

키움증권 

키움증권 리서치센터 | 2025년 2월 5일

KIWOOM 글로벌리서치팀 2월 Monthly

## 트럼프의 시간

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: 지각변동 속 흔들림 없는 편안함 찾기\_P.3

- 1월 미 증시는 트럼프 트레이드 언와인딩, 디시크, 관세 부과 등이 맞물려 Tech 섹터 중심 조정 흐름 연출. 주요 주가지수 중 다우존스가 가장 높은 수익률을 보였고, 반도체 지수는 역성장. 2월 S&P500은 월초 5,900pt 레벨 복귀 후  $\pm 200$ pt 밴드 안에서 우하향 흐름 연출할 전망
- 예측이 어려운 변수들이 등장하면서 단기적으로 리스크 관리가 어느 때보다 중요해진 시기. 따라서 국제정세 리스크에서 좀 더 자유롭고 산업단 수혜 포인트가 모순되지 않는 확실한 업종에 집중할 필요. 대안은 서비스업 중심으로 대응하는 것. 그 중에서도 소프트웨어, 엔터테인먼트, 금융 최선호. 전력생산 관련 유틸리티, 천연가스 관련 에너지 업종은 차선호

### 中: 개화(開花) 조짐\_P.64

- 중국 경제, 당국의 노력이 반영되고 있지만, 1)디플레이션 압력, 2)생산 및 수요 불균형, 3)높은 대외 수요 의존도 등 불안 요인이 남아 있음
- 부동산 및 내수 동반이라는 최악의 국면을 지나면서, 중국 증시 및 경기에 우호적인 환경 조성 중. 다만, 당국의 후속 노력도 필수불가결한 상황
- 미중 지정학적 리스크 변동성 확대에 따른 정책 기대감 확대 가능성 존재. 고배당 업종 및 AI/정책 수혜 테마 간의 섹터 로테이션 전망

### ETF: 트럼프의 시간\_P.108

- 2기 행정부로 돌아온 트럼프. 역시나 예고된 바, 무역 상대국에 대한 관세 부과를 비롯한 각종 행정명령 발표 중. 그러나 시장은 트럼프 리스크에 대한 내성을 보여주며 하단을 지지하는 양상
- 물론 여전히 높은 금리와 정책 불확실성, 디시크 사태 후 AI 관련주를 바라보는 엇갈린 시선 등은 증시 상방을 제한할 요소. 다만, 미국 경제의 견조한 펀더멘털이 뒷받침 되는 가운데 트럼프 행정부의 본격적인 정책 효과(금융규제 완화 등)의 유입, 1월 말 과도한 하락에 대한 되돌림 등을 고려 시 주도주의 회복 탄력성이 높게 나타날 것으로 예상
- ETF Picks: QGRO(헬리티), IGV(소프트웨어), FXO(금융), AIRR(미국제조), ZAP(전력), KWEB(중국), MLPX(미드스트림), GDX(금광)

# 1월 미국 Review 및 2월 전망

지각변동 속 흔들림 없는 편안함 찾기







## 1월 미국 Review 및 2월 전망 | 지각변동 속 흔들림 없는 편안함 찾기

### 1월 미 증시 동향 분석 및 2월 증시 전망

- 1월 미 증시는 트럼프 트레이드 언와인딩, 딥시크, 관세 부과 등이 맞물려 Tech 섹터 중심 조정 흐름 연출. 주요 주가지수 중 다우존스가 가장 높은 수익률을 보였고, 반도체 지수는 역성장. 2월 S&P500은 월초 5,900pt 레벨 복귀 후  $\pm 200$ pt 밴드 안에서 우하향 흐름 연출할 전망
- IT 섹터와 주도주가 부진한 수익률을 보인 반면 중소형주는 모멘텀 전략의 부상과 단기 투자자금 유입으로 상승세를 보임. 세부 산업 기준 은행과 헬스케어 산업 중소형 종목이 이를 주도했고, M&A 활성화 기대와 연초 진행된 자금 리밸런싱이 이와 같은 결과를 만들었다 판단
- 한편, 미 재무부는 1분기 QRA를 통해 1~3월 8,150억 달러 규모 국채 발행 계획과 8,500억 달러의 TGA 목표 금액을 발표. 이는 단기적으로 국채 공급 증가에 따라 금리 상승 압력으로 작용 하겠으나, 장기적 관점으로는 물가 안정을 위한 점진적 유동성 회수

### 트럼프의 행정명령과 AI 산업의 재편

- 취임 당일 쏟아진 트럼프의 행정명령은 관세 부과, 에너지 인프라 확장, 의료비 절감 및 규제 완화를 골자로 하며, AI 인프라 구축과 M&A 활성화를 통해 금융, 중소형주 및 AI 중심 산업의 구조적 재편을 가속화하고 있음
- 딥시크는 저비용 고성능 AI 모델을 공개하며 미국 주도 AI 패권을 위협. 다만, 거대 Base 모델의 필요성, 제한적 범용성 등의 한계가 남아있는 상황. 물론 소형 AI 모델 학습 알고리즘 관점 기술적 의의가 있어, 옛지 AI와 온디바이스 AI 산업 수혜가 전망됨
- 트럼프의 스타게이트 프로젝트는 4년간 5,000억 달러 규모의 AI 인프라를 구축하는 계획. 먼저 전력 인프라 및 에너지 업종 수혜가 예상되며, 헬스케어 산업 수혜도 뒤따를 전망. 오라클 회장의 발언처럼 의료 산업은 AI 발전에 따라 가시적 성과를 빠르게 만들 수 있을 것으로 전망

### 트럼프의 패권 전쟁 본격 개시, 흔들리지 않을 본질에 집중하자

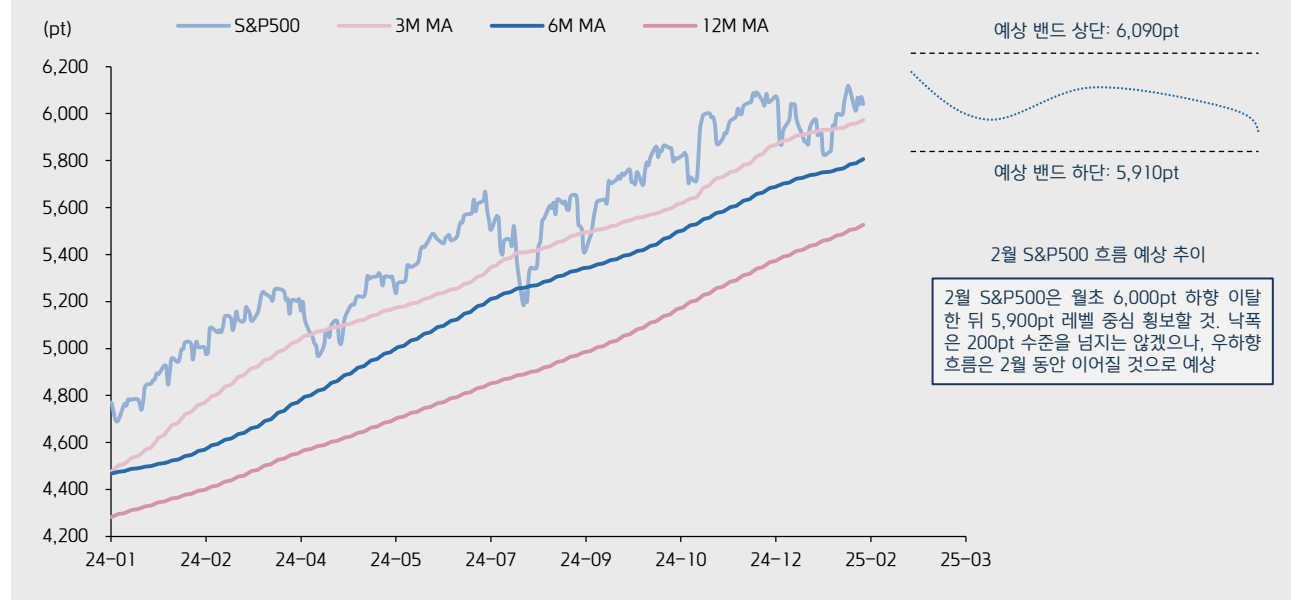
- 높아진 밸류에이션 부담과 이를 정당화했던 상승 재료들의 반전으로 시장은 변동성 높은 장세 시현. 예측이 어려운 변수들이 등장하면서 단기적으로 리스크 관리가 어느 때보다 중요해진 시기. 따라서 국제정세 리스크에서 좀 더 자유롭고 산업단 수혜 포인트가 모순되지 않는 확실한 업종에 집중할 필요
- 트럼프의 관세 타겟은 서비스가 아닌 상품, 대안은 서비스업 중심으로 대응하는 것. 특히 소프트웨어, 엔터테인먼트, 금융 최선호. 전력생산 관련 유틸리티, 천연가스 관련 에너지 업종 차선호
- 소프트웨어-ADSK, AXON, 엔터테인먼트-TTWO, 금융-GS, LPLA, 전력생산-VST, 천연가스-SRE, EQT 제시



### ◆ 딥시크와 관세의 이중고에 따라 Tech 중심 조정 흐름 보일 미 증시

- 2월 S&P500은 월초 6,000pt 하향 이탈 한 뒤 5,900pt 레벨 중심 횡보할 것. 낙폭은 200pt 수준을 넘지는 않겠으나, 우하향 흐름은 2월 동안 이어질 것으로 예상
- 관세 내러티브가 반복적으로 등장하고, 유동성 회수 움직임 및 AI 밸류 부담 등에 따라 증시 조정 장세는 이어질 가능성 존재. 딥시크는 미국 AI 주도권을 뺏을 만큼의 여진을 남기기는 어렵다 판단하지만, 밸류 부담이 높은 AI 관련주 차익실현 트리거로는 작용 가능

S&P500 2월 예상 흐름 및 상하단 밴드

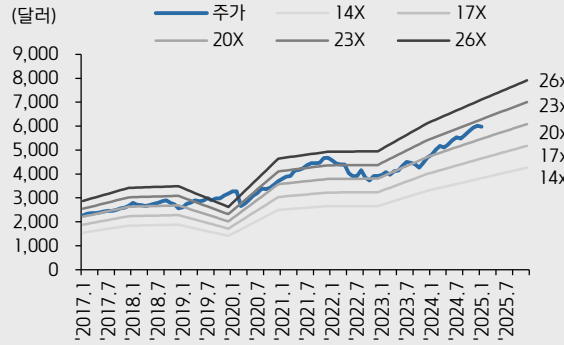


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 미국 주요 지수별 PER 밴드 차트

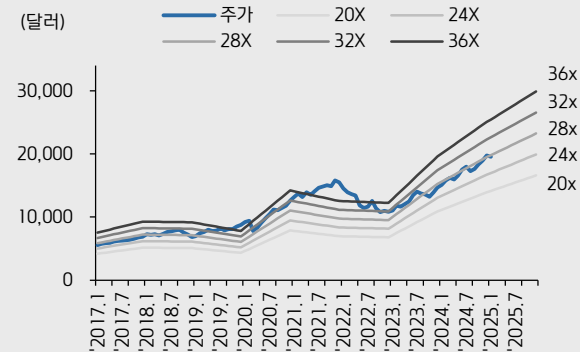


### S&P500 PER 밴드



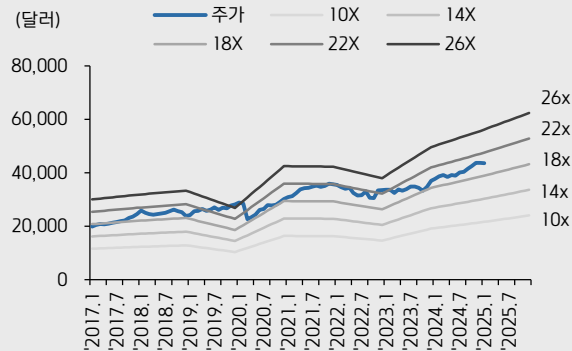
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### NASDAQ PER 밴드



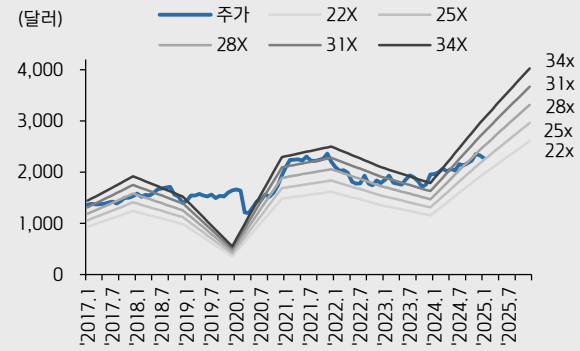
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### DOW PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### Russell2000 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 1월 미국 증시 주요 주가지수: 부진했던 나스닥, 견고했던 다우



### ◆ 1월 미국 증시 Tech 관련주들의 상대적 부진

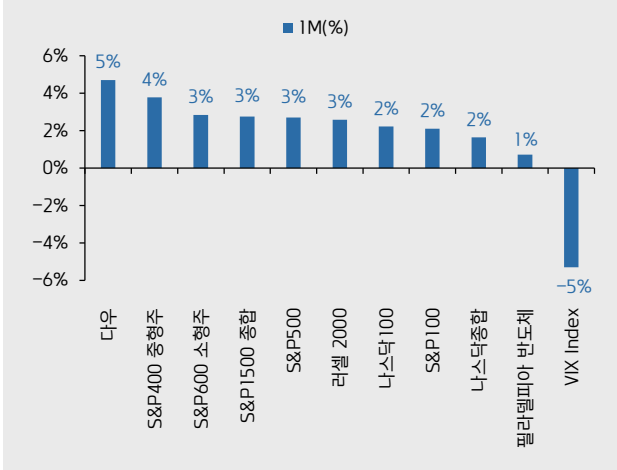
- 주요 주가지수 비교할 경우 나스닥 종합의 1M 수익률은 0.7%로 다우존스 1M 수익률인 4.6%를 크게 하회
- 2024년을 대표하던 반도체, IT 하드웨어 등의 산업이 밸류에이션 부담에 의한 차익실현이 진행되어 하락
- 팔라델피아 반도체지수 수익률은 1월 한달동안 -0.2%의 역성장을 기록. 트럼프 취임 이후 트럼프 트레이딩이 연와인딩 되었고 딥시크 사태로 인한 GPU 수요 불안이 더해지자 밸류 부담이 높았던 반도체 관련주가 조정 받음
- 반면, M&A 활성화 등을 포함한 규제 완화 기대감에 따라 금융 섹터의 분위기가 좋았으며, 다우존스 수익률 반등에 일조

미국 주가지수 기간별 수익률

지수명	종가(pt)	기간별 수익률			
		1M	3M	6M	1Y
다우	44,544.66	4.6%	5.9%	12.1%	15.6%
S&P400 중형주	3,239.04	3.9%	4.4%	9.9%	17.0%
S&P600 소형주	1,448.24	3.0%	4.2%	7.3%	13.2%
러셀 2000	2,287.69	2.7%	3.5%	8.5%	15.9%
S&P1500 종합	1,362.23	2.4%	5.4%	12.7%	22.5%
S&P500	6,040.53	2.3%	5.4%	13.0%	23.1%
S&P100	2,951.07	1.5%	6.5%	14.8%	27.4%
나스닥100	21,478.05	1.3%	7.2%	16.5%	23.8%
나스닥종합	19,627.44	0.7%	7.6%	17.0%	27.8%
팔라델피아 반도체	5,015.85	-0.2%	0.3%	8.9%	17.2%
VIX Index	16.43	-5.6%	-24.9%	-29.8%	18.4%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.01.31일 기준

1월 미국 주가지수 수익률 순위



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.01.31일 기준



## ◆ 모멘텀 전략의 승리, 중소형주 단기 가격 추세에 민감하게 반응한 1월

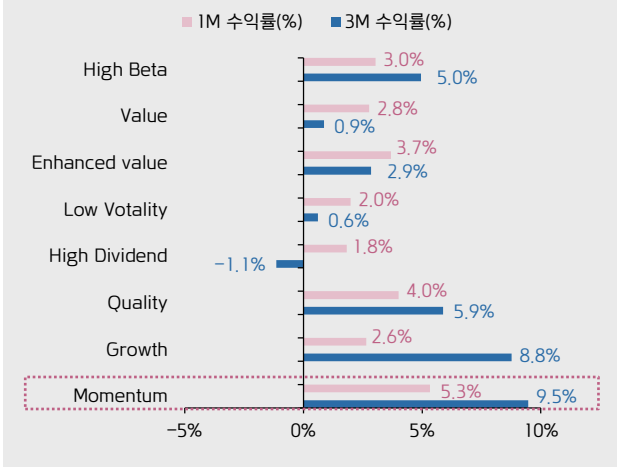
- 스타일 전략 기준 1월 투자자들은 중소형주 중심의 단기 가격 추세에 민감하게 반응하며 자금을 이동시킴
- 모멘텀 전략은 1M 기준 3.65%의 가장 높은 수익률을 기록하며, 단기 상승 종목에 대한 강한 선호와 빠른 포지션 전환을 반영
- Tech에 쏠려 있던 자금이 기타 금융, 헬스케어 쪽으로 분산되었고, 러셀2000 등 중소형주 수익률이 견고했던 점을 감안할 때 중소형 은행 및 제약 바이오 기업에 자금이 집중되었다고 판단
- 반면, 고배당 스타일에 포함된 전통 대형 안정주와 유틸리티 섹터는 단기 가격 상승세에 민감하게 반응하지 못하며 자금 유입이 제한. 이에 고배당 전략은 1M 기준 1.8%로 가장 저조한 수익성 연출

스타일 팩터 기간별 수익률

팩터	1M	3M	6M	1Y	YTD
Momentum	5%	9%	21%	42%	5%
Growth	3%	9%	19%	33%	3%
Quality	4%	6%	11%	24%	4%
High Dividend	2%	-1%	3%	14%	2%
Low Volatility	2%	1%	4%	12%	2%
Enhanced value	4%	3%	7%	14%	4%
Value	3%	1%	5%	12%	3%
High Beta	3%	5%	14%	12%	3%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

1월 기준 가장 견고한 수익률을 보인 팩터는 모멘텀



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

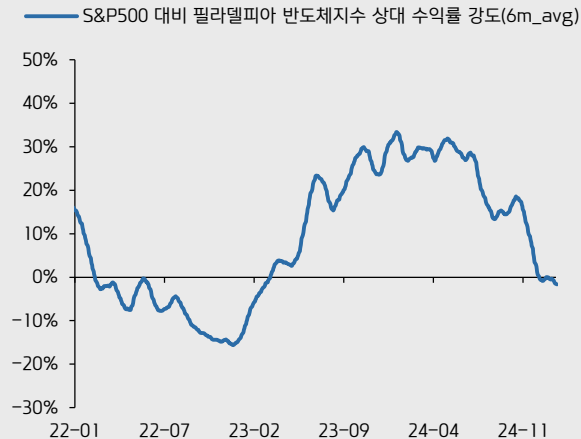




### ◆ 필라델피아 반도체지수 수익률에 대한 현황 및 전망

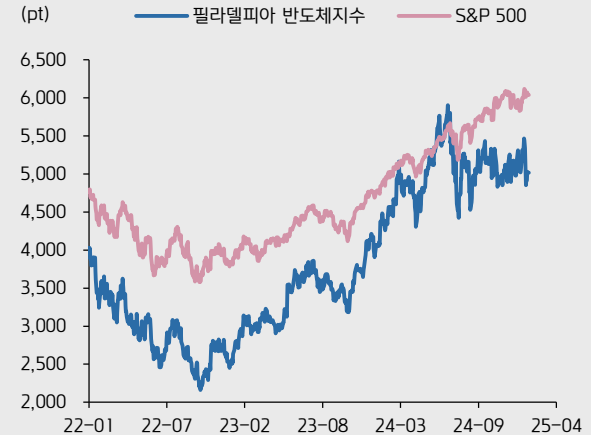
- 1월 필라델피아 반도체지수는 S&P500 대비 약 -1.7% 언더퍼폼. 이는 23년 3월 이후 처음으로 관찰되는 현상. 위 현상이 관찰된 원인은 기술 섹터에 대한 단기 차익실현과 밸류 재조정 매물 확대가 요인
- 트럼프 트레이드 언와인딩 과정 속 투자자들은 Tech 중심 투자에서 잠시 벗어나 금융·헬스케어 및 중소형주 등 단기 모멘텀 효과가 뚜렷한 섹터로 자금을 재분배
- 물론 현재까지 공개된 빅테크 기업들의 24년 4분기 실적은 예상보다 긍정적. 이에 반도체 섹터의 약세 흐름은 단기 실적 개선 기대보다는 전반적인 고평가 위험과 경기 불확실성에 따른 리스크 회피 심리가 작용한 것

S&P500 대비 필라델피아 반도체지수 상대 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

필라델피아 반도체지수와 S&P500 추이



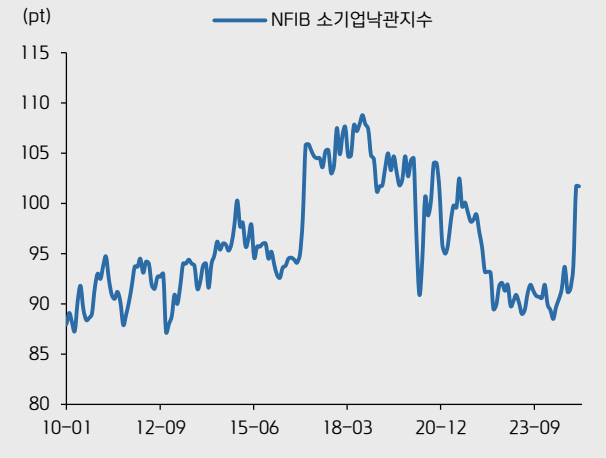
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ 중 소형주 반등이 시사하는 바는?

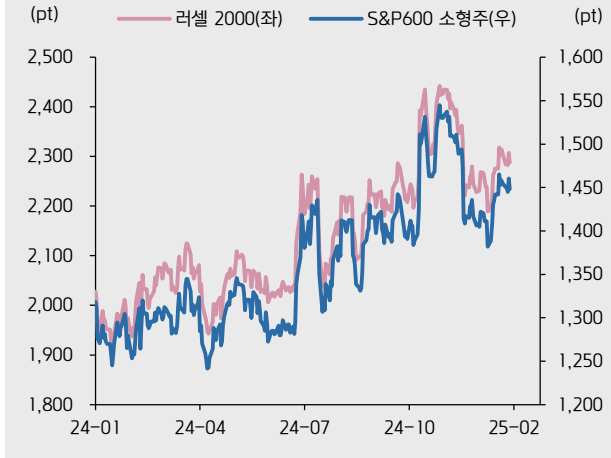
- 1월 공개된 미국 NFIB 소기업낙관지수(소기업 건전성 지표)는 105.1pt로 크게 반등. 이후 1월 러셀2000 및 중 소형주 주가는 우상향하는 모습을 연출
- NFIB 소기업낙관지수 세부 항목을 보면 매출 · 이익 전망치와 보상계획이 높아진 반면, 평균 고용 변화 및 구인건수는 하락. 이는 소기업들이 단기 고용 확장보다는 효율성 강화에 주력하고 있음을 시사
- 또한, 소수의 숙련 인력들로 구성된 AI 및 로봇 관련 소기업들이 극단적으로 높은 생산성 개선을 이루면서 위와 같은 현상을 만들었다 판단. 이에 신고가가 신저가보다 많은 현상이 나타났고, 전체 소기업 중 우수한 기업들이 시장의 기대를 주도
- 1월 미국 증시에서 단기 모멘텀 전략이 높은 수익률을 기록한 점과 중 소형주 중심의 자금 재배분 현상은, 투자자들이 단기 이벤트와 효율성 중심의 기업들에 집중하고 있다는 점과 결을 같이함

미국 NFIB 소기업낙관지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

러셀 2000과 S&P600 소형주 추가 추이

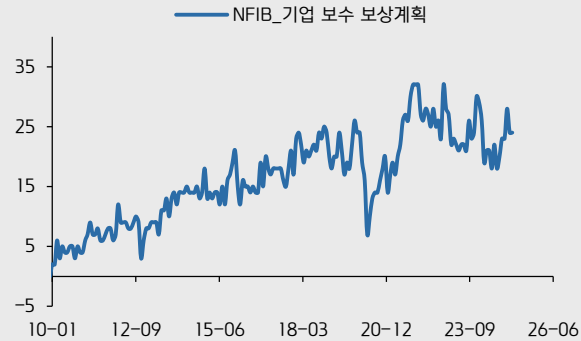


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## NFIB 소기업낙관지수 세부항목 – 매출 기대감 Up, 고용 확충 Down

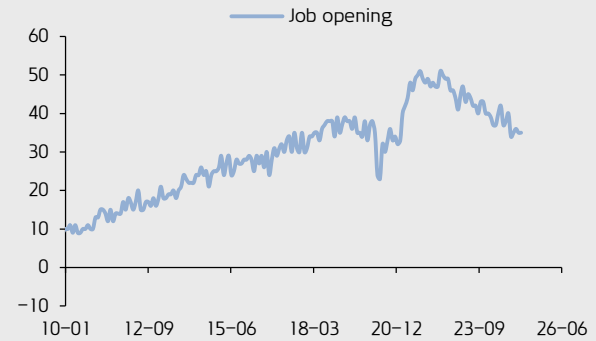


NFIB 소기업낙관지수 기업 보수 보상계획



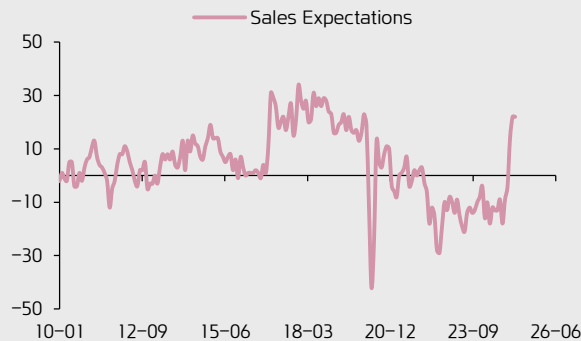
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

NFIB 소기업낙관지수 기업 구인 건수



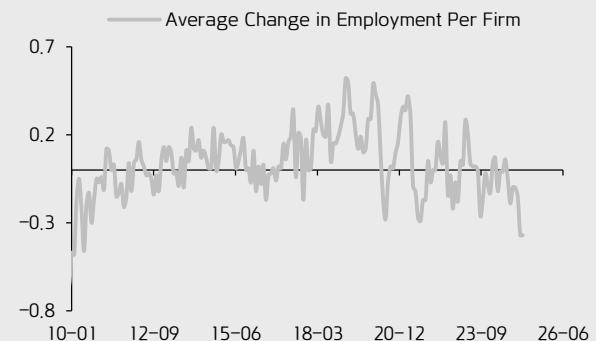
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

NFIB 소기업낙관지수 기업 매출 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

NFIB 소기업낙관지수 기업당 평균 고용 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

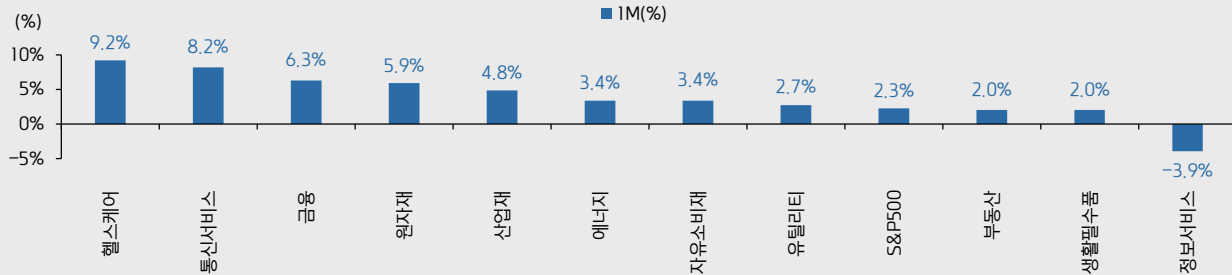


## ◆ 1월, 가장 높은 수익률을 기록한 산업은 헬스케어

- 최근 3개월 부진한 모습을 연출하며 밸류에이션 부담에서 자유롭던 헬스케어 섹터는 Tech 중심 조정 흐름 이어지자, 자금 은신처 역할을 수행하며 1월 가장 높은 수익률 기록. M&A 활성화와 어우러진 빅파마 성장 전략 역시 헬스케어 반등을 유도

GICS Level 1 기준 산업별 수익률 분포

분류	종가(pt)	변화율			PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)		
		1W	1M	3M	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
S&P500	헬스케어	2071.05	0.6%	9.2%	3.1%	22.1	17.9	5.0	4.5	15.3	13.4
	통신서비스	372.33	2.7%	8.2%	16.3%	23.5	21.1	5.2	4.3	12.9	12.1
	금융	1470.636	1.4%	6.3%	10.5%	18.9	17.7	2.5	2.3	13.2	16.0
	원자재	559.03	-0.2%	5.9%	-4.4%	22.7	20.5	2.8	2.7	11.7	11.0
	산업재	1171.34	-1.9%	4.8%	3.4%	26.6	23.2	6.5	5.9	16.4	15.0
	에너지	667.95	-3.8%	3.4%	-1.2%	15.4	14.2	2.0	1.9	7.7	6.7
	자유소비재	1911.569	0.8%	3.4%	18.1%	29.2	30.2	10.3	8.6	16.6	16.3
	유틸리티	395.93	-2.1%	2.7%	-0.2%	19.4	17.7	2.2	2.1	12.6	11.9
	S&P500	6040.53	-1.0%	2.3%	5.4%	25.7	22.2	5.1	4.6	16.5	14.8
	부동산	257.38	-0.6%	2.0%	-3.6%	40.9	19.3	3.0	3.0	19.2	18.3
	생활필수품	869.7	1.9%	2.0%	1.0%	21.6	21.4	6.5	5.9	15.9	14.3
정보서비스	4474.24	-4.6%	-3.9%	2.0%	36.8	28.1	11.9	9.6	26.1	19.7	
나스닥	19627.44	-1.6%	0.7%	7.6%	36.0	28.6	7.1	6.1	21.0	17.5	



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.01.31일 기준



## ◆ 은행과 엔터/미디어 산업의 성장이 확인

- 세부 산업 기준 은행은 1월 9.5%의 수익률을 보이며 가장 높은 성장세 기록. 도트법 개정 등에 따른 트럼프 행정부의 M&A 시장 확대 기대감 및 IPO 시장 활성화 등이 긍정적 영향을 행사. 광고 사업 수익 기반 엔터/미디어 부문도 높은 수익률 기록

GICS Level 2 기준 세부 산업별 수익률 분포

지수명	증가(pt)	기간별 수익률				
		1M	3M	6M	1Y	YTD
은행	516.04	9.5%	16.2%	30.5%	46.6%	45.3%
헬스케어	2,071.05	9.2%	3.1%	2.3%	6.6%	8.0%
엔터/미디어	1,548.71	8.7%	18.0%	28.3%	46.4%	56.4%
유통	5,513.52	6.6%	15.2%	30.1%	36.2%	43.3%
금융	1,470.64	6.3%	10.5%	23.2%	30.1%	34.9%
소재	559.03	5.9%	-4.4%	-1.5%	6.1%	3.8%
식료품	1,002.07	5.9%	11.9%	21.5%	35.1%	41.9%
제약	1,357.71	5.1%	-3.3%	-6.2%	0.9%	4.0%
자본재	1,301.09	5.1%	4.8%	15.2%	26.6%	28.2%
상업 및 전문서비스	711.64	5.0%	3.1%	9.0%	19.8%	24.1%
운송	1,020.39	3.7%	-1.5%	6.7%	1.6%	3.5%
에너지	667.95	3.4%	-1.2%	-1.6%	5.0%	3.1%
통신	149.75	3.0%	1.8%	11.4%	16.2%	22.8%
유틸리티	395.93	2.7%	-0.2%	5.0%	24.5%	21.3%
보험	814.92	2.4%	1.9%	7.0%	21.4%	26.4%
호텔/레저	1,905.61	2.3%	4.1%	24.6%	15.0%	18.3%
S&P500	6,040.53	2.3%	5.4%	13.0%	23.1%	27.4%
부동산	257.38	2.0%	-3.6%	-2.0%	5.7%	1.5%
내구소비재/의류	409.69	2.0%	-0.2%	6.2%	-1.6%	-4.1%
소프트웨어	4,928.40	0.4%	5.3%	10.9%	8.4%	18.1%
음식료 및 담배	794.82	0.1%	-6.4%	-8.0%	-1.3%	-2.1%
가정용품	868.44	-0.6%	-0.7%	-3.3%	1.7%	6.7%
자동차 및 부품	210.69	-3.0%	53.1%	80.5%	92.9%	54.4%
하드웨어	4,354.11	-4.5%	6.0%	9.6%	25.0%	26.3%
반도체 및 장비	5,398.17	-7.8%	-4.3%	12.8%	48.5%	70.1%

자료: Bloomberg, 주)2025.01.31 일 기준



## 월간 Top10 vs Low10 종목 수익률 비교



### ◆ 월간 수익률 Top10 종목 vs Low10 종목

- 월간 수익 상위 종목 중 IT 부문 기업은 거의 포함되지 않은 모습을 보임. 헬스케어, 소비재, 산업재 관련 섹터가 긍정적
- Low 10 종목 구성은 혼재된 양상을 보였으나 엔비디아가 하위 10개 리스트에 포함되어 있다는 것은 의미가 있음

#### 월간 종목별 수익률 분포

월간 수익률 Top10 종목	티커	GICS 업종	시가총액(\$mln)	변화율			
				1W	1M	3M	YTD
CVS 헬스	CVS US EQUITY	헬스케어	71,075	3.5%	23.4%	1.2%	25.8%
Constellation Energy Corp	CEG US EQUITY	유틸리티	94,530	-13.7%	18.9%	16.2%	34.1%
제너럴 일렉트릭	GE US EQUITY	공산업	220,323	3.5%	18.4%	18.6%	22.1%
쓰리엠	MMM US EQUITY	공산업	82,882	1.9%	17.2%	19.6%	17.9%
F5	FFIV US EQUITY	기술	17,246	8.9%	16.9%	28.0%	18.2%
스타벅스	SBUX US EQUITY	자유 소비재	122,314	9.0%	16.3%	8.9%	18.0%
빌더스 퍼스트스텝	BLDR US EQUITY	자유 소비재	19,251	0.3%	16.1%	-2.8%	17.0%
다비타	DVA US EQUITY	헬스케어	14,448	3.5%	15.3%	24.4%	17.8%
Texas Pacific Land Corp	TPL US EQUITY	에너지	29,802	-4.6%	7.1%	10.6%	17.3%
비스트라	VST US EQUITY	유틸리티	57,168	-12.1%	3.5%	40.6%	21.9%
월간 수익률 Low10 종목	티커	GICS 업종	시가총액(\$mln)	변화율			
				1W	1M	3M	YTD
브라운-포맨	BF/B US EQUITY	기본소비재	15,655	-2.7%	-8.9%	-24.3%	-13.1%
허쉬	HSY US EQUITY	기본소비재	30,201	-1.0%	-11.7%	-16.7%	-11.9%
덱커스 아웃도어	DECK US EQUITY	자유 소비재	26,945	-18.3%	-14.4%	12.2%	-12.7%
일렉트로닉 아츠	EA US EQUITY	통신	32,236	5.4%	-16.0%	-18.7%	-16.0%
AES	AES US EQUITY	유틸리티	7,821	-5.2%	-16.9%	-25.2%	-14.5%
엔비디아	NVDA US EQUITY	기술	2,940,514	-15.8%	-16.9%	-11.3%	-10.6%
ON 세미컨덕터	ON US EQUITY	기술	22,286	-4.0%	-18.1%	-26.3%	-17.0%
컨스텔레이션 브랜즈	STZ US EQUITY	기본소비재	32,676	-1.3%	-18.5%	-22.3%	-18.2%
PG&E	PCG US EQUITY	유틸리티	34,214	-5.4%	-23.3%	-21.9%	-22.4%
에디슨 인터내셔널	EIX US EQUITY	유틸리티	20,906	-8.3%	-32.3%	-33.4%	-32.4%

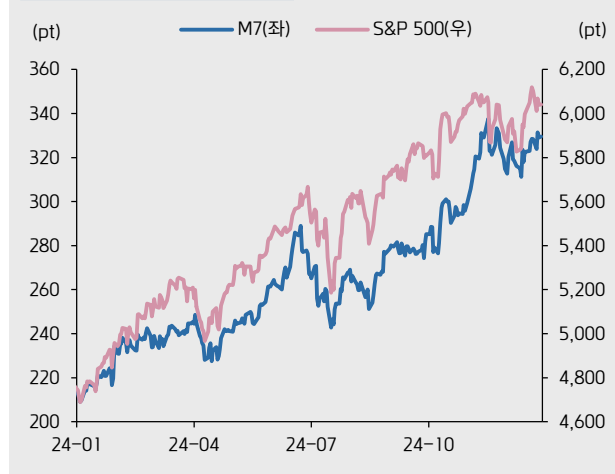
자료: Bloomberg, 주)종목은 S&P500 포함 주식 중 선정, 2025.01.31일 기준



### ◆ 상승 제약이 걸린 M7과 업종별 차별화

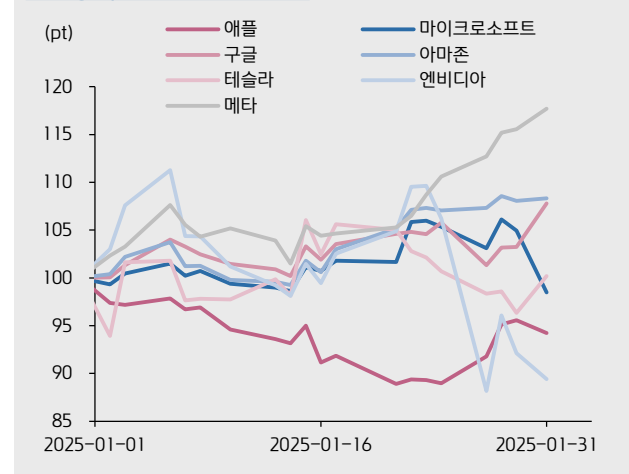
- 1월 M7 평균 주가 상승률은 S&P500의 상승률 대비 둔화되는 모습을 보이며 수급의 쓸림이 점차 해소되는 모습을 보임
- 1월 M7 주가 추이를 보면, 메타는 광고 시장 성장 기대감에 힘입어 꾸준히 상승했지만, 엔비디아는 딥시크 사태의 여파로 하루 기준 17% 급락하며 단일 이벤트가 기술 섹터 내 단기 리스크를 극명하게 부각
- 중국 시장 부진 우려에 직면한 애플 역시 M7 중 상대적으로 약세를 기록. 하지만 딥시크 사태는 애플에게 오히려 기회로 작용하며 이벤트 이후 소폭 반등. AI 모델 훈련 비용 효율화 가능성이 Capex 금액 절감으로 이어질 수 있기 때문
- 이를 종합하면, 1월 M7은 개별 펀더멘탈 이슈와 단기 모멘텀에 따른 섹터 재편이 나타났고, 투자자들은 이벤트 중심 리스크 관리와 기회 포착 전략을 통해 빠르게 자금 재분배를 진행

M7과 S&P500 추이 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

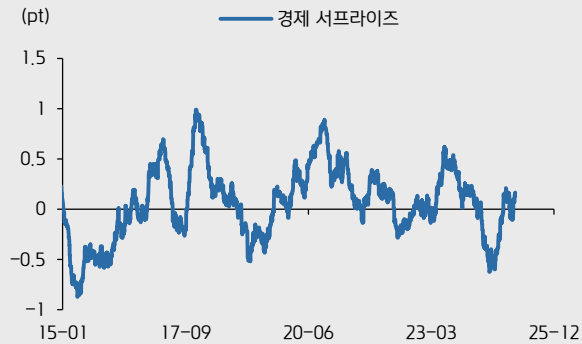
M7 종목별 주가 흐름 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주) 2025.01.01=100

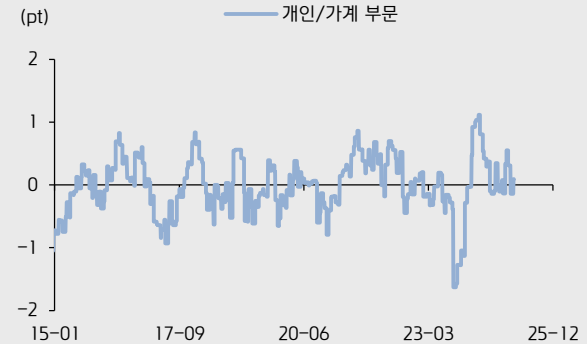


## 경제 서프라이즈 지수



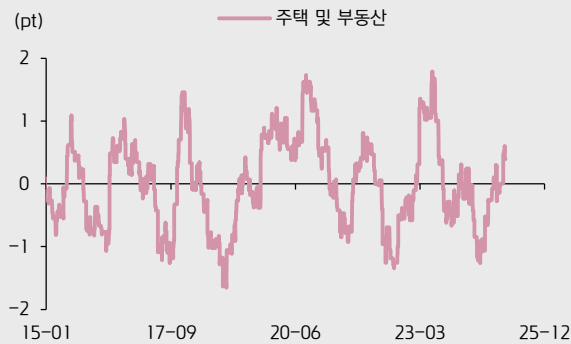
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 경제 서프라이즈 지수 - 개인/가계 부문



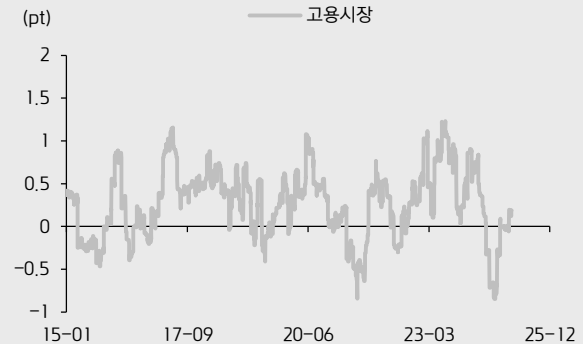
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 경제 서프라이즈 지수 - 주택 및 부동산



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 경제 서프라이즈 지수 - 고용시장



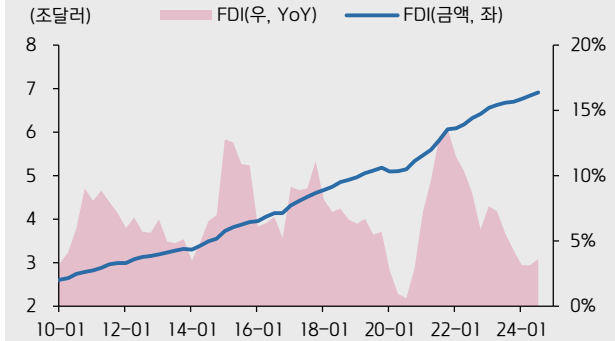
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ 자금 분배 속 독일, 영국, 한국 증시 개선

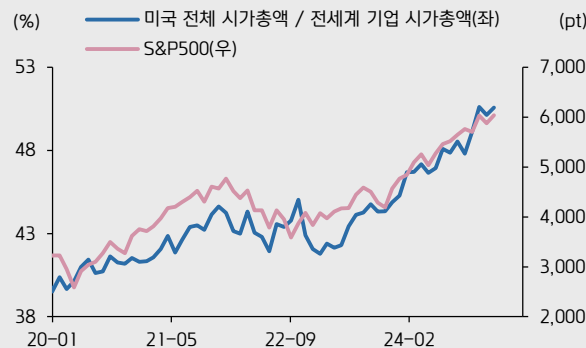
- 1월 자금 이동이 발생하면서(IT→은행 및 헬스케어 / 주도주 →중소형주) 국가별 자금 재분배 역시 진행
- 23년 1월 이후 전세계 증시 속 미국 차지 비율이 계속해서 높아졌지만, 25년 이후 50.5% 수준에서 정체된 상황
- 미국 중심 투자 자금들이 EM 및 유럽 쪽으로 일부 유입되어 독일, 영국, 한국 증시가 미국 대비 우위를 연출
- 일본은 BOJ의 금리인상 기조 속 증시 반등이 저조했고, 중국 역시 덩시크 기대에도 관세 부과 우려 속 부진한 모습 보임

### 미국에 대한 외국인 직접투자 규모 및 상승률



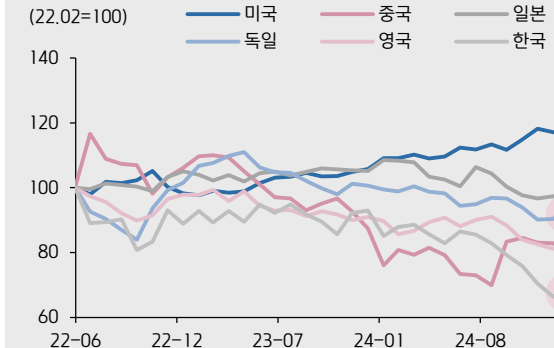
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 전세계 시장에서 미국 기업들이 차지하는 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 2022년 이후 주요 선진국 별 증시 상승 속도 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ 미국 국채금리 변화 요인과 여파

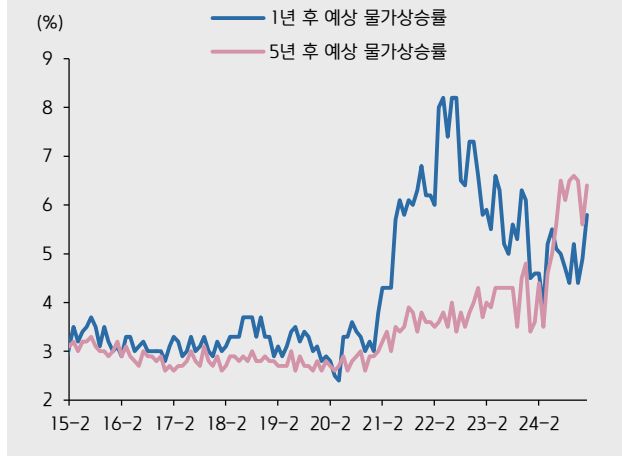
- 미국 10년물과 2년물 국채금리는 1월 상승 추이가 소폭 꺾였으나, 여전히 높은 레벨을 유지하는 상황
- 트럼프 행정부가 캐나다 및 멕시코 25% 관세, 중국 10% 보편적 관세를 강행하겠다고 발언하며 기대 인플레이션을 꾸준히 높이고 있음. 물론 캐나다와 멕시코와의 의사소통 이후 관세 부과 시점이 30일 미루어 졌지만, 관련 노이즈는 금리 상방 압력을 꾸준히 유도하며 기업 밸류에이션 부담을 높일 것
- 다른 관점에서 국채 금리를 볼 경우 유동성 측면에서 해석 가능. 재무부 1분기 QRA 기준으로 보면 미 국채 금리는 1월~3월 국채 발행 확장에 따라 상승 압력이 높을 수 있으나, 4월~6월은 제한적 발행으로 인해 하락 할 수 있음

미국 2Y, 10Y 국채금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미시간 1Y, 5Y 기대인플레이션 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터





## ◆ 1분기 집중적으로 차입 후 2분기 쉬어갈 것, 다만 TGA는 높은 목표 금액 유지

- 재무부는 1분기 QRA를 통해 미국 차입 계획을 공개. 1~3월 차입 수정치는 이전 전망보다 90억 달러 하회한 8,150억 달러로 발표됐고, 4~6월 차입 추정치는 1,230억 달러로 제시
- 1~3월 차입 추정치가 90억 달러 하회한 것은 25년 1Q 현금 잔고가 예상(7,000억 달러)을 220억 달러 웃돌았기 때문. 8,150억 달러 차입 규모는 23년 3분기 이후 가장 큰 액수이며, 20년 4분기 이후 2번째로 큰 금액
- 반면 4~6월 차입 추정치인 1,230억 달러는 22년 4분기 이후 가장 작은 금액. 국채 발행을 통해 1분기 공격적으로 차입하고 2분기 쉬어 가겠다는 재무부의 판단
- 분기말 현금 잔고(TGA)의 목표 금액은 1~6월까지 8,500억 달러로 설정. 1월 말 TGA가 8,250억 달러임을 감안할 때 TGA를 통한 재정 지출은 6월까지 계획하지 않고 있음을 시사. 부채한도 협상이 계획대로 진행될 경우 단기 유동성 회수 흐름 진행될 것

### 현금 잔고(Cash Balance) 변화

현금 잔고	24년 4Q(10월~12월)			25년 1Q(1월~3월)		
	prior	current	변화	prior	current	변화
전망 변화						
Opening Balance	\$886	\$886	\$0	\$700	\$722	\$22
Closing Balance	\$700	\$722	\$22	\$850	\$850	\$0
Impact on Borrowing	(\$186)	(\$164)	\$22	\$150	\$128	(\$22)

자료: Treasury.gov, 키움증권 리서치센터, 주) 단위: 10억 달러

### 재무부의 1분기와 2분기 차입 계획

분기	확정 / 수정	시장성 차입	분기 말 현금 잔고
2024 3Q	확정치	762	886
2024 4Q	이전 전망(24.10.28)	546	700
	확정치	620	722
	전망 수정치	74	22
2025 1Q	이전 전망(24.10.28)	823	850
	현재 전망(25.02.03)	815	850
	전망 수정치	-9	0
2025 2Q	25.02.03	123	850

자료: Treasury.gov, 키움증권 리서치센터, 주) 단위: 10억 달러

## 재무부의 자금 조달 사용 계획 정리 표



### 재무부 자금 조달 및 사용 조정표

분기	확정 / 수정	(1) Financing Need	(2) Marketable Borrowing	(3) All Other Sources	(4) = (2)+(3) Total	(5) = (4)-(1) Change in Cash Balance	(6) End-Of-Quarter Cash Balance	(7) SOMA Redemptions
Oct - Dec 2020	Actual	648	597	-3	595	-53	1729	0
Jan - Mar 2021	Actual	1008	401	1	402	-607	1122	0
Apr - Jun 2021	Actual	591	319	2	321	-270	852	0
Jul - Sep 2021	Actual	751	103	11	115	-637	215	0
Oct - Dec 2021	Actual	480	689	-18	670	191	406	0
Jan - Mar 2022	Actual	423	668	1	669	245	652	0
Apr - Jun 2022	Actual	-180	7	-55	-49	131	782	-30
Jul - Sep 2022	Actual	453	457	-151	307	-146	636	-120
Oct - Dec 2022	Actual	368	373	-194	179	-189	447	-139
Jan - Mar 2023	Actual	656	657	-270	387	-269	178	-221
Apr - Jun 2023	Actual	181	657	-251	406	225	402	-180
Jul - Sep 2023	Actual	520	1010	-235	775	254	657	-158
Oct - Dec 2023	Actual	402	776	-262	514	112	769	-171
Jan - Mar 2024	Actual	483	748	-258	490	7	775	-172
Apr - Jun 2024	Actual	-9	234	-241	-7	3	778	-168
Jul - Sep 2024	Actual	502	762	-152	610	108	886	-91
Oct - Dec 2024	28-Oct-24	580	546	-152	394	-186	700	-75
	2024 Actual	620	620	-164	456	-164	722	-75
	Forecast Revisions	40	74	-12	62	22	22	0
Jan - Mar 2025	28-Oct-24	511	823	-162	661	150	850	-75
	03-Feb-25	520	815	-166	649	128	850	-75
	Forecast Revisions	9	-9	-4	-13	-22	0	0
Apr - Jun 2025	03-Feb-25	-20	123	-144	-20	0	850	-75

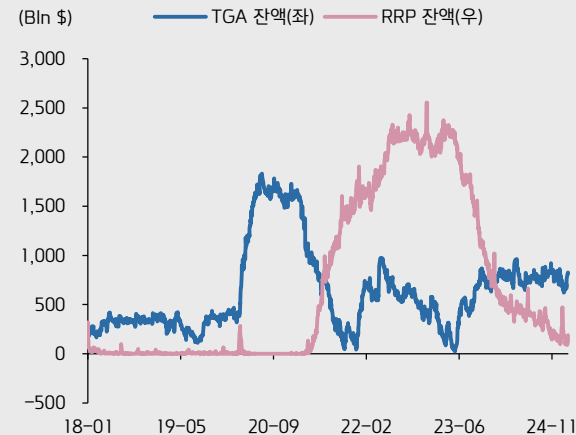
자료: Treasury.gov, 키움증권 리서치센터, 주) 단위: 10억 달러



### ◆ 아직까지는 문제없는 유동성, 다만 이후는?

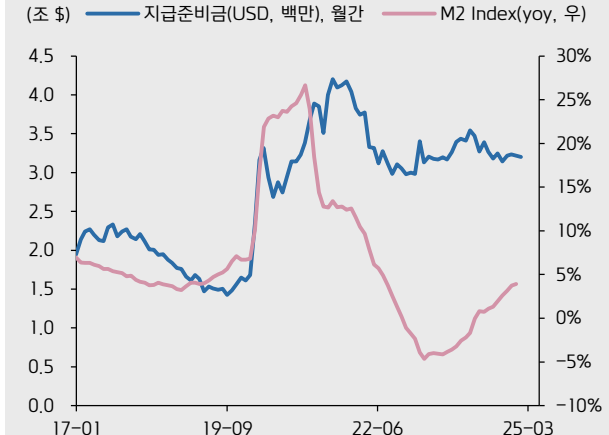
- 1월 말 TGA 잔액은 8,250억 달러이고 역레포 잔액은 1,880억 달러. 1분기 재무부 차입 계획은 8,150억 달러이며 TGA 목표 금액(8,500억 달러) 달성을 위해 250억 달러가 추가적으로 필요
- 그동안 발행 국채를 흡수하며 지급준비금 잔액을 3조 달러 수준으로 고정시켜준 역레포 잔액은 1분기 점차 소진될 가능성 존재. 1분기 재무부의 차입 계획 금액은 8,150억 달러지만, 버퍼 역할을 수행할 역레포 잔고는 1,880억 달러에 그치기 때문
- 역레포 잔고가 소진된 이후에는 국채 인수 자금으로 지급준비금이 사용될 수 있어 시중 유동성 감소로 연결 가능
- 나아가 TGA를 통한 재정 지출 역시 QRA 계획 상 쉽게 이루어질 수 없다는 부분도 타이트한 유동성 환경을 만드는데 일조
- 해당 갭을 채울 수 있는 부분은 트럼프 행정부의 관세 정책과 정부효율부(DOGE)의 예산 효율화. 정부효율부는 2조 달러 정부 지출 감소를 목표하고 있어, 계획대로 진행될 경우 재정 '적자 축소 → 국채 발행 필요 감소' 흐름이 진행될 수 있음

미국 TGA 잔액 및 RRP 잔액



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 지급준비금과 M2 Index



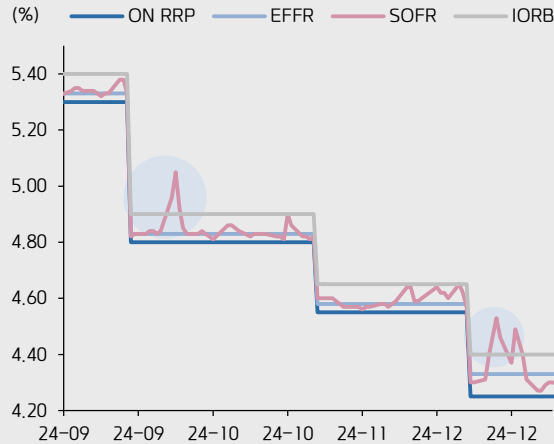
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ 단기 금리를 통해 자금 상황 분석하기

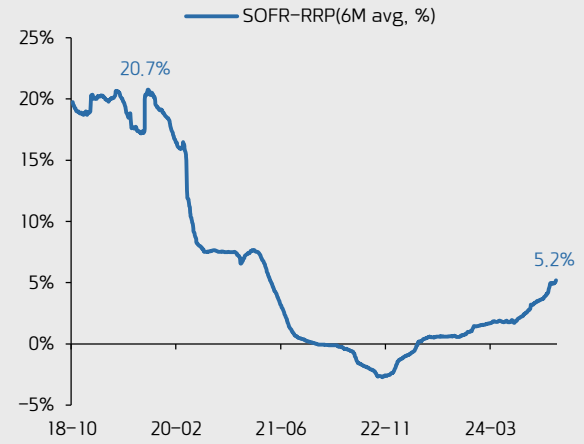
- 국채를 담보로 Repo거래를 진행할 때 적용되는 1일짜리 금리인 SOFR은 연말 IORB를 크게 웃돌며 단기자금 시장 우려를 만들었지만, 1월 이후 금리 하단(ON RRP) 부근으로 되돌아오며 안정된 모습을 연출
- SOFR과 RRP 갭 차이 역시 5.2% 수준에서 머물러 있어 과거 레포 발작이 일어났던 20.7% 레벨을 한참 밑도는 상황
- 이를 통해 볼 때 미국 시장 유동성 쇼크는 아직 걱정할 단계가 아니며, 자금 흐름에 아직 문제가 없음을 알 수 있음
- 다만, 1분기 재무부의 급격한 국채 발행과 제한된 재정 지출이 더해지고, 부채한도 협상도 원만하게 진행되지 않을 경우 단기 자금 시장에 순간적 문제가 발생할 수 있음
- 장기적으로 단기 자금 시장 문제는 연준에 의해 해결될 가능성이 높지만, 단기적 충격이 올 경우 순간적 증시 급락 유도 가능. 이에 대응하기 위해 SOFR 및 RRP 금리 레벨을 꾸준히 모니터링 하는 것이 필요

미국 금리 종류 별 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

SOFR 금리와 RRP 금리 차이 추이



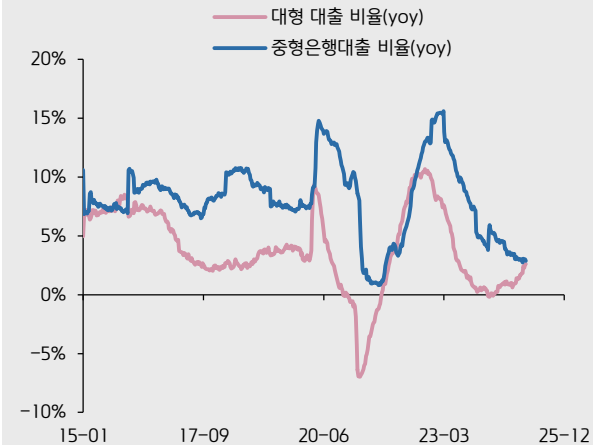
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ 은행 규모로 나누어 본 대출 시장 변화

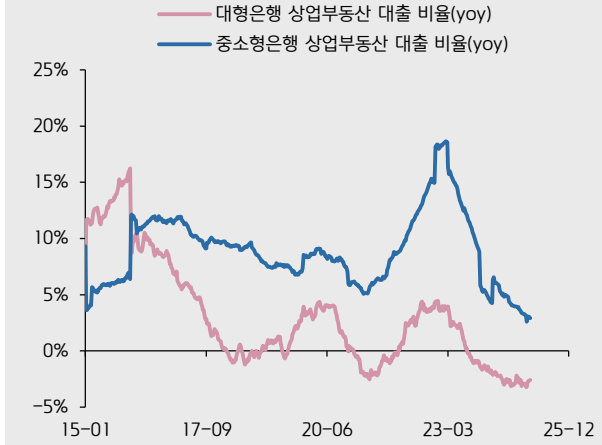
- 유동성 승수가 가장 높은 대출 시장이 대형은행 중심 회복세를 보이고 있음. 대형 은행 대출 상승률은 24년 5월 이후 반등 중
- 24년 4분기 골드만삭스, JP모건, Citi 은행 등 미국 금융주 실적은 대체로 긍정적 모습을 연출. 대출 수요와 공급이 점차 늘어나고 있음이 이를 반증
- 다만, 개인 소매 대출 보다는 기업 인수 및 합병을 위한 주식 인수 대출 비중이 많았고, 트럼프의 친 M&A 행보가 트리거로 작용. 24년 말 이후 미국 IPO 시장은 활성화되고 있으며, 관련 자금 유입이 금융 기업 AUM를 높여 실적 개선을 유도
- 물가 안정을 위해 부동산 공급 확대라는 행정명령을 트럼프가 지시했지만, 아직 해당 부분에 대한 기대감은 시장 내 반영되지 않은 상황. 이에 은행 규모 관계 없이 상업부동산 대출 비율은 지속적으로 하락 중

미국 대형은행과 중형은행의 전년대비 대출 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 대형은행과 중형은행의 상업부동산 대출 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

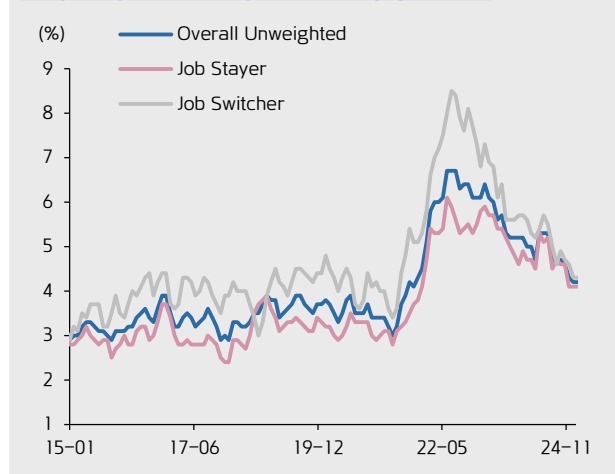




### ◆ 식어가고 있는 고용, 인플레이션 우려는 아직

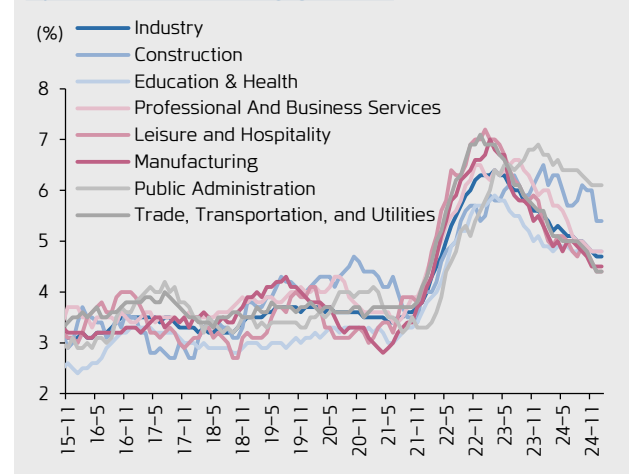
- 12월 비농업고용지표를 보면 일자리 수는 25.6만 건으로 내려왔고, 실업률은 4.1%로 소폭 올랐으며, 시간당 평균 임금 상승률은 3.9%로 하락. 과거 과열 모습을 보이던 고용시장이 점차 식어가고 있음을 알 수 있음
- 이직자와 비이직자 간 임금 상승률이 거의 동일한 수준이라는 점도 고용시장의 수요 공급이 균형에 수렴하고 있음을 시사
- 고용시장 안정 속도를 더디게 만들었던 Construction(건설업) 부문 역시 초과 수요가 일부 개선되며 타 업종 추세로 복귀 중
- 아직 상대적으로 높은 임금 상승률을 보이는 Public Administration(공공행정) 부문 또한 정부효율부(DOGE)가 실무를 시작하며 점차 추세로 복귀할 것이라 판단
- 인건비가 저렴한 불법 이민자 추출로 인해 평균임금 상승률이 높아져 'wage-price spiral' 내러티브가 다시 유입될 것이란 우려도 있으나, 정책 집행 본격화 전이고 기업들의 구인 건수 역시 줄어들고 있어 실물 경제에 미치는 여파는 우려에 비해 제한적일 것

미국 이직자와 비이직자의 임금 상승률 변화



자료: Atlanta Fed, 키움증권 리서치센터

직군별로 살펴본 임금 상승률 추이



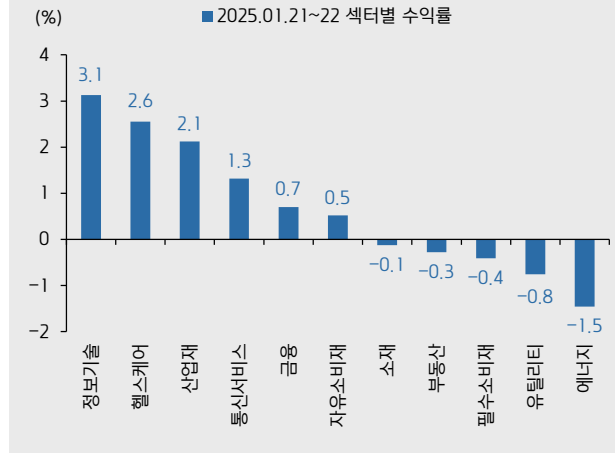
자료: Atlanta Fed, 키움증권 리서치센터



### ◆ 시작된 트럼프의 시대, 주목해볼 행정명령은?

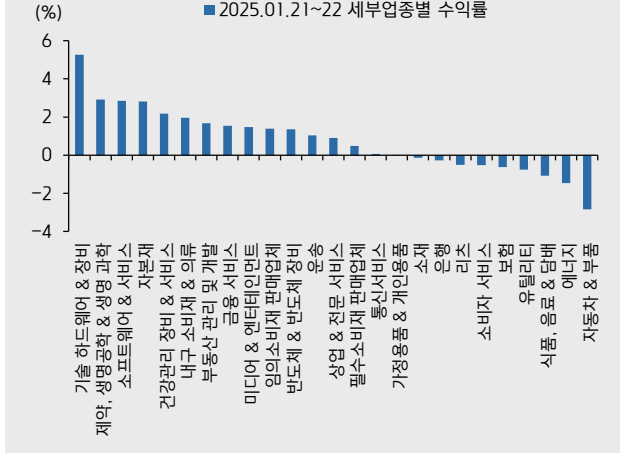
- 트럼프는 취임과 동시에 46개의 행정명령을 발표하며 이민 정책, 에너지 정책을 우선시하고 바이든 정책 78개를 무효화하여 정책 전환 돌입을 선포
- 관세 정책은 재정·상무장관과 USTR 간 협의 필요로 즉각 시행되지 않고, 관세를 협상의 도구 또는 무기로 사용할 방향성을 설정한 후 점차 구체화할 가능성이 존재. 캐나다, 멕시코 대상 관세 부과 협박은 했으나 대화 후 30일 연장한 것은 이를 반증
- 주요 행정명령은 남부 국경 수호(군사 개입, 물리적 장벽 건설), 가계 물가 안정(주택·의료비·에너지 비용 절감), 파리협정 탈퇴, 에너지 인프라 확대 등 경제·안보 전반에 걸친 세부 방안을 포함
- 특히 멕시코 카르텔의 테러 조직 지정, 국경 방어 임무 강화, 공무원 보호조치 폐지, DEI 프로그램 철회 등 규제 완화와 외교·안보의 전면적 변화가 예상 가능

트럼프 취임 직후 섹터별 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 취임 직후 세부 업종별 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 트럼프 취임 직후 공개된 행정명령 및 포고문 핵심 내용 ①



백악관에서 공개한 행정명령 및 포고문	핵심 내용
Initial Rescissions Of Harmful Executive Orders And Actions	유해하다고 판단된 이전 행정부의 행정명령 철회.
Return to In-Person Work	연방 공무원들의 재택근무 종료 및 사무실 복귀 명령.
Regulatory Freeze Pending Review	새로운 규제 시행을 중단하고 검토를 지시.
Hiring Freeze	연방 정부 부처의 신규 채용을 중단.
Delivering Emergency Price Relief for American Families and Defeating the Cost-of-Living Crisis	물가 안정과 생활비 위기 완화를 위한 긴급 조치.
Putting America First In International Environmental Agreements	국제 환경 협약에서 미국의 이익을 우선.
Application Of Protecting Americans From Foreign Adversary Controlled Applications Act To TikTok	TikTok과 같은 외국 영향 앱에 대한 규제 적용.
Withdrawing The United States From The World Health Organization	세계보건기구(WHO)에서 탈퇴.
Restoring Accountability To Policy-Influencing Positions Within the Federal Workforce	정책에 영향을 미치는 연방 공무원의 책임 강화.
Holding Former Government Officials Accountable For Election Interference And Improper Disclosure Of Sensitive Governmental Information	선거 개입 및 기밀정보 유출에 연루된 전직 관료에 대한 책임 추궁.
Declaring A National Emergency At The Southern Border Of The United States	미국 남부 국경에서 국가비상사태 선언.
America First Trade Policy	보호무역 정책 강화 및 미국 우선 무역 정책 추진.
Clarifying The Military's Role In Protecting The Territorial Integrity Of The United States	군대가 국경 보호와 영토 방어에서 수행할 역할을 명확히 함.
Unleashing American Energy	화석연료 개발과 에너지 생산 규제 완화.
Realigning the United States Refugee Admissions Program	난민 수용 정책 재조정.
Protecting The Meaning And Value Of American Citizenship	시민권 부여 기준 강화로 시민권의 가치를 보호.
Securing Our Borders	국경 단속과 밀입국 방지 강화.
Putting People Over Fish: Stopping Radical Environmentalism to Provide Water to Southern California	남가주 지역에 물 공급을 확대하기 위해 환경 규제를 완화.
Restoring The Death Penalty And Protecting Public Safety	사형제 부활 및 공공 안전 강화.
Restoring Accountability for Career Senior Executives	고위 경력직 공무원의 책임 강화.

자료: White house, 키움증권 리서치센터

## 트럼프 취임 직후 공개된 행정명령 및 포고문 핵심 내용 ②



백악관에서 공개한 행정명령 및 포고문	핵심 내용
Declaring a National Energy Emergency	에너지 위기에 대한 국가 비상사태 선언.
Temporary Withdrawal of All Areas on the Outer Continental Shelf from Offshore Wind Leasing and Review of the Federal Government's Leasing and Permitting Practices for Wind Projects	대륙붕 지역에서 해상풍력 사업 임대를 일시 중단.
Reevaluating And Realigning United States Foreign Aid	해외 원조 정책 재검토 및 조정.
The Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) Global Tax Deal (Global Tax Deal)	글로벌 법인세 협약 재검토.
Protecting The American People Against Invasion	불법 이민과 국경 안보 위협에 강경 대응.
Unleashing Alaska's Extraordinary Resource Potential	알래스카 지역의 자원 개발 촉진.
America First Policy Directive To The Secretary Of State	국무장관에게 '미국 우선' 외교 정책 지시.
Establishing And Implementing The President's "Department Of Government Efficiency"	정부 효율성 증진을 위한 새로운 부서 설립.
Defending Women From Gender Ideology Extremism And Restoring Biological Truth To The Federal Government	금진적 성 정체성 이념에 대한 반대 및 생물학적 성의 기준 복원.
Ending Radical And Wasteful Government DEI Programs And Preferencing	다양성, 형평성, 포용(DEI) 프로그램 축소 및 우대 정책 중단.
Reforming The Federal Hiring Process And Restoring Merit To Government Service	연방 공무원 채용 절차 개혁 및 능력 기반 채용 복원.
Designating Cartels And Other Organizations As Foreign Terrorist Organizations And Specially Designated Global Terrorists	마약 카르텔과 기타 조직을 외국 테러조직으로 지정.
Guaranteeing The States Protection Against Invasion	각 주를 침략으로부터 보호할 헌법적 권리를 보장.
Keeping Americans Safe in Aviation	항공 안전 강화.
Ending Illegal Discrimination And Restoring Merit-Based Opportunity	불법 차별을 없애고 능력 기반 기회 부여를 복원.
Fact Sheet: President Donald J. Trump Delivers Emergency Price Relief for American Families to Defeat the Cost-of-Living Crisis	생활비 위기 해결을 위한 긴급 물가 안정 조치 발표.
Fact Sheet: President Donald J. Trump Declares a National Emergency at the Southern Border	남부 국경에서 국가비상사태 선언에 대한 구체적 내용 발표.
Declaring a National Energy Emergency	에너지 위기에 대한 국가 비상사태 선언.
Temporary Withdrawal of All Areas on the Outer Continental Shelf from Offshore Wind Leasing and Review of the Federal Government's Leasing and Permitting Practices for Wind Projects	대륙붕 지역에서 해상풍력 사업 임대를 일시 중단.
Reevaluating And Realigning United States Foreign Aid	해외 원조 정책 재검토 및 조정.

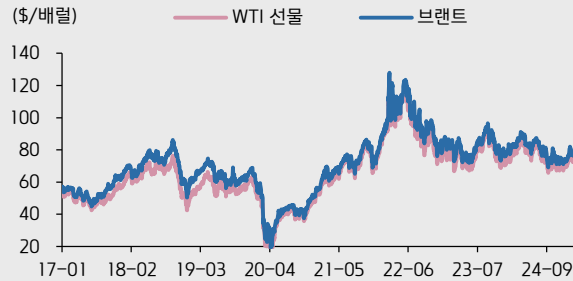
자료: White house, 키움증권 리서치센터



### ◆ 에너지 가격 안정화를 위한 트럼프의 행정명령

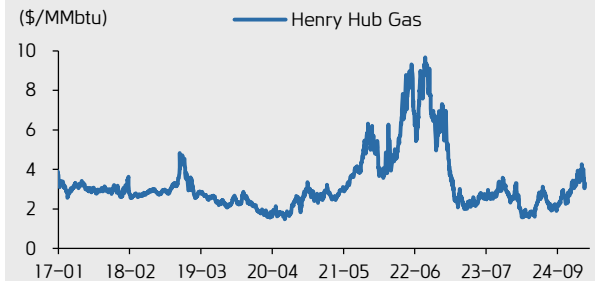
- 트럼프는 파리협정과 유엔 기후변화협약 탈퇴를 진행하며 해당 부분 예산을 동결. 또한, 에너지 인프라 확대(파이프라인 등), E15 휘발유(바이오 연료) 사용 확대, 대륙붕 해상풍력 임대·허가 일시 중단, 알래스카 LNG·석유·광물 등 자원 개발 촉진 등을 강조

#### WTI와 브랜트유 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

#### 천연가스 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

#### 구리선물 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

#### 석탄선물 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터





### ◆ 에너지 가격 안정화를 유도할 트럼프

- 트럼프는 물가 안정 관련 행정명령에서 주택 공급 방안을 첫번째로 언급. 모기지 금리가 높은 수준에 머물러 있어 기존 주택 매매 활성화에는 시간이 걸릴 수 있겠으나, 신규 주택 착공 및 신규주택매매 시장이 활력을 찾을 수 있는 방향을 모색할 것

신규주택매매 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

NAHB 주택시장지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

30년 고정 모기지 금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

신규 주택 착공건수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ 스타게이트 프로젝트란

- 트럼프는 25년 1월 21일(현지시간) 미국 내 새로운 AI 인프라 구축을 위해 4년간 5,000억 달러를 투자할 계획을 발표했으며, 초기 1,000억 달러를 즉시 집행하고 텍사스 애빌린에 100만 평 피트 규모의 데이터 센터 설치를 진행할 것이라 공표
- AI 인프라 프로젝트의 시행 주체는 재정 책임을 맡은 SoftBank와 MGX, 운영 책임을 맡은 OpenAI, 데이터 센터 운영을 담당하는 Oracle, 그리고 기술 파트너로 Arm, NVIDIA 등이 참여하여 대규모 협력 체계를 구성
- 프로젝트 발표 후 전력 설비(변압기, 광케이블 등)와 전력망 인프라 종목 및 원자력 관련주가 수혜를 입으며 주가 상승세 기록
- 헬스케어 섹터 역시 프로젝트 수혜를 받으며 IT를 제외한 산업 중 가장 높은 수익성을 기록. ORACLE 회장이 AI로 인한 암과 심장병 치료 발전 가능성을 언급하는 등 제약 바이오 부문은 AI 수혜를 가장 선제적으로 볼 산업 중 하나로 판단

#### 트럼프의 스타게이트 프로젝트 발표



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

#### 스타게이트로 프로젝트로 인한 예상 경제 효과

항목	세부 내용
고용 창출 효과	직접 일자리 10만 개 이상, 간접 일자리 4만 6천 개 추가
경제 성장 촉진	연간 2,800억 달러 경제 효과, AI 연구 35% 증가
산업별 파급 효과	건설 +22%, 에너지 +18%, 의료 연간 150억 달러 효과
글로벌 경쟁력 강화	AI 연구 중국 대비 1.7배, 수출 연간 2,000억 달러 증가
에너지 시장 변동	전력 수요 전체 7% 증가, 태양광·풍력·원자력 투자 확대

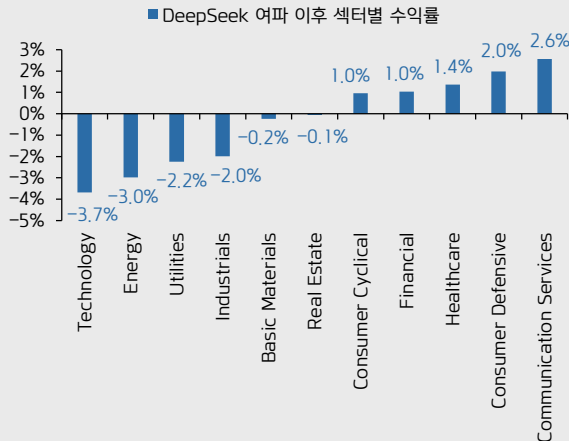
자료: 키움증권 리서치센터



### ◆ 딥시크의 기술적 의의와 AI 산업에 미칠 전망

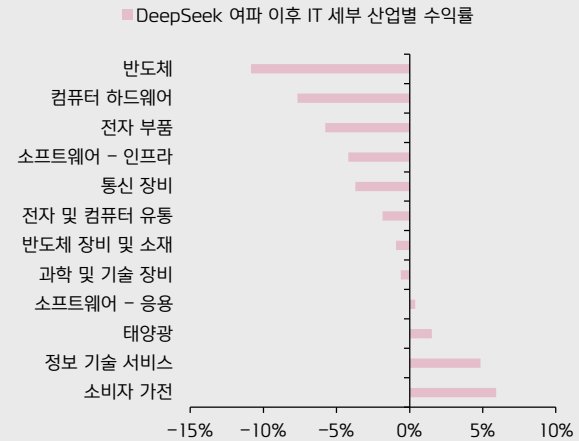
- 딥시크는 LLM V3 모델을 메타 Llama 3 대비 1/10 비용인 560만 달러로 개발했음에도 GPT 수준의 고성능을 달성했으며, 이로 인해 고가 반도체 필요성에 의문이 생기며 엔비디아 등 반도체 및 에너지·유틸리티 관련 기업 주가가 큰 폭으로 급락
- 딥시크 논문을 살펴보면 강화 학습(RL) 중심 훈련 모델, 지식 증류(Distillation), MoE(Mixture of Experts)를 통한 연산 최적화 등으로 데이터 비용을 절약했고 계산 효율을 극대화하여 저비용 고성능 모델을 만들었음을 알 수 있음
- 기술적 의의는 훈련 알고리즘 개선을 통한 소형 AI 모델 성능 제고에 있으나, 거대 Base 모델 없이 독립적으로 운영되기 어렵고 범용성과 안전성 문제로 다양한 현실 변수를 대응하기 어렵다는 한계가 존재
- 이에 딥시크 여파는 단기 관점에서 소형 모델의 효율적 학습에 힘입어 엣지 AI 및 온디바이스 AI 산업이 수혜를 받을 것으로 예상하며, 장기 관점으로는 Jevons의 역설에 따라 AI 산업 전반의 성장 촉진과 중소형 AI 기업의 시장 진입 활성화로 연결될 것

딥시크 여파 속 섹터별 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

딥시크 여파 속 IT 세부 섹터별 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## ◆ 딥시크의 기술적 의의와 AI 산업에 미칠 전망

- 딥시크는 강화 학습(RL), 지식 증류(Distillation), MoE 등 기술로 소형 모델의 효과적 학습을 가능하게 해 AI 전문가들로부터 기술적 인정을 받고 있으며, 소형 모델의 비용 절감과 성능 개선에 기여하고 있음
- 엣지 AI는 중앙 데이터센터가 아닌 현장에서 직접 연산을 수행하는 기술로, IoT, 스마트 공장, 자율주행 선박 등 다양한 산업에서 수요가 증가하고 있으며 딥시크의 소형 모델 학습 기술이 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단
- 온디바이스 AI는 스마트폰, 태블릿, 웨어러블 기기 등 개별 디바이스에 AI를 내장하는 기술로, 네트워크 연결 없이 자체 연산이 필요하므로 딥시크의 소형화 모델과 기술이 중요한 역할을 할 것으로 전망
- 딥시크의 기술은 아직 텍스트 중심 모델에 주로 적용되지만 소형 모델 학습의 큰 진전을 이루었으며, 향후 엣지 AI와 온디바이스 AI 산업의 성장을 보조할 수 있는 중요한 기반 기술로 발전할 가능성이 존재

딥시크에 의한 엣지 AI 손해 정리

구분	주요 산업 / 활용 사례	소형 모델 도입 손해	기대 효과
엣지 AI	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 스마트 공장 (제조 라인 불량 검출)</li> <li>- 자율주행 (차량 내 실시간 판단)</li> <li>- 산업용 IoT (설비 예지보전)</li> <li>- 스마트시티 (교통/치안 모니터링)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>낮은 지연</b>: 데이터 센터 왕복 없이 현장에서 연산</li> <li>- <b>비용 절감</b>: 대용량 영상·센서 데이터 업로드 최소화</li> <li>- <b>전력/자원 효율</b>: 소형 모델로 엣지 디바이스에서도 무리 없는 추론</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 라인 정지/사고 방지 등 실시간 대응 가능</li> <li>- 네트워크 장애에도 독립적으로 작동</li> <li>- 비용 절감 및 고장 사전예방 등 생산성 향상</li> </ul>

자료: 키움증권 리서치센터

딥시크에 의한 온디바이스 AI 손해 정리

구분	주요 산업 / 활용 사례	소형 모델 도입 손해	기대 효과
온디바이스 AI	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 소비자 가전 (스마트 스피커, TV)</li> <li>- 스마트폰 (사진 분류, AR, OCR)</li> <li>- 웨어러블 (건강 모니터링)</li> <li>- 로봇청소기·드론 등 가정/개인용 기기</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>오프라인 동작</b>: 인터넷 연결 없이도 AI 기능 수행</li> <li>- <b>프라이버시 강화</b>: 민감/개인 데이터 디바이스 내에서만 처리</li> <li>- <b>저전력</b>: 모델 크기가 작아 모바일, 웨어러블 배터리 소모 최소화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 사용자 경험 개선 (즉각적 응답)</li> <li>- 인터넷 미연결 환경에서 지속적 AI 서비스 가능</li> <li>- 개인 데이터 유출 리스크 감소 + 보안성 확보</li> </ul>

자료: 키움증권 리서치센터

## 엣지 AI 및 온디바이스 AI의 세부 산업과 관련 종목



분야	세부 산업	주요 기업 및 기술	분야	세부 산업	주요 기업 및 기술
엣지 AI	스마트 공장/제조업	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Siemens: 산업 자동화, 디지털 트윈 솔루션 제공</li> <li>- Bosch: IoT 센서 및 생산 라인 자동화</li> <li>- ABB: 로봇팔 및 자동화 시스템</li> <li>- GE(General Electric): 산업 IoT 플랫폼 Predix</li> <li>- Rockwell Automation: 공장 제어 시스템 및 산업 소프트웨어</li> </ul>	온디바이스 AI	스마트폰/모바일	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Apple: A 시리즈·M 시리즈 칩에 뉴럴 엔진 내장</li> <li>- Samsung: 엑시노스 NPU 기반 Bixby 음성인식</li> <li>- Google: Pixel 텐서 칩으로 번역·사진 분류</li> <li>- Xiaomi, OPPO, Vivo: 자체 AI 칩, 카메라 최적화</li> </ul>
	자율주행·자동차	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tesla: 차량 내 FSD 컴퓨터 기반 자율주행</li> <li>- Waymo: 자율주행 전용 하드웨어 및 SW 스택</li> <li>- Cruise: 자율주행 택시 및 배달 서비스</li> <li>- Mobileye: 차량용 카메라, 라이다, 레이다 통합 인식 솔루션</li> </ul>		웨어러블·헬스케어	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Apple Watch: 심전도(ECG) 데이터 처리</li> <li>- Fitbit(구글): 심박수 및 수면 리듬 분석</li> <li>- Garmin: 스포츠 웨어러블로 산소포화도 모니터링</li> <li>- Samsung Galaxy Watch: 혈압, ECG 처리</li> </ul>
	산업용 IoT/에너지	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Schneider Electric: 에너지 관리 및 자동화 솔루션</li> <li>- Hitachi: IoT 플랫폼 Lumada</li> <li>- Honeywell: 제조·건축·항공 IoT 솔루션</li> <li>- Siemens Energy: 전력망 자동화 제어 시스템</li> </ul>		스마트홈/소비자 가전	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Amazon Echo: 오프라인 음성 명령 인식</li> <li>- Google Nest: 온디바이스 음성 감지</li> <li>- LG전자: ThinQ 플랫폼으로 가전기기에 AI 내장</li> <li>- Sony: 스마트 TV 및 이어폰에 NPU 기반 음성 처리</li> </ul>
	스마트시티/공공 인프라	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cisco: 네트워크 장비 및 엣지 데이터 처리</li> <li>- Huawei: 5G 인프라, 도시 영상분석 AI 솔루션</li> <li>- NEC: 교통, 치안 자동화 시스템</li> <li>- LG CNS: 스마트시티 통합 플랫폼 및 교통 관제</li> </ul>		로봇·드론·가정용 AI	<ul style="list-style-type: none"> <li>- iRobot: 로봇청소기 맵핑 및 장애물 인식</li> <li>- DJI: 드론의 실시간 장애물 회피</li> <li>- Boston Dynamics: Spot 로봇 현장 데이터 로컬 프로세싱(클라우드 연동도 일부 사용)</li> </ul>
	로컬 엣지 하드웨어	<ul style="list-style-type: none"> <li>- NVIDIA Jetson: 임베디드 GPU 모듈</li> <li>- Intel Movidius: 저전력 비전 프로세서</li> <li>- Qualcomm(Snapdragon): IoT 디바이스용 SoC</li> <li>- ARM: 엣지 디바이스용 저전력 CPU 아키텍처</li> </ul>			

자료: 키움증권 리서치센터

## 2025년 2월 추천 종목 리스트: 트럼프發 패권 전쟁 본격 개시, 흔들리지 않을 본질에 집중하자



### "단기 리스크에서 자유로운 업종+우려가 과도한 업종" 속 기회 찾기

테마	업종	세부 테마	종목	투자 포인트	시가 총액 (\$mln)	1M (%)	YTD (%)
AI/전력 수요 증가	IT	소프트웨어	오토데스크(ADSK)	<ul style="list-style-type: none"> <li>건축, 엔지니어링, 건설, 미디어, 엔터테인먼트, 제조 등 다양한 분야의 소프트웨어를 개발 및 공급</li> <li>수직적인 사업 모델 특성상 AI 소프트웨어 시장 경쟁 심화에도 선두적인 위치 유지할 가능성 높음</li> <li>트럼프 집권 이후 제조/건설업 업황 개선 기대감에 더해 전력망 인프라 설계에도 적용 가능</li> </ul>	65,973	4.3	3.8
	통신 서비스	엔터테인먼트	테이크 투 인터랙티브 소프트웨어(TTWO)	<ul style="list-style-type: none"> <li>비디오 게임 개발 기업으로 GTA 시리즈, 레드데드리머션 시리즈, NBA 2K 등 대형 IP 보유</li> <li>트럼프와 국제 정세 불확실성 속 비교적 안전한 포지션을 보유한 엔터테인먼트 업종이자, 올 가을 GTA 6 출시 기대감도 형성된 상황</li> </ul>	32,235	-2.8	-0.3
	산업재	보안/소프트웨어	엑손 엔터프라이즈 (AXON)	<ul style="list-style-type: none"> <li>테이저건, 바디캠, 드론 등 하드웨어와 경찰 전용 소프트웨어 개발/판매하는 보안 솔루션 기업</li> <li>현재 미국 연방 및 지방 정부, 경찰, 교정시설 등 법 집행 기관이 주요 고객으로 진입장벽 높음</li> </ul>	50,550	10.3	11.5
전력 수요 증가/LNG 확대	유틸리티	전력생산	비스트라 에너지(VST)	<ul style="list-style-type: none"> <li>전력 수요 대비 신규 공급 여전히 부족한 상황이기에 여전히 긍정적인 관점 유지</li> <li>인수를 통한 원자력 비중 확대 추진, 천연가스, 석탄, 석유, 태양광 등 다양한 전력 포트폴리오</li> </ul>	57,270	3.7	22.1
	유틸리티	LNG 수출/전력공급	샘프라(SRE)	<ul style="list-style-type: none"> <li>북미 지역에 전기와 천연가스를 송배전 및 저장하는 에너지 인프라 기업</li> <li>텍사스 주요 전기 송배전 기업인 Oncor(지분 80%) 인수하면서 텍사스 전력 시장 진출</li> <li>전력 수요 확대와 LNG 수출 확대 모멘텀 유효</li> </ul>	51,578	-7.1	-7.2
	에너지	업스트림+미들스트림	EQT(EQT)	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국 최대 천연가스 생산 기업으로 천연가스 파이프라인 운송 기업인 Equitrans Midstream와의 합병을 통해 생산과 운송을 통합한 수직 계열화(업스트림+미들스트림) 달성</li> <li>동종업계 대비 비용 구조 개선으로 손익분기점을 낮춰 현금 창출 능력을 강화한 점이 차별화 요인</li> <li>전력 수요 확대와 LNG 수출 확대 모멘텀 유효</li> </ul>	31,117	10.9	13.1
금융 규제완화/M&A 확대	금융	은행	골드만삭스(GS)	<ul style="list-style-type: none"> <li>트럼프 금융 규제 완화 및 법안세 인하 효과로 캐피탈 시장이 가속화될 경우, 대형은행 가운데 투자은행 비중(61%)이 높은 동사에 수혜</li> <li>바젤3 최종안(Basel 3 Endgame) 축소/폐기시 은행주 전반에 긍정적으로 작용할 수 있을 듯</li> </ul>	204,207	9.3	10.8
	금융	브로커리지/운용	LPL 파이낸셜 홀딩스 (LPLA)	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국 최대 독립 금융 브로커리지 기업으로 금융 자문과 중개 서비스, 금융 기술 플랫폼 제공</li> <li>트럼프 금융 규제 완화 및 법안세 인하 효과로 캐피탈 시장이 가속화될 경우, 금융 자문 및 중개 시장에서 가장 큰 규모를 보유한 동사의 구조적 이점으로부터 자문 수요 집중될 가능성 有</li> </ul>	27,098	8.6	10.8

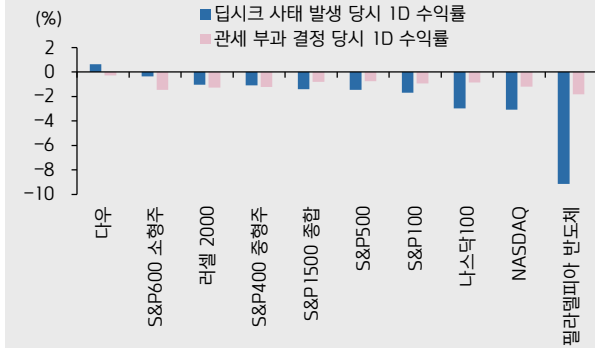
자료: 키움증권 리서치센터  
주: 2025.02.04 기준



## ◆ 트럼프 관세와 DeepSeek가 하락의 명분 제공

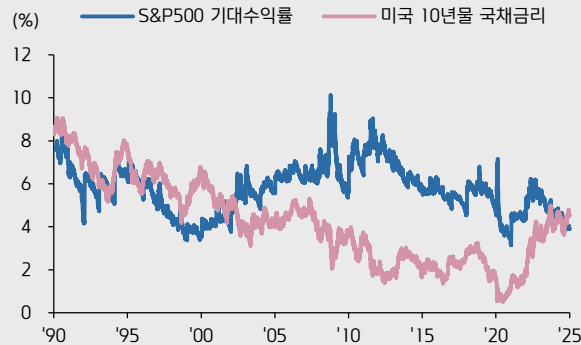
- 1월 월보에서 언급했듯이 높아진 밸류에이션 부담과 이를 정당화했던 상승 재료들의 반전으로 시장은 변동성 높은 장세 시현
- 기존 증시 상승을 뒷받침하는 근거였던 금리인하와 트럼프 트레이드, 그리고 독보적인 미국의 AI 혁신 기술은 이미 센터먼트가 과열된 시장에서 관세 시행과 중국의 DeepSeek, 보수적인 가이드نس, 금리동결 연장이 추가 상승의 브레이크로 작용
- 단기적으로 리스크 관리가 어느 때보다 중요해진 시기. 예측이 어려운 변수들이 등장하면서 당분간 증시를 더욱 탄력적으로 만들 수 있음. 이에 따라 국제정세 리스크에서 좀 더 자유롭고 산업단 수혜 포인트가 정책과 모순되지 않는 확실한 업종에 집중할 필요가 있다 생각

## 트럼프 관세 이슈와 DeepSeek 당시 지수별 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 관세 정책 불확실성 높아지면 금리 하방 압력도 제한



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 증시 변동성은 높아지고 있는 상황



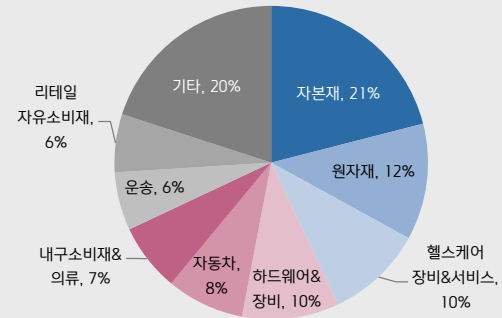
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### ◆ 단기 리스크에서 자유로운 서비스업 최선호

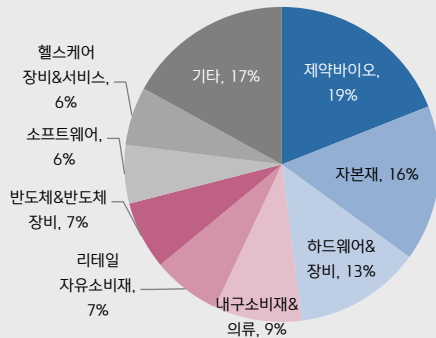
- 트럼프의 관세 타겟은 서비스가 아닌 상품. 따라서 상품보다는 서비스 업종 중심으로 대응하는 것이 단기적으로 대안이 될 수 있을 것. 특히 AI 효율화 및 보편화 수혜와 트럼프 정책 리스크를 피할 수 있는 소프트웨어, 엔터테인먼트, 금융 최선호
- DeepSeek는 낮은 AI 학습 비용으로 효율화 달성. 시장 관심이 하드웨어에서 소프트웨어로 전환되고 있는 추세 속 기업 참여와 AI 수요 활성화는 소프트웨어 기업에게 특히 긍정적
- 미디어/엔터테인먼트는 해외매출 발생에도 불구, 관세 영향과 별개의 영역이며, AI혁신에 따른 비용절감 및 생산성 향상 수혜
- 금융은 미국 내 익스포저가 대부분. 트럼프의 금융규제 완화 지원책 기대감도 아직 유효

업종별 멕시코 관련 관세 언급 비중



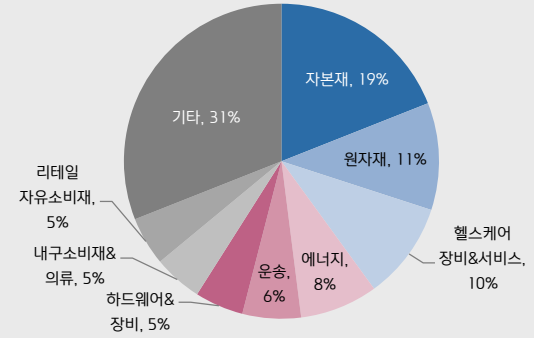
자료: Morgan Stanley, 키움증권 리서치센터  
주: 최근 6개월 기업 공시 자료에 언급된 관세 횟수. 금융, 부동산은 제외

업종별 중국 관련 관세 언급 비중



자료: Morgan Stanley, 키움증권 리서치센터  
주: 최근 6개월 기업 공시 자료에 언급된 관세 횟수. 금융, 부동산은 제외

업종별 캐나다 관련 관세 언급 비중



자료: Morgan Stanley, 키움증권 리서치센터  
주: 최근 6개월 기업 공시 자료에 언급된 관세 횟수. 금융, 부동산은 제외



## 스타게이트와 에너지 비상사태 선포는 미국 패권 전쟁의 일환



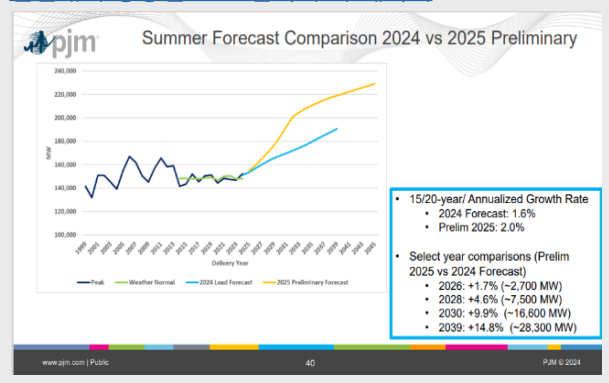
- ◆ 트럼프, AI와 에너지를 패권 카드로 설정
  - 트럼프는 스타게이트 발표하며 AI 인프라 구축을 위해 5천억달러 투자 선언. 또한 그린뉴딜 폐지 및 에너지 가격 하락을 위해 전통 에너지 개발 확대하고 이를 수출할 방침. 에너지 가격 안정 뿐 아니라 중국과의 AI 경쟁이 에너지 비상사태 선포의 요인이라고 언급. AI 사이클 훼손되기 어려울 것이라는 관점 유지
- ◆ 전력수요 증가 모멘텀은 여전히 유효
  - 전력 수요 증가는 공급이 단기간에 해소되기 어렵기에 여전히 프리미엄 합리적이라 판단. AI외에도 산업의 전기화와 제조업 리쇼어링 등 감안했을 때 미국 내 전기화 추세 변하지 않을 것
  - 다만 중국 익스포저 높은 반도체의 경우, 관세 영향 배제하기 어렵기에 보수적인 접근 필요. AI 학습비용 효율화도 우려 요인

### 주요 인사 딥시크 및 CAPEX 투자 관련 언급 내용 정리

기업	CAPEX 투자 관련 내용
마이크로소프트	투자의 방향을 기존의 인프라 구축에서 맞춤형 CPU/GPU 확충으로 변경. FY25에는 CAPEX 투자 확대하나 FY26부터 투자 규모 둔화 예상. 딥시크와 관련해 Jevon의 역설 언급하며 효율성 상승으로 AI 총 소비량 증가 로직을 긍정적으로 인식
메타 플랫폼스	AI 관련 투자를 위해 25년 연간 자본지출을 여전히 600~650억 달러로 높게 책정. 다만 CapEx 투자 확대는 맞지만 비용 절감과 효율성 확대 언급
OpenAI	딥시크의 R1 모델을 "인상적"이라고 평가하면서도, "우리는 분명히 훨씬 더 나은 모델을 제공할 것"이라 언급
트럼프	미국 업계가 경쟁에 집중해야 한다는 경종으로 받아들여야 한다고 언급하며, 비용 절감과 기술력 강화를 강조

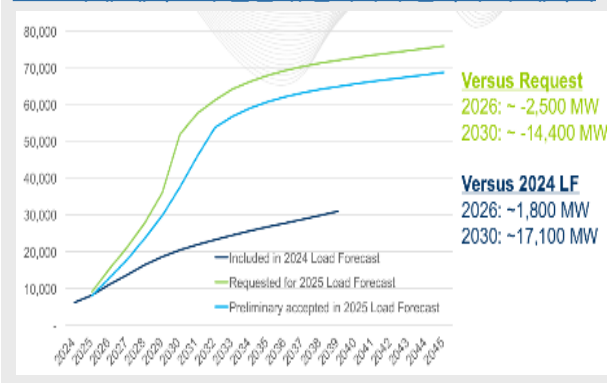
자료: 언론종합, 키움증권 리서치센터

### 전년대비 상향된 PJM 전력 부하 예측치



자료: PJM, 키움증권 리서치센터

### PJM 자체 예측보다 높은 유틸리티의 전력 부하 예측치



자료: PJM, 키움증권 리서치센터



## ◆ 자본시장 활성화의 트리거가 될 2025 년

- 트럼프, 경제성장을 제고와 일자리 창출이라는 정책 목표 달성을 위해 금융 규제완화가 중요한 요소라는 점 지속적으로 강조. 아직 구체적인 방안 발표되지 않아 추가 상승 재료 될 수 있음
- 1) 바젤 3 최종안의 축소. 은행 자본금 요건을 상향하는 것을 골자로 하며, '22년 도입 예정이었으나, 팬데믹과 SVB 사태로 은행권의 유동성에 차질이 생기면서 '25년 7 월 초로 연기. 2) 법인세 감면. '25년 만료 예정인 TCJA 연장 뿐 아니라 추가 법인세 인하와 팁 세금도 폐지 주장. 3) 대형 M&A에 대한 심사 기준 완화. 바이든 행정부는 연방거래위원회와 법무부를 통해 독점을 근거로 대형 M&A 엄격히 심사. 반면 트럼프 행정부는 정책 집행 강도 조절 가능성. 4) 베네통 재무장관, 소비자금융보호국장(CFPB) 국장 겸임 및 현재 진행중인 업무 모두 중단 명령

## S&P500 시가총액 대비 M&A deal 규모



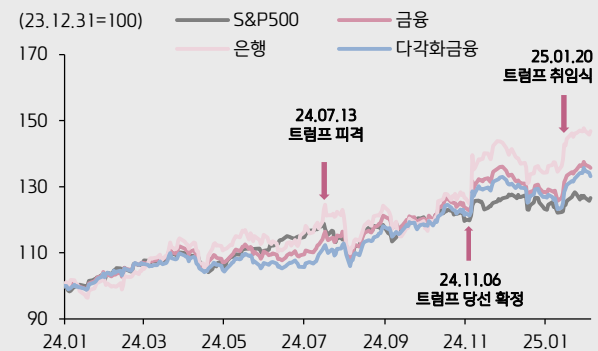
자료: Dealogic, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 미국 명목 GDP 대비 M&A deal 규모



자료: Dealogic, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 트럼프 호재 발생때마다 두드러진 금융주 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

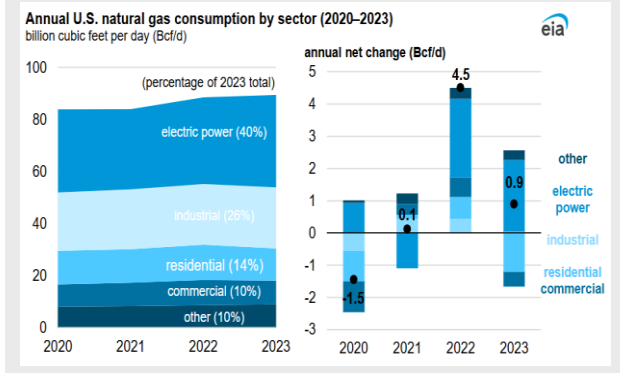
## 미국 주도 LNG 산업 성장, 관세는 LNG 수출을 위한 협상 도구



### ◆ LNG 수출과 전력 수요 확대 기대감은 유효

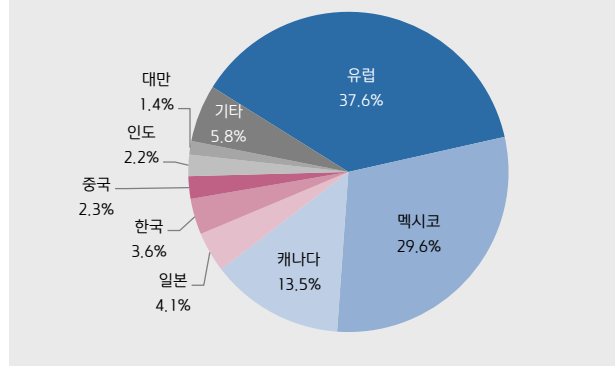
- 우크라이나를 경유하는 러시아 가스 공급망 차단으로 유럽에서 미국산 LNG 대체 중인 가운데 트럼프는 바이든 행정부의 LNG 신규 수출 허가 중단 조치 재개 및 에너지 비상사태 발표했으며 적극적인 관세 조치를 시행 중. 이에 중국이 LNG 관세 부과로 맞대응했으나, 오히려 이는 트럼프의 관세 조치가 LNG 수출 확대용 카드라는 것을 방증한다고 생각
- 따라서 협상을 통한 LNG 수출 증가 가능성 여전히 유효하다는 판단. 전력원으로서 천연가스 수요 증가하고 있다는 점도 감안한다면, 수급의 동반 확대로 수출 터미널 보유하거나 천연가스 운송하는 미들스트림 업종 손해가 더욱 클 것으로 전망
- 반면 업스트림의 경우, 공급 증가에 따른 가격 하락 민감도가 높기 때문에 오히려 주가에는 부담으로 작용할 수 있음

### 전력원으로서 천연가스 수요 높아진 상황



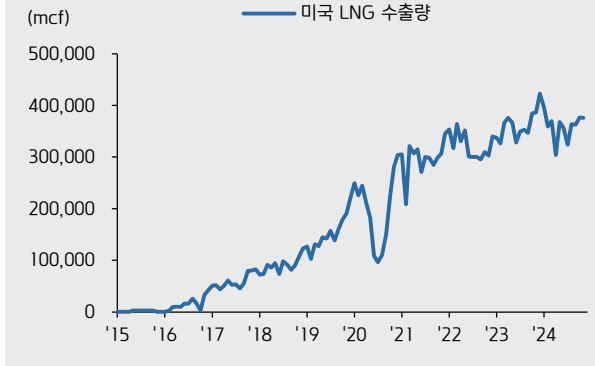
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

### 주요 국가별 미국 LNG 수출 비중



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

### 미국 LNG 수출 추이



자료: EIA, 키움증권 리서치센터



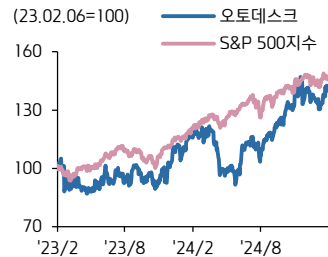
블룸버그 목표주가	USD 338.96
현재 주가 (2/4)	USD 306.85

## Stock Data

산업분류	소프트웨어
세부업종	애플리케이션SW
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,037.88
시가총액(min)	65,972.8
유통주식수(min)	215.0
52주 최고	326.62
52주 최저	195.32
일평균거래량	1,470,097

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	3.8	4.3	35.9	21.4
S&P 500	2.7	1.6	16.4	22.2



- ◆ **기업 개요:** 오토데스크는 건축, 엔지니어링, 건설, 미디어, 엔터테인먼트, 제조 등 다양한 분야의 소프트웨어를 개발 및 공급하는 기업. 대표 제품으로 AutoCAD, 3D Studio, 3ds Max, Maya 등을 보유하고 있으며, 2002년 Revit을 인수해 빌딩 인포메이션 모델링(BIM) 시장에 진출, Fusion 360이라는 플랫폼을 구축해 건설 프로젝트를 위한 수직적인 솔루션을 제공. 현재 BIM Design 시장 내 점유율 약 50%로 선두적 지위 보유
- ◆ **투자 포인트:** 1)수직적인 사업 모델 특성상 높은 점유율과 경쟁력을 기반으로 한 안정적인 수익 창출 가능하다는 점에서 소프트웨어 시장 경쟁 심화에도 지배적인 위치 유지할 것으로 예상. 또한 AI 기술 발전에 따른 추가적인 소프트웨어 업그레이드와 마진 확대 선언을 감안, 장기적으로 제품 가격 인상 및 비용 통제를 통해 수익성 확대 전망. 실제로 당사는 제조 플랫폼 Fusion의 기본 가격을 25% 인상했으며, 새로운 AI 기능을 통해 엔지니어의 시간 30~40%를 절약할 수 있다며 AI의 생산성 향상을 강조. 2)1월 미국 ISM 제조업 PMI는 26개월 만에 50.9를 기록하며 업황 위축에서 확장으로 전환. 특히 신규 주문과 생산 지표가 개선되면서 회복세 시현. 아직 강한 회복세는 아니지만 2년간의 하락세에서 안정화가 진행되고 있다는 점은 고무적. 전력 수요 증가하고 있는 가운데 유틸리티 업체들의 전력망 인프라 설계 프로세스에 당사 소프트웨어가 솔루션 제공한다는 점도 향후 긍정적으로 작용할 수 있다는 판단
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** '업계 최고 GAAP 마진 달성'이라는 목표 재차 언급. 이를 바탕으로 GAAP 기준 영업이익률이 현재 22%에서 약 7%p 상승할 수 있다는 추정 가능. 동사의 마케팅 비용이 매출의 30%를 차지한다는 측면(타 피어 약 20% 수준)에서도 향후 비용 통제를 통한 마진 확대 가능성 높다는 판단. 12m fwd PER은 32.7배로 3개년 평균(37배) 대비 낮은 상황

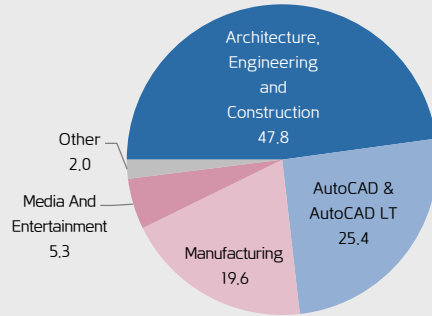
## Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	5,005	5,497	6,124	6,892
영업이익	1,785	1,962	2,192	2,446
영업이익률(%)	35.7	35.7	35.8	35.5
순이익	1,785	1,642	1,805	1,995
EPS	6.63	7.60	8.32	9.25
증가율	30.8	14.6	9.5	11.1
PER	55.3	57.4	36.9	33.2
PBR	40.4	29.3	23.6	16.4
ROE	82.5	60.4	69.6	53.4
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2025.02.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

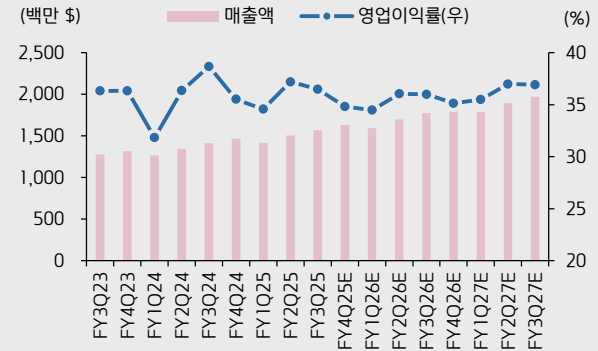


ADSK 사업부별 매출액 비중



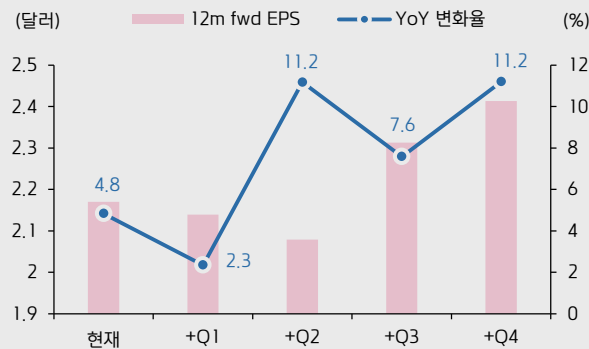
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

ADSK 분기 매출액 및 영업이익률 추이



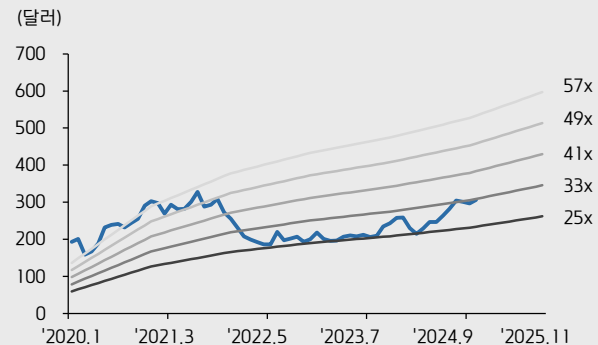
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

ADSK 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

ADSK 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 오토데스크(ADSK)



### 손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	3,274	3,790	4,386	5,005	5,497
매출원가	325	337	419	480	511
매출총이익, GAAP	2,949	3,453	3,968	4,525	4,986
판매비	1,716	1,854	2,195	2,277	2,443
연구개발비	854	932	1,115	1,219	1,373
영업이익, GAAP	803	1,112	1,397	1,785	1,962
영업외 (이익)손실	48	82	53	43	-8
세전이익, GAAP	754	1,071	1,149	1,742	736
법인세비용	80	-662	68	123	230
당기순이익, GAAP	215	1,208	497	823	906
EPS, GAAP	0.98	5.51	2.26	3.81	4.23
희석 EPS, GAAP	0.96	5.44	2.24	3.78	4.19
영업이익, 조정	803	1,112	1,397	1,785	1,962
당기순이익, 조정	198	530	1,126	1,785	1,642
EBITDA	857	1,167	1,454	2,028	2,101

### 현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	1,415	1,437	1,531	2,071	1,313
감가상각비, 무형자산상각비	127	124	148	150	139
운전자본 변동	-205	102	-202	-106	5
투자활동으로 인한 현금흐름	-57	-404	-1,595	-143	-502
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-53	-96	-67	-46	-61
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-467	-1,047	-169	-1,487	-852
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-1	-450	997	-350	0
자사주매입	-349	-438	-965	-977	-665
현금증가	889	-3	-244	419	-55
기초현금	886	1,775	1,772	1,528	1,947
기말현금	1,775	1,772	1,528	1,947	1,892
FCF	1,362	1,346	1,475	2,031	1,282
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	6,179	7,280	8,607	9,438	9,912
유동자산	2,659	2,626	2,764	3,341	3,579
현금 및 현금성자산	1,844	1,776	1,764	2,072	2,246
매출채권	652	643	716	961	876
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,520	4,654	5,843	6,097	6,333
유형자산	601	610	467	389	345
무형자산	2,516	2,906	4,098	4,032	4,059
부채총계	6,318	6,314	7,758	8,293	8,057
유동부채	3,219	3,255	4,009	4,000	4,351
매입채무	541	665	699	681	769
단기성부채	498	71	436	85	67
비유동부채	3,099	3,060	3,748	4,293	3,706
장기성부채	2,047	2,033	2,624	2,581	2,559
자본총계	-139	966	849	1,145	1,855

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	6.55	31.88	11.33	16.44	16.48
영업이익률	10.48	16.60	14.08	19.76	20.52
EBITDA 마진	17.01	22.54	19.70	24.46	24.34
ROE	—	—	54.78	82.54	60.40
ROA	3.93	17.95	6.26	9.12	9.36
ROIC	11.44	52.81	19.42	28.21	28.47
부채비율	—	217.98	360.38	232.84	141.56
순차입금비용	—	34.01	147.27	42.97	7.87
EBITDA/현금지급이자	8.22	13.63	15.03	14.23	19.39
현금비용	57.27	54.57	44.00	51.80	51.62
유동비용	82.61	80.67	68.93	83.53	82.26
PER	217.51	116.30	102.95	55.35	57.36
PBR	—	63.10	64.19	40.40	29.28
EV/EBIT	122.37	95.47	88.69	46.77	48.28
EV/EBITDA	78.78	71.70	64.53	38.20	40.70

# 테이크 투 인터랙티브 소프트웨어(TTWO)



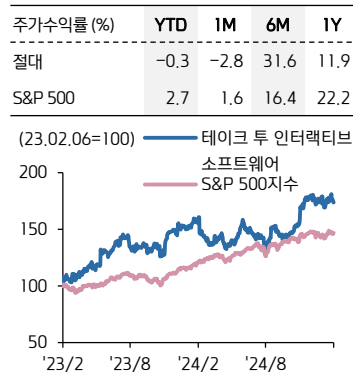
US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

블룸버그 목표주가	USD 203.10
현재 주가 (2/4)	USD 183.54

## Stock Data

산업분류	엔터테인먼트
세부업종	비디오 게임
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,037.88
시가총액(min)	32,234.7
유통주식수(min)	175.6
52주 최고	192.50
52주 최저	135.24
일평균거래량	1,537,028

## Performance & Price Trend



- ◆ **기업 개요:** 테이크 투 인터랙티브 소프트웨어는 비디오 게임 개발 기업으로 산하에 락스타 게임즈와 2K라는 게임회사 보유. 대형 IP로는 GTA 시리즈, 레드데드리DEM션 시리즈, NBA 2K 등 존재. '22년 Zynga라는 모바일 게임 업체 인수하면서 모바일 게임 시장 진출. 사업부별 매출 비중은 Mobile(55%), Console(36%), PC and Other(9%) 순.
- ◆ **투자 포인트:** 1)출시 이후 10년 동안 2억 500만장 이상 판매되며 미국 내 가장 많이 팔린 베스트셀러로 알려진 GTA 5 IP 보유한 동사는 올 가을 GTA 6 출시를 계획하고 있는 상황. 트럼프의 관세 정책 및 국제 정세 불확실성 속 비교적 안전한 포지션을 보유한 엔터테인먼트 산업에 포함되었을 뿐만 아니라 GTA 6 출시에 대한 기대감도 향후 주가 상승에 긍정적으로 작용할 가능성 존재. 동사의 레드데드리DEM션2는 지난 6년간 미국 내 2번째로 많이 팔린 게임이며 이외에도 NBA 2K, WWE 2K 등 다양한 대형 게임 IP 보유하고 있음. 2)게임 산업은 AI를 활용한 비용 절감이 가장 효과적인 산업 중 하나. 게임 회사의 자산과 CAPEX는 개발자 인력기기에 AI 기술 발전에 따른 개발자 대체가 생산성 향상과 비용 절감, 그리고 마진 향상으로 빠르게 연결될 수 있음. 실제로 동사는 생성형 AI가 게임 사업의 본질을 바꿀 것이며 사용자 경험을 향상시킬 것이라 언급. 시장은 유저 자유도가 높은 GTA 특성상 AI 도입으로 NPC와의 상호작용 강화를 기대 중
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q24 실적은 매출액, EBITDA, 마진, EPS 등 지표 모두 컨센서스 상회했으나, YoY로는 감소세 나타남. 순 예약의 대부분은 기존작인 GTA와 NBA 2K 판매로부터 기인했는데 대형 IP 신작 부재로 타라인 정체되고 있고 '22년 인수한 모바일 사업부도 기존 사업부 대비 마진이 낮다는 점에서 현재로서는 GTA 6 출시가 주가에 가장 큰 영향을 주고 있는 상황. 따라서 GTA 6 출시 연기나 성과 부진이 가장 큰 리스크. 현재 12m fwd PER은 27배로 최근 5개년 PER 평균인 42배를 크게 하회하는 수준

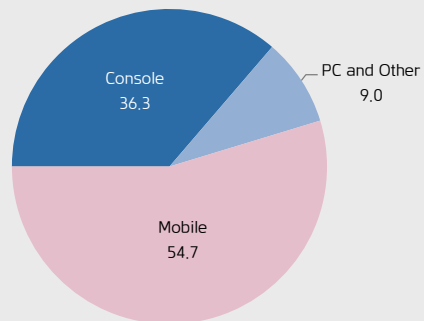
## Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	5,284	5,333	5,620	8,350
EBITDA	858	722	748	1,797
EBITDA 마진(%)	16.2	13.5	13.3	21.5
순이익	578	425	445	1,301
EPS	3.61	2.47	2.51	7.67
증가율	-28.5	-31.6	1.5	205.9
PER	-	-	73.2	23.9
PBR	2.2	4.5	5.6	5.6
ROE	-17.5	-50.9	7.7	16.1
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2025.02.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

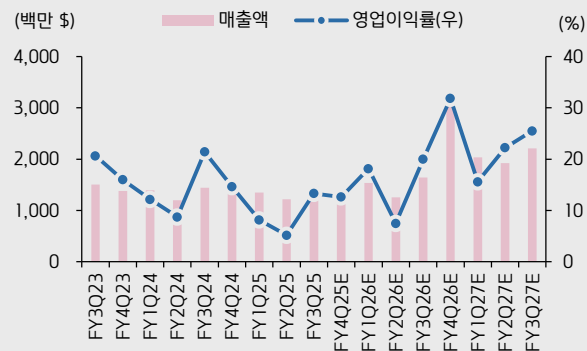


TTWO 사업부별 매출액 비중



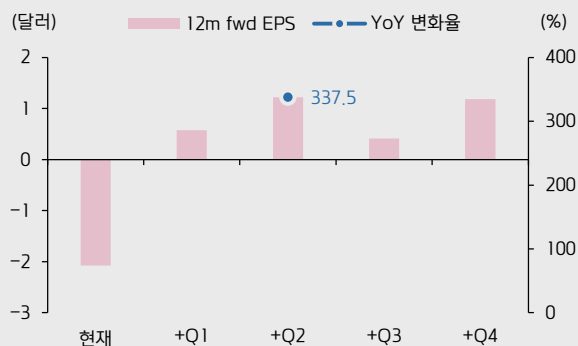
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

TTWO 분기 매출액 및 영업이익률 추이



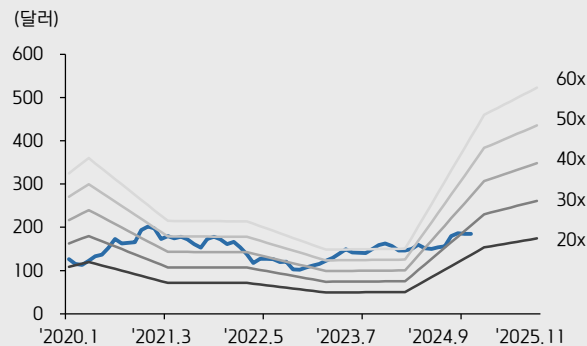
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

TTWO 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

TTWO 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



# 테이크 투 인터랙티브 소프트웨어(TTWO)



## 손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	3,089	3,373	3,505	5,350	5,350
매출원가	1,542	1,535	1,535	3,065	3,108
매출총이익, GAAP	1,547	1,838	1,969	2,285	2,242
판매비	777	836	1,027	2,436	2,266
연구개발비	296	317	407	870	948
영업이익, GAAP	693	947	644	736	594
영업외 (이익)손실	-33	-48	8	173	112
세전이익, GAAP	731	953	704	689	-3,703
법인세비용	54	89	47	-213	41
당기순이익, GAAP	404	589	418	-1,125	-3,744
EPS, GAAP	3.58	5.14	3.62	-7.03	-22.01
희석 EPS, GAAP	3.54	5.09	3.58	-7.03	-22.01
영업이익, 조정	693	947	707	804	594
당기순이익, 조정	418	694	629	578	-3,744
EBITDA	740	1,003	705	858	722

## 현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	686	912	258	1	-16
감가상각비, 무형자산상각비	237	233	279	1,865	1,847
운전자본 변동	-203	227	-295	-363	-284
투자활동으로 인한 현금흐름	4	-807	139	-2,876	-28
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-53	-69	-159	-204	-142
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-77	-57	-257	1,930	-91
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	1,882	9
자사주매입	11	14	-180	65	39
현금증가	601	67	135	-961	-133
기초현금	1,392	1,993	2,060	2,195	1,235
기말현금	1,993	2,060	2,195	1,235	1,102
FCF	632	843	99	-203	-158
FCFF	635	849	116	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	4,949	6,028	6,546	15,862	12,217
유동자산	3,493	4,221	3,871	2,508	2,260
현금 및 현금성자산	2,002	2,732	2,552	1,014	776
매출채권	593	553	579	763	680
재고자산	19	18	13	0	0
비유동자산	1,455	1,808	2,675	13,354	9,957
유형자산	286	314	459	686	737
무형자산	840	1,148	1,697	12,293	8,934
부채총계	2,410	2,696	2,737	6,820	6,549
유동부채	2,039	2,235	2,105	3,852	2,406
매입채무	1,236	1,275	1,201	1,363	1,259
단기성부채	25	32	39	1,407	88
비유동부채	371	462	632	2,968	4,143
장기성부채	152	160	211	2,080	3,446
자본총계	2,539	3,332	3,810	9,043	5,668

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	13.09	17.46	11.93	-21.02	-69.99
영업이익률	13.77	18.66	13.51	-21.78	-67.12
EBITDA 마진	22.38	26.67	22.80	15.14	-31.09
ROE	17.66	20.06	11.71	-17.50	-50.91
ROA	8.80	10.73	6.65	-10.04	-26.67
ROIC	16.53	17.84	11.22	-11.57	-32.40
부채비율	6.98	5.74	6.57	38.56	62.35
순차입금비율	-71.85	-76.24	-60.42	27.34	48.66
EBITDA/현금지급이자	145.51	483.08	—	10.25	-12.14
현금비율	98.19	122.23	121.24	26.34	32.25
유동비율	171.37	188.86	183.90	65.12	93.90
PER	32.10	29.52	38.38	—	—
PBR	5.30	6.11	4.66	2.23	4.47
EV/EBIT	26.81	27.89	31.95	—	—
EV/EBITDA	16.84	19.80	19.31	27.93	—

## 엑손 엔터프라이즈(AXON)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

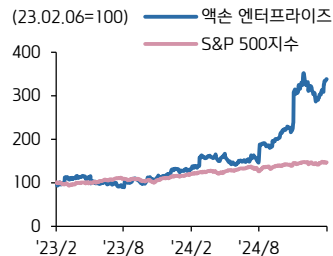
블룸버그 목표주가	USD 659.00
현재 주가 (2/4)	USD 662.91

### Stock Data

산업분류	산업재
세부업종	우주항공 & 국방
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,037.88
시가총액(min)	50,550.1
유통주식수(min)	76.3
52주 최고	698.67
52주 최저	252.20
일평균거래량	917,348

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	11.5	10.3	131.7	157.5
S&P 500	2.7	1.6	16.4	22.2



◆ **기업 개요:** 엑손 엔터프라이즈는 테이저건, 바디캠, 차량용 카메라 등의 하드웨어와 경찰 전용 클라우드 기반 소프트웨어를 개발 및 판매하는 보안 솔루션 기업으로 현재 미국 연방 및 지방 정부, 경찰, 교정시설 등 법 집행 기관을 주요 고객으로 두고 있음. 미국 뿐만 아니라 전세계적으로 1만 7천개 이상의 공공 안전 기관과 계약 체결. 사업부별 매출 비중은 TASER(41%), Axon Cloud & Services(37%), Sensors & Other(22%) 순이며, '24년 10월 Dedrone라는 드론 업체 인수하며 보안 관련 하드웨어 역량을 강화

◆ **투자 포인트:** 1)동사는 공공 안전 솔루션 제공이라는 독특한 사업 모델을 보유하고 있으며, 특히 법 집행 기관과 공공 안전 조직에 특화된 클라우드 소프트웨어와 하드웨어를 결합한 포괄적인 생태계를 구축하고 있음. 소프트웨어의 경우, AI 기반 솔루션을 통해 행정업무의 간소화와 법 집행의 효율성 향상 뿐 아니라 실시간 정찰 및 데이터 분석 기능도 제공. 최근 매출 내 소프트웨어 비중이 점차 높아지고 있다는 점에서 향후 반복 수익 모델 확립과 마진 확대가 기대됨. 2)소프트웨어 이외에도 포트폴리오 다각화를 위해 '24년 10월 Dedrone라는 드론 업체 인수. 트럼프 대통령이 이민과 국경 안보에 강경한 입장 나타내고 있는 가운데 동사는 자체 드론 운영 시스템과 신호 추적 및 차단할 수 있는 기술 보유

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q24 실적은 매출액, 영업이익, 영업이익률, EPS 등 실적 지표 컨센서스 대폭 상회. 트럼프 당선 효과로 현재 12m fwd PER은 100배로 최근 5개년 PER 평균인 58배를 크게 상회하는 수준이나 정부향으로 AI 소프트웨어와 하드웨어를 모두 공급하는 독특한 사업모델을 영위하고 있고 향후 소프트웨어로의 업종 트렌드 전환이 유효할 것으로 보이는 가운데 높은 진입장벽으로 지배적인 경쟁우위 점하고 있다는 점에서 여전히 매력적인 종목이라 생각. 다만 최근 밸류에이션 부담이 급격히 높아졌다는 점은 유의할 필요

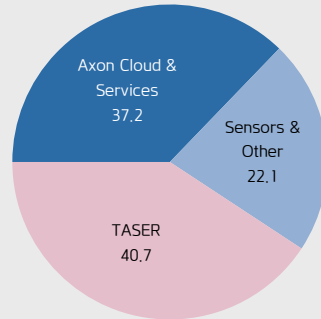
### Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	1,190	1,563	2,075	2,557
영업이익	93	155	88	263
영업이익률(%)	7.8	9.9	4.2	10.3
순이익	159	312	408	503
EPS	2.19	4.14	5.25	6.29
증가율	-6.8	89.0	26.7	20.0
PER	149.9	95.8	126.4	105.3
PBR	9.3	12.1	23.1	19.2
ROE	12.7	12.1	21.5	20.4
배당지표수익률	-	-	-	-

주: 컨센서스는 2025.02.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

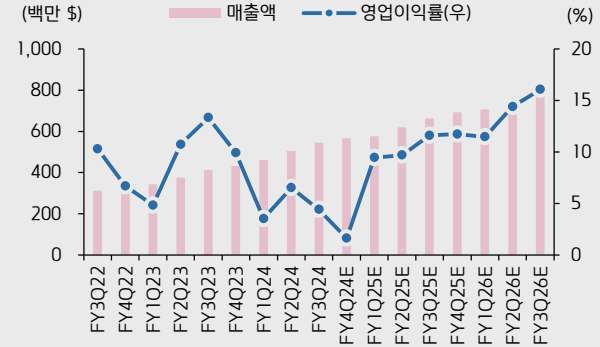


AXON 사업부별 매출액 비중



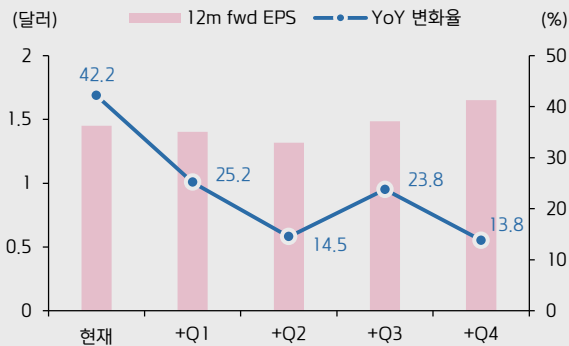
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AXON 분기 매출액 및 영업이익률 추이



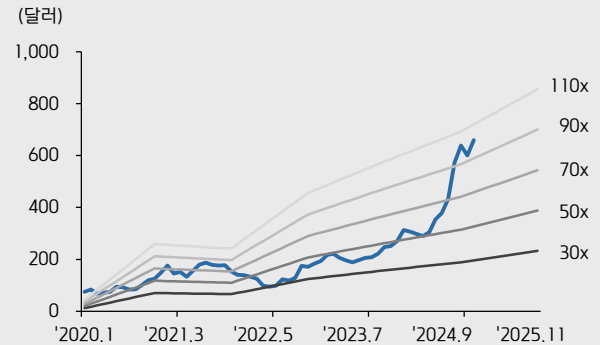
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AXON 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AXON 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 엑손 엔터프라이즈(AXON)



## 손익계산서

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	531	681	863	1,190	1,563
매출원가	224	265	322	461	608
매출총이익, GAAP	307	416	541	729	955
판매비	213	307	515	402	497
연구개발비	101	123	194	234	304
영업이익, GAAP	-6	-14	-168	93	155
영업외 (이익)손실	-8	-8	-27	-103	0
세전이익, GAAP	2	-6	-141	197	155
법인세비용	1	-5	-81	49	-19
당기순이익, GAAP	1	-2	-60	147	174
EPS, GAAP	0.01	-0.03	-0.91	2.07	2.35
희석 EPS, GAAP	0.01	-0.03	-0.91	2.07	2.35
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	4	14	167	159	312
EBITDA	88	156	178	232	329

## 현금흐름표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	66	38	124	235	189
감가상각비, 무형자산상각비	11	12	19	24	33
운전자본 변동	-25	-101	-43	19	-118
투자활동으로 인한 현금흐름	-241	-357	253	-831	12
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-16	-73	-50	-56	-60
유, 무형자산 처분	0	0.095	0.043	0.287	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-4	299	-174	598	41
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	674	0
자사주매입	0	307	157	124	149
현금증가	-179	-17	201	-1	245
기초현금	351	172	156	356	356
기말현금	172	156	356	356	601
FCF	50	-34	75	180	130
FCFF	50	—	—	180	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	846	1,381	1,688	2,852	3,437
유동자산	609	982	1,109	1,805	2,397
현금 및 현금성자산	351	562	443	975	1,321
매출채권	147	229	321	358	418
재고자산	39	90	109	202	270
비유동자산	236	399	579	1,047	1,040
유형자산	53	128	162	208	237
무형자산	38	35	59	57	77
부채총계	302	405	640	1,583	1,825
유동부채	196	256	419	603	800
매입채무	71	84	136	216	277
단기성부채	4	5	7	6	8
비유동부채	107	148	222	981	1,025
장기성부채	7	19	20	711	711
자본총계	543	976	1,048	1,268	1,612

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
보통주 순이익률	0.17	-0.25	-6.95	12.37	11.14
영업이익률	-1.20	-2.08	-19.47	7.84	9.90
EBITDA 마진	1.75	0.74	-16.44	10.62	12.63
ROE	0.17	-0.23	-5.93	12.70	12.10
ROA	0.11	-0.15	-3.91	6.48	5.54
ROIC	-0.53	-1.06	-8.47	4.99	7.90
부채비율	1.95	2.50	2.57	56.56	44.58
순차입금비율	-62.59	-55.07	-39.70	-20.28	-37.34
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	56.29
현금비율	179.37	219.23	105.85	161.74	165.07
유동비율	311.65	383.08	265.10	299.56	299.59
PER	1601.47	571.66	—	149.92	95.84
PBR	8.02	8.00	10.62	9.27	12.07
EV/EBIT	—	—	—	120.91	119.79
EV/EBITDA	432.56	1447.33	—	91.08	95.47

## 비스트라에너지(VST)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

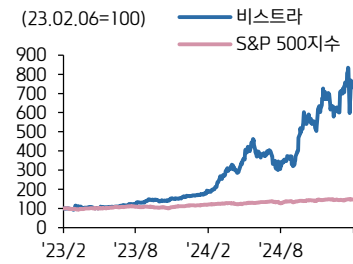
블룸버그 목표주가	USD 181.03
현재 주가 (2/4)	USD 168.33

### Stock Data

산업분류	유틸리티
세부업종	독립 전력 생산업체
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,037.88
시가총액(min)	57,270.3
유통주식수(min)	340.2
52주 최고	199.84
52주 최저	42.23
일평균거래량	7,288,373

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	22.1	3.7	139.8	288.3
S&P 500	2.7	1.6	16.4	22.2



◆ **기업 개요:** 비스트라에너지는 천연가스와 석탄, 석유, 원자력, 태양광 등을 발전원으로 전력을 생산 및 판매하는 독립발 전사업자(IPP) 기업으로 텍사스주 델러스에 거점을 두고 있음. '24년 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)전력 수요 대비 신규 공급 여전히 부족한 상황이기에 여전히 IPP 기업들에 대한 긍정적인 관점 유지. 2)트럼프 대통령은 5천억달러 규모의 스타게이트 프로젝트 발표, Oracle은 텍사스에 계획된 20개 데이터센터 중 첫 번째 를 건설하기 시작했으며, 각 데이터센터는 50만 제곱피트에 달함. 현재 미국 내 데이터센터 파이프라인은 대부분 AI 학습 보다는 추론 및 Non-AI에 사용되고 있음. 딥시크가 저비용으로 AI 모델을 개발한 요점은 낮은 학습 비용이며 AI 추론 효율성 향상은 추론 수요 늘릴 가능성 높기 때문에 오히려 전력 총 사용량은 향후 더욱 빠르게 증가할 수 있음. 3)과거 미국 연방에너지규제위원회(FERC)는 펜실베이니아주 원전 소유주인 Talen Energy와 PJM, PPL과의 상호 연결 서비스 계약(ISA)을 거부한 바 있음. 다만 트럼프는 패권 전쟁 카드로 에너지 비상사태를 선언했고 원자력과 천연가 스를 전력원으로 사용하기 위해 관련 송전 인프라 허가 와 환경 검토 규제를 완화시킬 가능성이 높음

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q24 실적 대체로 컨센서스 부합 및 상회했으며, FY2024과 FY2025 EBITDA 가이던스를 모두 6% 상향 조정하며 강한 수요 성장과 리테일 마진을 증명. 동사는 강한 대차대조표를 바탕으로 2026년까지의 자사주 매입 계획에 10억달러를 추가 승인. 현재 12m fwd PER은 23배로 2년 평균(11배) 상회 중이나, 강한 전력 수요 전망에 따른 멀티플 상승 가능성 감안하면 여전히 긍정적인 의견 유지

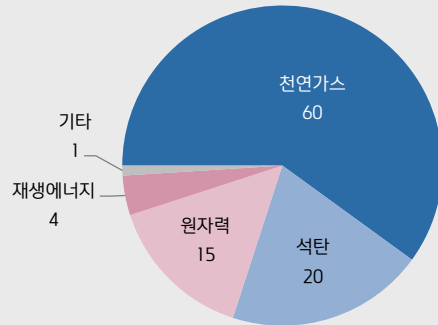
### Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	13,728	14,779	17,417	19,605
EBITDA	2,994	4,101	5,260	5,908
EBITDA 마진(%)	21.8	27.7	30.2	30.1
순이익	-1,091	1,493	2,050	2,370
EPS	-2.58	4.18	5.72	6.92
증가율	-	-	36.9	21.1
PER	19.6	14.8	29.4	24.3
PBR	3.1	4.8	14.1	12.2
ROE	-30.0	46.9	27.9	38.6
배당지표수익률	0.5	0.5	0.5	0.6

주: 컨센서스는 2025.02.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

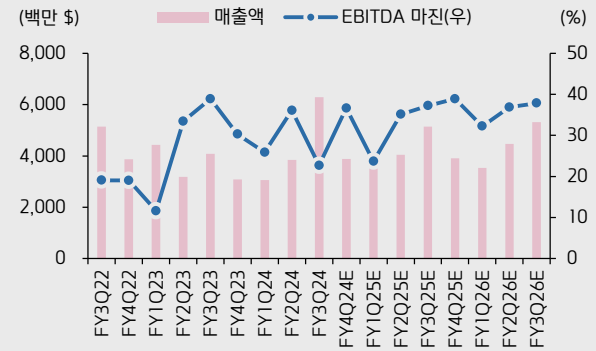


VST 전력원별 CAPA 비중



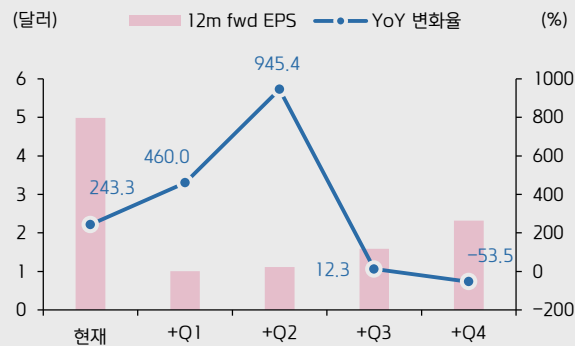
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VST 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



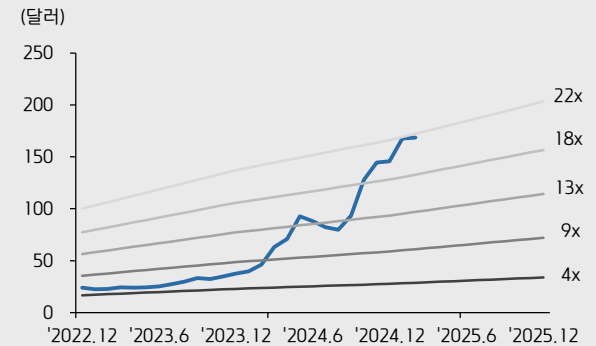
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

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
순차입금비용	129.51	106.85	113.54	247.03	209.41
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비용	6.56	13.37	22.68	4.40	35.48
유동비용	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

## 셈프라 에너지(SRE)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

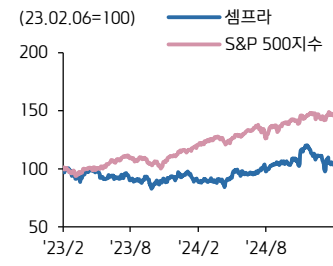
블룸버그 목표주가	USD 94.59
현재 주가 (2/4)	USD 81.43

### Stock Data

산업분류	유틸리티
세부업종	송전 및 배전
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,037.88
시가총액(min)	51,577.7
유통주식수(min)	633.4
52주 최고	95.77
52주 최저	66.40
일평균거래량	3,992,888

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-7.2	-7.1	3.5	16.2
S&P 500	2.7	1.6	16.4	22.2



◆ **기업 개요:** 셴프라에너지는 1998년 천연가스 공급사와 전기 공급사의 합병으로 설립된 에너지 인프라 기업으로 북미 지역에 전기와 천연가스를 송배전 및 저장. SDG&E 사업부는 캘리포니아 샌디에이고 중심으로 전력과 천연가스를 공급 하며, SoCalGas 사업부는 로스앤젤레스 중심으로 전기와 천연가스를 공급. 셴프라 텍사스 유틸리티는 텍사스 주요 전기 송배전 기업인 Oncor(지분 80%)를 인수하면서 텍사스 전력 시장 진출해 텍사스 전기 송배전 인프라를 운영 중. 셴프라 인프라 사업부는 미국과 멕시코를 중심으로 한 LNG 시설 보유하고 있으며 관련 개발 프로젝트를 진행

◆ **투자 포인트:** 1)전력 수요 확대와 LNG 수출 확대가 수출 터미널 보유한 동사 모멘텀으로 작용할 가능성 존재. 특히 러-우 전쟁 이후 우크라이나를 경유하는 유럽향 가스 공급망이 차단된 가운데 유럽 가스 시장에서 미국산 LNG 대체 중. 트럼프는 취임 직후 바이든 행정부가 고수해온 LNG 신규 수출 허가 중단 조치 재개했으며, 에너지 비상사태와 적극적인 관세 부과를 선언. 중국이 LNG 관세 부과로 맞대응했으나, 오히려 이는 트럼프의 관세 조치가 LNG 수출 확대용 카드라는 것을 방증한다고 생각. 또한 현재 중국향 LNG 수출 비중 2%로 낮고 향후 협상 가능성 열려있다는 점에서 중장기적으로 LNG 수출 증가 모멘텀은 유효하다고 생각. 다만 단기적으로는 LNG 수출 비중이 가장 높은 EU, 캐나다, 멕시코와의 관세 리스크는 아직 해소되지 않았기에 변동성 확대에 유의. 2)텍사스는 미국 내 데이터센터가 가장 많은 지역이자 스타게이트 프로젝트 인프라가 건설될 대표적인 수혜 지역. AI발 전력 수요 급증으로 텍사스 지역 내 전력 부하가 급격히 증가하고 있는 추세. 이에 지역 내 전력 그리드 인프라의 CAPEX 투자 증가가 동사의 수익 개선에 긍정적으로 작용할 가능성 높음

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY3Q24 실적 컨센서스 하회하고 현재 12m fwd PER은 15.7배로 5년 평균과 비슷한 수준이나 텍사스와 LNG 인프라에 대한 정책 기회가 향후 긍정적으로 반영될 수 있다는 판단. 다만 관세 리스크로 단기 변동성 확대 유의

### Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	14,439	16,720	15,792	16,826
영업이익	2,322	3,716	3,849	4,458
영업이익률(%)	16.1	22.2	24.4	26.5
순이익	2,915	2,920	3,029	3,348
EPS	4.61	4.61	4.75	5.15
증가율	9.3	0.1	3.0	8.5
PER	16.7	15.1	17.2	15.8
PBR	1.9	1.7	1.6	1.5
ROE	8.2	11.2	10.1	10.1
배당지표수익률	3.0	3.0	3.1	3.5

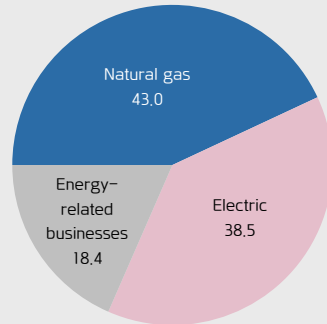
주: 컨센서스는 2025.02.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준



## 종목 관련 비즈니스 연관 도표

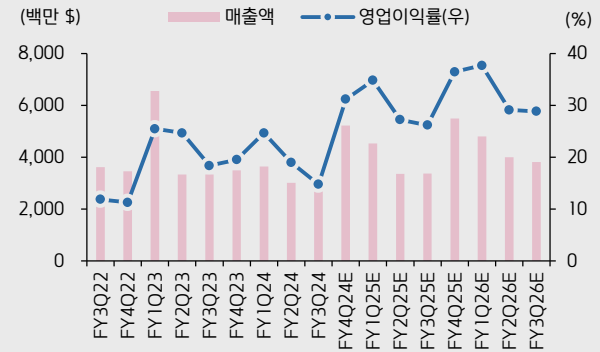


SRE 사업부별 매출액 비중



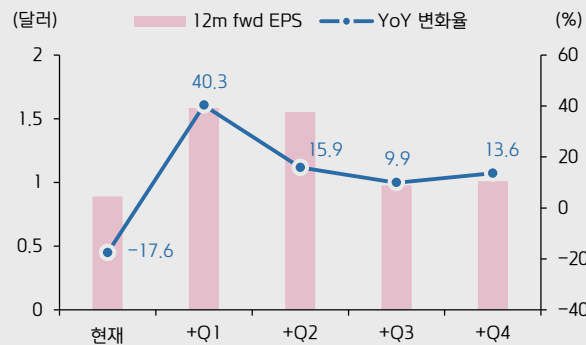
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

SRE 분기 매출액 및 영업이익률 추이



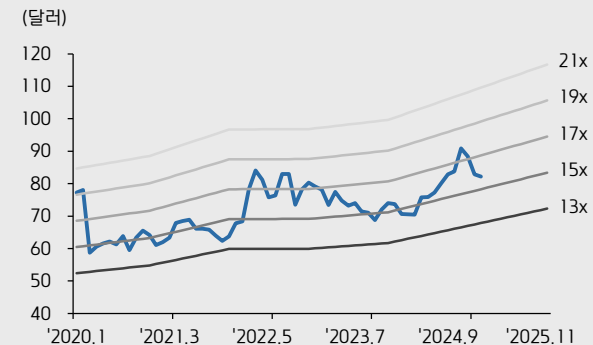
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

SRE 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

SRE 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 셈프라 에너지(SRE)



### 손익계산서

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	10,829	11,370	12,857	14,439	16,720
매출원가	2,671	2,388	3,218	4,482	4,642
매출총이익, GAAP	8,158	8,982	9,639	9,957	12,078
판매비	—	—	—	—	—
연구개발비	—	—	—	—	—
영업이익, GAAP	2,724	2,474	1,348	2,322	3,716
영업외 (이익)손실	913	1,033	1,071	955	1,089
세전이익, GAAP	1,797	1,799	1,835	1,343	2,627
법인세비용	315	249	99	556	490
당기순이익, GAAP	2,055	3,764	1,254	2,094	3,030
EPS, GAAP	3.7	6.465	2.02	3.325	4.81
희석 EPS, GAAP	3.65	6.44	2.005	3.31	4.79
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	1,911	2,350	2,637	2,915	2,920
EBITDA	4,293	4,140	3,203	4,341	5,943

### 현금흐름표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	3,088	2,591	3,842	1,142	6,218
감가상각비, 무형자산상각비	1,569	1,666	1,855	2,019	2,227
운전자본 변동	-455	-178	-786	-1,972	1,241
투자활동으로 인한 현금흐름	-4,593	553	-5,508	-5,039	-8,716
유, 무형자산 취득(CAPEX)	—	—	—	—	—
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	—
재무활동으로 인한 현금흐름	—	—	—	—	—
자금배당금	-1,135	-1,331	-1,430	-1,474	-1,527
차입금의 증가(감소)	1,285	-1,572	197	4,208	1,927
자사주매입	1,804	336	-334	-474	113
현금증가	-29	768	-404	-119	-73
기초현금	246	217	985	581	462
기말현금	217	985	581	462	389
FCF	-620	-2,085	-1,173	-4,153	-2,128
FCFF	261	-1,185	-517	-3535	-1,063

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 재무상태표

(USD mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	65,665	66,623	72,045	78,574	87,181
유동자산	3,339	4,511	4,375	5,912	5,470
현금 및 현금성자산	108	960	559	370	236
매출채권	1,716	1,981	2,469	3,320	2,712
재고자산	277	308	389	403	482
비유동자산	62,326	62,112	67,670	72,662	81,711
유형자산	37,043	40,546	44,488	48,437	55,683
무형자산	1,815	1,804	1,972	1,946	1,920
부채총계	43,860	41,689	44,626	49,318	53,527
유동부채	9,150	6,839	10,035	9,899	10,090
매입채무	2,404	2,510	2,891	3,374	3,652
단기성부채	5,083	2,477	3,626	4,424	3,387
비유동부채	34,710	34,850	34,591	39,419	43,437
장기성부채	21,230	22,188	21,538	25,076	28,358
자본총계	21,805	24,934	27,419	29,256	33,654

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
보통주 순이익률	18.98	33.10	9.75	14.50	18.12
영업이익률	24.44	22.18	10.03	15.92	22.22
EBITDA 마진	39.82	37.64	25.15	30.47	36.14
ROE	12.63	19.86	5.53	8.16	11.22
ROA	3.48	5.95	1.90	2.84	3.71
ROIC	4.94	4.65	2.43	3.44	5.11
부채비율	148.91	121.95	100.29	112.48	114.25
순차입금비율	120.02	94.97	89.66	99.25	93.17
EBITDA/현금지급이자	4.10	4.09	2.78	—	5.16
현금비율	1.18	14.04	5.57	3.74	2.34
유동비율	36.49	65.96	43.60	59.72	54.21
PER	25.40	75.32	16.37	16.74	15.15
PBR	2.50	1.81	1.67	1.85	1.70
EV/EBIT	27.84	25.52	52.29	34.56	22.46
EV/EBITDA	17.29	15.21	21.29	18.32	13.97



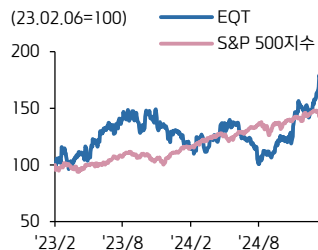
블룸버그 목표주가	USD 53.11
현재 주가 (2/4)	USD 52.15

## Stock Data

산업분류	에너지
세부업종	석유 & 가스
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,037.88
시가총액(min)	31,117.1
유통주식수(min)	596.7
52주 최고	54.85
52주 최저	30.02
일평균거래량	7,819,262

## Performance &amp; Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	13.1	10.9	72.6	52.6
S&P 500	2.7	1.6	16.4	22.2



◆ **기업 개요:** EQT는 미국 최대 천연가스 생산 기업 중 하나로 주로 애팔래치아 분지의 마르셀러스 및 유티카 셰일 지역에서 천연가스, LNG, 원유를 생산. 2024년 7월 천연가스 파이프라인 운송 기업인 Equitrans Midstream와의 합병을 통해 생산과 운송을 통합한 수직 계열화(업스트림+미들스트림) 달성

◆ **투자 포인트:** 1) 전력 수요 확대와 LNG 수출 증가가 모멘텀으로 작용할 전망. 러-우 전쟁 이후 우크라이나를 경유하는 유럽향 가스 공급망이 차단된 가운데 유럽 가스 시장에서 미국산 LNG 대체 중. 트럼프는 취임 직후 바이든 행정부가 고수 해온 LNG 신규 수출 허가 중단 조치 재개했으며, 에너지 비상사태와 적극적인 관세 부과를 선언. 중국이 LNG 관세 부과로 맞대응했으나, 오히려 이는 트럼프의 관세 조치가 LNG 수출 확대용 카드라는 것을 방증한다고 생각. 또한 현재 중국향 LNG 수출 비중 2%로 낮고 향후 협상 가능성 열려있다는 점에서 중장기적으로 LNG 수출 증가에 따른 LNG 수요 증가 모멘텀은 유효하다고 생각. 2) 2024년 7월 천연가스 파이프라인 운송 기업인 Equitrans Midstream와의 합병을 통해 생산과 운송을 통합한 수직 계열화(업스트림+미들스트림) 달성했으며, 이를 기반으로 동종업계 대비 비용 구조 개선으로 손익분기점을 낮춰 현금 창출 능력을 강화한 점이 차별화 요인. 3) 동사는 데이터센터 수요가 높은 미국 동남부 지역에 위치한 유틸리티 기업들과 프리미엄 가격이 반영된 장기 가스 판매 계약을 체결. 전력 수요 증가에 따른 직접적인 수혜

◆ **실적 및 밸류에이션:** 동사는 2025년 연간 판매량을 약 2,100 Bcfe로 유지할 계획이며, 석탄 발전소 폐쇄와 AI발 데이터센터 전력 수요 증가로 천연가스 수요 증가를 전망. 최근 트럼프 당선 효과에 따른 주가 상승으로 현재 12m fwd PBR은 1.3 배로 5년 평균(0.8배) 상회 중이나, FCF 손익분기점이 mmbtu당 2.5달러에서 2.0달러로 하락한 데 따른 비용 절감 효과로 현금흐름 강화 예상. 이를 기반으로 한 자사주 매입 기대감도 유효하기 때문에 여전히 긍정적인 관점 유지

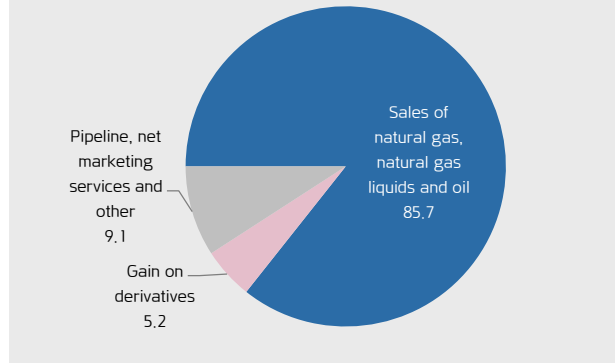
## Company Earnings &amp; Valuation

(백만 달러)	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	7,498	6,909	5,612	7,598
EBITDA	3,523	2,998	3,452	5,229
EBITDA 마진(%)	47.0	43.4	61.5	68.8
순이익	1,262	946	682	1,755
EPS	3.11	2.29	1.34	3.13
증가율	238.0	-26.4	-41.5	134.0
PER	10.9	16.9	38.9	16.6
PBR	1.1	1.1	1.2	1.3
ROE	16.8	13.4	3.7	8.0
배당지표수익률	1.2	1.2	1.2	1.2

주: 컨센서스는 2025.02.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

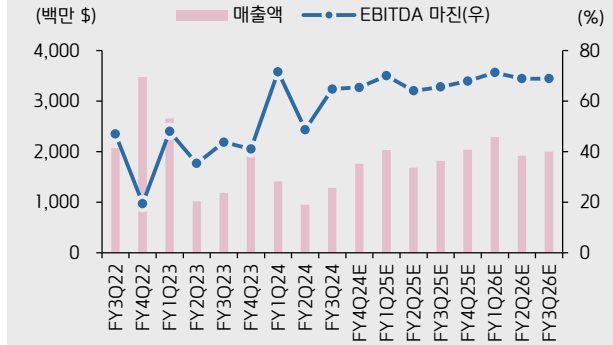


EQT 사업부별 매출액 비중



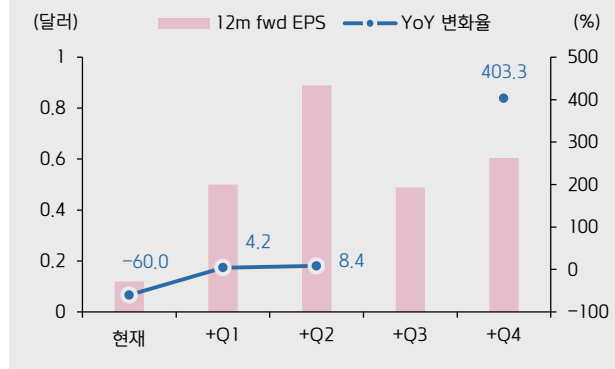
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

EQT 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



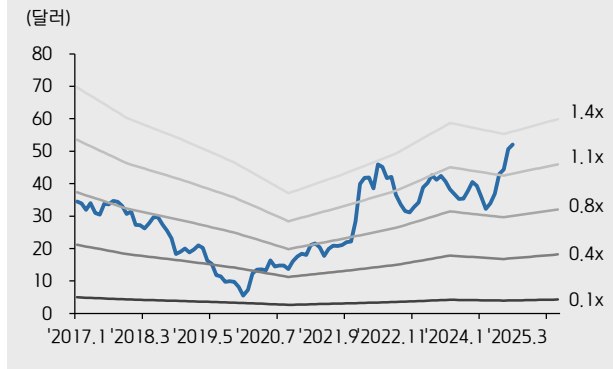
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

EQT 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

EQT 12m fwd PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## 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
재고자산	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
순차입금비용	129.51	106.85	113.54	247.03	209.41
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비용	6.56	13.37	22.68	4.40	35.48
유동비용	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

## 골드만삭스(GS)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

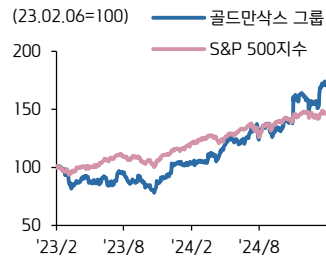
블룸버그 목표주가	USD 652.65
현재 주가 (2/4)	USD 634.18

### Stock Data

산업분류	금융
세부업종	기관 중개업
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,037.88
시가총액(min)	204,207.2
유통주식수(min)	310.5
52주 최고	650.00
52주 최저	375.20
일평균거래량	2,316,009

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	10.8	9.3	38.2	65.6
S&P 500	2.7	1.6	16.4	22.2



◆ **기업 개요:** 골드만삭스는 1869년 설립된 다국적 투자은행이자 금융 서비스 기업으로 글로벌 시장 및 투자은행업이 중심인 GBM(Global Banking & Markets), 고액 자산가 관리업인 AWM(Asset & Wealth Management), 디지털 금융 플랫폼 서비스인 플랫폼 솔루션(Platform Solution) 등 3개 사업부로 구성. 각 사업부별 비중은 GBM이 61%로 가장 높고, AWM 34%, 플랫폼 솔루션 5% 순

◆ **투자 포인트:** 1)트럼프 당선에 따른 금융 규제 완화 및 법인세 인하 효과로 캐피탈 시장이 가속화될 경우, 대형 은행 가운데 동사의 손해가 클 것으로 판단, GBM의 영업수익 비중이 61%로 가장 높기 때문. 또한 과거 2019년 트럼프 임기 1기 당시 볼커(은행의 고위험 투자활동을 제한, 자기계정거래 금지 및 헤지펀드, 사모펀드 투자 금지) 완화가 금융주 상승의 계기가 되었다는 점에서 향후 진행될 수 있는 규제 완화는 금융주들에게 모멘텀이 되어 줄 수 있음. 2)트럼프 2기 금융 규제 완화가 기대되는 항목에는 바젤3 최종안(Basel 3 Endgame)이 있으며, 해당 최종안은 연기 혹은 축소될 가능성이 높음. 2022년 도입 예정이었으나, 팬데믹과 SVB 사태로 은행권의 유동성에 차질이 생기면서 2025년 7월 초로 연기. 이는 은행 규모별 위험가중자산(RWA)에 대해 통일된 기준을 마련하여 자본금 요건을 상향하는 것이 골자. 3)추가 법인세 인하와 대형 M&A에 대한 심사 기준 완화로 M&A 활성화 기대. 4)베네통 재무장관, 소비자금융보호국장(CFPB) 국장 겸임 및 현재 진행중인 업무 모두 중단 명령

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY4Q24 실적은 모두 컨센서스 상회했으며, GBM 사업부가 IB 수수료와 주식 인수 및 발행 수익 확대를 기반으로 견고한 모습을 나타냈고, 부유층 대상 서비스 제공하는 AWM 파트가 서프라이즈를 견인. 현재 12m fwd PBR은 트럼프 트레이드를 반영하며 5년 평균(1.1배) 상회하는 1.7배, 밸류에이션 부담은 높아진 상황

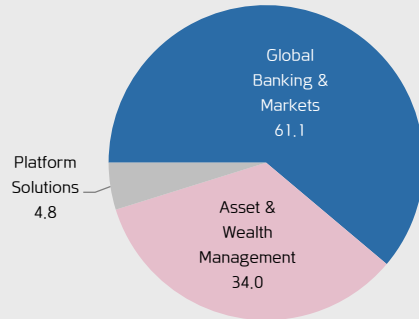
### Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
영업수익	46,254	53,512	57,101	59,495
영업이익	10,739	18,397	20,210	22,510
영업이익률(%)	23.2	34.4	35.4	37.8
순이익	7,907	13,525	15,087	16,215
EPS	22.87	40.54	46.35	51.54
증가율	-23.9	77.3	14.3	11.2
PER	16.7	14.0	13.7	12.3
PBR	1.2	1.7	1.8	1.6
ROE	7.5	12.6	13.4	13.9
배당지표수익률	1.8	1.8	2.0	2.1

주: 컨센서스는 2025.02.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

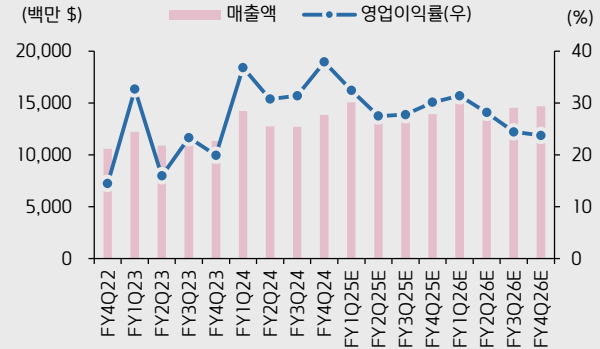


GS 사업부별 영업수익 비중



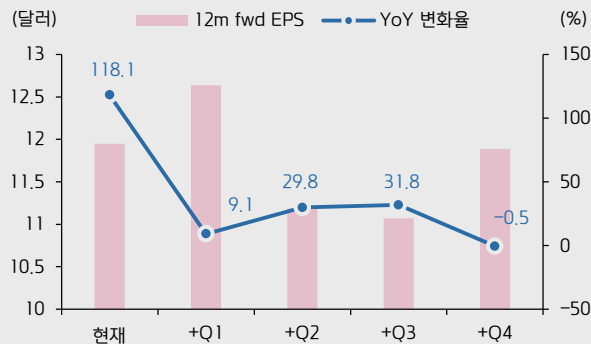
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GS 분기 매출액 및 영업이익률 추이



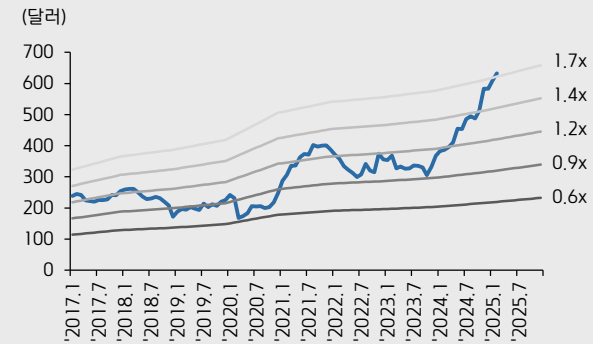
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GS 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GS 12m fwd PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### 손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
순영업수익, GAAP	44,560	59,339	47,365	46,254	53,512
영업비용, GAAP	24,842	27,228	25,852	28,789	27,043
영업이익, GAAP	12,479	27,044	13,486	10,739	18,397
영업외 (이익)손실	0	0	0	0	0
세전이익, GAAP	12,479	27,044	13,486	10,739	18,397
법인세비용	3,020	5,409	2,225	2,223	4,121
당기순이익, GAAP	8,915	21,151	10,764	7,907	13,525
EPS, GAAP	25.01	60.3452	30.57	23.2013	41.2222
희석 EPS, GAAP	24.74	59.45	30.06	22.87	40.54
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	8,915	21,151	10,764	7,907	13,525
EBITDA	—	—	—	—	—

### 현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	-18,535	6,298	8,708	-12,587	—
감가상각비, 무형자산상각비	1,902	2,015	2,455	4,856	2,392
운전자본 변동	-34,080	-20062	-9394	-27712	—
투자활동으로 인한 현금흐름	-34,356	-30,465	-75,960	-17,312	—
재무활동으로 인한 현금흐름	70,380	134,738	59,602	27,800	—
지급배당금	-2,336	-2,725	-3,682	-4,189	—
차입금의 증가(감소)	6,714	39,131	38147	-4,713	—
자사주매입	-1,940	-5703	-3500	-5300	—
현금증가	22,296	105,194	-19211	-248	—
기초현금	133,546	155,842	261,036	241,825	—
기말현금	155,842	261,036	241,825	241,577	—
FCF	-24,844	1,631	4,960	-14,903	—
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	1,163,028	1,463,988	1,441,799	1,641,594	1,671,000
현금 및 현금성자산	155,842	261,036	241,825	241,577	182,000
단기 및 장기 투자	412,494	400,675	372,461	573,229	756,000
순매출채권	—	—	—	—	—
유형자산	25,430	20,386	19,246	13,415	—
무형자산	4,962	4,703	8,383	7,093	6,898
부채총계	1,067,096	1,354,062	1,324,610	1,524,689	1,549,000
예수금	450,620	616,158	648,710	659,145	656,000
단기차입금&RP	309,758	407,663	352,897	543,435	626,000
장기부채	227,959	256,075	248,967	243,784	243,000
연금부채	821	837	448	542	—
파생상품부채	58,591	51,953	54,735	56,754	—
자본총계	95,932	109,926	117,189	116,905	122,000

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	16.66	32.55	15.67	7.29	10.66
영업이익률	28.00	45.58	28.47	23.22	34.38
EBITDA 마진	44.44	54.12	54.94	72.17	74.20
ROE	10.89	23.00	10.47	7.45	12.57
ROA	0.88	1.65	0.78	0.55	0.86
ROIC	2.09	3.12	1.87	1.18	1.65
부채비율	634.63	668.94	565.20	744.75	793.10
순차입금비율	137.24	16.58	-46.18	104.71	260.66
EBITDA/현금지급이자	2.62	6.37	1.98	1.30	—
PER	8.18	6.31	10.96	16.68	13.99
PBR	1.07	1.29	1.08	1.18	1.69
EV/EBIT	18.58	5.77	5.28	23.86	28.01
EV/EBITDA	9.82	4.45	1.90	3.30	5.47



## LPL 파이낸셜(LPLA)



US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

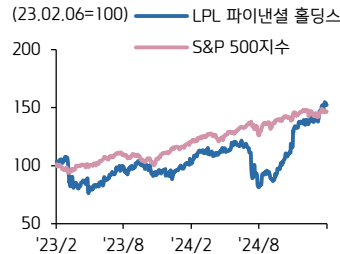
블룸버그 목표주가	USD 408.76
현재 주가 (2/4)	USD 361.89

### Stock Data

산업분류	금융
세부업종	자산관리
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	6,037.88
시가총액(min)	27,098.2
유통주식수(min)	74.9
52주 최고	375.74
52주 최저	187.19
일평균거래량	555,950

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	10.8	8.6	87.5	45.8
S&P 500	2.7	1.6	16.4	22.2



◆ **기업 개요:** LPL 파이낸셜 홀딩스는 미국 최대 독립 금융 브로커리지 기업으로 금융 자문과 중개 서비스, 금융 기술 플랫폼을 제공. 현재 총 28,900명의 금융 전문가를 보유하고 있으며, 동사가 자문 및 중개하고 있는 총 자산은 1.7조달러 규모로 2019년 7,640억달러에서 5년 만에 2배 이상 증가. 매출총이익 비중은 Client cash(33%), Other asset-based(24%), Advisory fees and commissions(25%), Service and Fee(12%), Transaction(2%), Interest income(2%), Other revenue(1%) 순

◆ **투자 포인트:** 1)트럼프 당선에 따른 금융 규제 및 M&A 심사 기준 완화와 법인세 인하 효과로 캐피탈 시장이 가속화된다면 대형 기업들의 M&A가 활발해질 수 있으며, 이에 금융 자문 및 중개 시장에서 가장 큰 규모를 보유한 동사의 구조적 이점으로 자문 수요가 집중될 수 있다는 판단. 트럼프 집권 1기 당시 법인세율을 35%에서 21%로, 개인 소득세 최고세율을 39.6%에서 37%로 인하하는 것을 골자로 하는 법안인 TCJA(감세와 일자리법)를 통과시켰고, 2025년 만료 예정인 해당 법안을 임기 2기에 강력하게 연장할 것으로 전망됨. 또한 대선 유세 과정에서 법인세율을 추가적으로 15%까지 인하하고 팀에 붙는 세금도 폐지하겠다고 밝힌 바 있으며 구체적인 정책안 아직 발표되지 않았다는 점도 상승 여력 기회로 남아있다는 판단. 2)뿐만 아니라 동사는 자문 및 비즈니스 서비스 소프트웨어를 구독제 형식으로도 기업에 제공하고 있으며, 24년 연말 기준 총 6,704개의 기업을 고객으로 확보. 2019년 659개에서 가파르게 성장하는 중

◆ **실적 및 밸류에이션:** FY4Q24 매출총이익과 EBITDA, EPS 등 실적 지표 대부분 컨센서스 상회. 모집 자산도 790억 달러로 분기 최고치 경신했고, 순 자산 유입(Net New Assets)은 680억 달러로 연율 환산시 17% 증가하며 강한 성장세 시현. 실적 호조로 자사주 매입 계속해서 진행중. 현재 12m fwd PER은 17.8배로 5년 평균(14.4배) 상회하는 수준

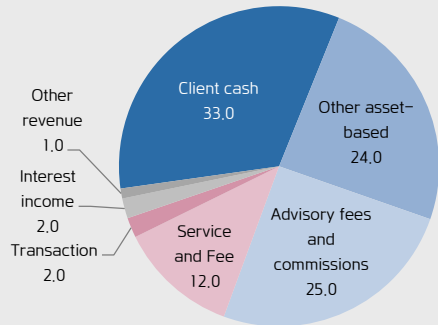
### Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	10,053	12,385	15,058	16,913
EBITDA	1,986	2,220	2,516	3,027
EBITDA 마진(%)	19.8	17.9	16.7	17.9
순이익	1,224	1,245	1,475	1,747
EPS	15.72	16.51	19.83	23.51
증가율	51.2	5.0	20.1	18.6
PER	15.6	20.8	18.3	15.4
PBR	8.1	8.3	8.0	6.3
ROE	50.2	42.3	50.1	52.4
배당지표수익률	0.3	0.3	0.3	0.4

주: 컨센서스는 2025.02.04 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

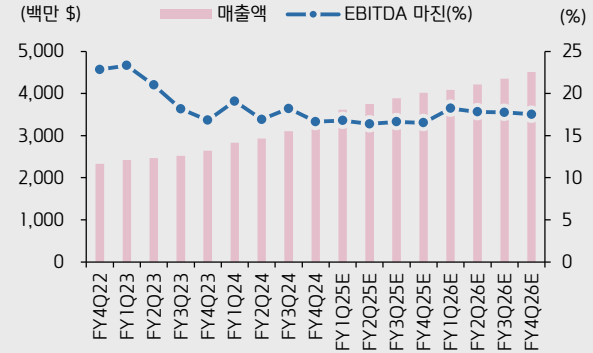


LPLA 수익원별 매출액 비중



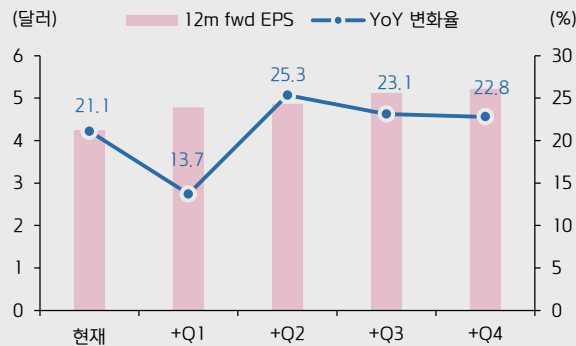
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

LPLA 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



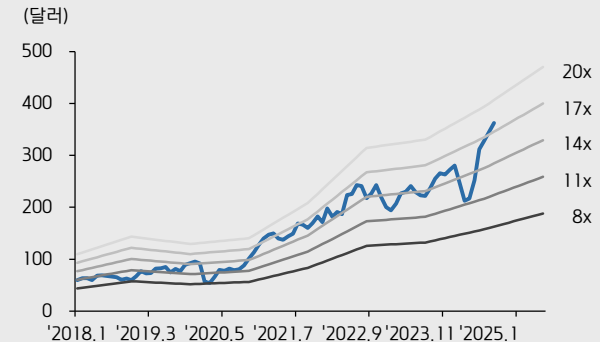
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

LPLA 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

LPLA 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## LPL 파이낸셜(LPLA)



### 손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
순영업수익, GAAP	5,872	7,721	8,601	10,053	12,385
영업비용, GAAP	1,371	1,749	1,952	2,399	2,839
영업이익, GAAP	—	—	—	—	—
영업외 (이익)손실	106	104	126	187	274
세전이익, GAAP	626	601	1,112	1,603	1,393
법인세비용	153	141	266	379	334
당기순이익, GAAP	473	460	846	1,066	1,059
EPS, GAAP	5.96	5.75	10.60	13.88	14.17
희석 EPS, GAAP	5.86	5.75	10.6	13.88	14.17
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	473	574	937	1,224	1,245
EBITDA	909	936	1,525	1,986	2,220

### 현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	790	453	1,946	513	—
감가상각비, 무형자산상각비	177	231	287	354	309
운전자본 변동	238	46	980	-601	—
투자활동으로 인한 현금흐름	-187	-459	-376	-860	—
재무활동으로 인한 현금흐름	-275	279	-504	-209	—
지급배당금	-79	-80	-80	-92	—
차입금의 증가(감소)	-56	479	-100.7	1,019	—
자사주매입	-120	-48	-296	-1081	—
현금증가	327	273	1065	-556	—
기초현금	1,472	1,799	2,072	3,137	—
기말현금	1,799	2,072	1,065	2,581	—
FCF	634	237	1,639	109	—
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	6,596	7,992	9,482	10,385	13,317
현금 및 현금성자산	809	495	848	466	967
단기 및 장기 투자	966	1,546	2,252	2,099	1,655
순매출채권	435	581	678	743	903
유형자산	685	754	873	1,027	1,210
무형자산	1,911	2,097	2,070	2,528	3,656
부채총계	5,281	6,321	7,315	8,307	10,387
예수금	1,534	1,712	2,695	2,266	1,899
단기차입금&RP	122	203	181	201	129
장기부채	2,453	2,911	2,809	3,820	5,495
연금부채	0	0	0	0	—
파생상품부채	—	—	—	—	—
자본총계	1,315	1,671	2,168	2,079	2,931

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	8.05	5.96	9.83	10.61	8.55
영업이익률	12.46	9.14	14.39	16.23	13.46
EBITDA 마진	15.80	12.38	17.99	19.95	15.95
ROE	40.42	30.81	44.07	50.22	42.26
ROA	7.58	6.30	9.68	10.73	8.93
ROIC	14.01	12.46	19.09	21.85	17.48
부채비율	195.80	186.44	137.97	193.41	191.90
순차입금비율	134.31	156.79	98.87	171.01	158.91
EBITDA/현금지급이자	8.68	9.22	13.02	10.48	—
PER	17.79	24.24	20.15	15.59	20.81
PBR	6.30	7.67	7.90	8.11	8.32
EV/EBIT	13.55	21.57	15.46	12.45	17.42
EV/EBITDA	10.83	16.13	12.46	10.18	14.70

# 1월 중국 Review 및 2월 전망

개화(開花) 조짐





## 1월 중국 Review 및 2월 전망 | 개화(開花) 조집

### 중국 경제, 당국의 노력이 반영되고 있지만, 여전히 불안 요인이 많이 남아 있음

- 2024년 중국 경제는 전년대비 5% 성장, 당국 목표 달성. 현재 가장 중요한 내수를 부양하기 위한 정책 또한 반영되는 모습이 확인되고 있음
- 그러나 디플레이션 압력이 여전히 심각. 생산과 수요의 심각한 불균형 또한 디플레이션 압력을 심화시키는데 일조하고 있음
- 2024년 하반기 대외 수요 의존도가 더욱 높아졌는데, 트럼프發 불확실성을 감안하면, 내수 체력을 강화시키는 것이 중요할 듯. 만약 내수 부양책 효과가 미미하고, 대외 수요가 감소할 경우, 생산 및 수요 불균형, 디플레이션 압력은 더욱 심각해질 수 있기 때문

### 최악의 국면을 지나면서, 중국 증시 및 경기에 우호적인 환경 조성 중. 다만, 당국의 후속 노력도 필수불가결한 상황

- 부동산 재고 감소 여부가 중요하겠지만, 부동산 불확실성 해소 가능성도 높아지고 있다고 판단. 가계 체력 또한 회복되고 있다고 생각
- 뿐만 아니라, 최근 통화 공급량 증가 이후, 신용 유동성까지 늘어나고 있음. 실질 유동성 공급은 증시 반등 및 실물 경기 회복에 도움
- 단기 관점에서, 유동성 및 정책 모멘텀에 힘입어 역외 증시 중심으로 투자심리는 회복될것으로 전망. 장기적으로 증시 상승세가 이어지기 위해서는 경기 펀더멘탈 회복이 중요한데, 환율 및 10년물 금리 추리, PMI 등을 보면, 여전히 부양책이 필요. 정책 방향성과 효과가 중요

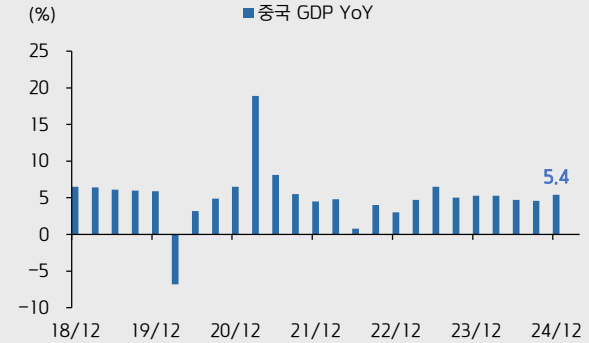
### 미중 지정학적 리스크 변동성 확대 예상. 향후 정책 기대감 확대 가능성 존재

- 트럼프 대통령의 중국 관세 인상 및 중국의 맞대응으로 인해 최근 다소 완화된 지정학적 리스크는 확대가 불가피한 상황
- 중국 경기 하방 압력 커질 것으로 예상되나 이를 상쇄하기 위한 내수부양 중요성도 부각될 것. 향후 정책강도에 대한 기대감 확대 가능성 존재
- 최근 중국정부도 지속적으로 추가적인 정책 여력을 강조 중이나 3월 양회에서 정책 강도 및 방향에 대한 최종 확인이 중요
- 양회 전까지 정책 기대감 및 지정학적 리스크의 높은 변동성 예상, 고배당 업종 및 AI/정책 수혜 테마 간의 섹터 로테이션 전망



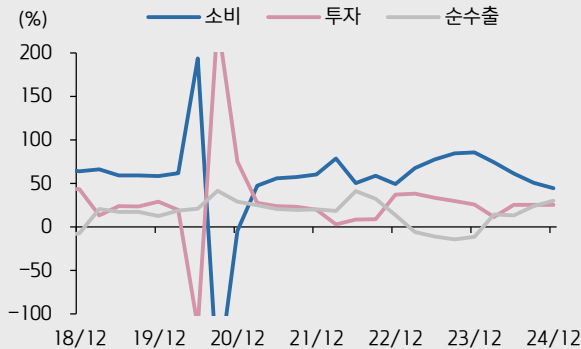
- ◆ 4분기 중국경제는 전년동기대비 5.4% 성장, 덕분에 2024년 중국경제는 전년대비 5% 성장
  - 4분기 중국경제가 시장 컨센서스를 큰 폭으로 상회하면서, 당초 연간 경제성장률 목표를 달성
- ◆ 그러나 그 이면에 불안 요인이 여전히 남아있음
  - 디플레이션 압력이 여전히며, 공급과 수요 불균형 또한 계속되고 있음
  - GDP 내 수출 기여도가 증가했는데, 수출 불확실성을 감안하면, 높은 대외 수요 의존도 또한 불안 요인

중국 분기 경제성장률 추이



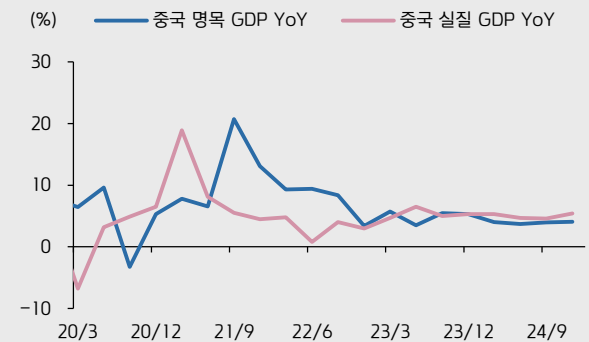
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 분기 경제성장률 부문별 기여도 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 명목/실질 GDP 추이

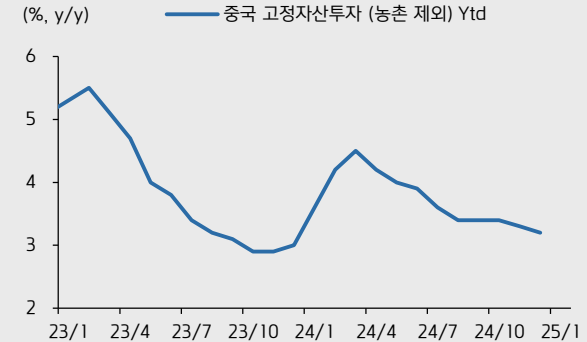


자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



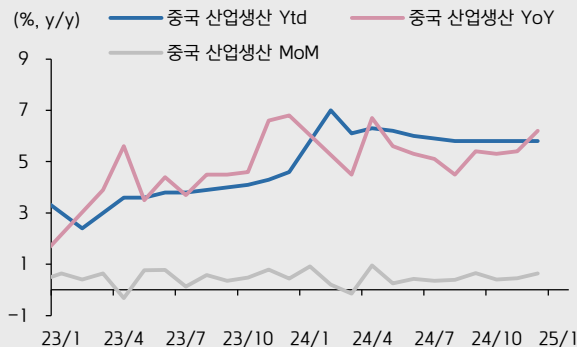
- ◆ 12월 산업생산이 큰 폭으로 증가하면서, 경제성장률 목표 달성에 크게 기여
- ◆ 다만 소비 회복 탄력은 공급 측 생산 활력에 미치지 못하면서, 공급 및 수요 불균형이 심화
  - 12월 산업생산은 전년동월대비 6.2% 성장하면서, 시장 컨센서스를(YoY+5.4%) 큰 폭으로 상회
  - 소매판매는 전년동월대비 3.7%, 고정자산투자는(Ytd 기준) 전년동기대비 3.2% 성장하면서, 시장 컨센서스에 대체로 부합. 다만 회복 탄력 자체는 여전히 부족하다고 판단

### 중국 고정자산투자 추이



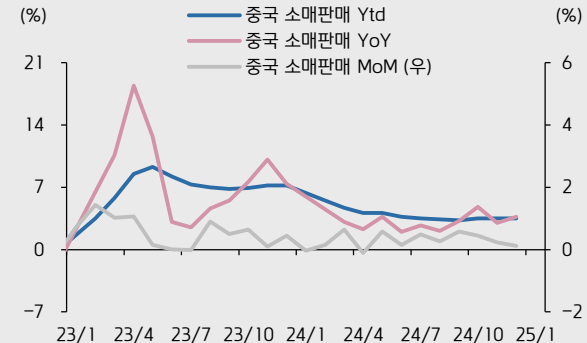
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 산업생산 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 소매판매 추이

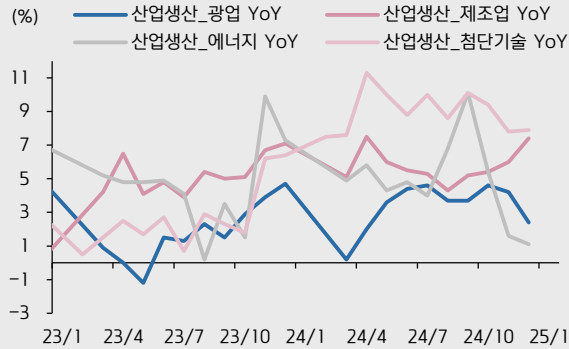


자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

## 산업생산: 제조업 중심으로 견조한 성장세가 이어지고 있음

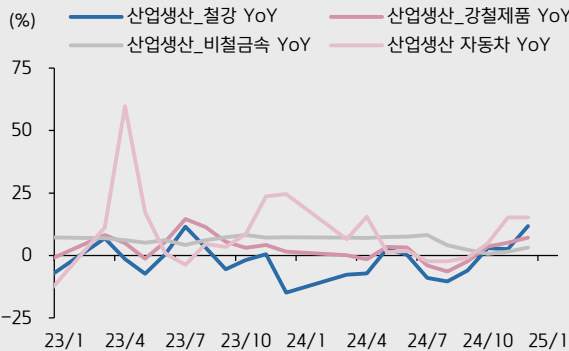


### 중국 광업, 에너지, 제조업 산업생산 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 주요 경기민감 품목 산업생산 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 산업생산 세부항목 현황

분류	2024년 12월	2024년 11월	2024년 1~12월	
	YoY 증가율 (%)	YoY 증가율 (%)	생산량	YoY 증가율 (%)
화학섬유(만 톤)	5.5	2.3	7,911	9.7
시멘트(만 톤)	-2.0	-10.7	182,524	-9.5
생철(만 톤)	9.4	3.9	85,174	-2.3
조강(만 톤)	11.8	2.5	100,509	-1.7
강재(만 톤)	7.1	5.1	139,967	1.1
비철금속(만 톤)	3.2	1.5	7,919	4.3
금속절단기(만 대)	35.0	10.5	70	10.5
산업용 로봇(대)	36.7	29.3	556,369	14.2
자동차(만 대)	15.2	15.2	3,156	4.8
신에너지자동차(만 대)	43.2	51.1	1,317	38.7
발전설비(만 kW)	17.9	-0.7	28,434	16.0
태양광 전지(만 kW)	20.7	10.9	68,495	15.7
컴퓨터(만 대)	8.9	-6.4	33,913	2.7
스마트폰(만 대)	-1.0	3.7	124,666	8.2
집적회로(억 개)	12.5	8.7	4,514	22.2
원탄(만 톤)	4.2	1.8	475,896	1.3
코크스(만 톤)	0.2	0.6	48,927	-0.8
원유(만 톤)	1.4	0.2	21,282	1.8
원유 가공량(만 톤)	0.6	0.2	70,843	-1.6
천연가스(억 m³)	3.6	3.1	2,464	6.2
발전량(억 kWh)	0.6	0.9	94,181	4.6
화력발전량(억 kWh)	-2.6	1.4	63,438	1.5
수력발전량(억 kWh)	5.5	-1.9	12,742	10.7
핵발전량(억 kWh)	11.4	3.1	4,449	2.7
풍력발전량(억 kWh)	6.6	-3.3	9,360	11.1
태양광발전량(억 kWh)	28.5	10.3	4,191	28.2

자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

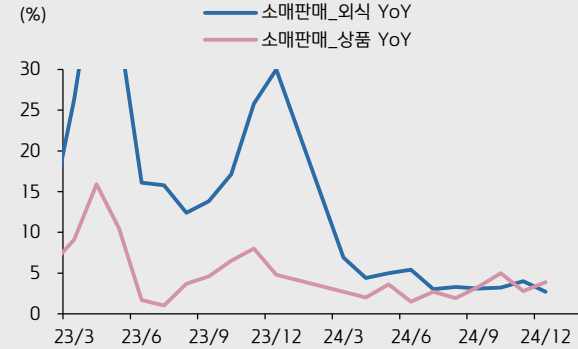


## 소매판매: 이구환신 정책 효과도 확인되지만, 더 강한 수요가 필요하다 판단



- ◆ 경기 소비재 회복 탄력이 높아지는 등, 이구환신 정책 효과가 이전과 달리 지표에 반영되는 모습
- ◆ 그러나, 상품 및 서비스 소비 모두 절대적 레벨은 낮음. 특히 서비스 소비 부양이 중요할 듯
  - 부양책 뿐만 아니라, 가계 소비 여력 및 심리가 회복되는 것이 확인되어야 할 듯

### 중국 상품 및 외식업 소매판매 추이



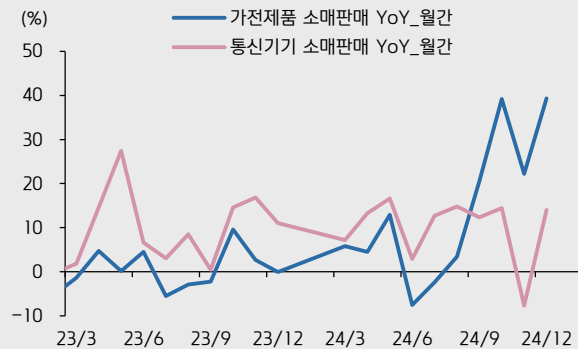
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 소매판매 세부항목 현황

분류	24년 12월	24년 11월	2024년 1~12월	
	YoY 증가율(%)	YoY 증가율(%)	총액(억위안)	YoY 증가율(%)
식용유/식품	9.9	10.1	21,737	9.9
음료	-8.5	-4.3	3,200	2.1
주류/담배	10.4	-3.1	6,159	5.7
의류	-0.3	-4.5	14,691	0.3
화장품	0.8	-26.4	4,357	-1.1
귀금속	-1.0	-5.9	3,300	-3.1
일상용품	6.3	1.3	8,091	3.0
오락용품	16.7	3.5	1,415	11.1
가전제품	39.3	22.2	10,307	12.3
의약품	-0.9	-2.7	7,157	3.1
문구/사무용품	9.1	-5.9	4,327	-0.3
가구	8.8	10.5	1,691	3.6
통신기자재	14.0	-7.7	7,902	9.9
석유	-2.8	-7.1	24,002	0.3
자동차	0.5	6.6	50,314	-0.5
건축/자재	0.8	2.9	1,692	-2.0

자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 가전제품, 핸드폰 소매판매 추이



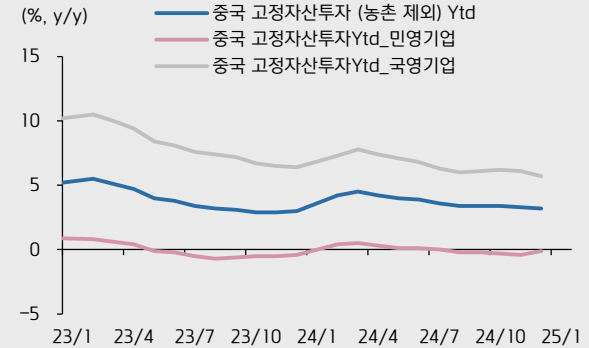
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



## ◆ 부동산 vs 인프라, 국영 vs 민간 투자 등 양극화가 장기화되고 있음

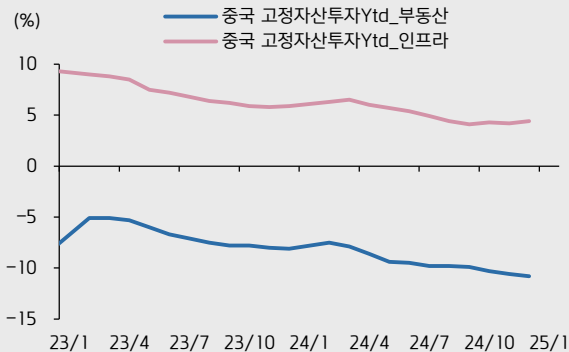
- 그간 떨어졌던 인프라 투자 증가율이 부양책 영향으로 다시 높아지고 있음
- 부동산 및 민간 투자 수요가 돌아오길 기대. 부동산 관련 부진은 단기내 해소되기는 어렵겠지만, 최근 실질 유동성이 유입되고 있어, 민간 투자 수요가 다시 늘어날 가능성 염두

## 중국 국영기업, 민영기업 고정자산투자



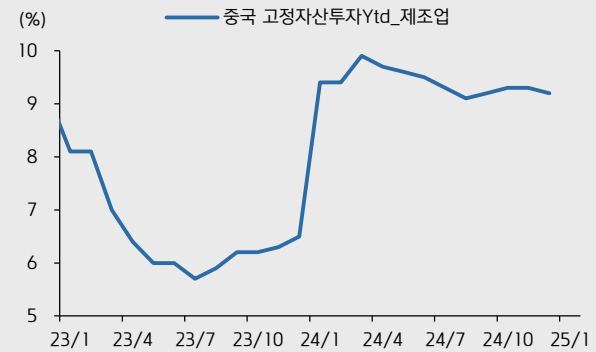
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

## 중국 인프라 및 부동산 고정자산투자 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

## 중국 제조업 고정자산 투자 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

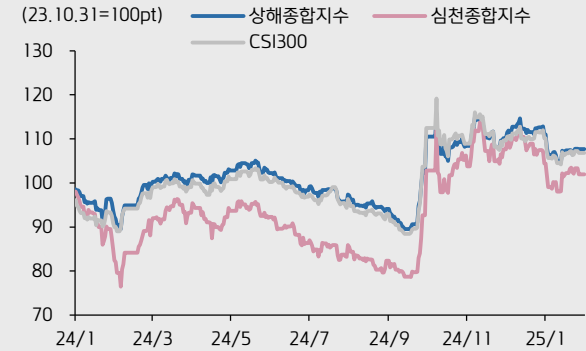
## 1월 중국증시, 역외증시의 아웃퍼폼이 뚜렷



### ◆ 두 달 연속으로 역외증시가 본토증시를 아웃퍼폼

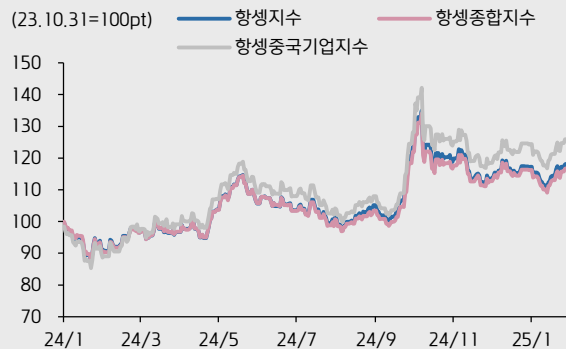
- 실질 유동성이 공급되는 등, 기대감이 살아나고 있는 가운데, 투자심리가 역외증시에 집중되는 모습
- DeepSeek 영향으로 플랫폼 포함 중국 빅테크 주가 상승 탄력이 높은 모습

### 중국 본토 주요 증시 추이



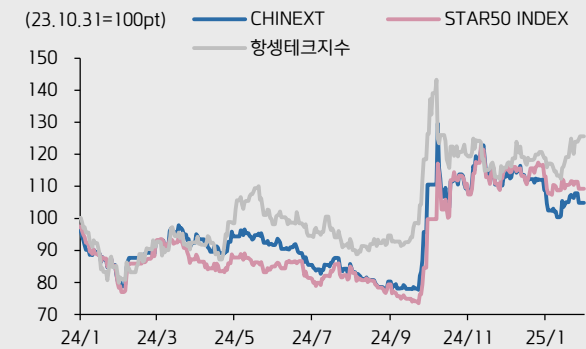
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 홍콩 주요 증시 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중화권 성장주 주요 증시 추이

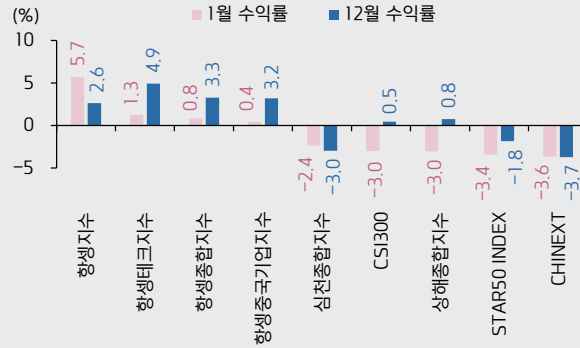


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 1월 중국 주요 지수 및 업종별 수익률 점검

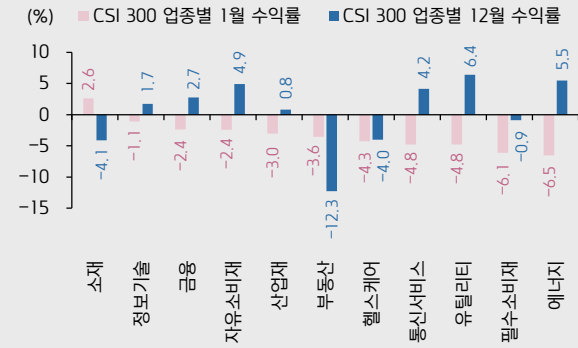


최근 중국 지수별 수익률 비교



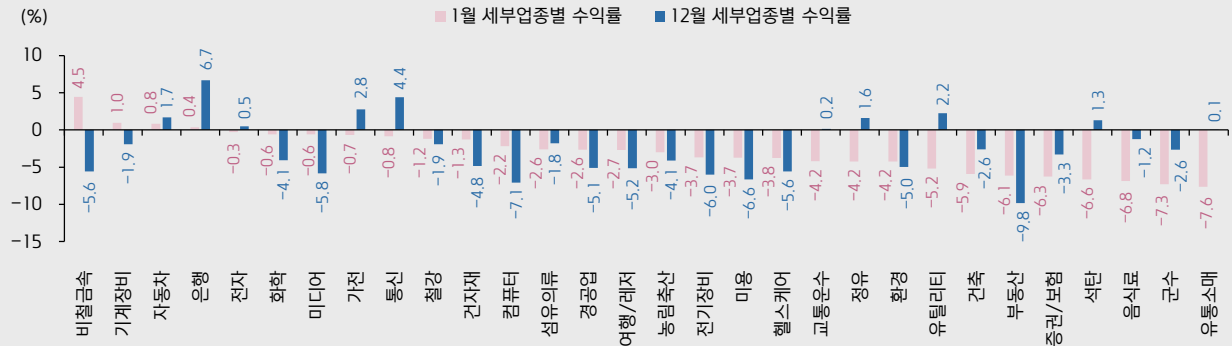
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 25.01.31 종가 기준

최근 중국 업종별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 25.01.31 종가 기준

최근 중국 세부업종별 수익률 비교

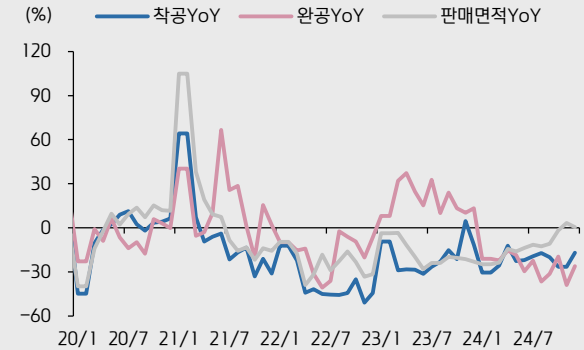


자료: Wind, 키움증권 리서치, 주: 25.01.31 종가 기준



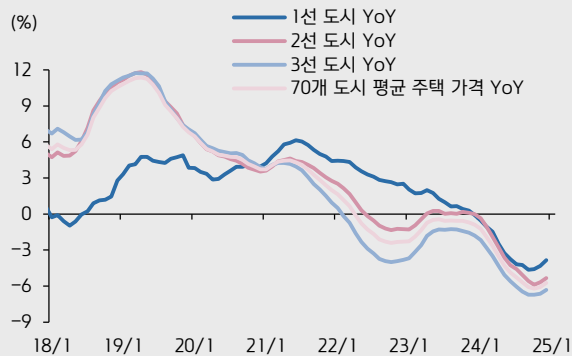
- ◆ 부동산 가격은 꾸준히 회복(MoM, YoY 모두)
- ◆ 그러나 부동산 경기 불확실성은 여전
  - 토지판매면적이 회복되고 있지만, 착공 및 완공 면적 모두 여전히 마이너스 증가율에서 벗어나지 못하고 있음
  - 중국 부동산 경기 둔화를 초래했던 디벨로퍼 유동성 규제 등 정책 영향을 점검이 중요. 유동성 증가율 및 재고 감소 여부 등

중국 부동산 실물지표 추이



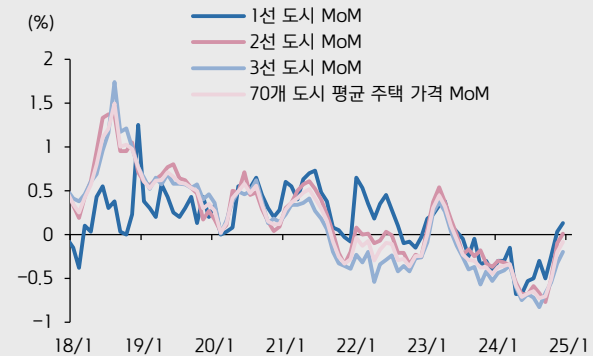
자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치

중국 부동산 가격 추이 (YoY)



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 부동산 가격 추이 (MoM)

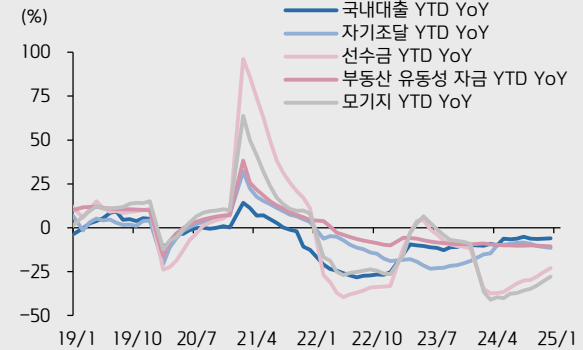


자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



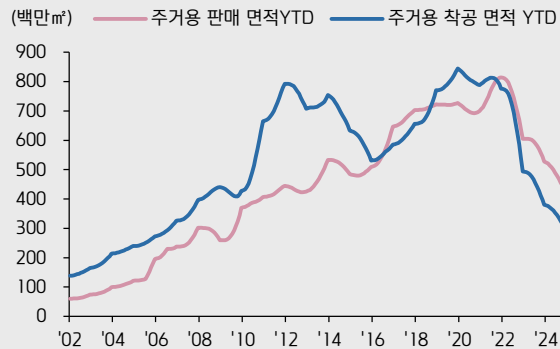
- 부동산 디벨로퍼 유동성 경색은 여전. 부동산 과잉 공급 및 재고가 해소되는 것을 확인하기 전까지는 (정책에 의해) 유동성 환경이 완화되기는 쉽지 않을 것으로 판단
- 미분양면적 증가율이 떨어지고 있지만, 여전히 부동산 재고 부담은 높다고 판단. 연초 미분양면적이 의미있게 감소되는 것을 확인하는 것이 중요할 것으로 생각

### 중국 부동산 유동성 증가율 추이



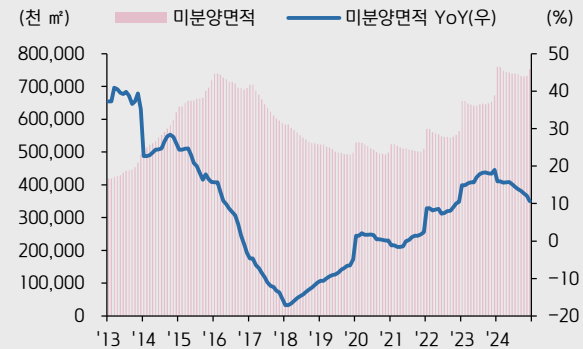
자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치

### 중국 부동산 거래면적 추이



자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치

### 중국 부동산 미분양면적 추이



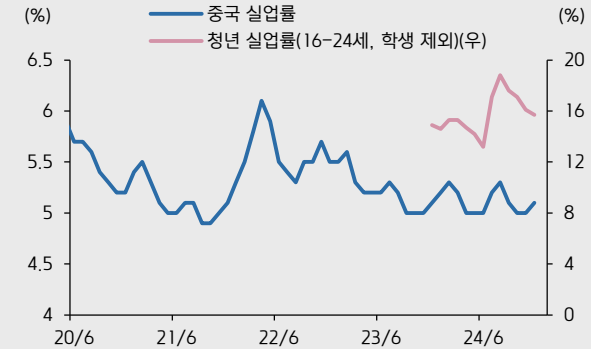
자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치



## ◆ 부동산 불확실성 감안, 고용 및 소득 안정이 중요

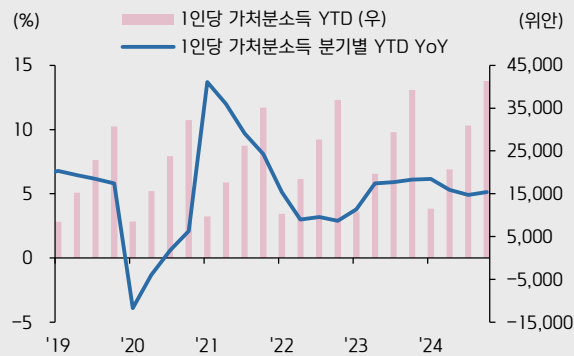
- 실업률은 다시 안정되고 있음
- 가처분 소득 증가율 또한 회복, 다만, 임금소득, 사업소득 등 노동 소득의 증가율이 더욱 높아진다면, 이는 가계 체력에 큰 도움이 될 것으로 판단

## 중국 실업률 추이



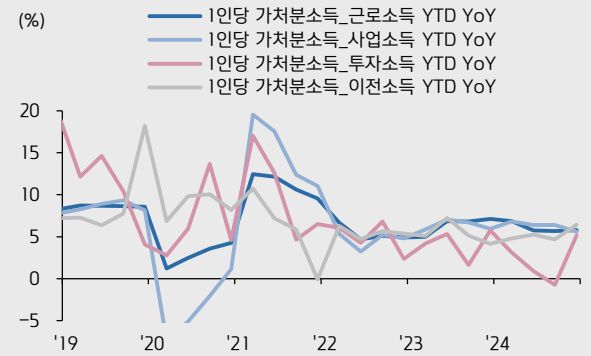
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 중국 가처분 소득 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 중국 가처분 소득 세부항목 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 중국증시 주요 지수 PER 추이 및 PER 밴드

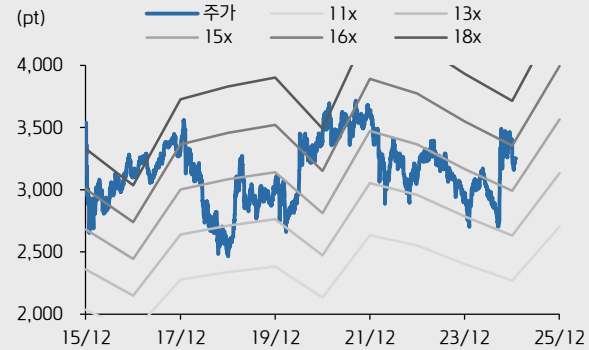


중국 상해종합 지수 및 10년 평균 PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 상해종합 PER밴드



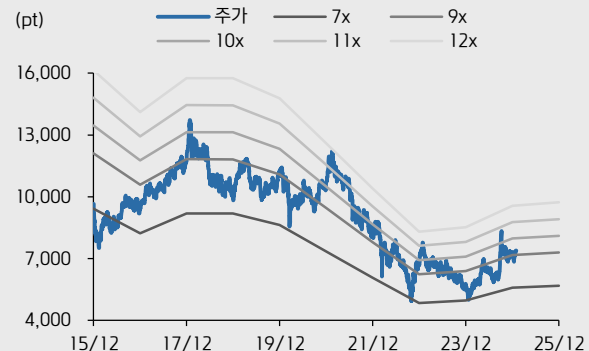
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 항셱중국기업 지수 및 10년 평균 PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 항셱중국기업지수 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

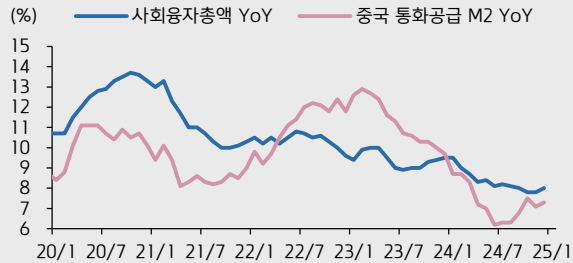


## 전반적으로 실물 유동성의 유의미한 공급 조짐이 포착되고 있음



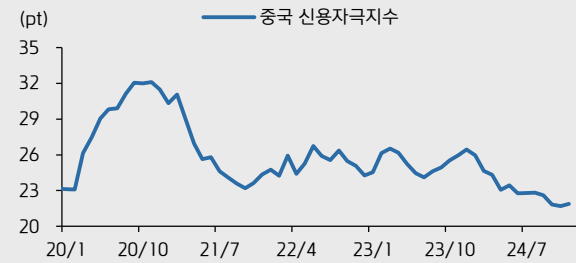
- M1 및 M2 통화공급이 증가하고 있는 가운데, 사회용자총액 증가율이 처음으로 반등
- M1/M2 비율 또한 반등. 절대적 레벨이 매우 낮고, 지속 여부도 확인해야겠지만, 전반적으로 통화 유동성 및 신용 유동성 모두 늘어나고 있는 모습. 연초는 신용 수요가 높은 시기라는 점을 감안하면, 연초 중국 경기 및 증시는 유동성 모멘텀이 유리하게 작용할 가능성

### 사회용자총액 및 M2 공급 추이



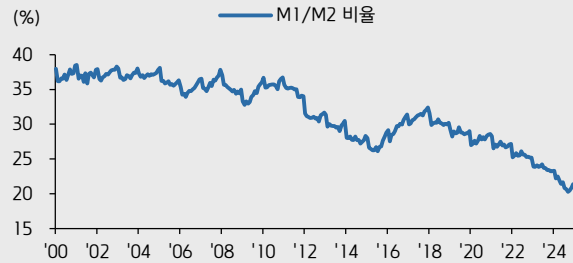
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 중국 신용자극지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### M1/M2 비율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 상해종합지수 및 M1 공급 추이

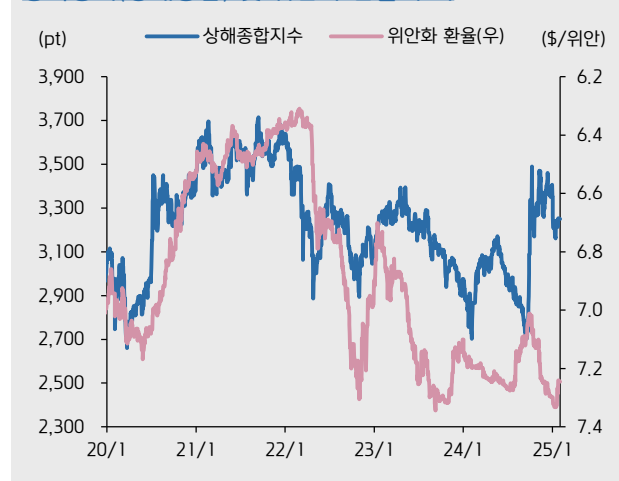


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



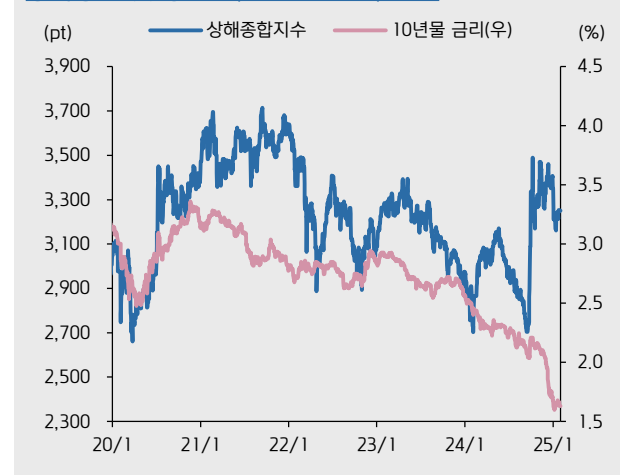
- ◆ 정책 및 유동성 모멘텀은 증시 및 실물 경기 회복에 도움이 될 방향으로 흘러가고 있음
- ◆ 그러나 경기 펀더멘탈까지 회복되는 것이 확인되어야, 증시 상승 탄력이 더욱 강해질 수 있다고 생각
  - 그러나, 위안화 환율 및 10년물 금리 등 살펴보면, 중국 경기 펀더멘탈 회복에 대한 불안이 여전히 엿보임

중국증시(상해종합) 및 위안화 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2025.01.31 기준

중국증시 및 장기물(10년물 금리) 추이

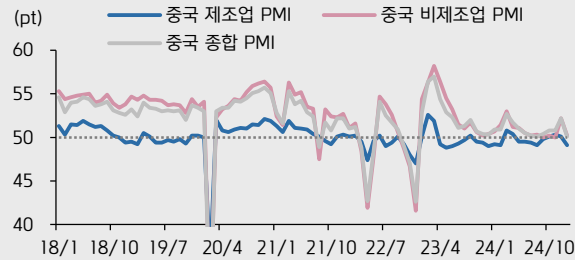


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2025.01.31 기준



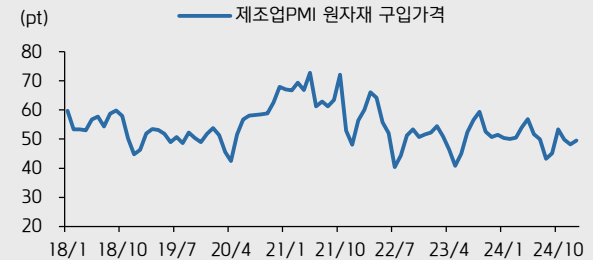
- ◆ 중국 관영 PMI 모두 하락. 생산 및 수요(외수 포함) 전반적으로 모두 하락 국면을 유지
  - 12월 실물지표 호조에도 불구하고, 부양책의 중요성은 여전히 매우 높다고 판단

## 관영 PMI 추이



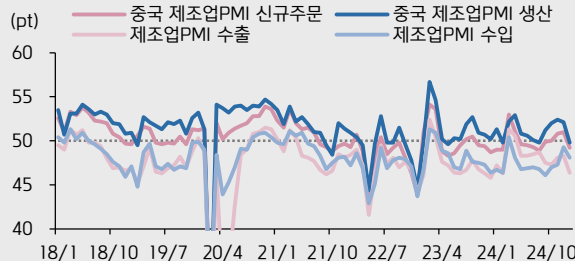
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 중국 PPI 선행지수



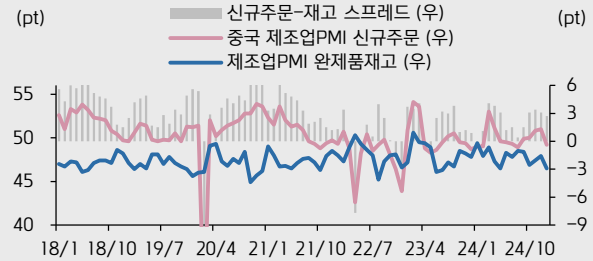
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 신규주문 생산 PMI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 중국 신규주문-재고 스프레드 추이



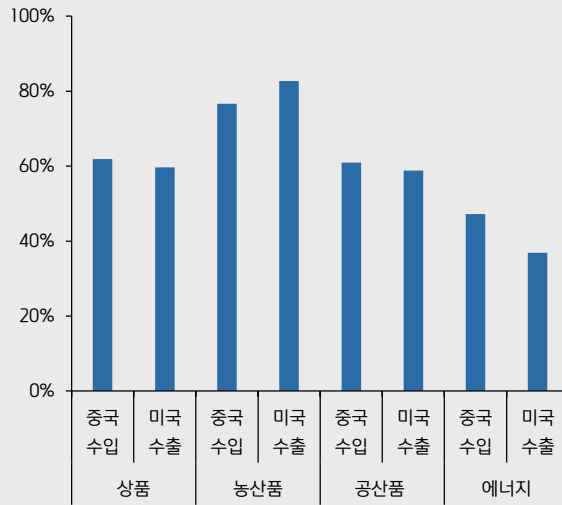
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## ◆ 미중 지정학적 리스크 변동성 확대 예상. 향후 정책 기대감 확대 가능성 존재

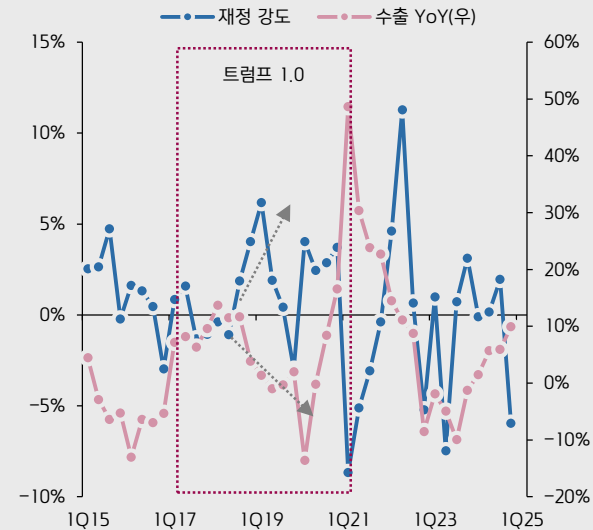
- 트럼프 중국 관세 인상 발표. 중국의 대응 강도에 대한 확인 중요하며, 향후 추가적인 관세 인상 가능성에도 유의 필요. 최근 다소 완화된 지정학적 리스크는 확대가 불가피한 상황
- 중국 경기 하방 압력은 커질 것으로 예상. 다만 이를 상쇄하기 위한 내수부양의 중요성도 부각될 것. 실제로 지난 트럼프 1기 시절 재정지출을 강화한 바 있음. 향후 정책 강도에 대한 기대감 확대 가능성 존재한다는 판단
- 최근 '25년 이구환신 정책, 지방정부 양회 등을 통해 내수가 '25년 최우선 과제임을 보여주고 있으나 3월 양회에서 정책 강도 및 방향에 대한 최종 확인이 중요. 그전까지는 과도한 기대감은 자제 필요
- 양회 전까지 정책 기대감 및 지정학적 리스크의 높은 변동성 예상, 고배당 업종 및 AI/정책 수혜 테마 간의 섹터 로테이션 전망

미중 무역합의 중국 이행률



주: 1)중국 수입 및 미국 수출 기준, 2)상품 품목 기준  
자료: PIIE, 키움증권 리서치

중국 재정 강도 및 수출 증가율

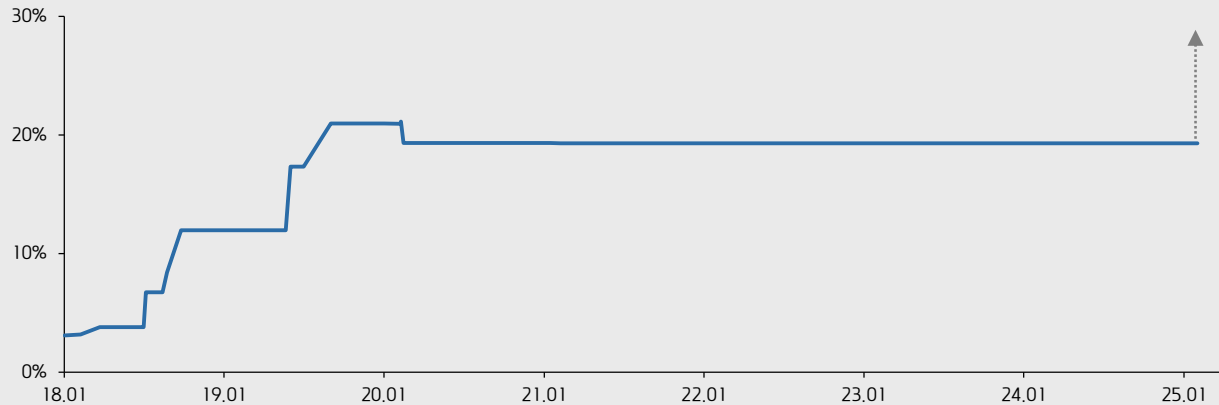


주: 재정강도는 GDP 대비 재정(재정/기금 순지출) 비율의 전년동기대비 변동 폭  
자료: Wind, 키움증권 리서치



- ◆ 2/1 트럼프 중국 관세 인상 발표. 대중국 평균 관세율은 19%에서 29%까지 상승될 전망
  - 2/1 트럼프 대통령은 국제비상경제권법(IEEPA)에 따라 중국에 10% 관세를 부과하는 행정명령에 서명했으며 2/4부터 발효될 예정
  - 향후 관세 인상 세부 내용에 대한 확인 필요하나 미국의 대중국 평균 관세율은 19%에서 29%까지 상승될 전망
  - 미국의 관세 인상과 관련해서 중국 상무부는 WTO에 제소하고 이에 상응하는 반격 조치를 취할 것이라고 즉각적으로 대응한 상황

미국의 중국산 제품 평균 부과 관세율



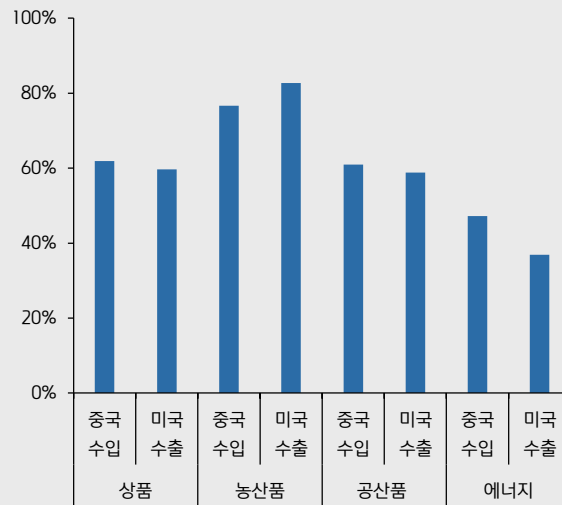
자료: PIIE, 키움증권 리서치



### ◆ 최근 다소 완화된 지정학적 리스크 확대 예상, 다만 양국 간의 '대화'는 지속될 것

- 금번 관세 인상 발표 외에도 1/20 발표된 행정명령 'America First Trade Policy' 에서 과거 체결한 미중 무역합의 이행, 제3국 통한 우회 수출 문제 등을 검토하고 4/1까지 관련 보고서를 제출할 것으로 계획
- 지난 '20년 1월 미중 양국은 농산물, 에너지 등 4개 부문에서 '20~21년 2년간 '17년 대비 2천억달러 규모의 미국산 제품을 추가 구매할 것에 합의했으나 중국의 최종 이행률은 60% 수준에 불과해 갈등이 불가피한 상황
- 중국 측의 대응까지 더해지며 최근 다소 완화된 지정학적 리스크는 확대될 것으로 판단. 다만 주요 정치적 이벤트 전까지 양국 간의 '대화'는 지속될 것으로 예상

미중 무역합의 중국 이행률



주: 1)중국 수입 및 미국 수출 기준, 2)상품 품목 기준  
자료: PIIE, 키움증권 리서치

향후 주요 정치적 이벤트

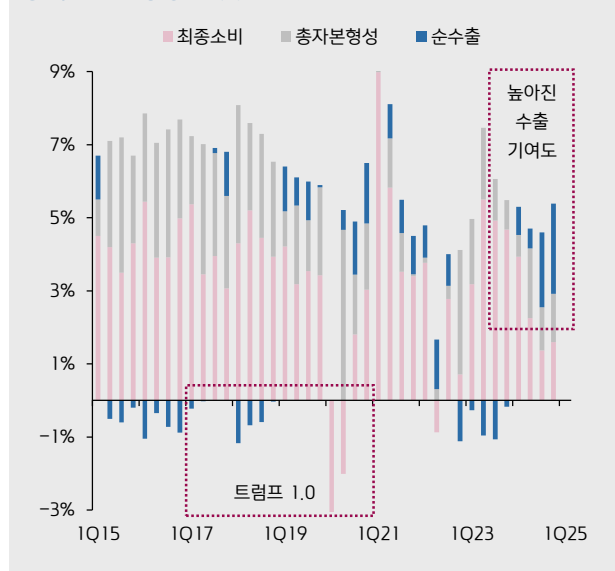
날짜	관련 일정	비고
4/1	'America First Trade Policy' 관련 보고서 제출	과거 체결한 미중 무역합의 이행, 제3국 통한 우회 수출 문제 등을 검토 예정
4/5	틱톡 금지법 유예 기간	트럼프 대통령, 틱톡 지분의 50%를 미국 합작사가 가져야 한다고 주장
4/29	트럼프 대통령 방중	트럼프 대통령은 취임 후 100일 내 방중 의향 언급 트럼프 대통령 취임식 1/20 100일 후는 4/29

자료: White House, 언론종합, 키움증권 리서치



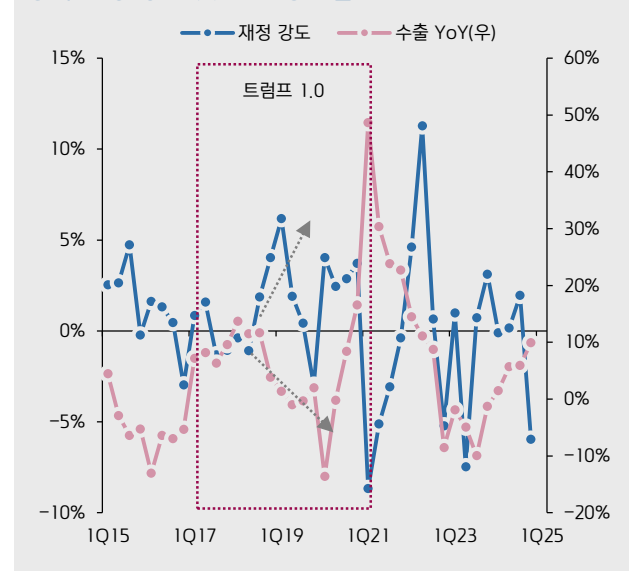
- ◆ 중국 경기 하방 압력은 커질 것으로 예상. 다만 이를 상쇄하기 위한 내수부양의 중요성도 부각될 것
  - 향후 관세 인상 세부 내용 및 중국의 대응 강도에 대한 확인이 필요하나 '24년 높아진 수출의 중국 GDP 기여도를 감안하면 경기 하방 압력은 높아질 것으로 판단
  - 한편 높아진 대외 불확실성의 상쇄를 위한 내수부양의 중요성 부각될 것으로 예상되며 향후 정책 강도 확대 가능성도 존재. 실제로 지난 트럼프 1기 시절 재정지출을 강화한 바 있음

중국 GDP 성장률 및 부문별 기여도



자료: Wind, 키움증권 리서치

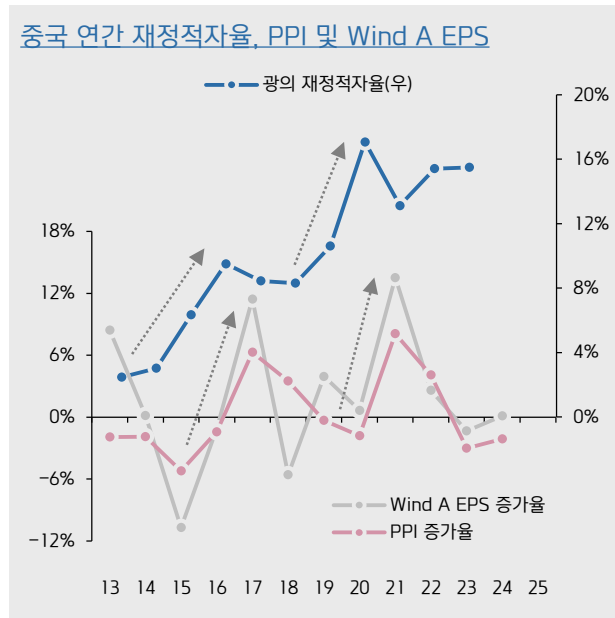
중국 재정 강도 및 수출 증가율



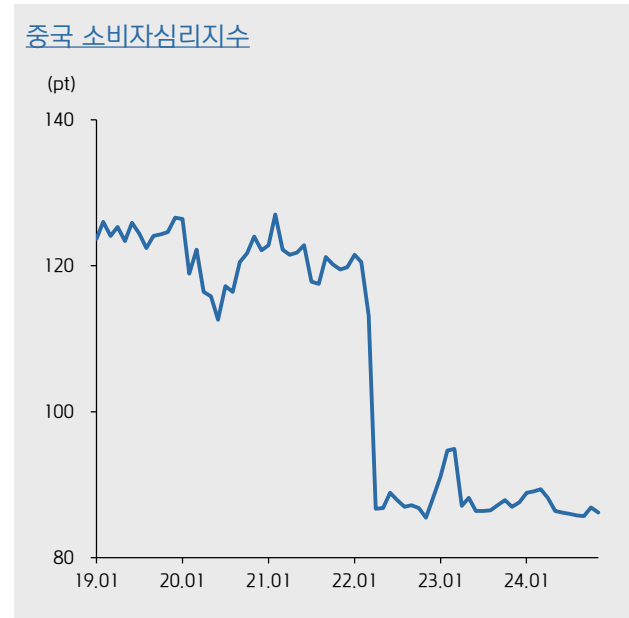
주: 재정강도는 GDP 대비 재정(재정/기금 순지출) 비율의 전연동기대비 변동 폭  
자료: Wind, 키움증권 리서치



- ◆ 최근 중국정부도 지속적으로 추가적인 정책 여력을 강조 중
  - 12/12 경제공작회의: 재정/통화 정책 강화, 내수확대를 최우선 과제로 제시, 산업 ‘악성 경쟁’ 관련 ‘방지’에서 ‘조치’로 강화
  - ‘25년 이구환신: 품목 확대, 지원 강화. ‘25년 중국 소매판매에 1.2%p 이상 증가 효과 기대
  - ‘25년 지방정부 양회: 3월 양회에서 중국 목표 GDP로 ‘5% 수준’ 제시 예상. 다수 지방정부가 ‘25년 핵심 과제로 내수확대 제시
- ◆ 다만 3월 양회에서 정책 강도 및 방향에 대한 최종 확인이 중요. 그전까지는 과도한 기대감은 자제 필요



주: '24년 Wind A EPS 증가율은 3분기 누적 기준  
 자료: Bloomberg, Wind, 키움증권 리서치



자료: Wind, 키움증권 리서치





## ◆ 경제공작회의, 재정/통화 정책 강화, 내수확대를 최우선 과제로 제시

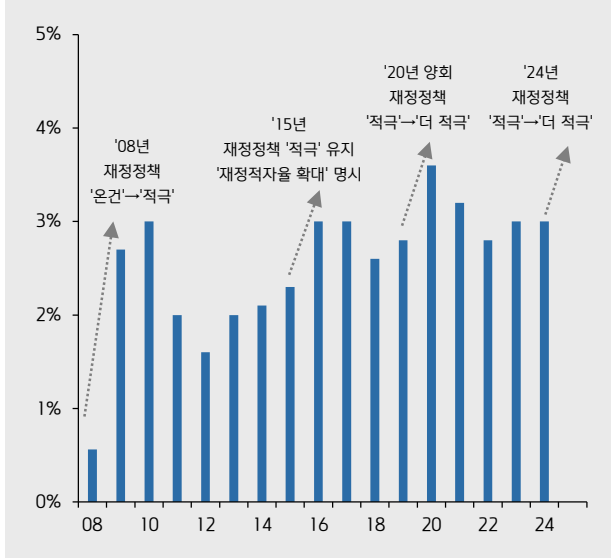
- 재정 및 통화 정책 관련 '더 적극적인 재정정책과 적절히 완화적인 통화정책 시행'을 언급. 특히 '재정적자율 확대'와 '지준율/금리 인하' 명문화 및 '충분한 유동성 환경 유지' 언급이 이례적
- '25년 재정적자율은 유의미한 상승 예상. 1)'08년 재정정책 스탠스는 '온건'에서 '적극'으로 상향되며 재정적자율은 0.6%에서 2.7%로 상승. 2)'15년 적극적인 재정정책 기조는 유지됐으나 금번 회의처럼 재정적자율 확대를 명문화했으며, 재정적자율은 2.3%에서 3%로 상승. 3)'20년 양회에서는 재정정책 스탠스가 '더 적극'으로 바뀌면서 재정적자율은 2.8%에서 3.6%로 상승한 바 있음

과거 경제공작회의의 재정 및 통화정책 스탠스

기간	재정정책	통화정책
'07년	온건	긴축
'08~'09년	적극	적절한 완화
'10~'23년	적극	온건
'24년	더 적극	적절한 완화

자료: 중국정부, 키움증권 리서치

경제공작회의의 코멘트 및 중국 공식 재정적자율 추이



자료: 중국정부, 키움증권 리서치



## 12/12 경제공작회의 회의 내용 정리

정책 부문	세부 내용
통화/재정	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 더 적극적인 재정정책 및 적절히 완화적인 통화정책 시행, 정책 패키지 시행</li> <li>• 재정정책, 재정적자율 확대 및 초장기국채 발행 증가. 장비 교체 및 소비재 이구환신 정책 지속, 지방정부 특수채권 발행 증가</li> <li>• 통화정책, 적절한 시기에 기준율/금리 인하, 충분한 유동성 유지, 경기/물가 목표에 준하는 통화 공급 증가, 환율 합리적인 수준 유지</li> </ul>
소비	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 소비 적극 진작, 투자 수익률 제고, 전방위적인 내수 확대</li> <li>• 소비진작 프로그램 진행, 저소득층의 소득증가 및 비용부담 완화 추진. 퇴직자 및 도시/농촌 주민 연금 증가, 도시/농촌 의료보장 제고</li> <li>• 장비 교치 및 소비재 이구환신 적용 범위 확대, 서비스 소비 확대</li> </ul>
기술혁신	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기술혁신을 통해 고품질 생산 발전 인도, 현대화 산업 체계 구축</li> <li>• 기초 연구 강화를 통한 핵심 기술 확보. 'AI+' 프로그램 진행 및 미래 산업 육성</li> <li>• 산업 내 '악성 경쟁' 조치, 지방정부 및 기업의 활동 규범. 전통 산업의 디지털화 및 그린화 업그레이드</li> </ul>
개혁	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 경제체제 개혁의 역할 발휘, 대표적인 개혁의 실효성 확보. 국경기업의 개혁 심화 및 민영기업 경제활동 촉진 정책 발표</li> </ul>
대외개방	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 대외 개방 확대, 무역 및 외국인 투자 자본 안정. 자유무역지구 효율성 제고 및 개혁 확대 추진</li> </ul>
리스크	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주요 리스크를 효과적으로 예방 및 해결, 시스템 리스크 발생 절대 방지</li> <li>• 부동산 시장 하락 방지, 도심 내 낙후 지역 재개발 강화, 부동산 잠재 수요 발굴</li> </ul>
빈곤/지역 발전	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 빈곤 탈출 지속, 신형 도시화 및 전면적인 농촌 진흥, 도시 및 농촌 융합 발전 추진</li> <li>• 전략적인 지역발전 강화. 식량 및 농산물 공급 보장, 농업 효율성 및 경쟁력 제고</li> </ul>
환경	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 탄소 절감, 오염 감소 및 녹색 성장, 사회경제 발전의 녹색 전환 가속화. 생태문명 체제 개혁 확대</li> </ul>
민생	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 민생 개선 및 보장 확대, 인민의 행복감 및 안전감 강화. 핵심 분야 및 산업 등의 취업 지원</li> </ul>

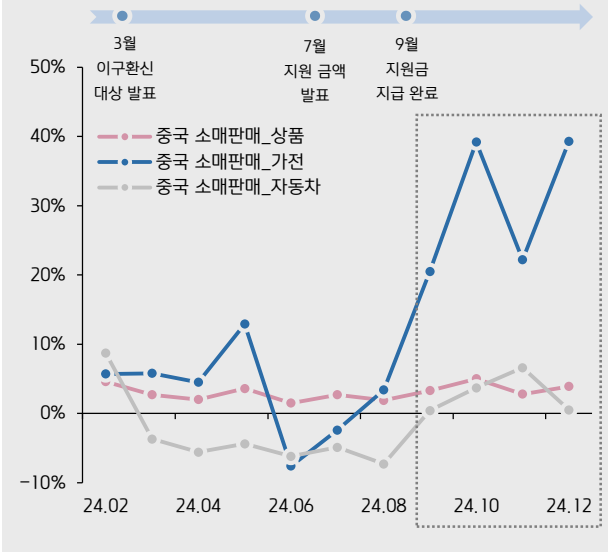
자료: 중국정부, 키움증권 리서치



### ◆ '25년 이구환신 정책, 품목 확대 및 지원 강화

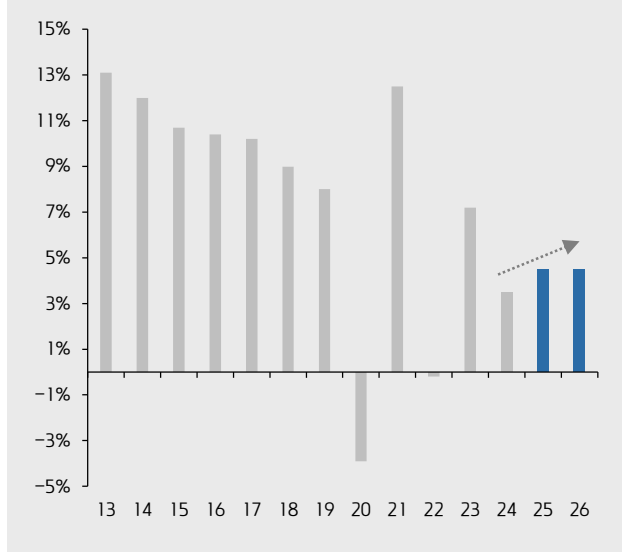
- '25년 장비 교체 및 소비재 이구환신 정책은 전년도 대비 카테고리 및 적용대상 확대됐으며, 일부 품목은 보조금 지원 규모도 확대. 특히 시장 예상대로 스마트폰 등 전자기기도 적용대상에 포함
- '24년 소비재 이구환신 정책은 중국 소매판매에 0.6%p 증가 효과가 있는 것으로 추정. '25년 구체적인 지원규모는 양회에서 발표될 예정이나 기자회견에서 전년 대비 크게 증가될 것이라고 언급. 3천억위안 가정 시 중국 소매판매에 1.2%p 증가 효과 기대
- 한편 춘절 이전 수요를 감안하여 810억위안 규모의 중앙정부 초기 지원금이 선제적으로 지급됐으며, 이는 연초 중국 내수확대에 기여할 것으로 기대

중국 전체 및 자동차/가전 소매판매



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 소매판매 추이 및 전망



주: '25~'26년은 블룸버그 추정치  
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## 1/8 '25년 대규모 장비 교체 및 소비재 이구환신 정책 세부 사항 정리

카테고리		주요 내용
장비		• 지원 범위를 기존 제조업, 전력 등에서 <b>전자장비, 안보, 농업 등을 추가</b>
	선박	• 기존과 동일
	상용차	• 적용 대상 범위를 배기가스 기준 '국4'로 확대
	농기계	• 적용 대상 농기계 품목 확대, 지역별로 보조금 지원 항목 기존 6개에서 8개로 확대
	전기버스	• 등록 기간 8년 이상의 전기버스, 차량당 지원금 기존 6만원에서 8만원으로 확대
소비재	승용차	• 적용 대상: 내연차는 배기가스 기준 '국4' 이하 버전, 가솔린/디젤 및 기타 각각 12년 6월 30일/14년 6월 30일 이전 등록 차량, 전기차는 18년 12월 31일 이전 등록 차량
		• 폐차 및 교체: 전기차/배기량 2.0L 이하 내연차 교체 보조금 각각 2만원/1.5만원
		• 신차 교체: 전기차/내연차 교체 보조금 각각 1.5만원/1.3만원
	가전	• 적용 대상: 기존에서 전자레인지/정수기/식기세척기/전기밥솥 추가하며 총 12개 항목
		• 판매가격의 15~20% 보조금 지원. 1인당 에어컨 이외 항목별로 최대 1개, 최대 2천만원 보조금 혜택 가능. <b>에어컨은 최대 3개 가능</b>
	전자기기	• 적용 대상: 6천만원 이하의 스마트폰, 태블릿, 스마트워치 등 전자기기 제품
		• 판매가격의 15% 보조금 지원. 1인당 항목별로 최대 1개, 최대 500만원 혜택 가능
	인테리어 소비재	• 지역별로 관련 부처와 협의를 통해 교체 지원
	전기 자전거	• 지역별로 관련 부처와 협의를 통해 교체 지원

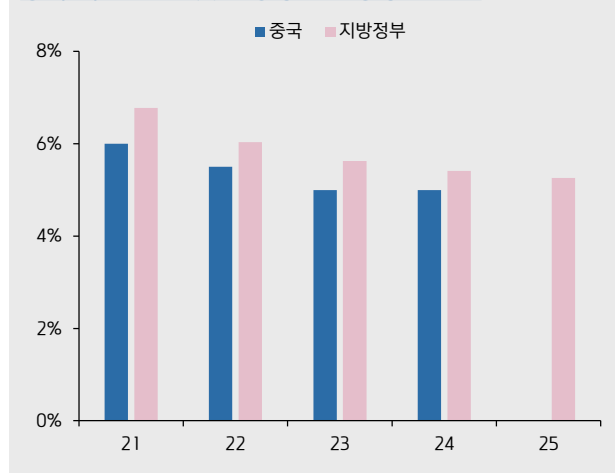
주: 불드 처리는 전년도 대비 신규 추가 및 변경 내용  
 자료: 발개위, 키움증권 리서치



### ◆ 지방양회, 3월 양회에서 중국 목표 GDP로 '5% 수준' 제시 예상

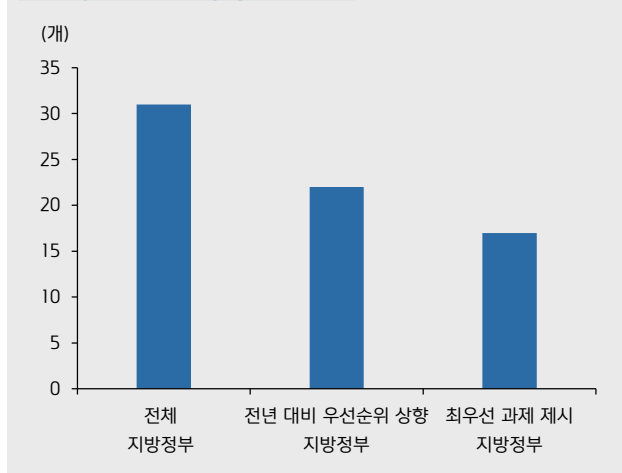
- 중국 모든 지방정부 양회 개최 완료. 전반적으로 모든 지방정부가 '25년 GDP, 소매판매 등 목표치를 전년도 대비 하향 제시. '25년 지방정부의 목표 GDP의 가중평균은 5.26%로 전년도(5.41%) 대비 하락. 3월 양회에서 중국 GDP 목표치는 '5% 수준'으로 제시 예상
- 올해 핵심 과제로는 지난 12/12 경제공작회의와 마찬가지로 다수 지방정부가 내수확대를 제시. 전체 31개 지방정부 중 22개 지방정부가 전년도 대비 내수확대의 우선 순위를 상향했으며, 17개 지방정부가 최우선 과제로 제시
- 다만 상품 및 서비스 소비 지원과 퇴직금 및 의료보험 확대 등의 기존 내용에서 추가적인 부분은 제한적이었다는 판단. 최근 발표된 '25년 이구환신 정책의 지원 총액 및 향후 정책 집행의 속도가 중요할 것으로 예상
- 그 외 과학기술에 대한 강조도 여전했으며, 신항 및 미래 산업에 대한 육성이 지속될 전망. AI, 저공경제, 항공우주, 로봇 등이 공통적으로 언급됨

중국 목표 GDP 및 지방정부 가중평균 추이



자료: 지방정부, 키움증권 리서치

내수확대 관련 지방정부 스탠스



자료: 지방정부, 키움증권 리서치

## 향후 정책 기대감 확대 가능성 존재



중국 지방정부 주요 경제 지표별 목표 비교

	GDP		고정자산투자		소매판매		일반공공예산수입		CPI		실업률	
	24	25	24	25	24	25	24	25	24	25	24	25
광둥	5%	5% 수준	4%	퀄리티/효율 개선	6%	5% 수준	3%	3%	3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
경소	5% 이상	5% 이상			5.5% 수준	5.5% 수준	4% 수준		3% 수준	2% 수준	5% 수준	
산둥	5% 이상	5% 이상					4%	3%	3% 수준	합리적 수준		5.5% 수준
절강	5.5% 수준	5.5% 수준	6% 수준		5.5% 수준		경제성장과 동일		3% 수준	2% 수준	5.0%	5.0%
허난	5.5% 수준	5.5% 수준	7%	7%	7%	6%	5%	4%	3% 수준	2% 수준	5.5%	
사천	6% 수준	5.5% 이상					경제성장과 동일	2%	3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
후베이	6%	6% 수준							3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
푸젠	5.5% 수준	5~5.5%	5% 수준	5% 수준	6.5%				3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5% 수준
후난	6% 수준	5.5% 수준	5%		6%	5.5% 이상	6%		3% 수준			
안웨이	6% 수준	5.5% 이상	7% 수준	5% 수준	7% 수준	5.5% 수준	3%	2% 수준	3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
상해	5% 수준	5% 수준					5%	2%	3% 수준	2% 수준	5.0%	5.0%
허베이	5% 수준	5% 이상		5.5% 수준		5% 수준		2% 수준	3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
베이징	5% 수준	5% 수준					5%	4% 수준	3% 수준	2% 수준	5% 이내	5% 이내
산시	5.5% 수준	5% 수준		중국 평균 이상			3%	3%	3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
강서	5% 수준	5% 수준	3% 수준	5% 수준	6.5% 수준	5%			3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
충칭	6% 수준	6% 수준	4%	5%		5%	6%	4.5%	3% 수준	2% 수준		
랴오닝	5.5% 수준	5% 이상	10%	8% 수준	8%	5% 이상	5%	4%	3% 수준	2% 수준	5.5% 이내	5.5% 수준
윈난	5% 수준	5% 수준	10% 이상		7% 수준		3%	2%	3% 수준		5.5%	5.5%
광시	5% 수준	5% 수준							3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
산시	5% 수준	5% 수준	10% 수준	6% 이상	5.5% 이상	5% 이상			3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
내몽골	6% 이상	6% 수준	15% 수준	10% 수준			5.5% 수준	6% 이상	3% 수준	2% 수준	6% 수준	5.5% 수준
귀주	5.5% 수준	5.5% 수준	4.5% 수준	4% 이상	6% 수준	5% 이상	3% 수준	2% 수준	3% 수준	2% 수준	5.5% 이내	5.5% 수준
신장	6.5% 수준	6% 수준	10% 수준	10% 수준	8% 수준	5% 수준	10% 수준	10% 수준	3% 수준	2% 수준	5.5% 이내	5.5% 이내
젠징	4.5% 수준	5% 수준	플러스 성장	3% 수준	6%		경제성장과 동일	3% 수준	3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
하이룽장	5.5% 수준	5% 수준	7% 이상		6.5% 수준					2% 수준	6% 이내	5.8% 수준
지린	6% 수준	5.5% 수준	3% 이상	5% 수준		6% 수준	10% 수준	3% 수준	3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
간쑤	6% 수준	5.5% 수준		5% 수준	8.50%	5% 수준	6%	5.5% 수준	3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
하이난	8% 수준	6% 이상	10% 수준	8% 이상	8% 수준	10% 이상	7% 수준	3% 수준	3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
닝샤	6% 수준	5.5% 수준	6% 수준	6% 이상	5% 수준	5% 수준	5% 수준	3% 수준	3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
칭하이	5% 수준	4.5% 수준							3% 수준	2% 수준	5.5% 수준	5.5% 수준
티벳	8% 수준	7% 이상	13% 수준	15% 이상	10% 수준	8% 이상			3% 수준	3% 이내	5% 이내	5% 이내

주: 제시 목표가 전년도 대비 하향될 경우 파란색, 상향될 경우 빨간색 표시

자료: 지방정부, 키움증권 리서치

## 향후 정책 기대감 확대 가능성 존재



중국 지방정부 '25년 주요 과제(1)

		1	2	3	4	5
광둥	25년	지역발전	농촌진흥	내수확대	신품질성장	과학혁신/인재교육
	24년	지역발전	농촌진흥	현대화 산업체계	혁신발전	내수확대
베이징	25년	개혁발전	지역발전	내수확대	과학혁신/인재교육	신품질성장
	24년	지역발전	신품질성장	디지털경제	개혁발전	내수확대
강소	25년	경제발전	신품질성장	현대화 산업체계	대외개방	지역발전
	24년	경제발전	기술자립	현대화 산업체계	농업강화	지역발전
상해	25년	내수확대	개혁	신품질성장	초대형 도시 전환	농촌진흥
	24년	5개 허브' 추진	경제발전	개혁	도시 발전	농촌진흥
절강	25년	정책 집행	내수확대	투자확대	신품질성장	대외개방
	24년	정책 집행	투자확대, 내수확대	신품질성장	과학혁신	대외개방
허난	25년	내수확대	과학혁신	현대화 산업체계	농촌진흥	지역발전
	24년	과학혁신	현대화 산업체계	내수확대	농촌진흥	지역발전
후베이	25년	내수확대	과학혁신	개혁개방	농촌진흥	문화혁신
	24년	과학혁신	신품질성장	내수확대	개혁개방	지역발전
푸젠	25년	기술자립	현대화 산업체계	내수확대	개혁개방	지역발전
	24년	현대화 산업체계	과학혁신	대만과의 융합발전	경제발전	지역발전
후난	25년	경제발전	현대화 산업체계	기술자립	개혁개방	지역발전
	24년	경제발전	현대화 산업체계	과학혁신	개혁개방	지역발전
허베이	25년	내수확대	지역발전	신품질성장/현대화 산업체계	개혁개방	농촌진흥
	24년	신품질성장/현대화 산업체계	과학혁신/인재교육	내수확대	개혁	대외개방
산시	25년	내수확대	신품질성장/현대화 산업체계	과학혁신	개혁개방	지역발전
	24년	현대화 산업체계	내수확대	개혁개방	농촌진흥	지역발전
강서	25년	내수확대	신품질성장	개혁	대외개방	농촌진흥
	24년	현대화 산업체계	내수확대	개혁개방	농촌진흥	지역발전
충칭	25년	경제발전	개혁개방	개혁	도시 현대화	농촌진흥
	24년	지역발전	과학혁신/인재교육	내수확대	디지털경제	개혁개방
운남	25년	내수확대	현대화 산업체계	과학혁신/인재교육	농촌진흥	대외개방
	24년	현대화 산업체계	내수확대	대외개방	과학혁신/인재교육	농촌진흥
광서	25년	내수확대	투자확대	신품질성장/현대화 산업체계	개혁	대외개방
	24년	현대화 산업체계	과학혁신/인재교육	내수확대	개혁	대외개방

주: 1)주요 과제 Top5 기준 정리, 2)일부 지방정부는 경제발전에 내수 포함  
자료: 지방정부, 키움증권 리서치

## 향후 정책 기대감 확대 가능성 존재



중국 지방정부 '25년 주요 과제(2)

		1	2	3	4	5
산시	25년	경제발전/내수확대	신품질성장	개혁개방	농촌진흥	생태환경
	24년	경제발전/내수확대	현대화 산업체계	과학혁신/인재교육	개혁개방	농촌진흥
내몽골	25년	투자확대	내수확대	신품질성장	현대화 산업체계	현대화 농업
	24년	정책 진행	투자확대	내수확대	과학혁신	현대화 산업체계
귀주	25년	내수확대	현대화 산업체계	기업유치	과학혁신/인재교육	대외개방
	24년	현대화 산업체계	내수확대	기업유치	과학혁신	대외개방
신장	25년	경제발전	현대화 산업체계	내수확대	대외개방	신품질성장
	24년	농촌진흥	현대화 산업체계	과학혁신/인재교육	내수확대	투자확대
텐진	25년	지역발전	신품질성장	개혁개방	지역발전	도시 현대화
	24년	지역발전	과학혁신	도시 현대화	개혁개방	농촌진흥
헤이룽장	25년	내수확대	투자확대	신품질성장	현대화 농업	문화혁신
	24년	현대화 산업체계	현대화 농업	내수확대	개혁	대외개방
지린	25년	내수확대	과학혁신/현대화 산업체계	식량안보/농촌진흥	개혁	대외개방
	24년	과학혁신/현대화 산업체계	내수확대	현대화 농업/농촌진흥	개혁개방	생태환경
하이난	25년	자유무역항구	경제발전	신품질성장	서비스 산업 품질 개선	개혁개방
	24년	경제발전	개혁개방	과학혁신/인재교육	현대화 산업체계	지역발전
닝샤	25년	경제발전	지역발전/농촌진흥	생태환경	사회안정	민생발전
	24년	경제발전	생태환경	개혁개방	지역발전/농촌진흥	리스크 관리
칭하이	25년	생태환경	내수확대	현대화 산업체계	개혁개방	리스크 관리
	24년	생태환경	현대화 산업체계	내수확대	개혁개방	농촌진흥
산둥	25년	내수확대	신품질성장	개혁	대외개방	농촌진흥
	24년	현대화 산업체계	내수확대	디지털경제	개혁	대외개방
사천	25년	내수확대	과학혁신	지역발전	농촌진흥	대외개방
	24년	지역발전	기술자립	현대화 산업체계	내수확대	농촌진흥
안웨이	25년	내수확대	과학혁신/인재교육	신품질성장/현대화 산업체계	개혁	대외개방
	24년	과학혁신	현대화 산업체계	내수확대	개혁	대외개방
랴오닝	25년	내수확대	과학혁신	현대화 산업체계	농촌진흥	개혁
	24년	경제발전	과학혁신	현대화 산업체계	농촌진흥	개혁
간쑤	25년	내수확대	현대화 산업체계	지역발전/농촌진흥	생태환경	개혁개방
	24년	신품질성장/현대화 산업체계	투자확대	내수확대	농촌진흥	생태환경
티벳	25년	민족단결	경제발전	내수확대	신품질성장	지역발전
	24년	민족단결	내수확대	산업육성	농촌진흥	개혁개방

주: 1)주요 과제 Top5 기준 정리, 2)일부 지방정부는 경제발전에 내수 포함  
자료: 지방정부, 키움증권 리서치





## ◆ 3월 양회 전까지 정책 기대감 및 지정학적 리스크의 높은 변동성 예상되며 섹터 로테이션 지속 전망

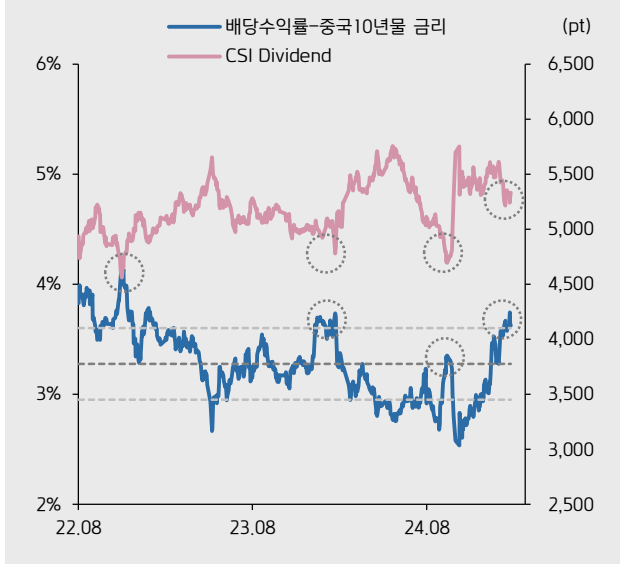
- 양회 전까지 정책 기대감 및 지정학적 리스크는 높은 변동성을 보일 것으로 예상하며 섹터 로테이션 전망
- 금번 춘절 연휴 기간 Deepseek가 부각시킨 중국 AI 산업의 성장 잠재력은 단기적으로 지속될 것으로 예상, 중국 AI 관련 하드웨어, 소프트웨어 산업 모두 긍정적인 주가 모멘텀 기대
- 한편 고배당 업종에 대한 관심도 필요하다는 판단. 중국 대내외 환경을 감안하면 중국 경기 모멘텀 약화 가능성 존재하며, 지난 1/23 국무원이 기자회견을 통해 발표한 보험사 및 운송사 자금의 중장기 증시 자본 유입 계획도 투자심리에 긍정적이기 때문

### 1/27~2/3 주요 지수/ETF 주가 수익률 Top5 종목

순위	종목	업종	주가 수익률
	<b>MSCI China</b>		<b>1%</b>
1	KINGSOFT	소프트웨어	17%
2	WEIGAO	헬스케어	16%
3	ALIBABA	플랫폼	11%
4	BAOFENG ENERGY	에너지	7%
5	360 SECURITY	소프트웨어	7%
	<b>KWEB</b>		<b>1%</b>
1	KINGSOFT	소프트웨어	17%
2	ALIBABA	플랫폼	11%
3	TAL EDUCATION	교육	6%
4	NETEASE CLOUD MUSIC	게임	6%
5	TONGCHENG	플랫폼	4%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### CSI배당지수 배당 프리미엄 및 지수 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치



## ◆ Deepseek가 촉발한 중국 AI 산업의 성장 기대감은 단기적으로 지속될 것

- 금번 춘절 연휴 기간 Deepseek가 부각시킨 중국 AI 산업의 성장 잠재력은 단기적으로 지속될 것으로 예상. 중국 AI 관련 하드웨어, 소프트웨어 업종 모두 긍정적인 주가 모멘텀 기대
- 1/27~2/3 기준 MSCI China 지수 및 KWEB ETF 주가 수익률 상위 종목 중 중국 소프트웨어 및 플랫폼 기업 KINGSOFT, ALIBABA, 360 SECURITY 등 포함

### 주요 지수 및 ETF 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 1/27~2/3 주요 지수/ETF 주가 수익률 Top5 종목

순위	종목	업종	주가 수익률
<b>MSCI China</b>			<b>1%</b>
1	KINGSOFT	소프트웨어	17%
2	WEIGAO	헬스케어	16%
3	ALIBABA	플랫폼	11%
4	BAOFENG ENERGY	에너지	7%
5	360 SECURITY	소프트웨어	7%
<b>KWEB</b>			<b>1%</b>
1	KINGSOFT	소프트웨어	17%
2	ALIBABA	플랫폼	11%
3	TAL EDUCATION	교육	6%
4	NETEASE CLOUD MUSIC	게임	6%
5	TONGCHENG	플랫폼	4%

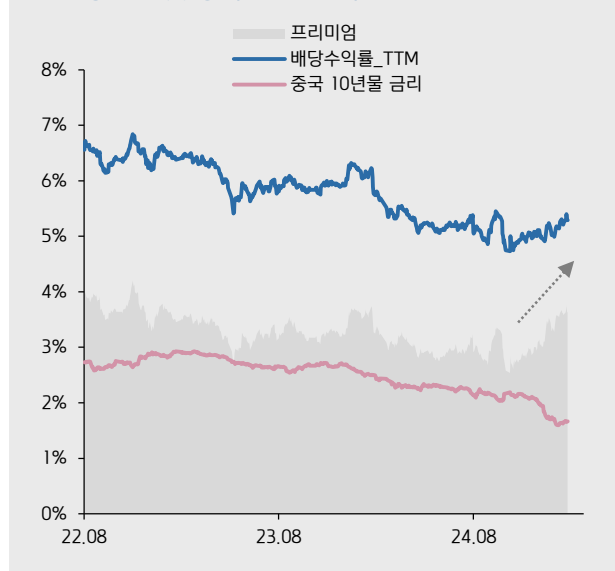
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## ◆ 고배당 업종에 대한 관심도 지속 필요할 것

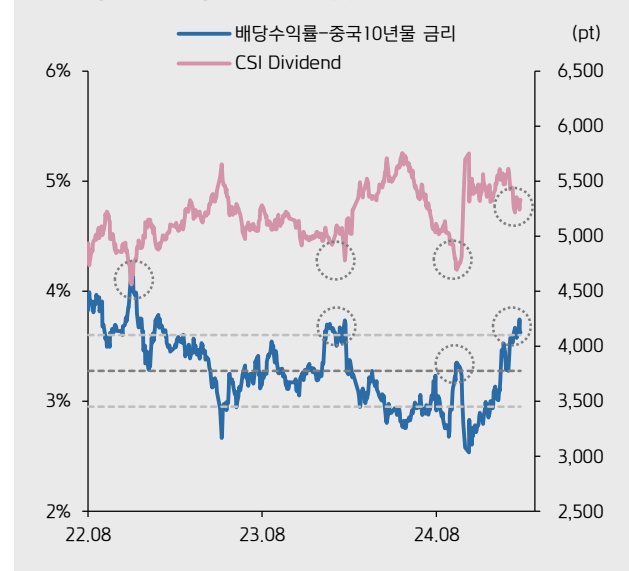
- 1월 중국 제조업 PMI는 시장 예상치를 하회했으며, 춘절 연휴를 감안해도 상대적으로 부정적. 중국 경기 회복에 대한 우려 지속 중이며 추가적인 부양책 발표가 없다면 방어주 성격의 고배당 업종으로 자금 유입 가능성 존재
- 지난 1/23 국무원이 기자회견을 통해 발표한 보험사 및 운송사 자금의 중장기 증시 자본 유입 계획도 투자심리에 긍정적

CSI배당지수 및 중국 10년물 국채 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

CSI배당지수 배당 프리미엄 및 지수 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치



현재주가 (2/3)

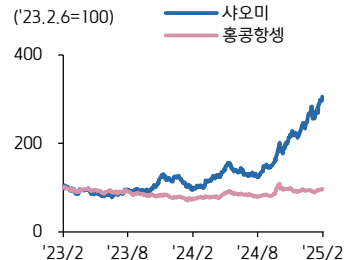
HKD 37.95

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	통신장비
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	20,217.3
시가총액(mln)	915,315.4
유통주식수(mln)	20,586.7
52주 최고	40.10
52주 최저	11.84
일평균거래량	174,958,900

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	10.0	4.7	127.5	208.0
홍콩	0.8	2.3	16.8	30.6



◆ 투자포인트 1. 가전/전기차에서 스마트폰까지 모두 이구환신 수혜 기대

- 가전/전기차, '24년 이구환신 정책으로 인해 중국 가전 및 전기차 판매량 크게 증가. 샤오미는 3Q24 누적 기준 에어컨/냉장고/세탁기 판매량이 YoY 90%/28%/44% 증가하며 '24년 중국 평균(YoY -2%/+7%/+7%)을 상회. '24년 전기차 판매량도 한 차례 상향된 목표치인 13만대 상회
- 스마트폰, '25년 이구환신 정책에 스마트폰, 스마트워치 등 전자기기 포함되며 샤오미 추가 수혜 기대

◆ 투자포인트 2. 두번째 전기차 모델에 대한 기대감은 상반기 지속될 것으로 예상

- 샤오미의 첫 전기차 모델 SU7 흥행 성공. 중국 20만위안 이상 전기차 세단 부문에서 판매량 1위 기록. 현재 두 번째 모델인 YU7를 6~7월 출시 계획 중. 첫 번째 모델의 성공으로 인해 차기 모델에도 높은 기대감 유지될 것으로 기대

◆ 투자포인트 3. 밸류에이션 다소 부담스러우나 상반기 이구환신/신차 기대감 지속 전망

- 상반기 이구환신 정책 및 두번째 전기차 모델 기대감이 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 예상
- 향후 주요 리스크로는 1)미래 수요 조기 소진 등으로 인한 이구환신 정책 효과 둔화, 2)두 번째 전기차 모델 흥행 실패, 3)글로벌 스마트폰 판매량 둔화, 4)지정학적 리스크 등이 예상됨

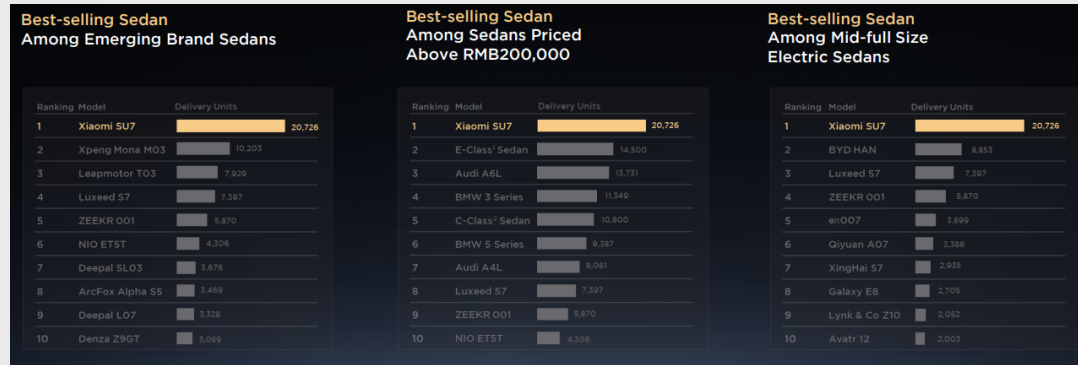
Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	328,309	280,044	270,970	354,514	430,662
영업이익	26,029	2,816	20,009	21,166	29,784
OPM(%)	8	1	7	6	7
순이익	19,339	2,474	17,474	19,327	25,895
PER(배)	19.8	96.7	20.3	37.6	32.4
PBR(배)	2.8	1.7	2.2	4.9	4.3
ROE(%)	14.8	1.8	11.4	12.1	13.6
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A		

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

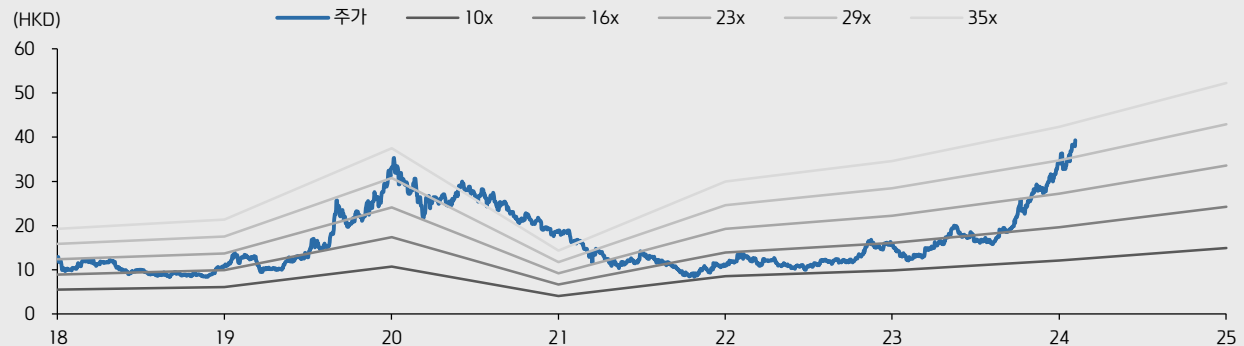


### 샤오미 SU7 부문별 판매량 순위



자료: 샤오미, 키움증권 리서치

### 샤오미 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>205,839</b>	<b>245,866</b>	<b>328,309</b>	<b>280,044</b>	<b>270,970</b>
매출&서비스 매출	177,285	209,114	270,048	232,467	213,494
<b>매출총이익, GAAP</b>	<b>28,554</b>	<b>36,752</b>	<b>58,261</b>	<b>47,577</b>	<b>57,476</b>
판매비	13,482	18,286	25,720	26,437	24,353
연구개발비	7,493	9,256	13,167	16,028	19,098
<b>영업이익, GAAP</b>	<b>11,664</b>	<b>23,266</b>	<b>26,067</b>	<b>4,090</b>	<b>19,681</b>
영업외 (이익)손실	-499	1,632	1,650	156	-2,330
<b>세전이익, GAAP</b>	<b>12,163</b>	<b>21,633</b>	<b>24,417</b>	<b>3,934</b>	<b>22,011</b>
법인세비용	2,060	1,321	5,134	1,431	4,537
<b>당기순이익, GAAP</b>	<b>10,044</b>	<b>20,356</b>	<b>19,339</b>	<b>2,474</b>	<b>17,475</b>
<b>EPS, GAAP</b>	<b>0.42</b>	<b>0.85</b>	<b>0.78</b>	<b>0.10</b>	<b>0.70</b>
<b>희석 EPS, GAAP</b>	<b>0.41</b>	<b>0.83</b>	<b>0.76</b>	<b>0.10</b>	<b>0.69</b>
<b>영업이익, 조정</b>	<b>11,664</b>	<b>23,266</b>	<b>26,067</b>	<b>4,090</b>	<b>19,681</b>
<b>당기순이익, 조정</b>	<b>10,044</b>	<b>20,356</b>	<b>19,339</b>	<b>2,474</b>	<b>17,475</b>
<b>EBITDA</b>	<b>13,045</b>	<b>24,974</b>	<b>29,129</b>	<b>7,797</b>	<b>24,517</b>

### 현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>25,189</b>	<b>23,189</b>	<b>11,271</b>	<b>-3,481</b>	<b>44,271</b>
감가상각비, 무형자산상각비	1,381	1,708	3,062	3,707	4,836
운전자본 변동	9,553	4320	-15725	-21255	17,319
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-33,168</b>	<b>-19,489</b>	<b>-47,154</b>	<b>13,620</b>	<b>-38,897</b>
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-3,405	-3,026	-7,169	-5,800	-6,269
유, 무형자산 처분	68	63,088	35	17	73
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>3,340</b>	<b>26,715</b>	<b>5,159</b>	<b>-6,835</b>	<b>253</b>
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	6,041	-2,498	8111	-4,073	3,646
자사주매입	-2,745	25508.562	-6924	-2302	-1287
<b>현금증가</b>	<b>-4,310</b>	<b>28,833</b>	<b>-31241</b>	<b>4,096</b>	<b>6,024</b>
기초현금	30,230	25,920	54,752	23,512	27,607
기말현금	25,920	54,752	23,512	27,607	33,631
<b>FCF</b>	<b>21,784</b>	<b>20,163</b>	<b>4,102</b>	<b>-9,280</b>	<b>38,002</b>
<b>FCFF</b>	<b>22,223</b>	<b>23,323</b>	<b>6,346</b>	<b>-8933</b>	<b>39,237</b>

### 재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>자산총계</b>	<b>183,629</b>	<b>253,680</b>	<b>292,892</b>	<b>273,507</b>	<b>324,247</b>
유동자산	137,539	176,283	185,851	160,415	199,053
현금 및 현금성자산	63,906	95,725	86,173	67,777	107,708
매출채권	6,949	10,161	18,000	11,835	12,277
재고자산	32,585	41,671	52,398	50,438	44,423
비유동자산	46,090	77,397	107,040	113,092	125,195
유형자산	10,825	11,671	16,256	19,503	23,700
무형자산	1,672	4,266	5,579	4,630	8,629
<b>부채총계</b>	<b>101,972</b>	<b>129,666</b>	<b>155,459</b>	<b>129,584</b>	<b>159,986</b>
유동부채	92,181	107,927	115,727	89,628	115,588
매입채무	68,709	86,129	95,670	71,971	88,839
단기성부채	13,236	7,325	7,060	3,098	6,895
비유동부채	9,791	21,739	39,732	39,957	44,398
장기성부채	5,348	11,151	22,468	22,958	22,930
<b>자본총계</b>	<b>81,658</b>	<b>124,014</b>	<b>137,432</b>	<b>143,923</b>	<b>164,262</b>

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	4.88	8.28	5.89	0.88	6.45
영업이익률	5.67	9.46	7.94	1.46	7.26
EBITDA 마진	6.34	10.16	8.87	2.78	9.05
ROE	13.16	19.86	14.82	1.76	11.36
ROA	6.11	9.31	7.08	0.87	5.85
ROIC	10.57	17.98	13.19	1.53	8.48
부채비율	22.85	14.94	21.52	18.14	18.19
순차입금비용	-55.50	-62.29	-41.22	-28.99	-47.41
EBITDA/현금지급이자	59.57	49.98	44.14	7.64	32.34
현금비용	0.69	0.89	0.74	0.76	0.93
유동비용	1.49	1.63	1.61	1.79	1.72
PER	22.78	32.92	19.75	96.74	20.26
PBR	2.84	5.69	2.80	1.68	2.17
EV/EBIT	15.95	26.95	12.59	48.83	14.10
EV/EBITDA	14.26	25.10	11.27	25.61	11.32

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가 (2/3) HKD 94.00

### Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	이커머스
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	20,217.3
시가총액(mln)	1,713,335.4
유통주식수(mln)	19,029.8
52주 최고	118.70
52주 최저	65.24
일평균거래량	78,155,170

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	14.1	13.8	21.3	35.2
홍콩항생	0.8	2.3	16.8	30.6



### ◆ 투자포인트 1. Deepseek로 인한 중국 AI 산업에 대한 주가 리레이팅

- DeepSeek R1 쇼크는 미국의 기술 제재에도 불구하고 소프트웨어 혁신을 통해 사양이 낮은 칩으로도 '저비용 고효율'의 AI 모델 구축 성공에 있음. 이는 중국 AI 산업의 성장 잠재력에 대한 기대감 확산으로 이어지며 중국 AI 기업에 대한 주가 리레이팅 기대
- 알리바바도 춘절 기간 Qwen 2.5 Max를 발표하며 해당 모델이 GPT-4o, 딥시크-V3, 메타 Llama-3.1보다 더 뛰어난 성능을 보인다고 언급. 향후 해당 모델에 대한 시장의 평가가 이루어질 것으로 예상되며, 단기적으로 주가는 긍정적으로 반응할 것으로 기대

### ◆ 투자포인트 2. 실적 회복에 대한 신중한 낙관론

- 알리바바는 1)중국 커머스 GMV 증가, 2)클라우드 매출 두자릿수 기록, 3)기타 사업의 비용통제를 통한 적자 폭 축소를 기반으로 실적 개선 기대. 실제로 중국 커머스/클라우드/기타 사업 부문 모두 점진적인 개선세를 보이고 있어 기대감 유효
- 다만 중국 커머스 사업은 투자 확대에 의해 수익성 부진에 대한 일부 우려도 존재. 향후 중국 커머스 사업의 외형성장 및 수익성 추이 확인 중요

### Company Earnings & Valuation

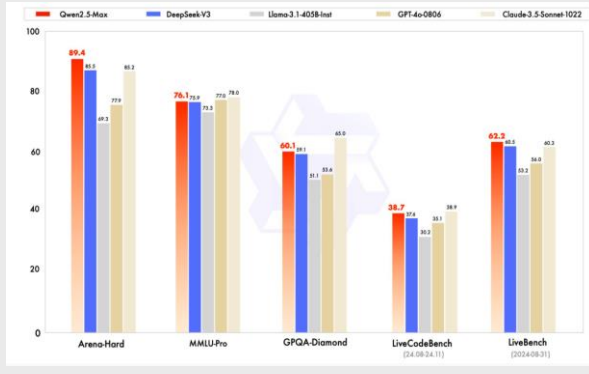
(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	853,062	868,687	941,168	1,000,998	1,085,425
EBITDA	158,205	175,710	191,668	200,959	214,626
EBITDA Margin(%)	19	20	20	20	20
순이익	136,388	141,379	157,479	152,670	166,243
PER(배)	15.7	17.2	10.2	11.3	10.0
PBR(배)	2.0	1.8	1.3	1.6	1.4
ROE(%)	6.6	7.5	8.1	12.3	12.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	1.4		

주: Non-GAAP 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



### Qwen 2.5 Max 및 여타 AI 모델과 성능 비교(1)



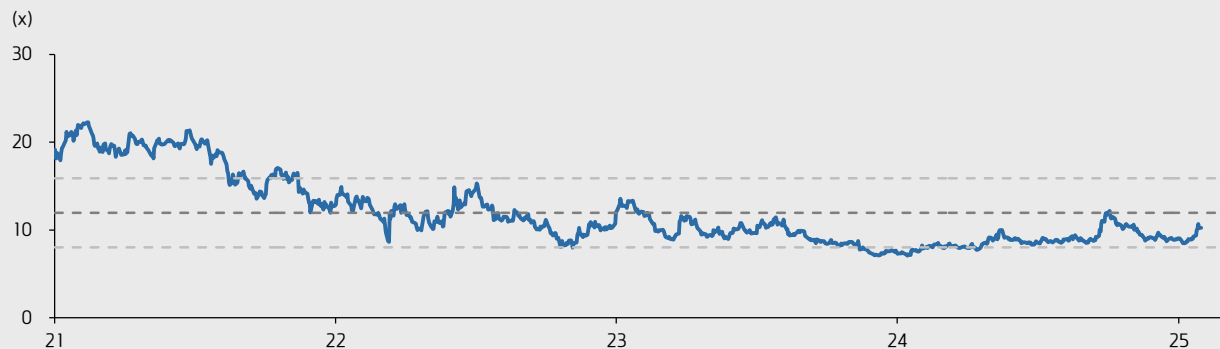
자료: 알리바바, 키움증권 리서치

### Qwen 2.5 Max 및 여타 AI 모델과 성능 비교(2)

	Qwen2.5-Max	Qwen2.5-72B	DeepSeek-V3	LLaMA3.1-405B
MMLU	87.9	86.1	87.1	85.2
MMLU-Pro	69.0	58.1	64.4	61.6
BBH	89.3	86.3	87.5	85.9
C-Eval	92.2	90.7	90.1	72.5
CMMLU	91.9	89.9	88.8	73.7
HumanEval	73.2	64.6	65.2	61.0
MBPP	80.6	72.6	75.4	73.0
CRUX-I	70.1	60.9	67.3	58.5
CRUX-O	79.1	66.6	69.8	59.9
GSM8K	94.5	91.5	89.3	89.0
MATH	68.5	62.1	61.6	53.8

자료: 알리바바, 키움증권 리서치

### 알리바바 12M FWD PER 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



# 알리바바(BABA.US/9988.HK)



## 손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	509,711	717,289	853,062	868,687	941,168
매출&서비스 매출	282,367	421,205	539,450	549,695	586,323
매출총이익, GAAP	227,344	296,084	313,612	318,992	354,845
판매비	78,870	136,743	151,721	145,679	157,126
연구개발비	43,080	57,236	55,465	56,744	52,256
영업이익, GAAP	91,430	89,678	69,638	100,351	113,350
영업외 (이익)손실	-75,215	-75,900	10,088	11,166	11,754
세전이익, GAAP	166,645	165,578	59,550	89,185	101,596
법인세비용	20,562	29,278	26,815	15,549	22,529
당기순이익, GAAP	149,433	150,578	62,249	72,783	80,009
EPS, GAAP	—	—	—	—	—
희석 EPS, GAAP	—	—	—	—	—
영업이익, 조정	91,430	89,678	69,638	100,351	113,350
당기순이익, 조정	149,433	150,578	62,249	72,783	80,009
EBITDA	139,457	144,399	128,685	158,091	168,606

## 현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	180,607	231,786	142,759	199,752	182,593
감가상각비, 무형자산상각비	42,427	47,909	48,065	46,938	44,504
운전자본 변동	21,418	50508	-18150	13482	-13,749
투자활동으로 인한 현금흐름	-108,072	-244,194	-198,592	-135,506	-21,824
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-45,386	-43,185	-53,324	-34,352	-32,929
유, 무형자산 처분	0	0	0	644	373
재무활동으로 인한 현금흐름	70,853	30,082	-64,449	-65,619	-108,244
지급배당금	0	0	0	0	-17,946
차입금의 증가(감소)	-16,022	31,349	-7286	11,342	2,465
자사주매입	91,506	-598	-61116	-74735	-87902
현금증가	147,488	10,487	-129116	2,157	56,914
기초현금	198,494	345,982	356,469	227,353	229,510
기말현금	345,982	356,469	227,353	229,510	286,424
FCF	135,221	190,336	89,435	165,400	150,506
FCFF	139,762	194,021	92,134	170286	156,691

## 재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	1,313,000	1,690,200	1,695,600	1,753,000	1,764,800
유동자산	462,923	643,360	638,535	697,966	752,864
현금 및 현금성자산	363,215	483,445	455,085	524,470	571,029
매출채권	19,786	27,076	32,813	32,134	30,686
재고자산	0	30,087	27,858	28,547	25,460
비유동자산	850,077	1,046,840	1,057,065	1,055,034	1,011,936
유형자산	138,047	219,452	249,859	253,459	262,088
무형자산	337,729	363,604	328,812	315,004	286,629
부채총계	433,334	606,584	613,360	630,123	652,230
유동부채	241,872	377,358	383,784	385,351	421,507
매입채무	177,849	280,425	286,496	281,562	299,654
단기성부채	9,031	19,216	15,558	19,197	36,298
비유동부채	191,462	229,226	229,576	244,772	230,723
장기성부채	138,256	162,223	161,039	176,372	169,316
자본총계	879,651	1,083,600	1,082,200	1,122,900	1,112,600

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	29.32	20.99	7.30	8.38	8.50
영업이익률	17.94	12.50	8.16	11.55	12.04
EBITDA 마진	27.36	20.13	15.09	18.20	17.91
ROE	23.93	17.76	6.57	7.48	8.07
ROA	13.12	10.03	3.68	4.22	4.55
ROIC	7.96	6.67	3.95	5.53	5.86
부채비율	19.50	19.35	18.62	19.76	20.84
순차입금비용	-42.89	-49.76	-46.40	-51.17	-52.70
EBITDA/현금지급이자	27.53	35.21	26.34	28.05	21.53
현금비용	1.50	1.28	1.19	1.36	1.35
유동비용	1.91	1.70	1.66	1.81	1.79
PER	—	—	—	—	—
PBR	—	—	—	—	—
EV/EBIT	37.21	40.00	21.04	13.46	6.99
EV/EBITDA	24.72	25.25	11.67	8.68	4.77

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가 (2/3)

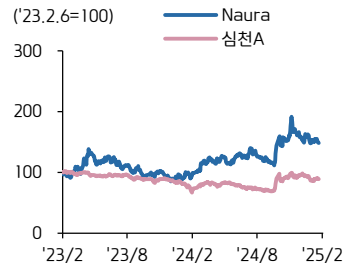
CNY 377.00

## Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	반도체 장비
거래소	심천
상대지수	심천A
벤치마크 현재주가	1,999.0
시가총액(mln)	200,201.4
유통주식수(mln)	531.0
52주 최고	490.03
52주 최저	227.71
일평균거래량	8,327,028

## Performance &amp; Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-3.6	0.5	9.2	65.5
심천A	-2.4	2.9	19.3	23.7



## ◆ 투자포인트 1. 지정학적 리스크 확대에 따른 반도체 국산화 테마 부각 예상

- 2/1 트럼프 대통령은 국제비상경제권법에 따라 중국에 10% 관세를 부과하는 행정명령에 서명했으며 2/4부터 발효 예정. 향후 관세 인상 세부 내용 확인 필요하나 미국의 대중국 평균 관세율은 19%에서 29%까지 상승 전망
- 중국도 석탄, LNG 등에 관세를 부과하며 양국간 지정학적 리스크 확대 예상

## ◆ 투자포인트 2. Deepseek로 인한 중국 AI 산업에 대한 주가 리레이팅 기대

- 금번 춘절 연휴 기간 Deepseek가 부각시킨 중국 AI 산업의 성장 잠재력은 단기적으로 지속될 것으로 예상. 중국 AI 관련 하드웨어, 소프트웨어 업종 모두 긍정적인 주가 모멘텀 기대. 실제로 지난 1/27~2/3 MSCI china 지수 및 KWEB ETF 주가 수익률 상위 종목은 중국 소프트웨어 기업 KINGSOFT

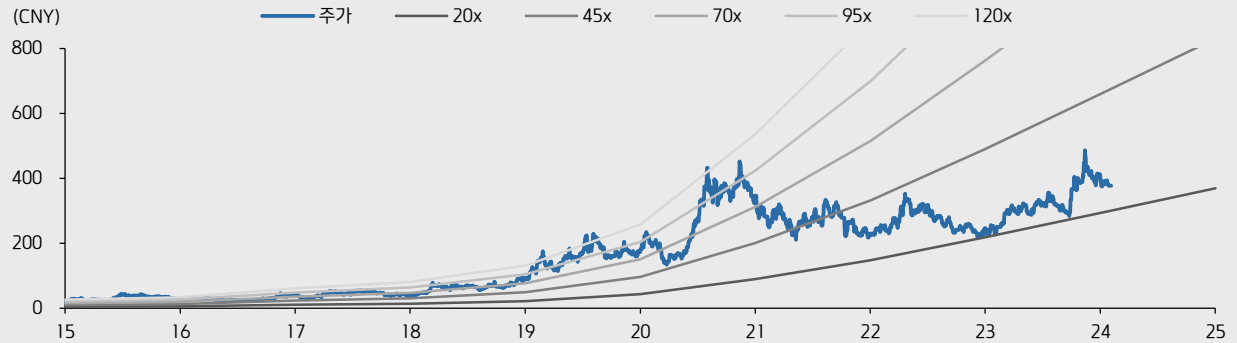
## Company Earnings &amp; Valuation

(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	9,683	14,688	22,079	30,008	39,107
영업이익	1,189	2,784	4,428	6,366	8,620
OPM(%)	12.3	19.0	20.1	21.2	22.0
순이익	1,077	2,353	3,899	5,722	7,771
PER(배)	161.6	50.1	33.4	35.0	26.0
PBR(배)	10.7	6.0	5.3	6.7	5.4
ROE(%)	9.1	12.8	17.7	20.1	21.8
배당수익률(%)	0.0	0.1	0.2		

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

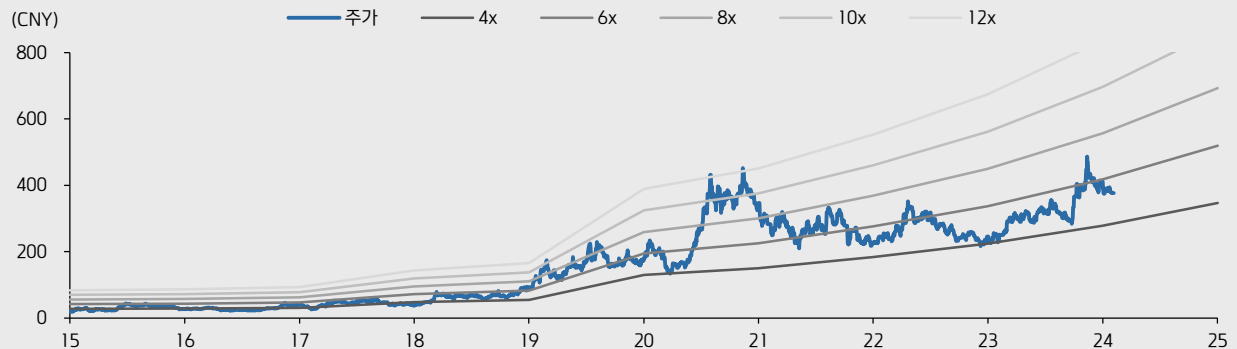


Naura 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Naura 12M FWD PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



## 손익계산서

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출액	4,058	6,056	9,683	14,688	22,079
매출&서비스 매출	2,413	3,834	5,867	8,250	13,005
매출총이익, GAAP	1,645	2,222	3,817	6,438	9,075
판매비	698	1,076	1,588	2,093	2,687
연구개발비	525	670	1,297	1,845	2,475
영업이익, GAAP	520	625	1,189	2,784	4,428
영업외 (이익)손실	80	-59	-63	-71	-37
세전이익, GAAP	439	684	1,253	2,854	4,466
법인세비용	70	53	59	313	433
당기순이익, GAAP	309	537	1,077	2,353	3,899
EPS, GAAP	0.67	1.09	2.15	4.49	7.36
희석 EPS, GAAP	0.67	1.09	2.15	4.49	7.34
영업이익, 조정	520	625	1,189	2,784	4,428
당기순이익, 조정	309	537	1,077	2,353	3,899
EBITDA	816	976	1,633	3,315	5,120

## 현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
영업활동으로 인한 현금흐름	-973	1,348	-858	-880	2,229
감가상각비, 무형자산상각비	296	351	444	531	692
운전자본 변동	-1,744	-11	-2839	-4536	-3,325
투자활동으로 인한 현금흐름	-190	-673	-447	-1,423	-2,058
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-171	-668	-447	-1,409	-1,980
유, 무형자산 처분	1	9,4596	0	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	2,983	-916	7,762	3,497	1,783
지급배당금	-57	-31	0	-	-245
차입금의 증가(감소)	1,080	-1,059	-602	3,453	1,888
자사주매입	1,982	201,0006	8497	157	99
현금증가	1,818	-244	6452	1,231	1,968
기초현금	1,004	2,822	2,578	9,031	10,261
기말현금	2,822	2,578	9,031	10,261	12,229
FCF	-1,145	679	-1,305	-2,289	249
FCFF	-1,077	721	-1,285	-2246	384

## 재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
자산총계	13,735	17,518	31,054	42,551	53,625
유동자산	8,470	11,014	22,323	31,117	38,226
현금 및 현금성자산	2,822	2,578	9,031	10,261	12,229
매출채권	1,670	2,387	3,491	4,742	5,715
재고자산	3,636	4,933	8,035	13,041	16,992
비유동자산	5,265	6,504	8,732	11,434	15,399
유형자산	2,634	2,755	3,073	4,151	5,883
무형자산	2,422	3,367	4,948	6,664	8,608
부채총계	7,635	10,406	13,856	22,567	28,800
유동부채	4,791	7,900	11,268	15,770	19,083
매입채무	1,978	2,677	5,059	6,918	7,692
단기성부채	1,340	1,816	1,044	565	1,803
비유동부채	2,844	2,506	2,588	6,797	9,717
장기성부채	1,113	10	22	3,821	5,978
자본총계	6,100	7,112	17,198	19,984	24,825

## 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	7.61	8.87	11.13	16.02	17.66
영업이익률	12.81	10.32	12.28	18.95	20.06
EBITDA 마진	20.11	16.12	16.87	22.57	23.19
ROE	6.57	8.50	9.10	12.84	17.68
ROA	2.60	3.44	4.44	6.39	8.11
ROIC	6.72	6.95	8.38	11.87	14.28
부채비율	41.89	26.92	6.31	22.21	31.93
순차입금비용	-6.06	-10.58	-46.31	-29.40	-17.92
EBITDA/현금지급이자	-	-	-	-	-
현금비용	0.59	0.33	0.80	0.65	0.64
유동비용	1.77	1.39	1.98	1.97	2.00
PER	131.19	165.29	161.57	50.14	33.37
PBR	7.37	13.11	10.71	6.00	5.33
EV/EBIT	82.82	141.59	145.64	40.54	28.44
EV/EBITDA	52.76	90.63	106.06	34.05	24.60

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가 (2/3)

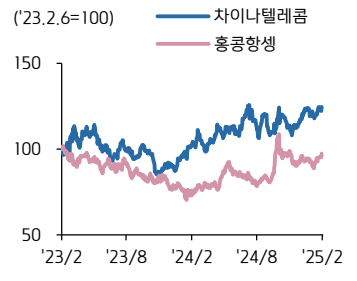
HKD 5.86

### Stock Data

산업분류	정보통신
세부업종	통신
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항생
벤치마크 현재주가	20,217.3
시가총액(mln)	611,265.0
유통주식수(mln)	13,877.4
52주 최고	5.00
52주 최저	3.86
일평균거래량	66,512,000

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-0.8	2.1	4.5	20.1
홍콩항생	0.8	2.3	16.8	30.6



### ◆ 투자포인트 1. 대내외 환경 모두 중국 경기에 부정적. 고배당 업종 관심 지속 예상

- 내부적으로 1월 중국 제조업 PMI는 시장 예상치를 하회했으며, 춘절 연휴를 감안해도 상대적으로 부정적. 추가적인 부양책 발표가 없다면 중국 경기 회복에 대한 우려 지속될 것으로 예상
- 외부적으로 미국의 중국에 대한 관세 인상으로 인해 수출 경기 둔화 예상. 높아진 수출의 중국 GDP 기여도를 감안하면 경기 하방 압력은 높아질 것으로 판단

### ◆ 투자포인트 2. 증시 자본 유입 정책은 중장기적으로 긍정적

- 지난 1/23 국무원이 기자회견을 통해 보험사 및 운용사 자금의 중장기 증시 자본 유입 계획을 발표. 구체적으로 운용사가 보유한 본토증시 유통 시가총액 매년 10% 증가, 대형 국영 보험사의 신규 보험자금 30%를 본토 증시에 투자 계획. 이는 중장기적으로 고배당 업종에 긍정적이라는 판단
- 양회 전까지 정책 기대감 및 지정학적 리스크는 높은 변동성을 보일 것으로 예상. 섹터 로테이션이 예상되며 고배당 업종에 대한 관심도 필요하다는 판단

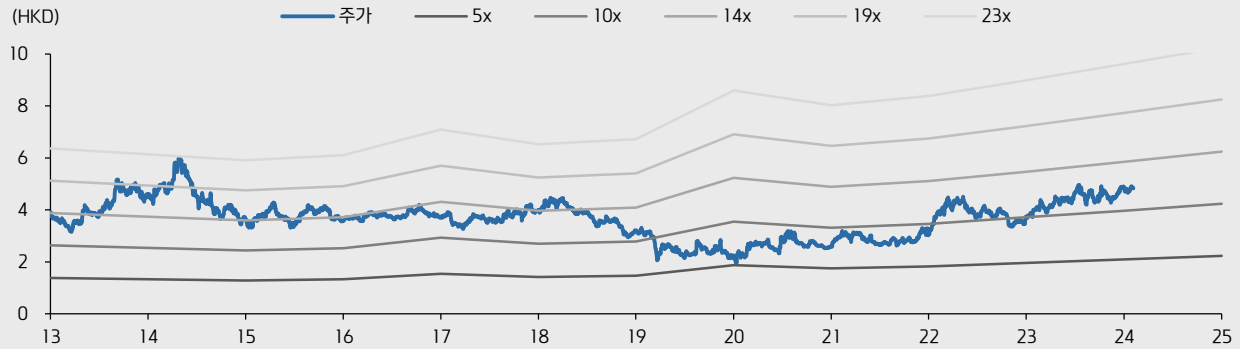
### Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
매출액	439,553	481,448	513,551	528,622	549,407
영업이익	30,948	33,427	37,128	42,486	46,897
OPM(%)	7.0	6.9	7.2	8.0	8.5
순이익	25,949	27,593	30,446	33,125	35,274
PER(배)	7.6	9.0	10.3	12.6	11.8
PBR(배)	0.5	0.6	0.7	0.9	0.9
ROE(%)	6.6	6.4	7.0	7.3	7.7
배당수익률(%)	4.8	9.1	6.4		

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

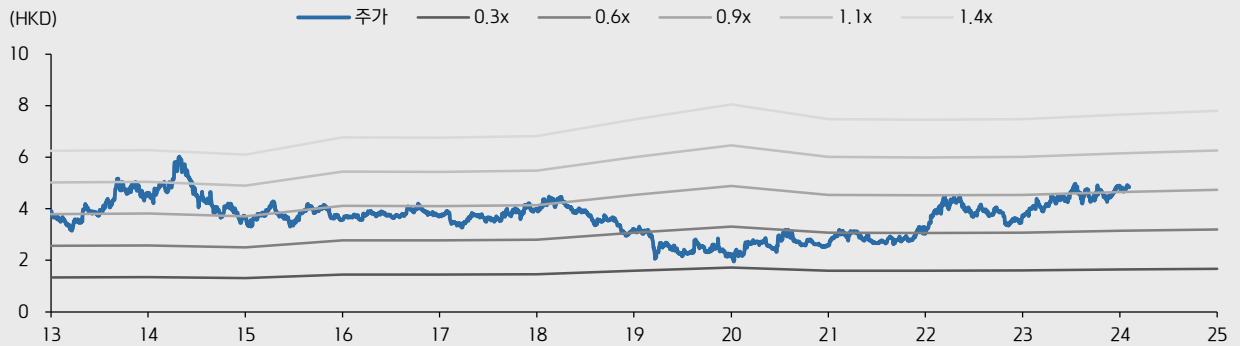


### 차이나텔레콤 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 차이나텔레콤 12M FWD PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



### 손익계산서

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>매출액</b>	<b>375,734</b>	<b>393,561</b>	<b>439,553</b>	<b>481,448</b>	<b>513,551</b>
판매비	57,361	55,059	61,154	64,277	66,804
연구개발비	2,105	2,215	3,379	4,199	4,203
감가상각&무형자산상각	88,145	90,240	92,966	96,932	99,702
기타	201,158	217,407	251,106	282,613	305,714
<b>영업이익, GAAP</b>	<b>26,965</b>	<b>28,640</b>	<b>30,948</b>	<b>33,427</b>	<b>37,128</b>
영업외 (이익)손실	2,036	1,253	-2,917	-2,287	-2,076
<b>세전이익, GAAP</b>	<b>24,929</b>	<b>27,387</b>	<b>33,865</b>	<b>35,714</b>	<b>39,204</b>
법인세비용	6,322	6,307	7,716	8,038	8,776
<b>당기순이익, GAAP</b>	<b>18,412</b>	<b>20,850</b>	<b>25,949</b>	<b>27,593</b>	<b>30,446</b>
<b>EPS, GAAP</b>	<b>0.25</b>	<b>0.26</b>	<b>0.28</b>	<b>0.30</b>	<b>0.33</b>
<b>희석 EPS, GAAP</b>	<b>0.25</b>	<b>0.26</b>	<b>0.28</b>	<b>0.30</b>	<b>0.33</b>
<b>영업이익, 조정</b>	<b>26,965</b>	<b>28,640</b>	<b>30,948</b>	<b>33,427</b>	<b>37,128</b>
<b>당기순이익, 조정</b>	<b>18,412</b>	<b>20,850</b>	<b>25,949</b>	<b>27,593</b>	<b>30,446</b>
<b>EBITDA</b>	<b>115,110</b>	<b>118,880</b>	<b>123,914</b>	<b>130,359</b>	<b>136,830</b>

### 현금흐름표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>112,600</b>	<b>132,260</b>	<b>137,533</b>	<b>136,432</b>	<b>137,508</b>
감가상각비, 무형자산상각비	88,145	90,240	92,966	96,932	99,702
운전자본 변동	-3,027	8549	9971	-93	-4,124
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-77,214</b>	<b>-87,077</b>	<b>-80,288</b>	<b>-96,796</b>	<b>-95,492</b>
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-83,163	-88,968	-84,848	-91,512	-90,173
유, 무형자산 처분	2,629	887	1719	1564	1,312
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-31,288</b>	<b>-42,107</b>	<b>-7,518</b>	<b>-40,906</b>	<b>-33,477</b>
지급배당금	-8,891	-9,262	-8,439	-26,537	-20,059
차입금의 증가(감소)	-27,491	-38,671	-49,599	-21,820	-19,898
자사주매입	0	0	47516	0	0
<b>현금증가</b>	<b>4,125</b>	<b>2,893</b>	<b>49,600</b>	<b>-819</b>	<b>8,581</b>
기초현금	16,666	20,791	23,684	73,284	72,465
기말현금	20,791	23,684	73,284	72,465	81,046
<b>FCF</b>	<b>29,437</b>	<b>43,292</b>	<b>52,685</b>	<b>44,920</b>	<b>47,335</b>
<b>FCFF</b>	<b>32,490</b>	<b>45,934</b>	<b>54,541</b>	<b>46,378</b>	<b>47,657</b>

### 재무상태표

(CNY mln)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
<b>자산총계</b>	<b>703,131</b>	<b>715,096</b>	<b>762,239</b>	<b>807,698</b>	<b>835,814</b>
유동자산	73,182	84,016	127,363	141,072	167,863
현금 및 현금성자산	24,458	33,092	75,213	76,300	91,851
매출채권	21,489	21,502	22,389	24,312	32,210
재고자산	2,880	3,317	3,827	3,513	3,417
비유동자산	629,949	631,080	634,876	666,626	667,951
유형자산	469,214	526,487	528,625	559,461	559,089
무형자산	46,272	48,428	49,672	50,702	52,625
<b>부채총계</b>	<b>348,091</b>	<b>348,921</b>	<b>331,066</b>	<b>371,271</b>	<b>388,647</b>
유동부채	264,661	271,142	265,071	281,737	303,436
매입채무	145,413	158,896	165,469	187,564	214,977
단기성부채	58,540	42,312	22,911	20,488	17,399
비유동부채	83,430	77,779	65,995	89,534	85,211
장기성부채	62,628	51,677	35,989	56,892	47,792
<b>자본총계</b>	<b>355,040</b>	<b>366,175</b>	<b>431,173</b>	<b>436,427</b>	<b>447,167</b>

### 수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
매출이익률	4.90	5.30	5.90	5.73	5.93
영업이익률	7.18	7.28	7.04	6.94	7.23
EBITDA 마진	30.64	30.21	28.19	27.08	26.64
ROE	5.29	5.82	6.55	6.41	6.96
ROA	2.69	2.94	3.51	3.52	3.71
ROIC	4.26	4.52	4.79	4.88	5.25
부채비율	34.37	25.86	13.74	17.91	14.72
순차입금비용	27.24	16.63	-3.78	0.25	-5.96
EBITDA/현금지급이자	27.41	33.73	49.13	65.41	51.71
현금비용	0.09	0.12	0.28	0.27	0.30
유동비용	0.28	0.31	0.48	0.50	0.55
PER	11.48	6.96	7.57	9.05	10.30
PBR	0.66	0.40	0.45	0.57	0.70
EV/EBIT	12.29	7.34	11.37	11.02	11.98
EV/EBITDA	2.88	1.77	2.84	2.83	3.25

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

# 1월 ETF Review 및 2월 전망

트럼프의 시간







## 1월 ETF Review 및 2월 전망 | 트럼프의 시간

### 1월 미국 ETF 시장 리뷰

- 1월 미국 ETF로는 \$990억 유입, 지난 달 대비 자금유입 강도 약화. 그 중 주식형 ETF로는 약 \$560억 유입되며 MoM 감소. 미국 대형주 중심 자금유입 이어졌으며 섹터 중에서는 IT/금융주 강도 강화. 채권 ETF로는 유입액 확대되었으나 초단기 채권 중심으로 쏠림
- ETF Inflows/Outflows: 대형주 및 초단기 채권, 디지털자산 및 옵션 등 유입 / 에너지 섹터, 원자재, 신흥국 주식/채권 등 유출
- ETF Top/Bottom: 금 채굴, 금융, 제약/바이오, 비트코인 등 강세 / IT 섹터, 신흥국주식, 미국 장기채 등 약세

### 1월 신규 상장 ETF

- 미국: 단일종목 레버리지 전략 및 인컴 창출 전략을 비롯한 80개 종목 신규 설정. 특징적으로는 Single Stock(종목·ETF) 레버리지 ETF 8종, Commodity 레버리지 ETF 1종, 옵션 활용한 인컴 전략 ETF 4종, 업종 테마형 ETF 4종, CLO ETF 1종 등 다수의 상품이 출시 됨
- 국내: 1월 한달 간 10개 ETF가 추가되면서 국내 ETF 상품 수는 941개로 확대. 미국중소형제조업 테마 ETF를 포함하여 국내 화장품, AI 반도체 테마 등 업종 테마 ETF 종류 확대

### 2월 ETF 투자 아이디어

- 2기 행정부로 돌아온 트럼프. 역시나 예고된 바, 무역 상대국에 대한 관세 부과를 비롯한 각종 행정명령 발표 중. 그러나 시장은 트럼프 리스크에 대한 내성을 보여주며 하단을 지지하는 양상
- 물론 여전히 높은 금리와 정책 불확실성, 딥시크 사태 후 AI 관련주를 바라보는 엇갈린 시선 등은 증시 상방을 제한할 요소. 다만, 미국 경제의 견조한 펀더멘털이 뒷받침 되는 가운데 트럼프 행정부의 본격적인 정책 효과(금융규제 완화 등)의 유입, 1월 말 과도한 하락에 대한 되돌림 등을 고려 시 주도주의 회복 탄력성이 높게 나타날 것으로 예상
- ETF Picks: QGRO(헬리티), IGV(소프트웨어), FXO(금융), AIRR(미국제조), ZAP(전력), KWEB(중국), MLPX(미드스트림), GDX(금광)

## 1월 ETF 투자 포트폴리오 (리뷰)



티커	ETF명	주요 테마	순자산 백만\$	운용 보수 %	수익률			국내 상장 Peer ETF
					1M %	3M %	6M %	
QGRW	WisdomTree U.S. Quality Growth Fund	퀄리티 & 성장	765.4	0.28	+1.7	+9.8	+14.4	* SOL 미국배당다우존스 * KOSEF 미국방어배당성장나스닥 * TIGER 미국캐시카우100
ARTY	iShares Future AI & Tech ETF	AI 혁신	878.5	0.47	+4.9	+16.1	+16.0	* RISE 미국AI 밸류체인 TOP3Plus * KoAct 글로벌AI&로봇액티브 * TIMEFOLIO 글로벌AI인공지능액티브
DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF	자율주행	373.4	0.68	+1.0	+3.3	-0.9	* KOSEF 글로벌퓨처모빌리티 * KODEX 미국스마트모빌리티S&P
IAI	iShares U.S. Broker-Dealers & Securities Exchanges ETF	美 브로커리지	2,244.9	0.40	+8.6	+18.0	+26.1	* KODEX 미국S&P500금융
MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	美 MLP	2,779.1	0.45	+3.4	+10.3	+18.0	* KoAct 미국천연가스인프라액티브
GLD	SPDR® Gold Shares	금 현물	77,878.3	0.40	+6.8	+2.0	+14.1	* ACE KRX금현물 * KODEX 골드선물(H) * HANARO 글로벌금채굴기업

자료: 키움증권 리서치센터  
주: 2025-01-31 종가 기준

## 2월 ETF 투자 포트폴리오



티커	ETF명	주요 테마	순자산 백만\$	운용 보수 %	수익률			국내 상장 Peer ETF
					1M %	3M %	6M %	
QGR0	American Century U.S. Quality Growth ETF	퀄리티 & 성장	1,231.2	0.29	+3.8	+14.6	+28.4	
IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	테크 & 소프트웨어	10,463.9	0.41	+1.0	+11.1	+27.8	* SOL 미국AI소프트웨어 * ACE 구글밸류체인액티브 * TIMEFOLIO 글로벌AI인공지능자능액티브
FXO	First Trust Financials AlphaDEX® Fund	금융	2,252.4	0.61	+3.2	+8.1	+17.7	* KODEX 미국 S&P500금융
AIRR	First Trust RBA American Industrial Renaissance® ETF	美 중소형 산업재	3,490.5	0.70	-0.2	+4.0	+14.1	* ACE 미국중심중소형제조업
ZAP	Global X U.S. Electrification ETF	美 전력	57.6	0.50	+0.9	-	-	* SOL 미국 AI전력핵심 인프라 * KODEX 미국 AI전력 인프라 * PLUS 글로벌 AI인프라
KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	中 인터넷	5,780.5	0.70	+6.6	-5.1	+20.5	* KODEX 차이나 항셍테크 * RISE 차이나 항셍테크 * TIGER 차이나 항셍테크 * ACE 차이나 항셍테크
MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	MLP & 미트스트림	2,779.1	0.45	+2.6	+11.5	+22.6	* KoAct 미국천연가스인프라액티브
GDX	VanEck Gold Miners ETF	금 채굴	13,920.5	0.51	+13.0	-0.9	+8.4	* HANARO 글로벌금채굴기업 * ACE KRX금현물 * KODEX 골드선물(H)

자료: 키움증권 리서치센터  
주: 2025-02-03 종가 기준

## 1월 리뷰 및 2월 투자 아이디어 (요약)



### ◆ Inflows: 대형주 및 초단기 채권, 디지털자산 및 옵션 등

- 1월 미국 ETF 시장으로는 \$990억 유입, 지난 달 대비 자금유입 강도 약화
- 주식형 ETF로는 약 \$560억 유입되며 MoM 감소. 미국 대형주 중심 자금유입 이어졌으며 섹터 중에서는 IT/금융주 강도 강화
- 채권 ETF 시장으로는 약 \$380억 유입. 지난 달 대비 유입액 확대되었으나 중장기물 대신 초단기채 중심으로 자금 풀림 나타나며 여전히 높은 금리 변동성에 대응하는 양상

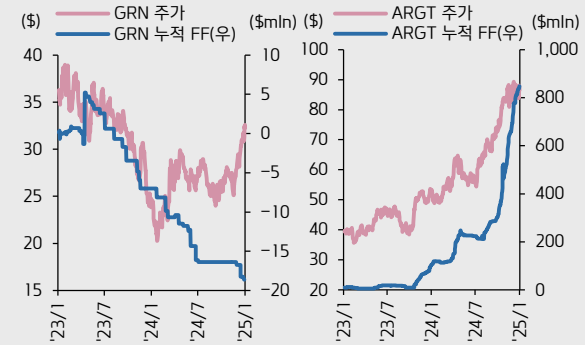
### ◆ Return: 금 채굴, 금융, 제약/바이오, 비트코인 등

- 트럼프 정책 수혜가 예상되는 비트코인과 인플레이 및 리스크 헤지 자산으로의 역할이 강조되는 금 관련 ETF 강세 지속. 섹터 전반에 걸친 저평가 및 향후 실적 성장에 대한 기대가 높았던 제약/바이오 ETF도 반등
- 다만, 트럼프 행정명령을 둘러싼 불확실성과 FOMC 금리 동결, DeepSeek 관련주 하락으로 일부 빅테크, 신흥국 주식, 미국 장기채 약세

### ◆ 2월 ETF 투자 아이디어

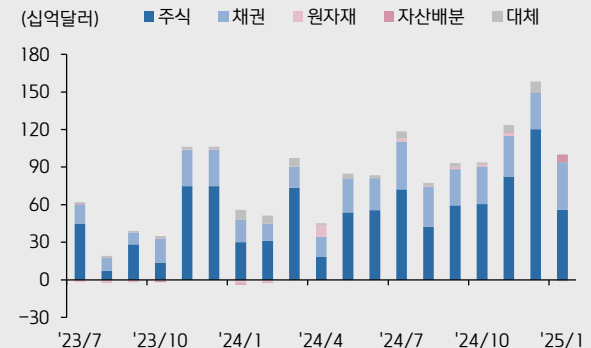
- 2기 행정부로 돌아온 트럼프. 역시나 예고된 바, 무역 상대국에 대한 관세 부과를 비롯한 각종 행정명령 발표 중. 그러나 시장은 트럼프 리스크에 대한 내성을 보여주며 하단을 지지하는 양상
- 물론 여전히 높은 금리와 정책 불확실성, 딥시크 사태 후 AI 관련주를 바라보는 엇갈린 시선 등은 증시 상방을 제한할 요소. 다만, 미국 경제의 견조한 펀더멘털이 뒷받침 되는 가운데 트럼프 행정부의 본격적인 정책 효과(금융규제 완화 등)의 유입, 1월 말 과도한 하락에 대한 되돌림 등을 고려 시 주도주의 회복 탄력성이 높게 나타날 것으로 예상
- ETF Picks: QGRO(퀄리티), IGV(소프트웨어), FXO(금융), AIRR(미국제조), ZAP(전력), KWEB(중국), MLPX(미드스트림), GDX(금광)

### 2월 수익률 Top ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### ETF 자산군별 펀드플로우



자료: Morningstar, 키움증권 리서치  
주: 미국 상장 기준

## 1월 미국 ETF 시장 리뷰 : 자금유입 (자산군, 카테고리별)



### ◆ 1월 미국 ETF 시장, 대형주 및 초단기 채권, 디지털자산 및 옵션 ETF로 자금유입

- 1월 미국 ETF 시장으로는 \$990억 유입, 지난 달 대비 자금유입 강도 약화
- 그 중 주식형 ETF로는 약 \$560억 유입되며 MoM 감소. 미국 대형주 중심 자금유입 이어졌으며 섹터 중에서는 IT/금융주 강도 강화
- 채권 ETF 시장으로는 약 \$380억 유입. 지난 달 대비 자금유입 확대되었으나 중장기물 대신 초단기채 중심으로 자금 쏠림 나타나며 여전히 높은 금리 변동성에 대응하는 양상

자산군별 ETF 자금유입, 순자산 규모

분류	자금 순유입 (\$mln)		순자산 (\$bln)	
	1M	3M	당월	전년동기
미국 주식	34,810	219,469	5,949	4,314
섹터 주식	11,194	24,187	942	769
미국 외 주식	2,353	19,379	1,372	1,179
비전통주식	7,902	19,281	178	108
채권	37,634	88,422	1,837	1,531
자산배분	-310	1,765	28	22
대체	5,553	21,571	150	43
원자재	-722	-2,422	169	126
기타	574	2,553	119	86
합계	98,995	394,215	10,744	8,178

자료: Morningstar, 키움증권 리서치  
주: 2025-01-31 기준

카테고리별 ETF 자금유입, 순자산 규모

분류	자금 순유입 (\$mln)		순자산 (\$bln)	
	1M	3M	당월	전년동기
미국 대형주	19,072	122,102	3,267	2,304
미국 초단기 채권	12,469	26,808	259	196
미국 대형성장주	9,508	38,552	941	641
IT 섹터	5,995	12,152	315	234
파생/인컴	5,568	14,935	107	64
디지털자산	5,404	21,110	146	40
금융 섹터	3,759	11,449	99	65
미국 외 대형주	3,703	22,590	669	568
미국 장기 국채	3,693	-7,912	123	113
미국 중기 채권	3,510	17,888	317	263
미국 중형주	3,004	13,013	331	247
미국 벤처캐	2,985	6,994	27	15
미국 중기 국채	2,283	8,856	163	128
미국 하이일드채	2,175	6,688	51	30
미국 버퍼형	1,775	3,015	61	40

자료: Morningstar, 키움증권 리서치  
주: 2025-01-31 기준



## ◆ 수익률 Top: 금 채굴, 금융, 제약/바이오, 비트코인 등

- 트럼프 정책 수혜가 예상되는 비트코인과 인플레이 및 리스크 헤지 자산으로의 역할이 강조되는 금 관련 ETF 강세 지속. 섹터 전반에 걸친 저평가 및 향후 실적 성장에 대한 기대가 높았던 제약/바이오 ETF도 반등
- 다만, 트럼프 행정명령을 둘러싼 불확실성과 FOMC 금리 동결, 월 말 DeepSeek發 관련주 하락으로 일부 빅테크, 신흥국주식, 미국 장기채 약세

### 수익률 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	3M (%)
GDX	VanEck Gold Miners ETF	금 채굴	14.9	-2.3
ARKG	ARK Genomic Revolution ETF	바이오테크	14.0	16.0
GDXJ	VanEck Junior Gold Miners ETF	금 채굴	13.1	-3.8
ARKF	ARK Fintech Innovation ETF	핀테크	12.6	35.1
EWZ	iShares MSCI Brazil ETF	브라질 주식	12.5	-4.7
CONY	YieldMax COIN Option Income Strategy ETF	COIN 커버드콜	12.5	45.5
ARKW	ARK Next Generation Internet ETF	인터넷	11.5	38.5
ARKK	ARK Innovation ETF	혁신기술	10.7	37.0
MSTY	YieldMax MSTR Option Income Strategy ETF	MSTR 커버드콜	10.1	25.2
NLR	VanEck Uranium & Nuclear ETF	우라늄 채굴	9.9	-1.0
ILF	iShares Latin America 40 ETF	라틴아메리카 주식	9.8	-2.9
IHI	iShares US Medical Devices ETF	의료기기	9.4	10.0
SIL	Global X Silver Miners ETF	은 채굴	8.9	-8.4
KBWB	Invesco KBW Bank ETF	대형은행	8.8	14.3
IBIT	iShares Bitcoin Trust ETF	비트코인 현물	8.8	45.1

자료: Morningstar, 키움증권 리서치  
주: AUM 10억 달러 이상, 레버리지/인버스 제외, 주: 2025-01-31 기준

### 수익률 Bottom ETF

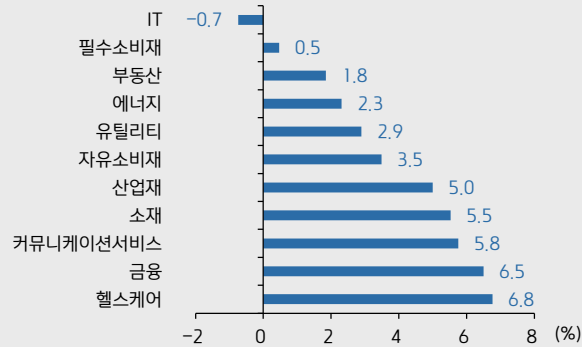
티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	3M (%)
NVDY	YieldMax NVDA Option Income Strategy ETF	엔비디아 커버드콜	-16.3	-14.4
EPI	WisdomTree India Earnings ETF	인도 주식	-3.7	-7.7
FLIN	Franklin FTSE India ETF	인도 주식	-3.5	-6.3
INDA	iShares MSCI India ETF	인도 주식	-3.1	-6.3
ASHR	Xtrackers Harvest CSI 300 China A ETF	중국 A주	-1.8	-4.2
GOVT	iShares US Treasury Bond ETF	미국 국채	-1.7	-0.2
IXN	iShares Global Tech ETF	글로벌 IT	-1.3	3.9
ZROZ	PIMCO 25+ Year Zero Coupon US Trs ETF	미국 장기채	-1.0	-9.0
ETHE	Grayscale Ethereum Trust ETF	이더리움 신탁	-1.0	31.4
TSLY	YieldMax TSLA Option Income Strategy ETF	테슬라 커버드콜	-1.0	39.2
DG5	WisdomTree EM Small Cap Dividend ETF	신흥국 소형배당주	-1.0	-4.7
GUSA	Goldman Sachs MarketBeta US 1000 Eq ETF	미국 대형주 동일가중	-0.9	6.6
VGT	Vanguard Information Technology ETF	미국 IT	-0.8	6.0
FTEC	Fidelity MSCI Information Tech ETF	미국 IT	-0.8	6.2
XLK	The Technology Select Sector SPDR® ETF	미국 IT	-0.7	4.0

자료: Morningstar, 키움증권 리서치  
주: AUM 10억 달러 이상, 레버리지/인버스 제외, 주: 2025-01-31 기준

## 1월 미국 ETF 시장 리뷰 : 수익률

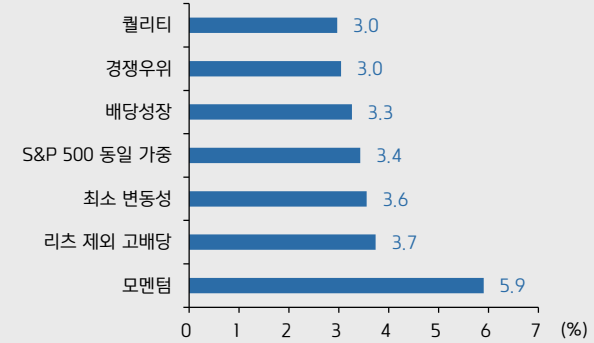


### GICS 섹터별 ETF 월간 수익률



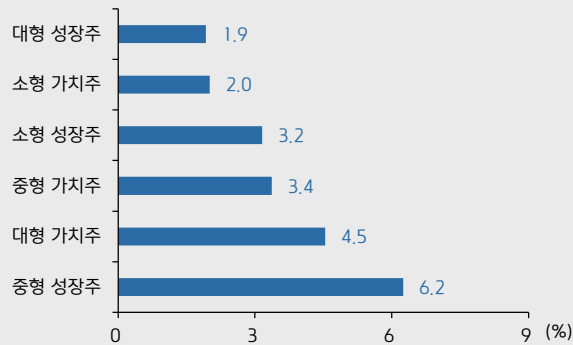
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2024-12-31~2025-01-31 종가 기준

### 전략 팩터별 ETF 월간 수익률



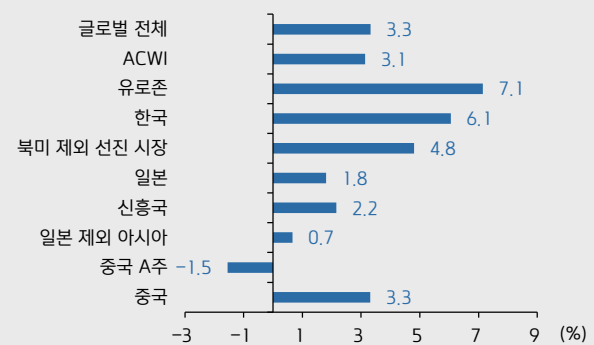
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2024-12-31~2025-01-31 종가 기준

### 사이즈-스타일별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2024-12-31~2025-01-31 종가 기준

### 지역별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2024-12-31~2025-01-31 종가 기준

## 1월 미국 신규출시 ETF (1)



### ◆ 단일종목 레버리지 전략 및 인컴 창출 전략을 비롯한 80개 종목 신규 설정

- 특징적인 ETF 상품으로는 Single Stock(종목·ETF) 레버리지 ETF 8종, Commodity 레버리지 ETF 1종, 옵션 활용한 인컴 전략 ETF 4종, 업종 테마형 ETF 4종, CLO ETF 1종 등 다수의 상품이 출시 됨

#### 1월 미국 신규 출시 ETF 中 특징주 (1)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
QIDX	Indexperts Quality Earnings Focused ETF	퀄리티 주식	2025-01-02	10.9	0.50	액티브
RIOX	Defiance Daily Target 2X Long RIOT ETF	RIOT x2.0 레버리지(일간)	2025-01-03	15.2	0.95	액티브
TSEL	Touchstone Sands Capital US Sel Gr ETF	美 성장주	2025-01-03	26.5	1.02	액티브
INVN	Alger Russell Innovation ETF	美 혁신 가능 기업	2025-01-07	8.3	0.95	패시브
ASMG	Leverage Shares 2X Long ASML Daily ETF	ASML x2.0 레버리지(일간)	2025-01-14	2.3	0.75	액티브
ARMG	Leverage Shares 2X Long ARM Daily ETF	ARM x2.0 레버리지(일간)	2025-01-14	3.5	0.75	액티브
TSMG	Leverage Shares 2X Long TSM Daily ETF	TSM x2.0 레버리지(일간)	2025-01-14	0.8	0.75	액티브
CAS	Simplify China A Shares PLUS Income ETF	中 A주 옵션 전략	2025-01-14	10.7	0.88	액티브
LFGY	YieldMax CryptoIndustry&TechPtfoptIncETF	암호화폐&테크 옵션 전략	2025-01-14	48.4	0.99	액티브
SLVR	Sprott Silver Mnrs & Physical Silver ETF	은 현물 & 은 채굴	2025-01-15	9.0	0.65	패시브
IYRI	NEOS Real Estate High Income ETF	美 REITs	2025-01-15	6.1	0.68	액티브
ORR	Militia Long/Short Equity ETF	주식 롱숏	2025-01-15	6.7	18.48	액티브
SOFX	Defiance Daily Target 2X Long SOFI ETF	SoFi x2.0 레버리지(일간)	2025-01-16	9.0	1.29	액티브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2025-01-31 종가 기준



## 1월 미국 신규출시 ETF (2)



### 1월 미국 신규 출시 ETF 中 특징주 (2)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
CPXR	USCF Daily Target 2X Copper Index ETF	구리 x2.0 레버리지(일간)	2025-01-22	0.5	1.20	액티브
BENJ	Horizon Landmark ETF	혼합 자산 옵션 전략	2025-01-23	1.0	0.40	액티브
GPTY	YieldMax AI & Tech Port Opt Inc ETF	AI & 테크 옵션 전략	2025-01-23	15.7	0.99	액티브
AMDG	Leverage Shares 2X Long AMD Daily ETF	AMD x2.0 레버리지(일간)	2025-01-24	1.7	0.75	액티브
LQPE	PEO AlphaQuest Thematic PE ETF	사모펀드	2025-01-28	9.4	1.25	액티브
UX	Roundhill Uranium ETF	우라늄	2025-01-29	0.3	0.75	액티브
LENS	Sarmaya Thematic ETF	글로벌 테마 전략	2025-01-29	0.8	0.85	액티브
CVNY	YieldMax CVNA Option Income Strategy ETF	CVNA 옵션 전략	2025-01-30	1.3	0.99	액티브
BCLO	iShares BBB-B CLO Active ETF	BBB-B 등급 CLO	2025-01-30	50.0	0.45	액티브
PEVC	Pacer PE/VC ETF	사모펀드/벤처캐피탈	2025-01-30	-	0.85	패시브
MNRS	Grayscale Bitcoin Miners ETF	비트코인 채굴	2025-01-30	5.3	0.59	패시브
ROBN	T-Rex 2X Long HOOD Daily Target ETF	로빈후드 x2.0 레버리지(일간)	2025-01-31	0.3	1.05	액티브

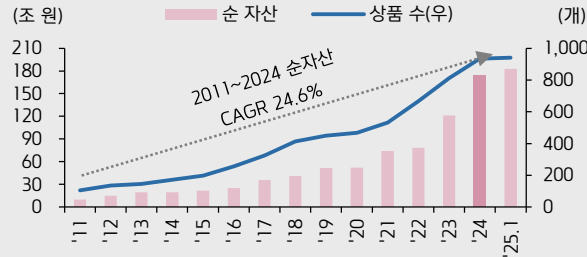
자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2025-01-31 종가 기준



## ◆ 국내 ETF 시장, '25년 1월 말 순자산총액 180조원 돌파

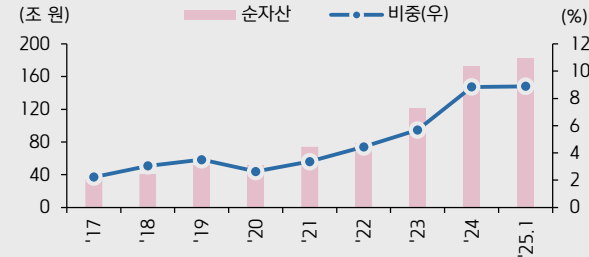
- '25년 1월 말 국내 ETF 순자산 173.6조 원으로 전월 대비 약 7.7조 원 증가, 상품 수는 941개까지 확대
- ETF 순자산 : '09년 4조 원 → '15년 22조 원 → '23년 말 121.1조 원 → '24년 말 173.6조 원 → '25년 1월 말 182.8조 원
- ETF 상품 수 : '09년 50개 → '15년 198개 → '23년 말 812개 → '24년 말 935개 → '25년 1월 말 941개
- ETF 거래대금 : '09년 1,239억 원 → '15년 6,747억 원 → '23년 3.2조 원 → '24년 3.5조 원 → '25년 1월 말 일평균 약 3.7조 원

### 국내 ETF 순자산/개수 추이



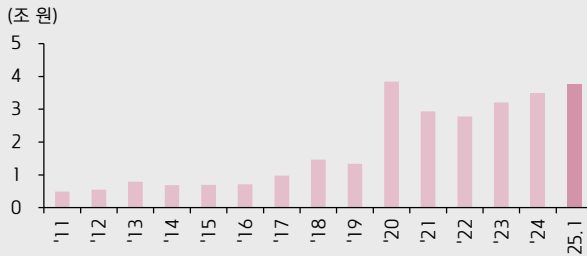
자료: KRX, 키움증권 리서치, 2025-01-31 종가 기준

### 국내 ETF 순자산 및 코스피 시총 대비 ETF 비중



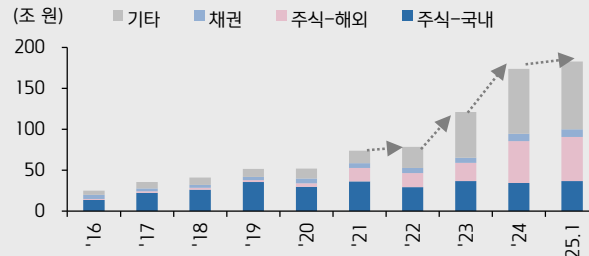
자료: KRX, 키움증권 리서치, 2025-01-31 종가 기준

### 국내 ETF 거래대금 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치, 2025-01-31 종가 기준

### 국내 ETF 상품 유형별 순자산



자료: KRX, 키움증권 리서치, 2025-01-31 종가 기준



## ◆ 자금유입 Top: 미국 주식(지수형, 테마형)

- 국내형 상품보다 미국 S&P 500, 나스닥 등 미국 주요 지수형 ETF로 자금 유입 지속되는 모습. 뿐만 아니라 美 테크, 美 AI 반도체, 테슬라 밸류체인 등 테마형 상품에도 유입세 확대

## ◆ 자금유출 Top: CD금리, 국내 주식(지수형)

- 원화약세/달러강세 지속, 정치적 불확실성 확대, 삼성전자 부진한 실적 등 악재가 겹친 상황 속에서 국내 지수 위주의 자금 유출 관찰됨. 최근 DeepSeek 공개 이후 중국 시장에 대한 관심 확대되며 한국 지수의 상대적 매력도 하락 영향도 있었을 것으로 판단

### 자금유입 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)	유입 강도 (%)
488770	KODEX 머니마켓액티브	MMF	9694.0	24.4%
455890	RISE 머니마켓액티브	MMF	5393.7	25.0%
360750	TIGER 미국S&P500	S&P 500	5368.2	7.4%
381170	TIGER 미국테크TOP10INDXX	美 테크	2642.7	8.2%
379800	KODEX 미국S&P500	S&P 500	2474.6	7.0%
133690	TIGER 미국나스닥100	나스닥 100	2367.3	5.2%
292150	TIGER TOP10	국내 시가총액 TOP 10	2347.9	50.7%
458730	TIGER 미국배당다우존스	다우존스	1625.7	8.2%
497570	TIGER 미국필라델피아반도체나스닥	美 AI 반도체	1584.9	86.7%
457480	ACE 테슬라밸류체인액티브	테슬라 밸류체인	1523.3	20.6%
379810	KODEX 미국나스닥100	나스닥 100	1430.6	8.2%
360200	ACE 미국S&P500	S&P 500	1236.0	7.4%
453850	ACE 미국30년국채액티브(H)	美 국채 30년물	1210.7	6.8%
481050	KODEX CD1년금리플러스액티브(합성)	CD금리	1210.4	6.7%
438330	TIGER 투자등급회사채액티브	IG등급 회사채	1146.8	50.0%

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치,  
주: 2025-01-31 종가 기준, 레버리지/인버스 및 신규출시 종목 제외

### 자금유출 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)	유출 강도 (%)
477080	RISE CD금리액티브특별자산합성	CD 금리	-2655.3	-22.2%
069500	KODEX 200	코스피 200	-1297.2	-2.4%
278540	KODEX MSCI KOREATotalReturn	MSCI 한국	-1186.6	-14.1%
459580	KODEX CD금리액티브(합성)	CD 금리	-1073.4	-1.2%
461460	PLUS 국고채10년액티브	국고채 10년물	-842.2	-56.8%
196230	RISE 단기통안채	단기 통안채	-812.9	-15.4%
491610	IQ CD금리액티브(합성)	CD 금리	-796.0	-20.1%
381180	TIGER 미국필라델피아반도체나스닥	美 반도체	-787.5	-2.9%
357870	TIGER CD금리투자KIS특별자산(합성)	CD 금리	-784.3	-1.2%
475260	ACE 2월만기자동연장회사채AA-이상 액티브	회사채	-741.1	-62.6%
310970	TIGER MSCI KOREATotalReturn	MSCI 한국	-713.1	-3.5%
102110	TIGER200	코스피 200	-691.2	-3.7%
305720	KODEX 2차전자산업	2차전자	-658.4	-6.9%
471230	KODEX 국고채10년액티브	국고채 10년물	-633.5	-16.7%
458210	KIWOOM CD금리액티브특별자산(합성)	CD금리	-592.3	-26.0%

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치,  
주: 2025-01-31 종가 기준, 레버리지/인버스 및 신규출시 종목 제외



## ◆ 수익률 Top: AI & 로봇, 전력 설비, 원자력, 방산

- ‘Stargate’ 프로젝트 공개로 향후 AI 관련 반도체, 전력설비 등에 대한 투자가 지속될 것으로 기대되며 관련 테마 ETF 상승세. CES 이후 휴머노이드에 대한 관심도 증가하며 로봇에 대한 기대감도 증가
- 국내에서 상대적 매력도가 높았던 방산, 조선 업종에서도 상승세가 동반되었고, 이러한 영향으로 방산, 조선 업종 모두에 노출도가 높은 한화 그룹주 상품의 상승세가 두드러졌음

## ◆ 수익률 Bottom: 인도 주식, 중국 주식

- 트럼프 당선 이후 고관세 부과 우려에 신흥국 투자심리 냉각되며 인도, 중국 주식형 상품에서 낙폭 확대

### 수익률 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	1YR (%)
000010	PLUS 한화그룹주	한화 그룹주	+23.6	-
487240	KODEX AI전력핵심설비	AI 전력 설비	+21.0	-
445290	KODEX K-로봇액티브	로봇	+21.0	+7.9
491820	HANARO 전력설비투자	전력 설비	+20.7	-
455850	SOL AI반도체소부장	AI 반도체 소부장	+19.8	-9.5
434730	HANARO 원자력iSelect	원자력	+19.6	+82.3
469070	RISE AI&로봇	AI & 로봇	+19.4	-9.6
476260	HANARO 반도체핵심공정주도주	반도체 핵심공정	+19.1	-
433500	ACE 원자력테마답서치	원자력	+18.8	+72.6
475310	SOL 반도체후공정	반도체 후공정	+18.5	-
449450	PLUS K방산	방산	+18.1	+87.7
457990	PLUS 태양광&ESS	태양광 & ESS	+18.0	+37.4
466920	SOL 조선TOP3플러스	조선	+17.6	+109.7
454320	HANARO CAPEX설비투자iSelect	설비투자 상위	+17.4	+53.9
490480	SOL K방산	방산	+16.8	-

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치  
주: 2025-01-31 종가 기준, 레버리지/인버스 제외

### 수익률 Bottom ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	1YR (%)
487910	ACE 인도컨슈머파워액티브	인도 소비재	-12.7	-
457480	ACE 테슬라밸류체인액티브	테슬라 밸류체인	-8.8	+82.1
413220	SOL 차이나태양광CSI(합성)	中 태양광	-8.0	-2.0
256450	PLUS 심천차이넥스트(합성)	中 Chinext	-7.9	+36.6
477730	KODEX 인도타타그룹	인도 타타그룹	-7.9	-
473500	KIWOOM 글로벌전력반도체	글로벌 전력반도체	-7.6	-13.8
414780	TIGER 차이나과장판STAR50(합성)	中 과장판	-7.0	+53.9
396510	TIGER 차이나클린에너지 SOLACTIVE	中 신재생에너지	-6.6	+19.2
261920	ACE 필리핀MSCI(합성)	MSCI 필리핀	-6.3	-1.9
419650	PLUS 글로벌수소&차세대연료전지	글로벌 수소&연료전지	-6.2	-18.4
487920	ACE 인도시장대표BIG5그룹액티브	인도 대형 그룹사	-6.2	-
438900	HANARO Fn K-푸드	음식료	-6.2	+16.5
415340	KODEX 차이나과장판STAR50(합성)	中 과장판	-6.1	+53.7
332610	PLUS 미국단기회사채(AAA~A)	美 단기 회사채	-6.0	+13.9
416090	ACE 중국과장판STAR50	中 과장판	-5.9	+49.6

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치  
주: 2025-01-31 종가 기준, 레버리지/인버스 제외



## ◆ 국내외 테마 (원자력, 제조업, 화장품 등), 커버드콜, 상품 등 포함 10개 종목 신규 출시

- 1월 한달 간 10개 ETF가 추가되면서 국내 ETF 상품 수는 941개로 확대. 미국중소형제조업 테마 ETF를 포함하여 국내 화장품, AI 반도체 테마 등 업종 테마 ETF 종류 확대
- 신규 출시된 'ACE 미국중심중소형제조업'은 트럼프 2.0 시대에서 '미국의 황금시대(Golden Age)'를 열어가는 과정 속 근간으로 내세운 제조업의 부흥의 직접적인 수혜종목으로 포트폴리오를 구성하는 데 초점을 맞춘 상품
- 이외에도 전력 인프라 확충의 핵심적인 역할을 하는 원자력 밸류체인, K-뷰티 확산에 따른 국내 화장품 업종 테마 상품 등 신규 출시

### 12월 국내 신규출시 ETF

티커	종목명	상품유형	상장일	순자산(억원)	운용보수(%)	전략/구분
0005A0	KODEX 미국S&P500데일리커버드콜OTM	주식-전략-구조화	2025/01/07	1,030	0.25	실물(패시브)
0005D0	SOL 전고체배터리&실리콘음극재	주식-업종섹터-업종테마	2025/01/07	91	0.45	실물(패시브)
0007F0	KODEX 27-12 회사채(AA-이상)액티브	채권-회사채-단기	2025/01/14	1,119	0.09	실물(액티브)
0007G0	PLUS 글로벌원자력밸류체인	주식-업종섹터-업종테마	2025/01/14	88	0.39	실물(패시브)
0005C0	RISE 미국S&P500엔화노출(합성 H)	주식-시장대표	2025/01/14	103	0.10	합성(패시브)
0004G0	IQ 미국배당30	주식-전략-배당	2025/01/21	79	0.10	실물(패시브)
0008E0	ACE 미국중심중소형제조업	주식-업종섹터-업종테마	2025/01/21	91	0.45	실물(패시브)
0005G0	ITF K-AI반도체코어테크	주식-업종섹터-업종테마	2025/01/21	90	0.28	실물(패시브)
0008T0	SOL 화장품TOP3플러스	주식-업종섹터-업종테마	2025/01/21	338	0.45	실물(패시브)
0008S0	TIGER 미국배당다우존스타겟데일리커버드콜	주식-전략-배당	2025/01/21	544	0.25	실물(패시브)

자료: KRX, 키움증권 리서치  
주: 2025-01-31 종가 기준



## ◆ ETF 이슈 1) 출시 앞두고 있는 신규 ETF

- 미국 및 인도 테마형 ETF를 비롯, 개별종목(팔란티어/엔비디아)+미 장기채권 혼합형 ETF 등 출시 대기
- 지난해 나스닥 100 지수를 크게 아웃퍼폼한 TIMEFOLIO자산운용의 나스닥100액티브 ETF에 이어 삼성KoAct에서도 유사 ETF 출시 예정
- 또한, Im에셋자산운용이 2/11일 아이엠에셋 200 ETF를 출시하며 ETF 시장 진출 예고

### 향후 출시 예정인 국내 ETF

코드 부여일	종목 명	상품 유형	전략
11/13	KOSEF 미국테크Top3Plus	주식	패시브
11/15	RISE 인도디지털성장	주식-파생형	패시브
11/29	KODEX 인도Nifty미드캡 100	주식-파생형	패시브
12/31	아이엠에셋 200	주식	패시브
1/13	ACE FTSE WGBI Korea	채권	패시브
1/22	RISE TSLA-UST타겟커버드콜	채권혼합-파생재간접	패시브
	RISE 미국은행TOP10증권	주식	패시브
1/24	TIGER 미국소비트렌드액티브	주식	액티브
	KIWOOM 팔란티어미국30년국채혼합액티브	채권혼합	액티브
	KIWOOM 엔비디아미국30년국채혼합액티브	채권혼합	액티브
2/3	KoAct 미국나스닥액티브	주식	액티브

자료: KRX, 키움증권 리서치, 주: 2025-02-03 공표 기준



## ◆ ETF 이슈 2) ETF 이슈 이모저모

(국내) 해외주식형 TR ETF 운용방식 변경 (7월), ATS에서 ETF 거래 허용(6월), 증권사 퇴직연금 적립액 증가세 지속

(미국) Crypto ETF 시장 확장 및 다변화 지속

### 7월부터 해외주식형 TR ETF 운용방식 전면 변경

(3) 집합투자기구 분배유보 범위 조정(소특정 826의2①)	
현행	개정안
<input type="checkbox"/> 적격 집합투자기구 이익 중 분배유보 가능 범위 ① 결산시 펀드 이익금(과세손익+비과세손익)이 0보다 작은 경우의 과세이익 ② 투자자산 매매·평가이익 ③ 지수구성종목 변경을 위한 ETF거래이익 <신설>	<input type="checkbox"/> 분배유보 범위 조정 ○ (과 등) - 이자·배당은 제외 ④ 국내주식형 ETF의 이자·배당

<개정이유> 적격집합투자기구의 이익 분배유보 범위 조정  
<적용시기> '25.7.1. 이후 발생한 이익분부터 적용

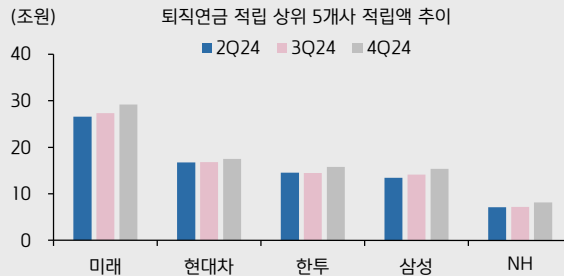
자료: 기획재정부

### 6월부터 대체거래소(ATS)에서도 ETF/ETN 거래

금융위 자본시장법 시행령 및 규정 입법 예고	
<b>조각투자 샌드박스 제도화</b>	- 유동화 수익증권 투자중개업 신설 - 비금전신탁 수익증권 발행
<b>ATS 운영방안 후속조치</b>	- ATS 매매체결대상 상품에 ETF/ETN 추가 - 순자본비율(NCR) 적용 면제, 자기자본기준으로 건전성 감독
<b>IPO 문턱 강화</b>	- 법인가치가 더 큰 비상장법인-상장법인 합병시 회상장으로 판단 - IPO 인수업무 시 주관/인수회사 실사 의무화

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치

### 퇴직연금 적립금 內 증권사 운용액 첫 100조 돌파



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치

### 美 SEC, 비트코인·이더리움 혼합 ETF 초기 승인

**V. ACCELERATED APPROVAL**  
 The Commission finds good cause to approve the Proposal prior to the 30<sup>th</sup> day after the date of publication of notice of Amendment No. 1<sup>26</sup> in the *Federal Register*. The amendment clarified the description of the Trust; further described the terms of the Trust; and conformed various representations in the amended filing to representations that exchanges have made for other ETPs that the Commission has approved.<sup>27</sup> The amended filing is now substantially similar to filings for other spot bitcoin and spot ether ETPs that the Commission has approved.<sup>28</sup> Accordingly, the Commission finds good cause, pursuant to Section 19(b)(2) of the Exchange Act,<sup>29</sup> to approve the Proposal on an accelerated basis.

**VI. CONCLUSION**  
 This approval order is based on all of the Exchange's representations and descriptions in

자료: SEC

## (참고) 2025년 ETF 연간전망 : Beyond the Line



■ 2025년 ETF 전망자료 참고 (<https://bully.kr/9MPLlIm>)

### Soft Landing과 Pivot

미국 경기 연착륙 전제 下  
정책금리 인하가 가져올  
유동성 환경

### 중물가/중금리 환경

다만, 트럼프 집권과 국제질서의  
구조적 변화 속 중물가/중금리  
환경 지속.  
주식 > 대체, 채권

- 주요국 경제 성장률은 다소 둔화 되겠으나 금리인하 사이클과 맞물리며 경기는 연착륙 가능성이 높아짐. '24.9월 시작된 연준의 인하 사이클은 '25.6월 마무리 될 전망
- 주요국 금리 인하에 따른 유동성 확대는 주식을 중심으로 채권 및 대체 자산군에 모두 우호적인 환경을 제공할 것으로 예상
- 다만, 전세계 산업 지형과 국제 질서의 구조적 변화를 감안, 미국 국제금리는 10년물 기준 3.5~4.1% 범위에서 등락 예상 (투자전략팀). 과거 인하 사이클 때와 달리 중물가/중금리 환경이 유지되면서 자산군 별 매력도는 "주식 > 대체, 채권" 전망

### Next 4 Years

트럼프 2.0 시대 개막,  
돈은 어디로 흘러갈까?

### Mega Trend

AI 혁신  
인구/노동구조 변화  
탈세계화  
차세대 에너지원

- 트럼프 2기 집권에 따라 4년 간의 정책 방향성 주목. M.A.G.A.를 위한 재정 확대와 법인세 인하, 금융규제 완화, 인프라 확대, 관세 인상 등으로 대변되는 트럼프 1.0 키워드들은 트럼프 2.0 시대에서도 유효. 여기에 저금리·저물가·약달러를 원하는 트럼프의 정책 기조가 실현될 지 여부에 주목
- 한편, 대내외 이벤트를 떠나서라도 탈세계화, 경제 블록화가 뉴노멀로 자리잡은 국제 사회. 세계 질서의 구조적 변화를 상수로 받아들이는 과정에서 장기 수혜가 지속될 국가, 섹터, 테마에 주목
- AI 기술 혁신이 가속되는 가운데 HW → SW/서비스로의 확산 전망되며, 노동/인구구조가 변모하며 새로운 산업 생태계를 만들어낼 것. 탈세계화로 인한 에너지 공급망 재편, 탈탄소 정책 기조 하에 차세대 에너지원 수요, 방산/우주항공 기술 수요 꾸준히 이어질 전망

자료: 키움증권 리서치



## Soft Landing과 Pivot | 관심 ETF 유니버스



종분류		티커	ETF 명	미국 상장 Peer ETF	국내 상장 Peer ETF	AUM (\$mIn)	운용 보수 (%)	수익률 (%)		
								1M	3M	YTD
주식	대형주	QQQ	Invesco QQQ Trust, Series 1	QQQM, QQQE	TIGER 미국나스닥100 KODEX 미국나스닥100TR TIMEFOLIO 미국나스닥100액티브	326,535.7	0.20	+2.2	+7.9	+2.2
		DIA	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust	DJIA, DYLQ	TIGER 미국다우존스30	37,988.6	0.16	+4.7	+6.6	+4.7
	중소형주	IWM	iShares Russell 2000 ETF	QQQE, QQQJ	KODEX 미국라셀2000(H)	75,055.5	0.19	+2.5	+4.0	+2.5
	성장	VUG	Vanguard Growth Index Fund ETF	MGK, IGM	PLUS 미국S&P500성장주	160,260.3	0.04	+1.9	+9.3	+1.9
	퀄리티+ 성장	QGRQ	American Century US Quality Growth ETF	QGRW, DGRW	SOL 미국배당다우존스 KOSF 미국방어배당성장나스닥 TIGER 미국캐시카우100	1,231.2	0.29	+6.0	+15.6	+6.0
채권	중기 국채	IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ET	IEI, VGIT, VGIT	KODEX 미국10년국채선물 TIGER 미국채10년선물	32,045.4	0.15	+0.6	-1.6	+0.6
	장기 국채	TLT	iShares 20 Plus Year Treasury Bond ETF	TLH, VGLT, TBT	KBSTAR 미국장기국채선물(H) KBSTAR 미국30년국채액티브 ACE 미국30년국채액티브(H)	53,366.9	0.15	+0.5	-5.1	+0.5
	IG 회사채	LQD	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corp Bond ETF	IGIB, IGLB	TIGER 미국투자등급회사채액티브(H) KODEX iShares미국투자등급회사채액티브	30,045.8	0.14	+0.6	-1.4	+0.6
	지방채	MUB	iShares National Muni Bond ETF	CGMU, JMUB		40,474.5	0.05	-0.0	-0.5	-0.0
대체	금	GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	IAU, GLD	TIGER 골드선물(H), ACE KRX금현물	10,016.9	0.10	+6.7	+2.0	+6.7
	은	SLV	iShares Silver Trust	SIVR, AGQ, PSLV	KODEX 은선물(H)	14,048.3	0.50	+8.3	-4.4	+8.3
	리츠	VNQ	Vanguard Real Estate Index Fund ETF	IYR, ICF, XLRE	KODEX 미국부동산리츠(H) ACE 미국다우존스리츠(합성H)	34,968.6	0.13	+1.7	-3.8	+1.7
	리츠- 데이터센터	DTCR	Data Center & Digital Infrastructure ETF	SRVR, IDGT	RISE 글로벌데이터센터리츠(합성)	186.5	0.50	-0.8	-3.9	-0.8
	미드스트림	MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	MLPA, AMLP, EMLP, ENFR	KoAct 미국천연가스인프라액티브	2,779.1	0.45	+3.4	+10.3	+3.4
	천연가스	UNG	United States Natural Gas Fund LP	UNL	KB 천연가스 선물 ETN(H) 대신 천연가스 선물 ETN(H)	614.3	0.70	-3.7	+27.4	-3.7
	비트코인	BITO	ProShares Bitcoin ETF	XBTF, BTF		2,550.7	0.95	+7.9	+23.7	+7.9

자료: 각 사 홈페이지, Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-01-31 종가 기준

## Next 4 Years? Mega Trend | 관심 ETF 유니버스



종분류	티커	ETF 명	미국 상장 Peer ETF	국내 상장 Peer ETF	AUM (\$m)	운용보수 (%)	수익률 (%)		
							1M	3M	YTD
금융	XLF	Financial Select Sector SPDR Fund	VFH, IYF	KODEX 미국S&P 500금융	53,933	0.08	+6.5	+10.7	+6.5
	KRE	SPDR S&P Regional Banking ETF	KBE, IAT, KBWR		4,989	0.35	+6.3	+8.8	+6.3
	KBWB	Invesco KBW Bank ETF	FTXO		3,532	0.35	+8.8	+13.7	+8.8
	KIE	SPDR S&P Insurance ETF	IAK, KBWP		968	0.35	+2.3	+3.2	+2.3
	IAI	iShares US Broker-Dealers & Securities Exch ETF			2,245	0.40	+8.6	+18.0	+8.6
제조업/ 인프라	PAVE	U.S. Infrastructure Development ETF	XLI, AIIR, SHO	KODEX 미국S&P500산업재(합성)	9,427	0.47	+4.7	+2.8	+4.7
	PKB	Invesco Building & Construction ETF			416	0.57	+1.9	-0.8	+1.9
	ITB	iShares US Home Construction ETF	XHB		3,089	0.39	+3.7	-8.5	+3.7
	GRID	FT NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infra ETF	XLU	KODEX 미국 AI전력 핵심 인프라, KOSEF 글로벌 전력 GRID인프라	2,161	0.56	+1.2	-0.8	+1.2
	SLX	VanEck Steel ETF	PICK		75	0.56	+4.2	-9.3	+4.2
AI/자동화	SMH	iShares Semiconductor ETF	PSI, SOXX, SHOC	SOL 미국AI반도체집메이커, KOSEF 글로벌AI반도체 TIGER TSMC 밸류체인Factset, KODEX 미국반도체MV	22,862	0.35	+0.6	+0.8	+0.6
	AIQ	Global X Artificial Intelligence & Technology ETF	ALAI, CHAT	KoAct 글로벌AI&로봇액티브, TIMEFOLIO 글로벌AI인공지능액티브	3,266	0.68	+4.7	+10.6	+4.7
	IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	VGX, MGK, IYW	KODEX 미국S&P500테크놀로지, TIGER 미국테크TOP10 INDXX(H)	5,996	0.41	+2.9	+9.9	+2.9
	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	XSW, IGPT	SOL 미국 AI 소프트웨어	10,464	0.41	+2.8	+12.7	+2.8
	SKYY	First Trust Cloud Computing ETF	WCLD, CLOU	TIGER 글로벌클라우드컴퓨팅INDXX	3,940	0.60	+7.7	+21.9	+7.7
	HACK	Amplify Cybersecurity ETF	CIBR, BUG	TIGER 글로벌사이버보안 INDXX	2,079	0.60	+6.1	+14.0	+6.1
	DRV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF	IDRV	KOSEF 글로벌퓨처모빌리티, KODEX 미국스마트모빌리티S&P	373	0.68	+1.0	+3.3	+1.0
기후/ 에너지	URA	Global X Uranium ETF	URNM, NUKZ	RISE 글로벌원자력ISelect, ACE 원자력테마답서치	3,447	0.69	+5.7	-7.9	+5.7
	MLPA	Global X MLP ETF			1,807	0.45	+7.2	+11.7	+7.2
방산/ 우주항공	PPA	iShares U.S. Aerospace & Defense ETF	ITA, PPA, SHLD	TIMEFOLIO 글로벌우주테크&방산액티브, WON 미국우주항공방산, PLUS 글로벌방산	4,886	0.57	+5.1	+6.0	+5.1
	SHLD	Global X Defense Tech ETF	UFO,		795	0.50	+5.9	+6.1	+5.9
가상자산	BLOK	Amplify Transformational Data Shrg ETF	BKCH, IBLC		931	0.73	+10.8	+19.2	+10.8
	DAPP	VanEck Digital Transformation ETF			211	0.51	+5.6	+14.7	+5.6
바이오테크	XBI	SPDR S&P Biotech ETF	BBH, IBB, FBT, THNR, OZEM	KoAct 바이오 헬스케어 액티브, KOSEF 미국 블록버스터 바이오테크 의약품+, TIGER 글로벌바이오제TOP2 Plus	6,123	0.35	+2.9	-4.5	+2.9
	SBIO	ALPS Medical Breakthroughs ETF			102	0.50	-0.0	-12.5	-0.0

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-01-31 종가 기준



### ◆ DeepSeek 사태 파악과 대응 : 이슈에 대한 반응

- 오픈소스 LLM이 기존 AI 상장 기업들의 장기 매출/이익에 악영향을 줄 수 있다는 우려 부각. 특히 AI 인프라(Enablers) 기업의 타격이 컸음(반도체, DC, 전력인프라 기업 등)
- AI 밸류체인 별로 반응은 상이
  - Enablers(인프라·반도체·자본재): 가장 큰 폭 하락. 향후 AI 모델이 저비용·고효율화될 경우 인프라 투자 회수율이 낮아질 수 있다는 우려
  - Creators(모델 개발·소프트웨어): 기존 대형 언어모델(LLM) 기업 일부는 주가 조정. 하지만 생성형 AI 기술 활용 확대 기대감으로 혼조세
  - Users(AI 활용 기업): 비용 하락(더 저렴한 AI 기술 도입 가능성) → 매출·이익 개선 기대 → 주가 상승

### AI 밸류체인 분류

#### AI Enablers

AI 인프라 및 기술적 기반 (하드웨어, 데이터센터, 클라우드 등)을 제공하여 AI 서비스가 동작할 수 있도록 지원하는 기업/분야

- 클라우드/데이터센터 인프라
- 반도체/칩셋(GPU, ASIC 등)
- 서버·하드웨어/전력 설비

#### AI Creators

실제 AI 모델(LLM, 생성형 AI 등)을 개발·구축하거나 AI 서비스를 공급하는 소프트웨어 개발사

- LLM(대형언어모델) 개발
- 생성형 AI 알고리즘/플랫폼
- AI 개발 도구(MLOps 등)

#### AI Users

완성된 AI 기술·솔루션을 자체 서비스나 비즈니스 모델에 적용해 생산성 향상, 고객경험 개선 등을 이루는 기업

- AI를 활용한 서비스 혁신
- 생산성·업무 자동화 개선
- 데이터 분석·의사결정 지원
- 로봇, 자율주행 등

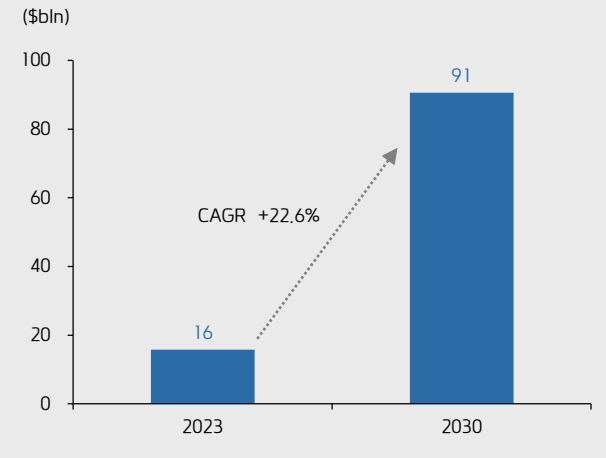
자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리



### ◆ DeepSeek 사태 파악과 대응 : 생태계 확장 가속

- 해당 사태 대응의 핵심은 DeepSeek 등장으로 기존 美 빅테크 업체들의 "Capex 확장=주가 성장" 논리가 정말 훼손되는지 여부를 파악하는 것
- 결론은 1) AI 생태계가 더 빠르게 확장될 것이며, 2) 해당 생태계 내 주도 업체들의 지위는 더 공고해질 것으로 전망. 3) 다만, 단기적으로는 AI 소프트웨어, 온디바이스 관련주 중심 수혜가, 장기적으로는 레거시 업체들의 성장성 유지 전망
  - 사티아 나델라 MS CEO가 '제본스의 역설(Jevons Paradox)'을 인용 했듯이, AI 기술 효율성이 높아지며 대중화 가속 예상
  - 트럼프의 Stargate 프로젝트에서도 명시된 것 처럼, 미국 주도 AI 기술 굴기의 끝단에는 AGI(범용 인공지능: 인간과 유사한 수준의 자율적 학습/추론이 가능한 인공지능)이 있음. 이를 위해서는 DeepSeek와 같은 LLM 모델을 넘어서는 수준의 AI 기술 필요. 미국 레거시 기업들의 지위는 더 견고해지는 방향으로 나아갈 것으로 전망

### AI 추론형 반도체 시장 규모



자료: Verified Market Research, 키움증권 리서치

### 주요 업체들의 AI 인프라 투자 계획

테마	AI 활용 내용/효과
마이크로소프트	- FY25까지('25년 6월 말) \$800억 데이터센터 투자 계획. AI 학습/추론 모두를 지원할 글로벌 인프라 확장에 방점 - 단, FY26 이후에는 DC 구축보다 HW(서버, GPU 등) 중심으로 투자 초점 이동되며 Capex 성장률은 낮아질 전망
메타 플랫폼스	- '25년 내로 \$600~650억 CapEx 지출 계획. 주로 Gen AI에 필요한 서버/GPU 투자와 고밀도 DC 건설에 집중 - 동사는 향후 훈련 뿐만 아니라 추론 영역에서의 수요가 꾸준히 늘어날 것을 전망. 관련 설비/장비 투자가 크게 증가할 것이라 언급
Stargate 프로젝트	- 오픈 AI를 위한 새로운 AI 인프라 구축 프로젝트. \$5천억 투자 예정 - 초기 주요 투자자: 소프트뱅크, Open AI, 오라클, MGX - 핵심 기술 파트너: ARM, 마이크로소프트, 엔비디아, 오라클, Open AI

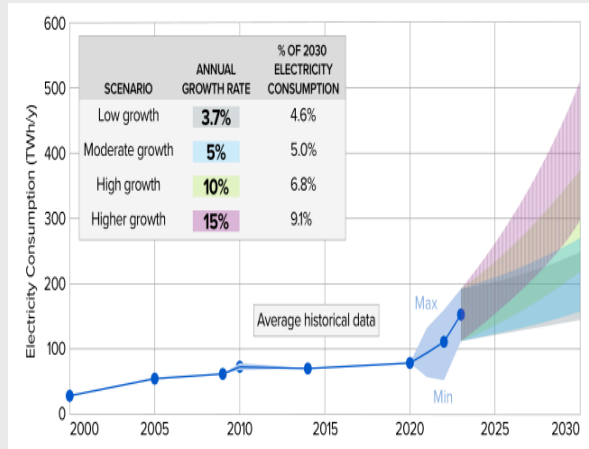
자료: 키움증권 리서치



### ◆ DeepSeek 사태 파악과 대응 : 훈련 보다 '추론'

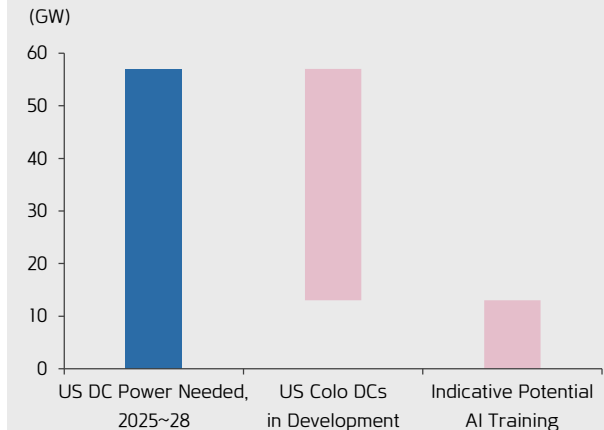
- 또한, AI 채택 증가와 추론 수요 증대가 맞물리면서 전력 수요 증가를 가속화할 수 있으며, 최근 AI 전력인프라 주가 하락은 매수 기회가 될 것이라 판단
- 현재 미국 DC 개발 현황을 보면, 향후 수년 간 75% 이상의 전력 및 컴퓨팅 수요가 추론(Inference)용에 집중될 가능성을 시사. Cushman & Wakefield에 따르면 현재 개발 중인 47GW 데이터센터 중 약 4GW만 하이퍼스케일 프로젝트이며, Colo 프로젝트의 대부분은 추론 및 비 AI 용도로 활용 예상
- DeepSeek의 등장으로 단기적으로는 인프라 투자 감소 우려를 불러올 수 있지만, AI 비용 효율성이 개선되고 LLM이 더 효율적으로 자원을 활용하게 되면 AI 추론 수요가 급증할 수 있음 → 이를 뒷받침 할 DC 투자 및 전력 수요 확대 예상. DeepSeek 공개 후 주가 조정이 컸던 VST, CEG 등 IPP 업체들은 데이터센터와의 전력 계약을 여전히 준비 중

2030년까지 미국 DC 전력 수요 전망



자료: EPRI (2024.5), "Analyzing Artificial Intelligence and Data Center Energy Consumption"

추론 vs. 훈련용 미국 DC 개발 비율 추정



자료: Morgan Stanley

## 추천 테마 1) DeepSeek 공포에서 벗어나기



### ◆ DeepSeek 사태 파악과 대응 : 전력/에너지 인프라 투자는 지속

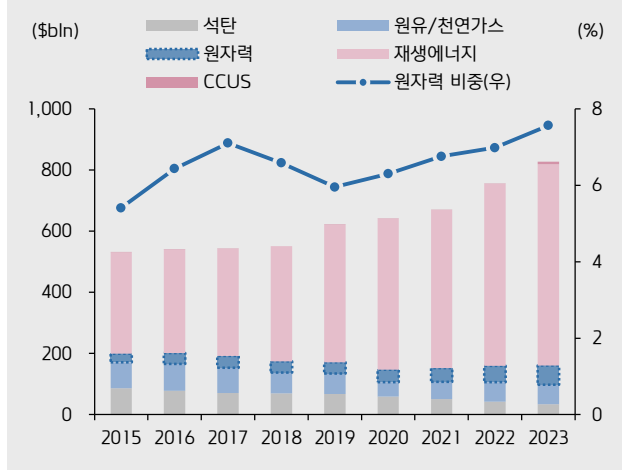
- 자국 우선주의를 강조하는 트럼프 집권 이후 미국의 리쇼어링 추진은 더욱 강화 전망
- 그 중에서도 AI발 전력수요 폭발을 대비하여 빅테크 기업들의 원자력, SMR을 비롯한 전력/에너지 투자가 적극 진행 중
- 시장의 AI 수요를 충족하기 위해서는 인프라 투자가 더 진행되어야 하며, 그 과정에서 전력난을 극복하기 위해 가장 많은 발전량 확보가 가능한 원자력이 특히 더 주목받고 있음
- 또한, 화석연료에 우호적인 트럼프 정책 성향에도 불구하고, 전세계 탈탄소 기조가 되돌려지기 어렵다고 판단. 원자력은 일종의 신재생에너지원으로, 기후변화 대응 트렌드와도 부합

#### 미국 빅테크들의 전력/원자력 투자 발표

투자 기업	피투자 기업/협력 기업	내용
마이크로소프트	콘스텔레이션에너지 (CEG.US)	20년 간 전력 공급 계약
	브룩필드 (BN.US)	신재생 에너지 개발 참여
아마존	탈렌 에너지 (TLN.US)	전력 구매 계약 체결
	뉴스케일파워 (SMR.US)	SMR 구매 계약
	X-energy (XE.US)	5억 달러 자본 투자
	도미니언에너지 (D.US)	SMR 개발 계약
알파벳	카이로스파워 (비상장)	SMR 전력 구매 계약
	Lightsource bp (비상장, 영국 기업)	태양광 발전 전력 구매 계약 체결
오픈 AI	오클로 (OKLO.US)	SMR 개발 참여
메타	세이지 지오시스템즈 (비상장)	지열 발전 전력 구매 계약 체결
	RWE (RWE.DE)	태양광 발전 전력 구매 계약 체결
	Solarpack (비상장, 스페인 기업)	태양광 프로젝트 건설 지원

자료: 키움증권 리서치

#### 전세계 에너지원별 투자



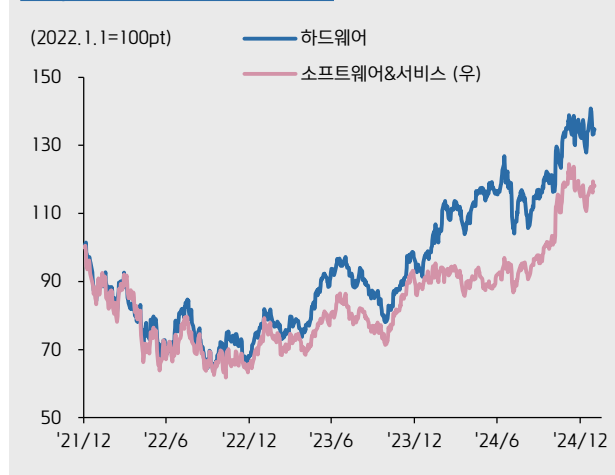
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



### ◆ DeepSeek 사태 파악과 대응 : AI HW → 서비스/SW 전환에 속도

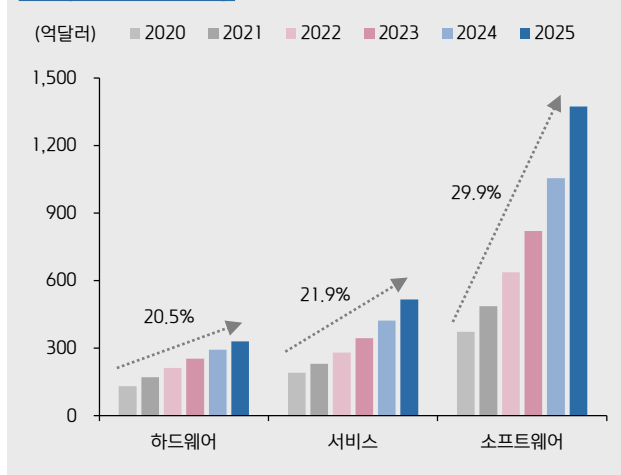
- 단기적으로 AI 하드웨어 대비 서비스/SW로의 로테이션이 더 빨라질 것으로 전망. AI 개발 비용이 절감됨에 따라 이를 응용/활용하는 업체들(AI Users)의 수혜가 가장 클 것으로 예상. 지난 1년, 고금리 지속과 대내외 불확실성 요소들 속에 유독 미국 IT HW-SW 간 주가 괴리가 확대되어왔으나, 트럼프 2기 출범이 확실시된 이후 및 DeepSeek 사태를 지나면서 해당 괴리는 더 축소
- **AI Users**는 AI 자체를 만들거나(Developer·Creator) 인프라를 구축(Enabler)하기보다, 이미 구축된 AI 기술을 비즈니스 프로세스에 접목해 **생산성·효율성**을 높이는 쪽에 집중
- 향후 오픈소스 LLM 확산이 가속화되면, AI 모델 사용료·개발비용이 전반적으로 하락해 중소기업도 AI 솔루션을 도입하기 쉬워짐 → Users로 분류된 대기업들도 AI 기반 신규 서비스·기능을 확대할 가능성이 큼
- 단, 초기 구축 비용이 절감되는 동시 **데이터 보안·운영비** 등 부가 비용이 증가하거나, AI 경쟁 심화로 AI 도입이 당연해지면서 오히려 차별화 효과가 줄어드는 리스크도 존재

미국 HW - SW 간 주가 괴리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

AI 섹터별 매출 전망



자료: IDC, 키움증권 리서치

## 추천 테마 1) DeepSeek 공포에서 벗어나기



### AI 밸류체인 투자 가능한 미국상장 ETF

ETF 명	코드	ETF 요약	시테마(포트폴리오) 분류	액티브 여부	AUM (\$mil)	1M 수익률 (%)	3M 수익률 (%)	6M 수익률 (%)
Global X Artificial Intelligence & Technology ETF	AIQ	AI 개발 및 활용, AI 하드웨어 및 양자컴퓨팅 기술 업체를 포괄하는 ETF	AI 하드웨어 / AI 서비스	패시브	3,266.3	+4.7	+10.6	+15.6
iShares Future AI & Tech ETF	ARTY	AI 혁신의 최전선에 있는 기업 밸류체인 전반에 투자하는 ETF	AI 하드웨어 / <b>AI 소프트웨어</b> / AI 서비스	패시브	878.5	+4.9	+16.1	+16.0
First Trust Nasdaq Artificial Intelligence and Robotics ETF	ROBT	AI 하드웨어, 소프트웨어, 서비스 제공업체 모두에 투자하는 ETF	AI 하드웨어 / <b>AI 소프트웨어</b> / AI 서비스	패시브	487.5	+4.6	+9.1	+10.1
Invesco AI and Next Gen Software ETF	IGPT	글로벌 기업 중 AI 소프트웨어에 집중 투자하는 ETF	<b>AI 소프트웨어</b>	패시브	449.0	+4.6	+5.0	+5.6
Roundhill Generative AI & Technology ETF	CHAT	인공 지능(AI) 투자 테마 중 생성형 AI 및 관련 기술에 초점을 두고 신흥 시장을 포함한 전 세계 거래소 상장 기업에 투자.	AI 하드웨어 / <b>AI 소프트웨어</b> / AI 서비스	액티브	275.9	+2.9	+10.2	+16.9
Wisdomtree Artificial Intelligence And Innovation Fund	WTAI	AI 메가트렌드에 대한 포괄적이고 다양한 산업의 접근에 대한 수요를 충족하기 위해 고안된 ETF	AI 하드웨어 / <b>AI 소프트웨어</b>	패시브	205.7	+5.6	+16.0	+16.0
Robo Global Artificial Intelligence ETF	THNQ	AI 혁명을 주도하는 전세계 기업들에 주로 투자	AI 하드웨어 / <b>AI 소프트웨어</b> / AI 서비스	패시브	173.7	+8.2	+15.7	+20.7
Innovator Deepwater Frontier Tech ETF	LOUP	인공지능, 핀테크, 로봇공학, 자율주행 및 전기 자동차, 가상/증강 현실을 포함하되 이에 국한되지 않는 미래 기술에 영향을 미치는 기업에 투자	AI 하드웨어 / <b>AI 소프트웨어</b> / AI 서비스	패시브	74.0	+11.0	+19.6	+32.6
TCW ARTIFICIAL INTELLIGENCE ETF	AIFD	AI시스템을 구축하는 기업과 AI를 도입하는 기업에 투자	AI 하드웨어 / <b>AI 소프트웨어</b> / AI 서비스	액티브	72.2	+2.7	+10.8	+15.3
Listed Funds Trust TrueMark Technology AI & Deep Learning ETF	LRNZ	AI 및 딥러닝 기술에 관여하는 기업들에 투자	AI 하드웨어 / <b>AI 소프트웨어</b> / AI 서비스	액티브	36.0	+8.6	+11.0	+14.8
iShares AI Innovation and Tech Active ETF	BAI	20~40개 글로벌 AI 및 기술 기업에 집중 투자	AI 하드웨어 / <b>AI 소프트웨어</b> / AI 서비스	액티브	71.0	+4.1	+14.7	+12.5
Franklin Intelligent Machines ETF	IQM	머신 러닝 지원 기술을 개발하는 회사와 자동화 프로세스를 사용하는 기업에 투자	AI 하드웨어 / <b>AI 소프트웨어</b> / AI 서비스	액티브	30.9	+2.7	+9.9	+12.7
Themes Generative Artificial Intelligence ETF	WISE	AI 산업에 기여하는 제품 및 서비스 제공 업체에 투자	<b>AI 소프트웨어</b> / AI 서비스	패시브	24.3	-2.8	+25.7	+30.6

자료: 키움증권 리서치, 주) 2025-01-31 종가 기준



## 추천 테마 1) DeepSeek 공포에서 벗어나기



### AI 밸류체인 투자 가능한 국내상장 ETF

ETF 명	코드	ETF 요약	시테마(포트폴리오) 분류	액티브 여부	AUM (억원)	1M 수익률 (%)	3M 수익률 (%)	6M 수익률 (%)
ACE 구글밸류체인액티브	483340	AI 기반 데이터 분석 및 머신러닝에 강점인 클라우드 서비스를 제공하는 구글(25% 이내)을 중심으로 AI클라우드 산업에 필요한 데이터 센터, 고성능 컴퓨팅, 전력 인프라, 사이버 보안 기업에 투자	AI 소프트웨어	액티브	587.3	-1.1	+11.9	+20.1
TIGER 글로벌AI액티브	466950	전 세계 AI 대표 기업들을 엄선해 하드웨어-소프트웨어-서비스 산업 성장 국면별로 액티브하게 투자	AI 하드웨어 / AI 소프트웨어 / AI 서비스	액티브	2,204.1	+1.6	+17.8	+35.8
SOL 미국시소프트웨어	481180	미국의 AI 소프트웨어 산업을 대표하는 기업에 투자	AI 소프트웨어	패시브	1,644.8	+1.6	+19.2	+32.2
RISE 미국시테크액티브	495940	미국에 상장된 AI 관련 기업에 투자	AI 하드웨어 / AI 소프트웨어 / AI 서비스	액티브	269.3	+0.5	-	-
RISE 미국시밸류체인TOP3Plus	485690	미국 AI 밸류체인에 포함되는 기업에 투자하면 AI반도체, AI소프트웨어, 및 AI서비스인프라 기업의 각 분야에서 TOP 기업에 집중 투자	AI 하드웨어 / AI 소프트웨어 / AI 서비스&인프라	패시브	204.9	-3.1	+9.0	+25.5
PLUS 글로벌AI	438210	4차산업혁명의 필수 요소인 인공지능 산업의 Value Chain 전반에 투자	AI 하드웨어 / AI 소프트웨어 / AI 서비스	패시브	40.2	-1.6	+25.8	+32.4
TIMEFOLIO 글로벌AI인공지능액티브	456600	글로벌 AI인공지능 산업 관련 주식에 대하여, 개별종목에 대한 유동성과 Valuation 및 기업 이벤트 분석을 통해 종목 선정 및 비중을 결정하여 투자	AI 하드웨어 / AI 소프트웨어	액티브	3,180.8	-1.6	+21.9	+39.5
HANARO 글로벌생성형AI액티브	461340	ChatGPT로 대중화된 생성형 AI(인공지능) 관련된 하드웨어, 소프트웨어, 및 인프라 관련 글로벌 기업에 투자	AI 하드웨어 / AI 소프트웨어 / AI 인프라	액티브	265.2	-3.0	+25.3	+48.9
UNICORN 생성형AI강소기업액티브	470310	ChatGPT로 대표되는 생성형 AI(인공지능) 산업을 영위하는 성장성이 뛰어난 국내 강소기업에 투자	AI 하드웨어 / AI 소프트웨어 / AI 서비스	액티브	34.6	+13.8	+8.7	-2.2
DAISHIN343 AI반도체&인프라액티브	486240	AI산업의 성장으로 동반 성장하는 반도체, 소프트웨어, 전력 등 AI 관련 인프라 산업에 투자	AI 하드웨어 / AI 소프트웨어 / AI 인프라	액티브	180.7	+11.8	+7.7	-8.9

자료: 키움증권 리서치, 주) 2025-01-31 종가 기준



### ◆ 관세 부과의 파급효과? American First

- 트럼프 대통령, 2/4일부터 캐나다, 멕시코, 중국에 대한 관세 부과를 발표. 금융시장도 해당 발언에 따라 즉각 변동성을 높임
- 다만, 해당 조치는 미국 내 매출 비중이 높은 내수 산업에는 수혜로 작용할 전망. 특히 미국 제조 기업들은 다양한 제조업 육성 정책(아울스싱 중단, 제조업 특별 지구 지정, 에너지 가격 안정화 등) 효과도 누릴 수 있을 것 기대
- 앞서 바이든 행정부는 자국 중심의 공급망 재편 정책인 Buy America 행정명령에 서명('21.1.25)한 바 있음
- 이는 공공 인프라 프로젝트에 대한 자국산 구매 규정 강화 등을 포함한 미국 우선주의 정책으로, 제조기업들에 대해 ▲ 공공조달 시장 참여 확대, ▲고용 창출, ▲공급망 안정화, ▲기술 혁신 가속화 등 긍정적 효과 기대

#### 트럼프 관세 부과 내용 정리

분류	내용
배경	- 국제긴급경제권한법(IEEPA)상, 불법 이민자/펜타닐을 포함한 마약 위협이 국가 비상사태에 해당
내용	- 캐나다, 멕시코 상품에 25%, 중국 상품에 10% 추가 관세 적용 - 캐나다산 에너지 자원에는 10% 낮춰 부과 - 캐나다 국경 보안 강화를 위해 \$13억 투입 계획
근거	- 국경을 통한 불법 이민자와 펜타닐 등 치명적인 마약 유입이 미국 시민들에게 중대한 위협이 되고 있다고 지적 - 캐나다와의 북부 국경을 통해 펜타닐이 대량 유입되고 있으며, 그 원료가 중국에서 공급되고 있다고 주장 - 멕시코 카르텔이 캐나다에서 마약 확대, 미국 북부 국경에서 마약/불법 이민 문제가 심화되었다고 주장

자료: 언론보도, 키움증권 리서치

#### Buy America 행정명령 내용

정책 분야	주요 조치/행동	목표
연방 조달	- 연방 계약 및 지출에서 미국산 제품 및 서비스에 우선순위를 부여하도록 조달 규정 개정	- 국내 제조업 및 일자리 창출 촉진 - 해외 제품 의존도 감소
연제 및 예외 조치	- 조달 계약에서 Buy American 요건을 우회할 수 있는 연제 사용 축소 또는 엄격화	- 정부 지출이 국내 산업을 지원하도록 보장
무역 정책 조정	- 외국 보조금 및 불공정 무역 관행에 대응하기 위해 관세 부과 및 무역 협정 재협상	- 미국산 제품의 경쟁력 강화 - 국내 산업 보호
규제 개혁	- 국내 생산 및 투자를 저해하는 규제 개선 또는 개정 - 주요 부문에 대한 외국인 투자 관련 규칙 재검토	- 미국 기업에 대한 장벽 제거 - 국내 투자 및 혁신 촉진
인프라 투자	- 공공 인프라 프로젝트에 미국산 자재 및 노동력 우선 사용	- 경제 성장 촉진 - 국내 인프라 현대화
책임성과 투명성	- Buy American 정책 준수를 보장하기 위해 연방 조달 프로세스의 감독, 보고 및 성과 모니터링 강화	- 정부 지출의 책임성 제고 - 정책 목표 달성 여부 확인

자료: 언론보도, 키움증권 리서치

## 추천 테마 2) Trump의 시간: 가시성이 높은 금융규제 완화



### ◆ 트럼프 2기 시작과 금융규제 완화

- 트럼프 2기 내각은 1/20일 2번째 임기를 시작하면서 약 100개의 행정명령에 서명, 다양한 분야에서 정책 변화를 추진
- 주요 행정명령으로는 이민 및 국경 정책, 에너지 및 환경 정책, 보안, 금융규제 완화, 디지털자산 및 핀테크 산업 강화, 관세 및 무역 정책 등이 있음

#### 트럼프 2기 정부의 행정명령

분야	행정명령 내용	상세 내용
이민 및 국경	- 국경 비상사태 선포 및 국경 장벽 건설 재개	- 멕시코 국경에서 국가 비상사태를 선언하고, 군사 자원을 동원해 장벽 건설을 재개
	- 불법 이민자 체포 및 추방 절차 강화	- 불법 이민자 체포 및 추방 절차 강화
	- 출생시민권 자동 부여 종료	- 부모가 미국 시민이 아닐 경우, 미국에서 태어나도 자동 시민권 부여 금지
에너지 및 환경	- '타이틀 42' 정책 부활 (불법 이민자 신속 추방)	- 코로나19 기간 시행되었던 공중보건 긴급 조치를 재도입하여 망명 신청자 및 불법 이민자를 즉시 추방 가능
	- 파리 기후 협정 공식 탈퇴	- 2021년 바이든 행정부에서 재가입한 파리 협정을 다시 탈퇴
	- 에너지 생산 촉진을 위한 국가 비상사태 선언	- 미국 내 화석연료 생산 활성화 조치 추진
보건 정책	- 연방 토지에서 석유 시추 허가 절차 간소화	- 미국 내 석유 및 천연가스 생산 증대를 위해 바이든 행정부의 환경 규제 철회
	- WHO에 대한 미국 정부의 재정 지원 중단	- WHO에 대한 미국 정부의 재정 지원 중단
	- 팬데믹 대응 및 글로벌 보건 정책에 대한 미국의 독자적 전략 추진	- 팬데믹 대응 및 글로벌 보건 정책에 대한 미국의 독자적 전략 추진
사회 및 문화	- 연방 정부 및 계약 기업에서 DEI(다양성, 형평성, 포용성) 프로그램 지원 중단	- 연방 정부 및 계약 기업에서 DEI 관련 예산 지원 중단
	- 19세 미만 성전환 수술 및 치료에 대한 연방 지원 중단	- 기업이 인종·성별 기준으로 채용하는 정책에 대한 감시 강화
	- 공립학교 내 성전환 관련 정책 규제 강화	- 청소년 성전환 수술 및 호르몬 치료에 대한 연방 정부 보조금 지급 중단
금융 규제 완화	- 소비자금융보호국(CFPB) 국장 해임	- CFPB 국장 로짓 초프라 해임
	- 금융 규제 동결	- 의료 부채 신용보고서 제외 및 초과인출 수수료 제한 규제 중단 가능성
	- 디지털 자산 및 핀테크 시장 확장	- 연방 기관의 새로운 금융 규제 제안 및 시행 연기
관세 정책 및 무역 규제	- 디지털 금융 기술 리더십 강화	- 바이든 행정부의 소비자 보호 관련 규제 재검토
	- 관세 부과 행정명령	- 디지털 자산 산업 육성을 위한 규제 완화 검토
	- 기타	- 스테이블 코인 등 가상자산 시장 성장 지원- 중앙은행 디지털 화폐(CBDC) 발행 및 유통 금지
기타	- 틱톡(TikTok) 금지 조치 75일간 유예	- 캐나다-멕시코 제품 25% 관세 부과, 중국산 제품 10% 관세 부과
	- 연방 공무원 신규 채용 동결 및 재택근무 해제 지시	- 추가적으로 한국 등 타국 확대 가능성
		- 틱톡 사용 금지를 검토하면서 75일 동안 금지 시행 보류
		- 틱톡이 미국 사용자 데이터를 중국과 공유하는지 재조사
		- 연방 정부 기관의 신규 직원 채용을 일시적으로 중단
		- 코로나19 이후 도입된 재택근무 정책을 철회하고, 공무원들의 사무실 복귀 지시

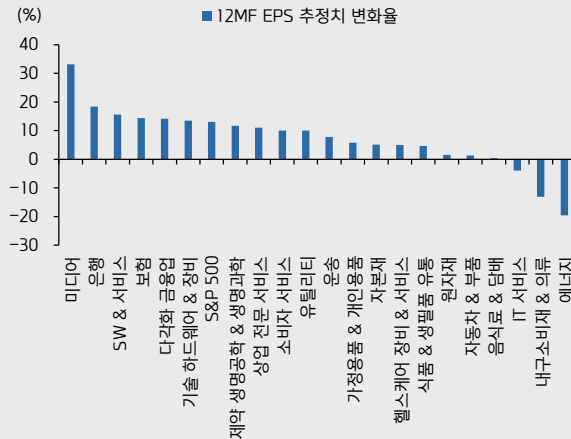
자료: 언론보도, 키움증권 리서치



### ◆ 트럼프 2기 시작과 금융규제 완화

- 그 중에서도 증시에 즉각적 영향을 미칠 가능성이 높은 정책으로는 '금융'을 꼽을 수 있음
- 금융 산업에 미칠 수 있는 내용으로는 1) 암호화폐 산업 발전 촉진 및 국가 디지털자산 비축 강화, 2) 금융규제 완화 등이 골자. 트럼프 행정부는 금융규제 완화를 통해 산업 활성화와 경제 성장 촉진을 추구하며, 특히 암호화폐 분야에서의 규제 완화를 강조
- 금융관련 규제 완화는 이를 주관하는 브로커리지 및 금융사들에게 호조적인 영향을 미칠 것으로 전망. 딜메이커들은 IPO와 M&A가 다시 급증할 것으로 예상하며, 이 과정에서 PJT파트너스, 에버코어, 라자드, 골드만삭스, 모건스탠리 등 금융사 수혜 기대
- 컨센서스 상 섹터별 이익 추정치 변화에서도 은행, 보험, 다각화금융 등 금융섹터의 추정치 향상이 지속되는 중

미국 섹터별 기업이익 추정치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) '25.1월 말 기준 3개월 변화율

트럼프 2기 행정부 금융규제 완화 관련 행정명령

행정명령	주요 내용
암호화폐 산업 발전 촉진 및 국가 디지털 자산 비축 강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 은행의 암호화폐 보유 및 운용 규제 완화: 기존 규제를 완화하여 은행이 암호화폐를 보유하고 운용할 수 있는 범위를 확대</li> <li>- 디지털 자산 비축 강화: 연방 정부 차원의 디지털 자산 보유량을 늘려 디지털 경제 환경 변화에 대비하고 경제 안보를 강화</li> </ul>
금융 규제 완화 관련 행정명령	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기업 활동 촉진: 금융 기관들이 새로운 상품 및 서비스를 개발하는 데 있어 규제 장벽을 낮추어 혁신을 촉진하고 경쟁력을 강화</li> <li>- 경제 성장 도모: 금융 산업 활성화를 통해 경제 성장과 일자리 창출을 유도하고, 투자 확대를 지원</li> </ul>

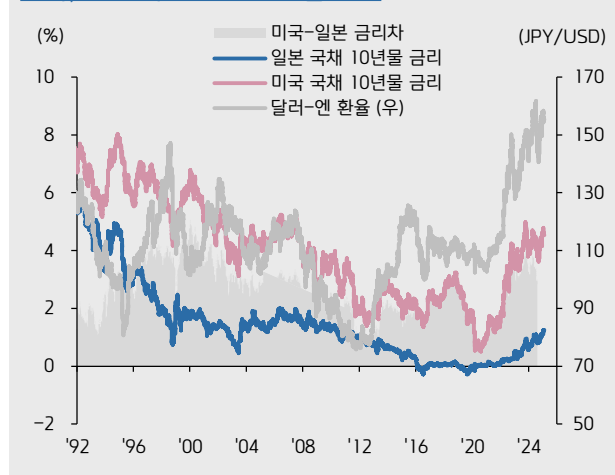
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 1월 FOMC는 신중 vs. BOJ는 금리인상 의지 재확인

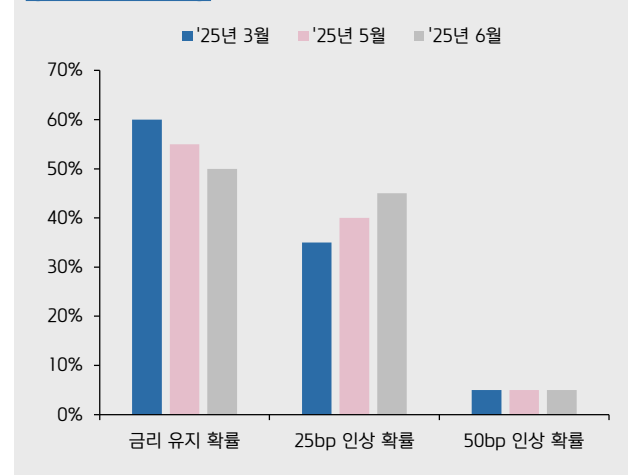
- 1월 FOMC에서 연준은 금리를 동결하면서 3월 인하 기대도 일축. 반면 BOJ는 1월 금정위에서 0.5%로 금리 인상함과 동시 향후 경제/물가가 전망치에 부합한다면 지속해서 금리인상을 단행할 것임을 밝힘. 또 향후 트럼프가 금리 하락/달러 약세를 유도하는 정책을 본격 가동한다면 추가적인 엔 강세 시현 가능성 높음
- 물론 미국의 금리인하 사이클은 여전히 진행 중. 파월 의장은 주거비 하락 추세 등을 근거로 인플레이션의 추가 안정화를 예상. 다만, 그 속도는 앞선 시장의 기대 대비 느려진 것이 사실. 4%대 금리 수준이 적어도 1분기 더 유지될 수 있음을 시사
- 즉, 미국은 더딘 금리인하, 일본은 점진적이고도 지속적인 금리인상 예고. 이 경우 생각해볼 수 있는 투자전략은 1) 엔 강세 수혜를 받을 수 있는 ETF, 2) 미국 채권 커버드콜 ETF을 활용하는 것

미국, 일본 국채 금리 & 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

향후 FOMC 전망



자료: CME Fed Watch, 키움증권 리서치센터

## 추천 테마 3) 더 기다리라는 파월 & 추가 인상 압력을 받는 우에다



### ◆ 1) 강세 수혜가 예상되는 ETF

#### 일본 투자 ETF 리스트

분류		티커	ETF명	AUM	운용보수	수익률(%)		
				(백만 원지통화)	(%)	1M	YTD	1YR
미국 상장		EWJ	iShares MSCI Japan ETF	13,730.3	0.50	+0.6	+0.8	+1.7
		BBJP	JPMorgan BetaBuilders Japan ETF	11,553.2	0.19	+0.5	+0.7	+1.5
		FLJP	Franklin FTSE Japan ETF	1,886.3	0.09	+0.6	+0.8	-0.3
		EWJV	iShares MSCI Japan Value ETF	245.7	0.15	+1.1	+1.6	+3.8
		DFJ	WisdomTree Japan SmallCap Dividend ETF	235.4	0.58	+0.3	+0.3	+0.2
		FJP	First Trust Japan AlphaDEX® ETF	177.9	0.80	+0.6	+0.3	-0.4
		SCJ	iShares MSCI Japan Small-Cap ETF	119.1	0.50	+0.8	+0.8	+2.4
		JPXN	iShares JPX-Nikkei 400 ETF	173.2	0.48	+0.8	+1.0	+1.8
	GSJY	Goldman Sachs ActiveBeta® Japan Eq ETF	38.2	0.25	+0.4	+0.6	+3.4	
한국 상장	엔화	292560 KS	TIGER 일본엔선물	104,691	0.21	+1.0	+1.2	+2.9
		489000 KS	PLUS 일본엔화초단기국채(합성)	10,141	0.19	+1.2	+0.9	-
	(달러 헤지)	0005C0 KS	RISE 미국S&P500엔화노출(합성 H)	10,454	0.10	-	-	-
	(달러 헤지)	499150 KS	SOL 미국S&P500엔화노출(H)	10,002	0.15	+1.4	+0.1	-
	(달러 헤지)	476750 KS	ACE 미국30년국채엔화노출액티브(H)	117,939	0.15	+1.2	+1.6	-
	(달러 헤지)	472870 KS	RISE 미국30년국채엔화노출(합성 H)	414,253	0.15	+1.4	+2.1	-9.8
	일반	101280 KS	KODEX 일본TOPIX100	29,192	0.19	-1.7	-1.1	+15.2
		241180 KS	TIGER 일본니케이225	255,665	0.29	-2.6	-2.8	+12.4
		488480 KS	RISE 일본섹터TOP4Plus	7,388	0.30	-3.7	-3.4	-
		465660 KS	TIGER 일본반도체FACTSET	47,200	0.49	+1.8	+0.6	-15.0
		464920 KS	PLUS 일본반도체소부장	43,324	0.50	-1.7	-1.9	-1.7
		488290 KS	마이다스 일본테크액티브	7,333	0.65	-1.6	-1.4	-
		469160 KS	ACE 일본반도체	27,493	0.45	-2.0	-1.2	-8.1

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 2025-02-03 종가 기준

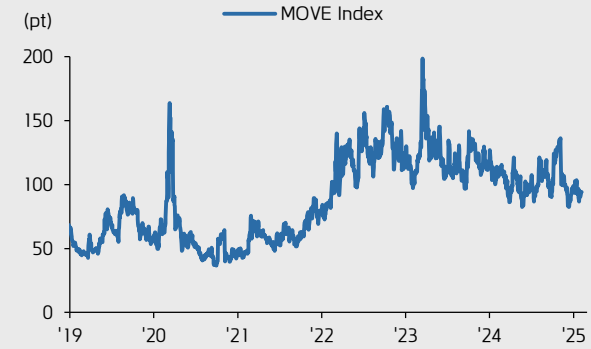
## 추천 테마 3) 더 기다리라는 파월 & 추가 인상 압력을 받는 우에다



### ◆ 2) 미국 채권 커버드콜 ETF

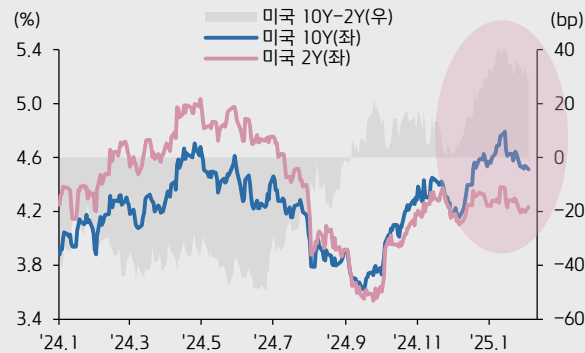
- 올해 美 10년물 금리는 4.5%~4.8% 사이에서 변동. 다만, 연준의 금리인하 사이클이 진행중으로 해당 금리 수준은 올해 연간 밴드 상단에 위치한 수준일 것. 즉, 추가적인 상승 압력이 제한된다면 채권 가격 역시 반등의 여지가 더 큰 상황
- 그럼에도 금리 변동성이 당분간 더 상존한다면 커버드콜 전략을 고려할 수 있음 채권 커버드콜은 금리 상승 시 기존 채권 투자 대비 손실폍을 줄일 수 있는 한편, 옵션 매도를 통한 프리미엄 수취가 가능한 전략
- 기술적으로, 금리 횡보 or 상승 시 초과 성과를 기대. 옵션의 기초자산이 되는 채권 ETF 가격이 일정 범위 내에 머물 때 가장 효과적. 옵션 행사가격 근처에서 완만히 움직이면서 옵션 매도 프리미엄을 추가로 확보할 수 있기 때문

### 채권시장 변동성 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 미국 장단기 금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 시장상황 별 채권 커버드콜 ETF 손익 구조

시장 상황	기초자산 (채권 ETF)	VS. 채권 ETF 커버드콜	근거
금리 상승/ 스프레드 확대	손실	초과 성과	채권 손실분 + 옵션 프리미엄
횡보 (옵션 행사가격 이내)	횡보 (수익 정체)	초과 성과	콜 매도 프리미엄
금리 하락/ 스프레드 축소	수익	부진	콜옵션 매도로 업사이드 제한

자료: iShares, 키움증권 리서치



◆ 2) 미국 채권 커버드콜 ETF

- 미국 국채 커버드콜 ETF 중 대표 상품으로는 'TLTW' 상장. 미 국채 금리 상승 구간에서 TLTW는 TLT 대비 주가 하락폭 제한
- 다만, 금리가 급격히 하락 시 콜 옵션 행사에 따라 가격 상승의 이익을 온전히 누릴 수 없어 채권 ETF 대비 부진한 성과를 기록하게 됨
- 그럼에도 불구하고, 기초자산 대비 정기적으로 높은 월 분배금을 받기 원한다면 커버드콜 투자를 고민할 수 있음. TLTW의 12M Trailing 배당수익률은 (1/30일 기준) 14.3%로 TLT의 4.3% 대비 훨씬 높음
- 국내 상장 채권 커버드콜 ETF 모두 TLTW와 마찬가지로 미국 장기국채 ETF를 매수하고 옵션을 매도해 월배당을 받는 상품으로 월 1% 수준의 배당 지급
- 다만, 환 헤지 여부에서 다소 차이. 원달러 환율 상승(달러 강세) 시 환 노출형이 유리, VS.. 환율 하락(달러 하락) 시 환 헤지형 유리

국내외 미 국채 커버드콜 ETF

티커	ETF 명	AUM (백만, 현지통화)	운용 보수 (%)	배당 수익률 12M (%)	수익률 (%)	
					1M	3M
TLTW US	iShares 20+ Year Trs Bond Buywrite Strategy ETF	996.8	0.35	14.4	+0.9	-6.8
473330 KS	SOL 미국30년국채커버드콜(합성)	217,989.5	0.25	12.4	-1.2	-1.0
472830 KS	RISE 미국30년국채커버드콜(합성)	28,914.0	0.25	11.1	-1.5	-0.5
481060 KS	KODEX 미국30년국채타겟커버드콜(합성 H)	516,475.0	0.25	10.0	-0.1	-7.4
476550 KS	TIGER 미국30년국채커버드콜액티브(H)	1,222,331.3	0.39	12.7	-0.4	-7.2

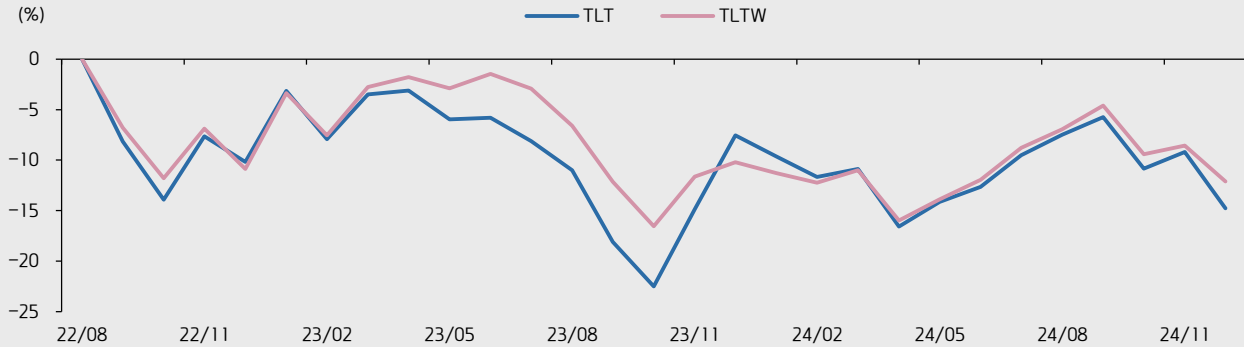
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치. 주) 2025-01-31 종가 기준



### 추천 테마 3) 더 기다리라는 파월 & 추가 인상 압력을 받는 우에다

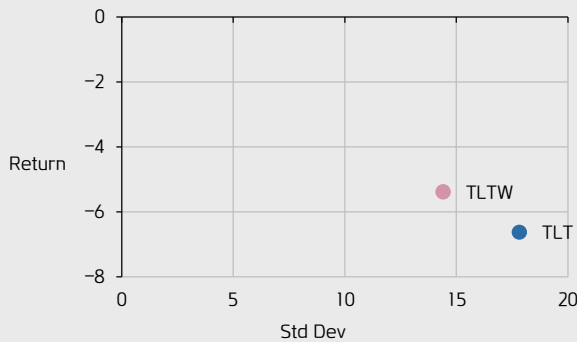


TLT vs. TLTW 비교: MDD



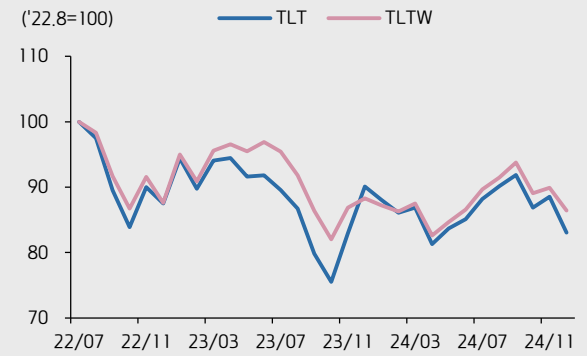
자료: Morningstar, 키움증권 리서치. 주) 2022-09-01 ~ 2024-12-31

TLT vs. TLW 비교: Risk 대비 Return



자료: Morningstar, 키움증권 리서치. 주) 2022-09-01 ~ 2024-12-31

TLT vs. TLW 비교: 수익률



자료: Morningstar, 키움증권 리서치

## 추천 테마 4) 다시 보면, 또 보이는 중국



### ◆ 다시 보니, 보이는 중국

- '24년 중국 경제는 전년대비 5% 성장, 당국 목표 달성. 현재 가장 중요한 내수를 부양하기 위한 정책 또한 반영되는 모습이 확인
- 단기 관점에서, 유동성 및 정책 모멘텀에 힘입어 역외 증시 중심으로 투자심리는 회복될것으로 전망
- 특히 DeepSeek 영향으로 플랫폼 포함 중국 빅테크 주가 상승 탄력이 높은 모습이며 역외증시의 우호적인 투자심리 당분간 지속 전망
- 1/27~2/3 기준 MSCI china 지수 및 KWEB ETF 주가 수익률 상위 종목 중 중국 소프트웨어 및 플랫폼 기업 KINGSOFT, ALIBABA, 360 SECURITY 등 포함

### 중국 ETF 리스트

Name	Ticker	1M 수익률	3M 수익률	6M 수익률	운용자산 (\$mln)	액티브 여부	기초지수
Roundhill China Dragons ETF	DRAG	8.6	4.3		37.9	Y	
KraneShares Hang Seng TECH ETF	KTEC	8.4	4.6	33.8	12.8	N	Hang Seng TECH USD
KraneShares CSI China Internet ETF	KWEB	7.0	0.4	22.0	5,691.5	N	CSI Overseas China Internet PR USD
CoreValues Alpha Greater China Growth ETF	CGRO	5.5	3.3	27.0	7.7	Y	
iShares China Large-Cap ETF	FXI	4.8	2.5	26.0	7,411.1	N	FTSE China 50 NR USD
Invesco Golden Dragon China ETF	PGJ	4.4	2.0	25.6	139.8	N	NASDAQ Golden Dragon China TR USD
Global X MSCI China Consumer Disc ETF	CHIQ	4.2	-2.2	23.6	211.2	N	MSCI CHINA CONS DISCRE 10/50 CHIQ NR USD
Matthews China Discovery Active ETF	MCHS	4.1	1.7	15.2	2.1	Y	MSCI China NR USD
Invesco China Technology ETF	CQQQ	3.8	-0.7	23.6	669.9	N	FTSE China Incl A 25% Tech Capped NR USD
JPMorgan Active China ETF	JCHI	3.4	-0.3	13.1	12.1	Y	
iShares MSCI China ETF	MCHI	3.3	0.1	18.8	5,180.4	N	MSCI China NR USD
Franklin FTSE China ETF	FLCH	3.3	-0.1	18.9	149.6	N	FTSE China RIC Capped NR USD
KraneShares MSCI All China ETF	KALL	2.7	-0.4	16.0	9.3	N	MSCI China All Shares NR USD
WisdomTree China ex-State-Owd Entpr ETF	CXSE	2.7	-3.8	17.1	386.4	N	WisdomTree China Ex-St-Own Etp TR USD
Matthews China Active ETF	MCH	2.4	-4.3	21.2	36.2	Y	MSCI China NR USD
SPDR® S&P China ETF	GXC	2.1	-0.9	17.1	407.0	N	S&P China BMI NR USD
KraneShares MSCI China Clean Tech ETF	KGRN	1.2	-0.5	14.7	44.2	N	MSCI CHINA IMI ENVIRONMENT 10-40 NR USD
KraneShares KWEB Covered Call Strat ETF	KLIP	0.8	2.1	4.5	116.4	N	CSI Overseas China Internet PR USD
KraneShares China Alpha Index ETF	KCAI	0.5	1.9		10.9	N	Qi China Alpha TR USD
Rayliant Quantamental China Equity ETF	RAYC	0.2	-1.4	11.3	19.2	Y	CSI 300 NR USD

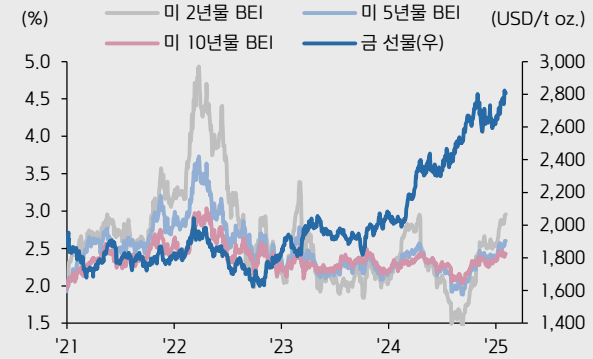
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-01-31 기준



◆ 어느덧, 사상 최고치를 경신한 금

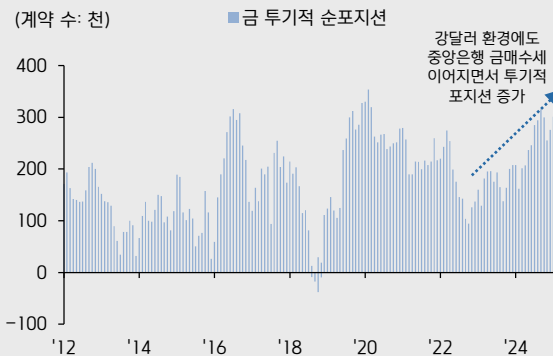
- 강달러, 실질금리 상승에도 트럼프 정책 불확실성 헤지 수요 유입되며 금 가격 상승세 지속. 금에 대한 투기적 매수세도 2022년 이후 꾸준히 강화되는 중
- 중앙은행들의 금 매입세와 지정학/정치적 불확실성 확대, 연준의 금리인하와 인플레이 우려 등에 헤지수단으로서 금 지위는 올해도 유지 전망
- 통상 금 가격이 상승하면 금 채굴 기업들의 수익성도 개선되는 경향. 매출 및 마진 개선, 레버리지 효과 등 영향. 물론 각 기업의 생산 비용, 부채 수준, 지역/정치적 리스크 등 다양한 요인이 주가에 영향을 줄 수 있어 수익 개선 정도는 기업별로 상이

기대인플레이션과 금 가격 추이



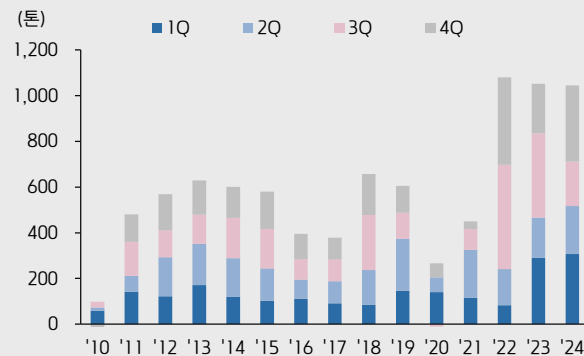
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

금에 대한 투기적 포지션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

글로벌 중앙은행들의 금 매입량



자료: Global Gold Council, 키움증권 리서치

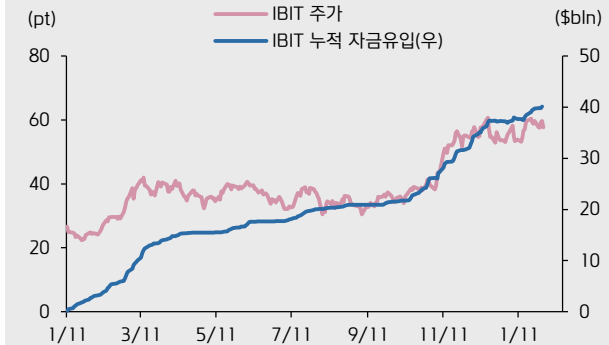
## 추천 테마 5) 최고치 경신한 금, 꾸준히 강세 보이는 비트코인



### ◆ 금과 견주는 비트코인

- 트럼프 행정부 출범을 전후로 비트코인을 비롯한 가상자산 시장 강세 지속
- 트럼프 2기 집권 이후 본격적인 공약 이행(이전 정부의 암호화폐 단속 방지 및 CBDC 설립 반대, 비트코인 채굴권 옹호. 모든 미국인의 디지털자산 보관 및 자유로운 거래 보장 등)을 감안할 시 우호적인 시장 흐름을 전망.
- 지난해 1월 미국에서 최초로 선보였던 비트코인 현물 ETF인 'IBIT'의 순자산은 '24.1월 말 대비 1년 간 2,070% 급증

### IBIT ETF 주가 및 누적 자금유입



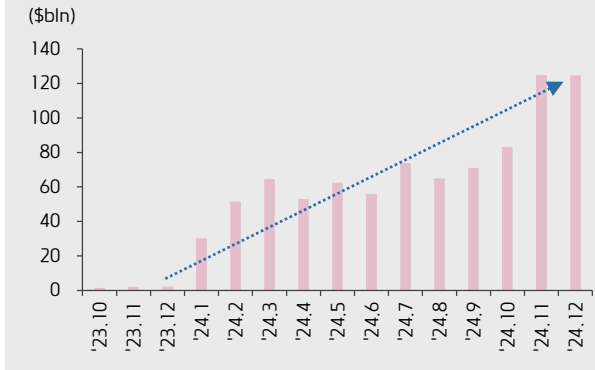
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 비트코인 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 미국 크립토 ETF AuM



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 추천 테마 5) 최고치 경신한 금, 꾸준히 강세 보이는 비트코인



### ◆ 금과 견주는 비트코인

- 지난해 가장 많이 오른 자산군 중 하나는 비트코인. 親가상자산 정책을 공약해 왔던 트럼프의 대선 승리를 전후로 상승세 지속
- 트럼프 2기 집권 이후 본격적인 공약 이행(이전 정부의 암호화폐 단속 방지 및 CBDC 설립 반대, 비트코인 채굴권 옹호, 모든 미국인의 디지털자산 보관 및 자유로운 거래 보장 등)을 감안할 시 우호적인 시장 흐름을 전망. '24년 비트코인, 이더리움 현물 ETF 상장에 이어 '25년 기타 코인(솔라나 등)에 대한 현물 ETF가 추가 상장될 가능성도 열려 있음

연도별 자산군 수익률 추이

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Bitcoin 1,473.76%	Bitcoin 186.08%	Bitcoin 5,537.40%	U.S. REITs 30.38%	Bitcoin 33.74%	Bitcoin 124.81%	Bitcoin 1,349.04%	U.S. Bonds 0.0%	Bitcoin 93.95%	Bitcoin 308.17%	Bitcoin 57.25%	Commodities 21.23%	Bitcoin 156.89%	Bitcoin 119.58%
Gold 10.10%	EM Equities 18.63%	U.S. Equities 32.39%	U.S. Equities 13.69%	U.S. REITs 2.52%	Commodities 19.53%	EM Equities 37.75%	Gold (1.56%)	U.S. Equities 31.49%	Gold 25.12%	U.S. REITs 43.06%	Gold (0.28%)	U.S. Equities 26.29%	Gold 27.22%
U.S. REITs 8.69%	DM Equities 17.90%	DM Equities 23.29%	U.S. Bonds 5.97%	U.S. Equities 1.38%	U.S. Equities 11.96%	DM Equities 25.62%	U.S. Equities (4.38%)	U.S. REITs 25.84%	EM Equities 18.69%	Commodities 42.60%	U.S. Bonds (13.01%)	DM Equities 18.85%	U.S. Equities 25.02%
U.S. Bonds 7.84%	U.S. REITs 17.77%	U.S. REITs 2.47%	Gold (1.44%)	U.S. Bonds 0.55%	EM Equities 11.60%	U.S. Equities 21.83%	U.S. REITs (4.57%)	DM Equities 22.66%	U.S. Equities 18.40%	U.S. Equities 28.71%	DM Equities (14.01%)	U.S. REITs 13.74%	U.S. REITs 8.75%
U.S. Equities 2.11%	U.S. Equities 16.00%	U.S. Bonds (2.02%)	EM Equities (1.82%)	DM Equities (0.39%)	U.S. REITs 8.60%	Gold 13.53%	Commodities (11.18%)	EM Equities 18.88%	DM Equities 8.28%	DM Equities 11.78%	U.S. Equities (18.11%)	Gold 13.10%	EM Equities 8.05%
Commodities (2.39%)	Gold 7.06%	EM Equities (2.27%)	DM Equities (4.48%)	Gold (10.41%)	Gold 8.14%	Commodities 6.16%	DM Equities (13.36%)	Gold 18.31%	U.S. Bonds 7.51%	U.S. Bonds (1.54%)	EM Equities (19.74%)	EM Equities 10.27%	DM Equities 4.35%
DM Equities (11.73%)	U.S. Bonds 4.22%	Commodities (6.55%)	Commodities (26.43%)	EM Equities (14.60%)	U.S. Bonds 2.65%	U.S. REITs 5.07%	EM Equities (14.24%)	Commodities 12.94%	Commodities (7.53%)	EM Equities (2.22%)	U.S. REITs (24.51%)	U.S. Bonds 5.53%	Commodities 2.85%
EM Equities (18.17%)	Commodities 4.16%	Gold (28.28%)	Bitcoin (57.74%)	Commodities (26.68%)	DM Equities 1.51%	U.S. Bonds 3.54%	Bitcoin (73.77%)	U.S. Bonds 8.72%	U.S. REITs (7.57%)	Gold (3.64%)	Bitcoin (63.91%)	Commodities (5.33%)	U.S. Bonds 1.25%

자료: Bitwise

# American Century U.S. Quality Growth ETF (QGRO:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

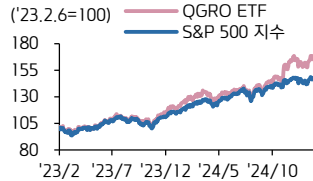
현재주가 (2/3) USD 105.40

## Stock Data

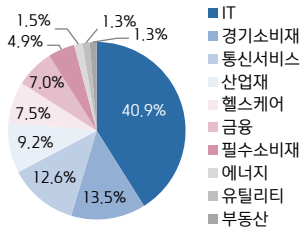
ETF 테마	퀄리티 & 성장
발행사	American Century
설정일	2018-09-12
운용보수 (%)	0.29
AUM (백만 USD)	1,230.5
일평균 거래량 (3M)	73,800.9
52주 최고/최저 (USD)	107.08 / 78.11
편입종목 수	202개
Top10 비중 (%)	30.2

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+3.8	+14.6	+28.4	+31.1
S&P 500	+0.9	+4.9	+12.1	+20.9



## Sector Breakdown



## ◆ 미국 퀄리티 & 성장 팩터 충족 기업에 투자하는 ETF

- 'QGRO'는 American Century ® US Quality Growth Index를 기초지수로 추종하며 퀄리티 & 성장 팩터 모두 충족하는 기업에 투자하는 ETF
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 넷플릭스(3.9%), 메타 플랫폼스(3.4%), 아마존 닷컴(3.2%), 북 홀딩스(3.2%), TJX 컴퍼니스(3.1%) 순
- 섹터 비중은 IT 40.9%, 경소비재 13.5%, 통신서비스 12.6%, 산업재 9.2%, 헬스케어 7.5% 등으로 향후 성장성이 기대되면서 견고한 이익을 창출해내고 있는 섹터들에 고루 분포

## Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
NFLX	Netflix Inc	3.9	영화 & 엔터테인먼트	418.7	+11.1	+59.5	+73.4
META	Meta Platforms Inc	3.4	인터넷미디어 & 서비스	1,767.1	+15.4	+42.9	+46.8
AMZN	Amazon.com Inc	3.2	대규모 소매업	2,496.5	+5.9	+41.4	+38.2
BKNG	Booking Holdings Inc	3.2	호텔, 리조트 & 크루즈	155.3	-4.3	+41.0	+31.8
TJX	TJX Cos Inc/The	3.1	의류 소매	139.7	+3.0	+9.9	+27.5
MA	Mastercard Inc	2.8	거래 및 결제 처리 서비스	517.7	+8.2	+22.1	+22.4
GOOGL	Alphabet Inc	2.7	인터넷미디어 & 서비스	2,471.7	+4.9	+20.7	+41.3
PANW	Palo Alto Networks Inc	2.7	시스템 소프트웨어	119.9	-0.3	+19.6	+5.9
WMT	Walmart Inc	2.6	필수소비재 일반상품	799.6	+9.6	+45.4	+76.1
BSX	Boston Scientific Corp	2.5	건강관리 장비	151.9	+13.7	+38.3	+60.1

## 기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	3,076.7	2,942.2	2,654.9	2,920.5
EBIT	419.7	431.2	390.9	484.5
EBIT이익률(%)	13.6	14.7	14.7	16.6
순이익	337.4	377.4	311.5	346.9
PER(배)	23.4	30.6	34.3	28.4
PBR(배)	7.3	9.1	9.9	8.0
ROE(%)	30.1	29.9	26.9	24.8
배당수익률(%)	0.5	0.2	0.5	0.6

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치  
주: 2025-01-31 기준

# iShares Expanded Tech-Software Sector ETF (IGV:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

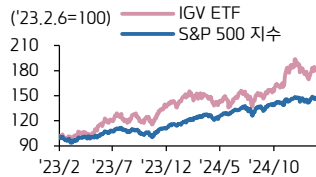
현재주가 (2/3) USD 102.49

## Stock Data

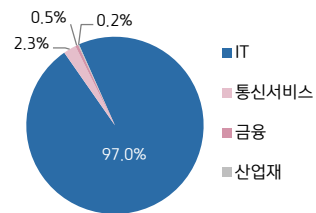
ETF 테마	테크 & 소프트웨어
발행사	BlackRock
설정일	2001-07-13
운용보수 (%)	0.41
AUM (백만 USD)	10,904.9
일평균 거래량 (3M)	5,711,776.0
52주 최고/최저 (USD)	110.84 / 75.96
편입종목 수	124개
Top10 비중 (%)	58.4

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+1.0	+11.1	+27.8	+19.3
S&P 500	+0.9	+4.9	+12.1	+20.9



## Sector Breakdown



## ◆ 복미 소프트웨어 및 관련 산업에 투자하는 ETF

- 'IGV'는 BlackRock에서 2001년 7월에 출시한 소프트웨어 업종 테마 ETF중 가장 오래된 상품으로서 복미 소프트웨어 및 관련 산업에 집중 투자하는 ETF
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 오라클(5.7%), 세일즈포스(4.8%), 마이크로소프트(4.7%), 서비스나우(4.5%), 어도비(4.3%) 순으로 소프트웨어 기업이 대부분
- 섹터 비중은 IT 97.0%, 통신서비스 2.3%로 집중됨. 세부 섹터 비중은 어플리케이션 소프트웨어 61.5%, 시스템 소프트웨어 36.0% 등으로 구성

## Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
ORCL	Oracle Corp	5.7	시스템 소프트웨어	471.6	+1.4	+26.5	+45.6
CRM	Salesforce Inc	4.8	애플리케이션 소프트웨어	324.7	+1.9	+39.0	+18.8
MSFT	Microsoft Corp	4.7	시스템 소프트웨어	3,054.8	-2.9	+0.6	-0.1
NOW	ServiceNow Inc	4.5	시스템 소프트웨어	210.3	-4.9	+29.1	+30.7
ADBE	Adobe Inc	4.3	애플리케이션 소프트웨어	190.9	+1.9	-16.6	-30.9
INTU	Intuit Inc	3.9	애플리케이션 소프트웨어	168.2	-4.7	-3.7	-6.1
PLTR	Palantir Technologies Inc	3.2	애플리케이션 소프트웨어	190.7	+4.8	+238.5	+392.0
PANW	Palo Alto Networks Inc	3.1	시스템 소프트웨어	119.9	-0.3	+19.6	+5.9
CRWD	CrowdStrike Holdings Inc	3.1	시스템 소프트웨어	97.9	+10.7	+82.5	+31.0
CDNS	Cadence Design Systems Inc	3.1	애플리케이션 소프트웨어	81.8	-1.8	+19.5	+0.6

## 기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	88.1	93.2	94.3	106.6
EBIT	10.8	13.7	19.8	34.8
EBIT이익률(%)	12.2	14.7	21.0	32.6
순이익	12.7	17.1	17.3	19.7
PER(배)	76.6	74.6	58.0	35.8
PBR(배)	9.6	10.7	10.9	9.2
ROE(%)	10.5	13.6	14.4	15.7
배당수익률(%)	0.3	-	0.3	0.3

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치  
주: 2025-01-31 기준

# First Trust Financials AlphaDEX® Fund (FXO:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

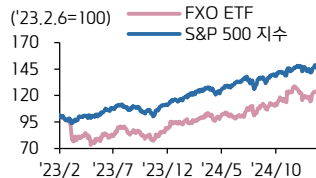
현재주가 (2/3) USD 56.25

## Stock Data

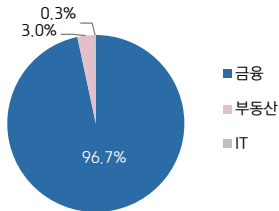
ETF 테마	금융
발행사	First Trust
설정일	2007-05-10
운용보수 (%)	0.61
AUM (백만 USD)	2,224.7
일평균 거래량 (3M)	628,702.6
52주 최고/최저 (USD)	59.36 / 42.48
편입종목 수	104개
Top10 비중 (%)	17.2

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+3.2	+8.1	+17.7	+29.5
S&P 500	+0.9	+4.9	+12.1	+20.9



## Sector Breakdown



## ◆ 미국 금융 기업에 투자하는 ETF

- 'FXO'는 StrataQuant® Financials Index를 기초지수로 추종하며 미국 금융 기업 전반에 고루 투자하는 ETF
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 KKR & CO(1.8%), LPL파이낸셜 홀딩스(1.8%), 블루 아울 캐피탈(1.8%), 골드만삭스(1.8%) 등 미국 내 금융 업종 전반에 분산되어 있음
- 포트폴리오 섹터 비중은 금융 96.7%, 부동산 3.0%, IT 0.3%로 트럼프 2기 행정부에서 금융 규제 완화 정책이 시행될 경우 수혜를 입을 수 있을 것으로 예상됨

## Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
KKR	KKR & Co Inc	1.8	자산 관리 & 유가증권	145.0	+7.4	+50.3	+82.3
LPLA	LPL Financial Holdings Inc	1.8	투자 은행 & 중개업	27.3	+9.3	+83.9	+45.0
OWL	Blue Owl Capital Inc	1.8	자산 관리 & 유가증권	38.0	+5.8	+56.4	+59.9
GS	Goldman Sachs Group Inc/The	1.8	투자 은행 & 중개업	203.6	+9.0	+34.4	+63.0
MSFT	Microsoft Corp	1.8	시스템 소프트웨어	3,054.8	-2.9	+0.6	-0.1
MTG	MGIC Investment Corp	1.7	상업 및 주거용 모기지	6.4	+5.4	+4.1	+26.9
TPG	TPG Inc	1.7	자산 관리 & 유가증권	24.2	-0.4	+45.2	+55.4
MKL	Markel Group Inc	1.7	자산 & 사고 보험	23.4	+6.2	+16.6	+28.9
AGO	Assured Guaranty Ltd	1.7	자산 & 사고 보험	4.7	+2.7	+16.5	+12.3
LAZ	Lazard Inc	1.7	투자 은행 & 중개업	6.0	+7.1	+19.6	+29.3

## 기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	1,951.1	2,229.5	2,793.7	2,344.6
EBIT	484.3	473.5	464.5	456.6
EBIT이익률(%)	24.8	21.2	16.6	19.5
순이익	417.3	393.6	386.0	386.6
PER(배)	10.0	13.2	12.7	12.5
PBR(배)	1.4	1.7	1.7	1.7
ROE(%)	12.9	11.7	12.5	12.9
배당수익률(%)	3.0	1.9	2.5	2.7

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치  
주: 2025-01-31 기준



# First Trust RBA American Industrial Renaissance® ETF (AIRR:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

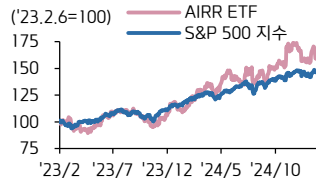
현재주가 (2/3) USD 78.47

## Stock Data

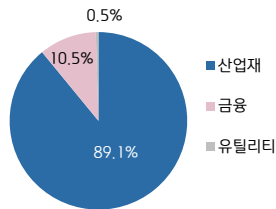
ETF 테마	美 중 소형 산업재
발행사	First Trust
설정일	2014-03-11
운용보수 (%)	0.70
AUM (백만 USD)	3,468.4
일평균 거래량 (3M)	666,141.9
52주 최고/최저 (USD)	86.95 / 56.13
편입종목 수	54개
Top10 비중 (%)	31.1

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	-0.2	+4.0	+14.1	+35.9
S&P 500	+0.9	+4.9	+12.1	+20.9



## Sector Breakdown



## ◆ 미국 중 소형 산업재 기업에 투자하는 ETF

- 'AIRR'은 RBA American Industrial Renaissance® Index를 기초지수로 추종하며 미국 내 제조업 시장 점유율 증가에 따른 수혜를 입을 것으로 판단되는 중 소형 산업재에 초점을 맞춘 ETF
- 탈세계화 기조 속 리쇼어링 추진과 국가 안보 강화 등 움직임이 세계 시장 내 미국 제조업 점유율을 계속해서 끌어올릴 것으로 기대되는 상황
- 포트폴리오 섹터 비중은 산업재 89.1%, 금융 10.5%, 유틸리티 0.5%로 미국 내 제조업 시장 점유율 증가에 따른 수혜를 입을 것으로 판단되는 산업재에 가장 높은 비중

## Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
RBC	RBC Bearings Inc	3.4	산업용 기계, 용품	11.5	+21.8	+32.8	+33.1
CNM	Core & Main Inc	3.2	무역 회사 & 판매업체	11.1	+7.1	+14.2	+32.4
DY	Dycom Industries Inc	3.2	건설 & 엔지니어링	5.4	+2.5	+7.3	+60.7
AIT	Applied Industrial Technologies Inc	3.1	무역 회사 & 판매업체	9.9	+5.5	+29.7	+41.3
KEX	Kirby Corp	3.1	해상 운송	6.1	+0.9	-2.6	+27.9
WMS	Advanced Drainage Systems Inc	3.1	건축 제품	9.2	+3.1	-26.3	-11.8
HII	Huntington Ingalls Industries Inc	3.0	우주항공 & 국방	7.7	+4.5	-25.4	-26.8
CLH	Clean Harbors Inc	3.0	환경 & 시설 서비스	12.6	+1.0	-0.3	+35.5
MLI	Mueller Industries Inc	3.0	산업용 기계, 용품	8.9	-3.4	+16.5	+58.2
CHRW	CH Robinson Worldwide Inc	2.9	항공 화물 운송 & 물류	11.6	-6.1	-0.5	+32.3

## 기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	2,837.1	2,876.1	2,797.8	2,869.0
EBIT	209.1	246.0	248.8	284.3
EBIT이익률(%)	7.4	8.6	8.9	9.9
순이익	162.5	195.3	184.3	205.1
PER(배)	22.1	24.7	21.1	19.1
PBR(배)	2.3	2.8	2.8	2.7
ROE(%)	10.3	12.0	12.0	13.5
배당수익률(%)	0.8	0.2	1.2	1.2

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치  
주: 2025-01-31 기준

# Global X U.S. Electrification ETF (ZAP:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

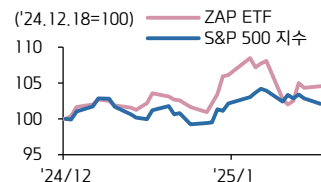
현재주가 (2/3) USD 25.10

## Stock Data

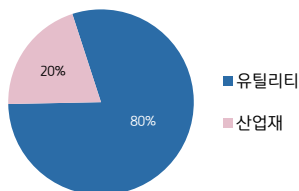
ETF 테마	美 전력
발행사	Global X
설정일	2024-12-18
운용보수 (%)	0.50
AUM (백만 USD)	59.0
일평균 거래량 (3M)	-
52주 최고/최저 (USD)	26.23 / 24.00
편입종목 수	48개
Top10 비중 (%)	43.5

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+0.9	-	-	-
S&P 500	+0.9	+4.9	+12.1	+20.9



## Sector Breakdown



## ◆ 미국 전력 수요 증가에 따른 수혜 기업에 투자하는 ETF

- 'ZAP'는 1)전통적인 전력 발전, 송전 및 배전, 2)대체에너지 발전 및 기술 솔루션, 3)그리드 인프라와 스마트 그리드 기술의 현대화, 개발, 제조 등에 관여하는 기업들로 구성되어 전력수요 증가에 따른 수혜 기업들에 집중하는 ETF
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 비스트라(5.2%), 엔터지(4.9%), 컨스텔레이션 에너지(4.6%), 아메텍(4.4%), 애머런 (4.4%) 순으로 전력&전기 발전 및 관련 장비 업체가 차지
- 포트폴리오 섹터 비중은 유틸리티 80%, 산업재 20%로 트럼프 대통령 시기 AI 투자와 제조업 굴기에 더욱 성장 가능성이 두드러질 섹터에 집중됨

## Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
VST	Vistra Corp	5.2	독립 전력 생산업체	57.3	+3.8	+132.7	+278.3
ETR	Entergy Corp	4.9	전기 공익 사업체	35.2	+7.0	+35.8	+63.1
CEG	Constellation Energy Corp	4.6	전기 공익 사업체	96.5	+21.4	+83.3	+136.1
AME	AMETEK Inc	4.4	전기 부품 & 장비	42.6	+2.5	+20.6	+10.0
AEE	Ameren Corp	4.4	복합 공익 사업체	25.6	+8.1	+16.3	+38.3
XEL	Xcel Energy Inc	4.3	전기 공익 사업체	40.3	+1.6	+13.4	+13.3
EXC	Exelon Corp	4.0	전기 공익 사업체	40.8	+6.6	+4.6	+18.1
AEP	American Electric Power Co Inc	4.0	전기 공익 사업체	52.9	+7.9	-2.4	+26.4
PWR	Quanta Services Inc	3.9	건설 & 엔지니어링	44.6	-7.6	+25.3	+47.6
D	Dominion Energy Inc	3.8	복합 공익 사업체	47.3	+2.9	+0.4	+23.4

## 기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	-	593.9	598.3	631.2
EBIT	-	98.0	112.8	131.9
EBIT이익률(%)	-	16.5	18.9	20.9
순이익	-	69.9	74.7	82.0
PER(배)	-	30.0	21.9	19.3
PBR(배)	-	2.3	2.3	2.2
ROE(%)	-	8.0	10.0	11.3
배당수익률(%)	-	0.0	2.7	2.9

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치  
주: 2025-01-31 기준

# KraneShares CSI China Internet ETF (KWEB:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

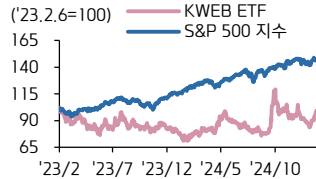
현재주가 (2/3) USD 30.88

## Stock Data

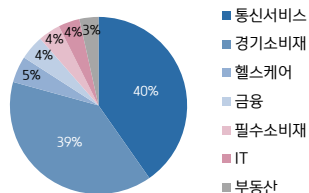
ETF 테마	중 인터넷
발행사	Krane Funds
설정일	2013-07-31
운용보수 (%)	0.70
AUM (백만 USD)	5,706.6
일평균 거래량 (3M)	18,814,840.0
52주 최고/최저 (USD)	39.17 / 23.06
편입종목 수	31개
Top10 비중 (%)	59.2

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+6.6	-5.1	+20.5	+33.5
S&P 500	+0.9	+4.9	+12.1	+20.9



## Sector Breakdown



## ◆ 중국 인터넷 기업에 투자하는 ETF

- 'KWEB'은 CSI Overseas China Internet Index를 기초지수로 추종하며 미국과 홍콩에 상장된 중국 인터넷 회사에 대한 노출을 제공해주는 ETF
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 알리바바(10.1%), 텐센트(10.0%), PDD홀딩스(7.0%), 메이투안(6.9%), 트립닷컴(5.9%) 순
- 포트폴리오 섹터 비중은 통신서비스 40%, 경기소비재 39%, 헬스케어 5%로 집중되어 있는 편인데, 이는 Google, Facebook, Twitter, eBay, Amazon 등과 유사한 서비스를 제공하는 중국 회사에 투자하기 때문

## Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
9988 HK	Alibaba Group Holding Ltd	10.1	대규모 소매업	229.5	+16.2	+27.3	+36.9
700 HK	Tencent Holdings Ltd	10.0	인터넷티브 미디어 & 서비스	478.4	+0.9	+16.7	+49.6
PDD	PDD Holdings Inc	7.0	대규모 소매업	146.2	+8.7	-17.4	-15.5
3690 HK	Meituan	6.9	레스토랑	110.4	-3.9	+42.0	+133.5
9961 HK	Trip.com Group Ltd	5.9	호텔, 리조트 & 크루즈	45.7	+9.6	+79.6	+94.2
9999 HK	NetEase Inc	4.4	인터넷티브 홈 엔터테인먼트	66.4	+15.5	+12.4	+1.2
9618 HK	JD.com Inc	4.1	대규모 소매업	63.2	+18.9	+62.1	+85.5
BZ	Kanzhun Ltd	4.0	인터넷티브 미디어 & 서비스	6.6	+5.5	+9.9	+5.1
9888 HK	Baidu Inc	4.0	인터넷티브 미디어 & 서비스	30.4	+6.8	+3.7	-15.1
YMM	Full Truck Alliance Co Ltd	3.9	화물 육상 운송	11.6	+3.2	+57.1	+81.4

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 2025-01-31 기준

# VanEck Gold Miners ETF (GDX:US)

Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

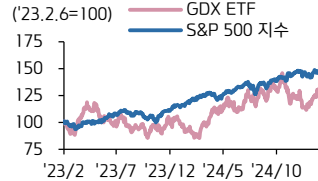
현재주가 (2/3) USD 39.56

## Stock Data

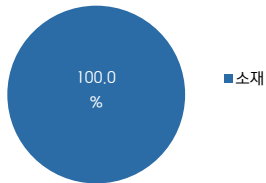
ETF 테마	금 채굴
발행사	Van Eck
설정일	2006-05-22
운용보수 (%)	0.51
AUM (백만 USD)	14,065.7
일평균 거래량 (3M)	19,307,282.0
52주 최고/최저 (USD)	44.22 / 25.67
편입종목 수	65개
Top10 비중 (%)	64.3

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+13.0	-0.9	+8.4	+41.2
S&P 500	+0.9	+4.9	+12.1	+20.9



## Sector Breakdown



## ◆ 글로벌 금 채굴 기업에 투자하는 ETF

- ‘GDX’는 NYSE Arca Gold Miners Index를 기초지수로 추종하며 글로벌 금 채광 기업에 투자할 수 있는 미국 내 동종 ETF 中 가장 오래된 상품
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 뉴몬트(12.2%), 애그니코 이글 마인스(11.7%), 배릭 골드(7.2%), 휘턴 프레셔스 메탈스(7.1%), 프랑코 네바다(6.6%) 순
- 트럼프의 관세정책에 대한 불확실성이 상존하는 가운데 인플레이 및 리스크 헤지 자산으로의 금 관련 상품들이 시장의 주목을 받고 있는 상황

## Top 10 Holdings

티커	종목명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
NEM	Newmont Corp	12.2	금 채굴	49.1	+13.1	-11.1	+25.3
AEM	Agnico Eagle Mines Ltd	11.7	금 채굴	47.6	+17.0	+26.3	+95.1
GOLD	Barrick Gold Corp	7.2	금 채굴	28.6	+4.5	-7.5	+7.5
WPM	Wheaton Precious Metals Corp	7.1	금 채굴	28.8	+10.5	+10.2	+34.7
FNV	Franco-Nevada Corp	6.6	금 채굴	26.4	+12.0	+9.6	+27.8
AU	Anglogold Ashanti Plc	4.4	금 채굴	15.7	+31.0	+13.9	+72.9
GFI	Gold Fields Ltd	4.4	금 채굴	15.6	+24.4	+5.8	+19.6
KGC	Kinross Gold Corp	4.0	금 채굴	14.1	+17.1	+30.9	+108.2
NST AU	Northern Star Resources Ltd	3.5	금 채굴	12.2	+10.9	+22.8	+25.6
2899 HK	Zijin Mining Group Co Ltd	3.3	금 채굴	57.4	+5.7	-1.8	+28.6

## 기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	355.7	419.5	508.3	534.5
EBIT	50.0	77.8	181.9	192.5
EBIT이익률(%)	14.1	18.6	35.8	36.0
순이익	52.1	64.3	115.4	130.8
PER(배)	23.4	21.0	12.1	10.8
PBR(배)	1.6	2.0	0.0	0.0
ROE(%)	4.5	5.3	0.0	0.0
배당수익률(%)	2.0	1.0	2.0	4.4

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치  
주: 2025-01-31 기준



### Compliance Notice

- 당사는 2월 5일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- "비스트라에너지", "샤오미그룹" 종목은 2월 3일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

### 고지사항

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