국과 인도의 소비재를 다수 담고있으며 일부 동남아시아 지역에도 투자되어 있음
- 중화권 비중이 약 60%로 과반 이상을 차지하기 때문에 현재 중국 증시 부양책에 대한 수혜를 일부 가져가면서도 단기간 주가 급등에 따른 되돌림을 인도, 한국 증시로 헤지할 수 있음

## Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
2330 TT	TSMC	10.1	반도체	791.1	+3.4	+24.6	+83.7
700 HK	Tencent Holdings Ltd	5.4	인터랙티브 미디어	560.7	+24.1	+51.2	+55.1
005930 KS	Samsung Electronics Co. Ltd	3.0	기술 하드웨어, 스토리	275.0	-15.4	-27.1	-10.4
9988 HK	Alibaba Group Holding Ltd	3.0	대규모 소매업	271.9	+38.5	+57.7	+33.5
3690 HK	Meituan	1.7	레스토랑	160.6	+73.1	+107.2	+86.4
RELIANCE IN	Reliance Industries Ltd	1.4	석유 & 가스 정제	228.2	-5.6	-3.8	+22.1
PDD US	PDD Holdings Inc	1.4	대규모 소매업	212.1	+56.2	+27.8	+56.0
1299 HK	AIA Group Ltd	1.4	생명 & 건강 보험	101.2	+32.0	+35.4	+11.4
HDFCB IN	HDFC Bank Ltd	1.2	다양한 은행	153.2	+3.9	+13.7	+11.8
ICICIBC IN	ICICI Bank Ltd	1.1	다양한 은행	104.9	+0.2	+16.0	+32.9

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치  
주: 2024-10-02 기준





## Compliance Notice

- 당사는 10월 7일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

## 고지사항

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