



키움증권 

키움증권 리서치센터 | 2025년 4월 2일

KIWOOM 글로벌리서치팀 4월 Monthly

난기류

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

RA 한유진 yujin.han@kiwoom.com



Contents & Summary

美: T-Day(Tariff & Tax) is Coming_P.3

- 미 증시는 S&P500 기준 12개월 이동평균선까지 이탈하며 조정 장세로 접어든 상황. 4월 역시 트럼프의 상호 관세 부과에 따라 성장주 중심 조정 흐름 이어질 것으로 판단하며, S&P500 기준 증시 레인지 상단은 5,900pt, 하단은 5,200pt로 전망
- 트럼프가 주장하는 불공정 거래는 주관적 견해가 개입되어 있기에 4/2일은 종착점이 아닌 협상의 시작점. 결국 관세는 성장을 방해하는 결과로 빠질 가능성 높았지만 때문에 시장이 트럼프 정책 스텐스에 적응하기 전까지는 안정적인 현금 흐름 보유하고 있고, 상대적으로 경기 침체와 관세 불확실성 회피 가능한 서비스업 중심의 방어주로 대응할 필요-헬스케어 서비스, 리츠 최선후, 천연가스 차선호

中: 중국증시, 진정한 시험대에 오르다_P.61

- 중화권 증시의 저평가 매력이 거의 해소된 만큼, 추가 상승세를 위한 조건은 더욱 엄격해질 것으로 판단. 1분기 중국 실물 경기는 양호한 모습을 보일 것으로 전망되나 중국 부동산은 미분양 재고 부담이 여전하다는 것이 확인된 만큼, 부동산 경기 불확실성이 계속될 가능성이 높다고 판단
- 따라서, 가계체력 및 내수 부양책이 더욱 중요하다고 판단. 4월 이후 정책 모멘텀 소강국면에 접어들면서, 소득 성장 속도, 부양책 강도(재정정책 속도) 등 주요 변수가 될 것. 한편 4월 본토 증시의 실적시즌 돌입에 따라 펀더멘털 집중 필요

ETF: 분산의 미학_P.104

- 트럼프 '관세의 날'을 앞두고 증시 불안이 연장되고 있음. 올해 미 증시 조정은 관세로 인한 침체 우려 확산을 빌미로 벌류에이션 부담을 소화시키는 과정으로 판단. '관세'는 미국채 매각, 약달러 유도 등 감세와 인프라 투자 및 리쇼어링을 위한 선제 조치
- 미국 경기 펀더멘털이 훼손되지 않는 선에서 크고 작은 합의가 진행될 것이라 본다면, 증시는 일련의 과정들을 소화한 후 재차 반등을 모색할 것으로 예상. 경기 방어주 및 금, 채권 등에 대한 분산으로 리스크 해지 필요한 동시, 반등 시 상승탄력이 클 업종으로의 선별 투자 고민할 시점
- ETF Picks: SPLV(로우볼), SHLD(방산), PAVE(인프라), IAK(보험), KWEB(중국), MLPX(미드스트림), GLD(금), IEF(채권)



3월 미국 Review 및 4월 전망

T-Day(Tariff & Tax) is Coming



3월 미국 Review 및 4월 전망 | T-Day(Tariff & Tax) is Coming

3월 미 증시 동향 분석 및 4월 증시 전망

- 미 증시는 S&P500 기준 12개월 이동평균선까지 이탈하며 조정 장세로 접어든 상황. 3년 래 가장 부진한 흐름을 연출 중이며 성장주 중심 낙폭 확대가 진행되고 있음
- 4월 미 증시의 조정 흐름은 지속될 것으로 판단. 연내 저점이 한차례 돌파되었고, 트럼프의 본격적인 관세 전쟁 등이 증시 조정을 연장할 것. S&P500 기준 4월 증시 레인지 상단은 5,900pt, 하단은 5,200pt로 전망

관세 정책 이후의 미국 증시 흐름

- 정책 불확실성 지표인 Economic Policy Uncertainty(EPU)는 역사적 최고치에 근접했으며, 무역 정책 관련 불확실성은 전 고점 대비 194.5% 상승. 트럼프의 새로운 시도가 정책 불확실성을 극단적으로 높인 것이며 증시 조정으로 이어지고 있는 상황
- 트럼프는 4 월 2 일을 "해방의 날"이라 칭하며 대규모 관세 부과를 예고. 4/2 일 이후 확장될 관세 유니버스는 미국에서 생산되지 않은 자동차 25%, EU 제품(품목 및 수준 미정), 중국 10%→20%, 베네수엘라 產 석유 및 가스 수입국 25% 등이 거론되고 있는 상황
- 미국의 관세 부과 이후 1)국가 간 환율 관련 노이즈, 2)미 국채 강매, 3)가장 자산 활용도 상승 등을 기준으로 다양한 노이즈가 발생할 수 있음
- 최적 관세율 보다 높은 수준에서 합의를 시작할 여지가 있기에 단기적 불확실성은 높아질 수 있지만, 중국에는 관계를 위한 톤다운 된 모습이 연출되며 정책 불확실성은 시간이 지남에 따라 점차 나아질 것으로 전망
- 미국 경기는 정책 불확실성으로 심리적 타격이 높아져 있지만, 실질 경제 데이터는 아직 예상보다 견고한 모습을 보여주고 있음

관세 리스크 피하기가 최우선 과제

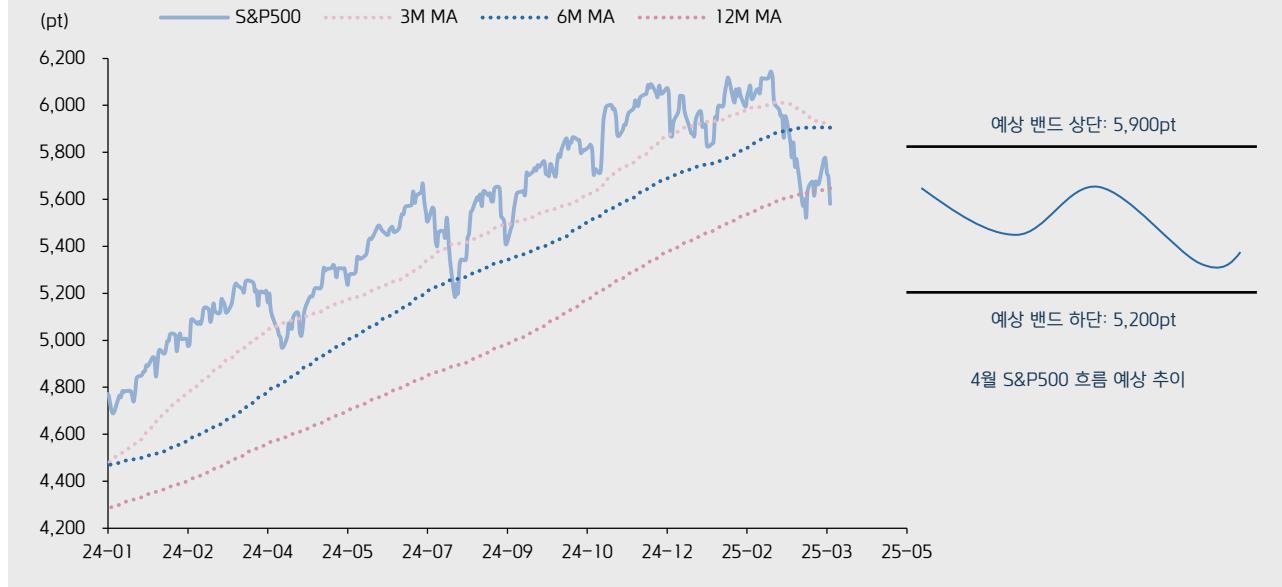
- 트럼프가 입법 의존하지 않고 의회 견제 받지 않는 행정권한(관세, 수출통제, 해외투자 규제) 활용해 비경제적 정책목표 달성하고자 하는 의도를 감안하면, 1기와 유사하게 대중국 견제 위한 관련 조치들 지속될 수도 있다는 생각. 시장이 정책에 적응하기 전까지는 기업과 소비자 심리 경색될 수 있기에 단기적으로 수익성 둔화에 유의할 필요
- 트럼프가 주장하는 불공정 거래는 주관적 견해가 개입되어 있기에 4/2일은 종착점이 아닌 협상의 시작점. 이후 협상(보복 포함)을 통해 점진적으로 이를 낮출 것으로 생각. 결국 관세는 성장을 방해하는 결과로 빠질 가능성 농후하기 때문에 안정적인 현금 흐름 보유하고 있고, 상대적으로 경기 침체와 관세 불확실성 회피 가능한 서비스업 중심의 방어주로 대응할 필요-헬스케어 서비스, 리츠 최선후, 천연가스 차선호
- 헬스케어 서비스-MCK, 부동산-WELL, REG, 에너지(천연가스)-EQT, TRGP 제시



◆ 완연한 조정 흐름, 4월 증시 조정 흐름 연장될 것

- 미 증시는 S&P500 기준 12개월 이동평균선까지 이탈하며 조정 장세로 접어든 상황. 3년 래 가장 부진한 흐름을 연출 중이며 성장주 중심 낙폭 확대가 진행되고 있음
- 4월 미 증시의 조정 흐름은 지속될 것으로 판단. 연내 저점이 한차례 둘파되었고, 트럼프의 본격적인 관세 전쟁 등이 증시 조정을 연장 할 것. S&P500 기준 4월 증시 레인지 상단은 5,900pt, 하단은 5,200pt로 전망
- 경기 방어주, 저 변동성, 고배당 팩터 중심으로 대응하는 보수적 전략이 단기적으로는 유효할 것

S&P500 4월 예상 흐름 및 상하단 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 연내 저점을 재차 하향 돌파한 증시

- 올해 증시는 최근 3년 동안 가장 부진한 모습을 보이고 있는 상황
- S&P500은 연초 대비 -4.4% 하락했고, 나스닥 종합 지수는 -10.3% 하락. 특히 반도체 등의 성장주 중심 낙폭이 확대되는 중
- 지난주 상호 관세 부과가 생각보다 온건할 수 있다는 시장의 기대로 잠시 증시는 반등했지만, 자동차 관세 부과와 4/2일 “해방의 날” 우려 등에 의해 증시는 재차 반락

S&P500 연도별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

나스닥 연도별 수익률 비교



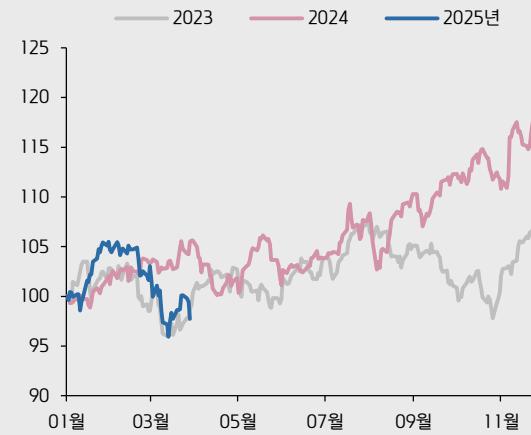
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 다우존스 vs 러셀2000

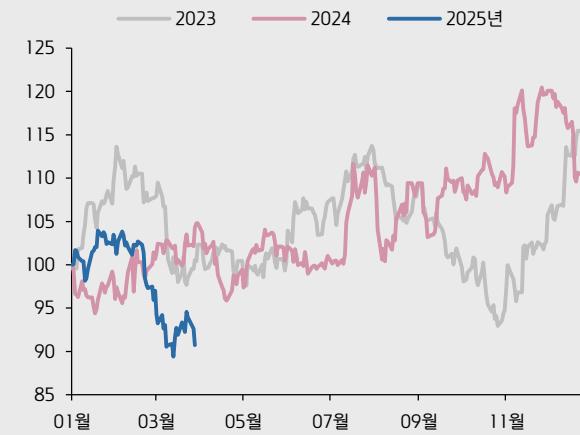
- 다우존스는 주요 주가지수 중 상대적으로 근래 조정장에 견고한 모습을 보이고 있음. 다우존스의 연내 저점은 2023년 연초 하락폭과 유사하며, 현재 레벨 역시 연초 대비 -0.9%선의 하락만을 기록 중
- 반면 러셀2000은 미국 경기 침체 우려를 반영하며 3년 내 가장 부진한 모습을 보임과 동시에 연초 대비 -9.8%의 낙폭을 기록 중
- 지금의 조정 흐름에 견고한 모습을 보이는 종목은 충분한 "현금흐름(FCF)" 을 보유한 기업들이며, 시가총액이 작거나 성장주 성격의 종목은 상대적으로 더욱 큰 피해를 보고 있는 상황

다우존스 연도별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.03.31일 기준

러셀2000 연도별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.03.31일 기준



◆ 3월 주요 주가지수 수익률 동향

- 3월 주요 주가지수는 다우지수(-4.7%)가 상대적으로 제한된 낙폭을 보였으며, 필라델피아 반도체지수(-12.4%)가 가장 부진한 모습을 연출. 나스닥 지수(-9.0%)는 반도체 지수 뒤를 이어 부진한 모습을 시사
- 시장 변동성을 나타내는 VIX 지수는 +11.4% 급등하며 공포 분위기가 점차 확산되고 있음을 반영

미국 주가지수 기간별 수익률

지수명	종가(pt)	기간별 수익률			
		1M	3M	1Y	YTD
VIX Index	21.65	11.4%	35.7%	66.4%	24.8%
다우	41,583.90	-4.7%	-3.3%	4.5%	-2.3%
S&P400 종형주	2,915.07	-5.9%	-7.1%	-4.3%	-6.6%
S&P600 소형주	1,271.75	-7.5%	-10.2%	-5.4%	-9.7%
S&P1500 종합	1,255.23	-6.3%	-6.7%	5.3%	-5.3%
S&P500	5,580.94	-6.3%	-6.5%	6.2%	-5.1%
러셀 2000	2,023.27	-6.8%	-9.9%	-4.8%	-9.3%
S&P100	2,697.03	-7.2%	-8.3%	8.8%	-6.7%
나스닥100	19,281.40	-8.6%	-10.2%	5.6%	-8.2%
나스닥종합	17,322.99	-9.0%	-12.2%	5.8%	-10.3%
필라델피아 반도체	4,284.91	-12.4%	-16.4%	-12.6%	-14.0%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.03.31일 기준

3월 미국 주가지수 수익률 순위



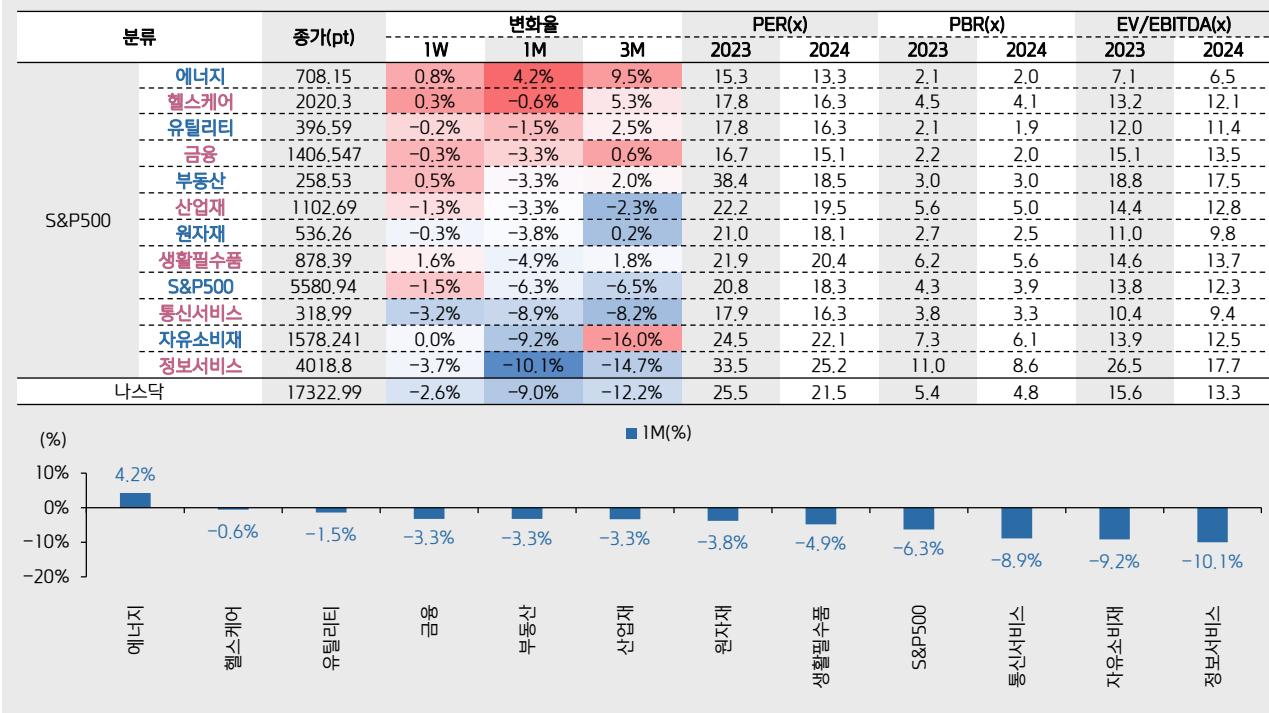
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.03.31일 기준



◆ 유일하게 성장세를 보인 에너지 산업

- 3월 산업별 수익률은 에너지(+4.2%)만 유일하게 (+) 성장을 했고, 나머지 산업은 모두 하락세를 보임. 트럼프의 에너지 정책이 우호적 방향으로 작용한 영향도 있겠으나, 에너지 섹터가 가장 낮은 밸류에이션을 기록하고 있었다는 것도 기억할 만한 부분

GICS Level 1 기준 산업별 수익률 분포



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.03.31일 기준



◆ 3월 세부 업종별 수익률 분포

- 3월 세부 업종 수익률을 비교할 경우 에너지(4.2%), 통신(3.3%), 보험(2.0%), 음식료 및 담배(1.2%), 헬스케어(0.5%), 유틸리티(0.4%) 순으로 (+) 성장을 보였고, 내구소비재/의류(-12.1%)와 식료품(-9.2%) 등이 부진한 성적을 기록

GICS Level 2 기준 세부 산업별 수익률 분포

지수명	증가(pt)	기간별 수익률					
		1W	1M	3M	6M	1Y	YTD
에너지	708.15	-0.2%	4.2%	9.6%	4.7%	-2.6%	9.4%
통신	173.34	3.5%	3.3%	19.2%	16.3%	36.1%	39.2%
보험	875.86	0.8%	2.0%	10.0%	7.0%	18.5%	34.9%
음식료 및 담배	864.46	2.1%	1.2%	8.9%	-1.7%	7.0%	7.9%
헬스케어	2,020.30	-0.6%	0.5%	6.5%	-2.8%	1.3%	5.5%
유틸리티	396.59	-0.2%	0.4%	2.9%	-3.3%	19.7%	21.0%
상업 및 전문서비스	708.04	1.1%	-0.6%	4.5%	4.0%	12.5%	25.0%
가정용품	887.12	1.5%	-1.4%	1.5%	-4.5%	1.6%	10.2%
자본재	1,212.68	-3.8%	-2.7%	-2.0%	-4.3%	6.7%	21.0%
제약	1,350.20	-2.6%	-3.0%	4.5%	-8.4%	-3.1%	2.7%
소재	536.26	-1.6%	-3.1%	1.6%	-11.8%	-8.1%	0.8%
부동산	258.53	-0.9%	-3.2%	2.5%	-7.8%	7.0%	4.7%
금융	1,406.55	-2.1%	-3.3%	1.6%	8.7%	18.1%	29.8%
S&P500	5,580.94	-3.2%	-4.8%	-5.5%	-3.2%	6.4%	18.8%
소프트웨어	4,420.75	-4.0%	-5.4%	-10.0%	-7.6%	-4.7%	7.5%
자동차 및 부품	143.25	-5.6%	-5.7%	-34.1%	-0.1%	36.5%	9.5%
운송	952.62	-3.6%	-6.4%	-3.2%	-8.6%	-10.1%	-2.4%
유통	4,662.83	-3.7%	-6.7%	-9.9%	-0.3%	4.0%	24.3%
은행	460.09	-3.4%	-7.5%	-2.4%	9.5%	15.5%	28.7%
하드웨어	3,990.80	-1.9%	-8.1%	-12.5%	6.1%	21.8%	18.4%
호텔/레저	1,781.73	-2.2%	-8.2%	-4.3%	0.7%	5.1%	12.0%
엔터/미디어	1,281.72	-6.3%	-8.6%	-10.0%	-0.3%	7.8%	30.1%
반도체 및 장비	4,772.80	-9.3%	-8.8%	-18.5%	-12.1%	3.9%	51.8%
식료품	918.42	0.8%	-9.2%	-2.9%	2.2%	16.6%	31.0%
내구소비재/의류	348.01	-5.5%	-12.1%	-13.4%	-20.1%	-16.9%	-16.4%

자료: Bloomberg, 주)2025.03.31일 기준



◆ 3월 종목별 수익률 Top10 & Low10

- 손해보험사인 WR 버클리(13%)는 3월 중 가장 높은 수익률을 기록했고, 세계 최대 금광회사 중 하나인 뉴몬트(12.2%)가 그 다음을 차지. 반면 항공사인 멜타 에어라인스(-27.1%)와 유나이티드 에어라인스 헐дин스(-25.1%)는 가장 부진한 수익률을 기록

[3월 종목별 수익률 분포](#)

월간 수익률 Top10 종목	티커	GICS 업종	시가총액(\$mln)	변화율				1W 목표주가 변화
				1W	1M	3M	YTD	
AES	AES US EQUITY	유저리티	8,835	-4.9%	7.1%	-3.6%	-3.6%	0.0%
힐링턴 임桔스 인더스트리즈	HII US EQUITY	공산업	8,056	1.9%	16.9%	8.7%	8.7%	0.0%
달리 제너럴	DG US EQUITY	기본소비재	18,937	2.9%	16.1%	13.6%	13.6%	0.1%
WR 버클리	WRB US EQUITY	금융기관	27,027	12.7%	13.0%	21.8%	21.8%	1.3%
뉴몬트	NEM US EQUITY	원자재	54,199	1.5%	12.2%	29.2%	29.2%	0.0%
EQT	EQT US EQUITY	에너지	31,670	0.2%	10.0%	15.0%	15.0%	0.2%
엑스팬드 에너지	EXE US EQUITY	에너지	25,816	3.3%	12.2%	11.4%	11.4%	0.6%
에디슨 인터내셔널	EIX US EQUITY	유저리티	22,401	0.0%	6.9%	-27.1%	-27.1%	0.0%
마켓액세스 헐дин스	MKTX US EQUITY	금융기관	8,170	-0.1%	12.4%	-4.1%	-4.1%	0.0%
몬스터 베버리지	MNST US EQUITY	기본소비재	56,307	1.0%	5.9%	10.1%	10.1%	0.0%

월간 수익률 Low10 종목	티커	GICS 업종	시가총액(\$mln)	변화율				1W 목표주가 변화
				1W	1M	3M	YTD	
멜타 에어라인스	DAL US EQUITY	공산업	28,319	-6.3%	-27.1%	-27.5%	-27.5%	0.0%
넷앱	NTAP US EQUITY	기술	17,982	4.2%	-11.4%	-23.8%	-23.8%	0.0%
테라다인	TER US EQUITY	기술	13,372	-5.4%	-24.6%	-34.3%	-34.3%	0.0%
유나이티드 에어라인스 헐дин스	UAL US EQUITY	공산업	23,092	-6.2%	-25.1%	-27.7%	-27.7%	0.0%
덱스컴	DXCM US EQUITY	헬스케어	26,561	-8.2%	-23.3%	-12.9%	-12.9%	0.0%
시저스 엔터테인먼트	CZR US EQUITY	자유 소비재	5,442	-6.2%	-22.7%	-23.2%	-23.2%	-0.5%
나이키	NKE US EQUITY	자유 소비재	93,614	-6.8%	-20.3%	-16.4%	-16.4%	-0.8%
휴렛팩커드 엔터프라이즈	HPE US EQUITY	기술	20,741	-1.6%	-20.3%	-26.0%	-26.0%	0.0%
풀로 랄프 로렌	RL US EQUITY	자유 소비재	13,321	-3.7%	-20.5%	-6.6%	-6.6%	0.0%
슈퍼 마이크로 컴퓨터	SMCI US EQUITY	기술	20,333	-18.7%	-17.4%	12.4%	12.4%	0.0%

자료: Bloomberg, 주)종목은 S&P500 포함 주식 중 선정, 2025.03.31일 기준



◆ 조정 장세 속에서 웃는 곳과 우는 곳

- 앞서 언급했듯 주요 주가지수 중 상대적으로 견고한 모습을 보이고 있는 곳은 다우존스이며 그 다음이 S&P500
- 산업별로 분류해볼 때 IT와 필라델피아 반도체지수는 연초 대비 각각 -10.8%, -13.1%를 기록해 부진한 모습을 기록
- 하지만 조정 장세 속에서도 필수소비재, 헬스케어, 부동산, 에너지 섹터는 견고한 모습을 보이고 있음
- 주목해 볼 것은 보험주가 연초 대비 +8.4% 성장했고 연내 고점 대비 -1.2% 수준 밖에 조정 받지 않았다는 것이며, 연초 대비 +27.0% 반등한 천연가스 산업 역시 관심 있게 볼 필요가 있음
- 보험주는 업종 특성상 미리 지급 받은 보험료 기반 안정적 현금흐름을 보유하고 있다는 점이 조정 장세 속에서는 매력적이며, 천연가스는 트럼프의 에너지 정책 수혜를 받았다고 판단

주요 주가지수 별 수익률 비교

지수	현재가 (3/31 기준)	연초	연내 최고가	연초 대비	연내 고점 대비
S&P 500	5,612	5,869	6,147	-4.37	-8.71
나스닥 종합	17,299	19,281	20,119	-10.28	-14.01
다우존스	42,002	42,392	45,054	-0.92	-6.78
라셀 2000	2,012	2,232	2,327	-9.85	-13.54

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 산업별 수익률 비교

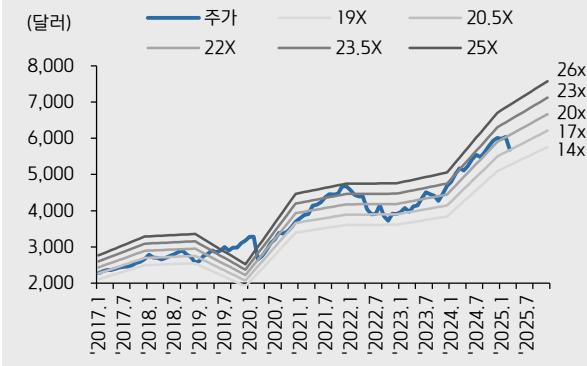
산업	현재가 (3/31 기준)	연초가	연내 최고가	연초 대비	연내 고점 대비
IT	206	232	242.7	-10.83	-14.93
필라델피아 반도체지수	188	217	238.0	-13.10	-20.95
성장주	361	400	418.5	-9.78	-13.73
보험주	61	56	61.2	8.38	-1.21
필수소비재	82	78	83.9	4.76	-2.66
헬스케어	146	137	149.7	6.51	-2.49
금융	50	48	52.4	3.69	-5.03
천연가스	22	17	24.3	27.04	-11.18
에너지	93	86	94.8	8.68	-1.44

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 주요 지수별 PER 밴드 차트

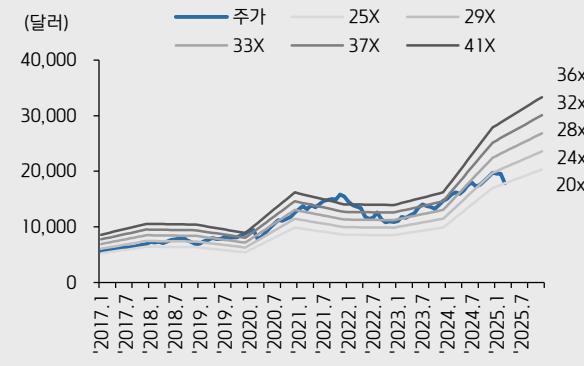


S&P500 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

NASDAQ PER 밴드



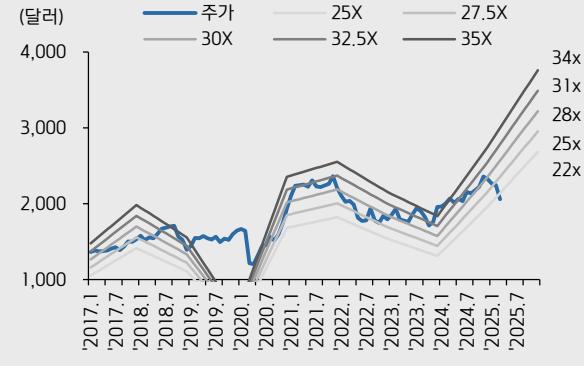
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

DOW PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Russell2000 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

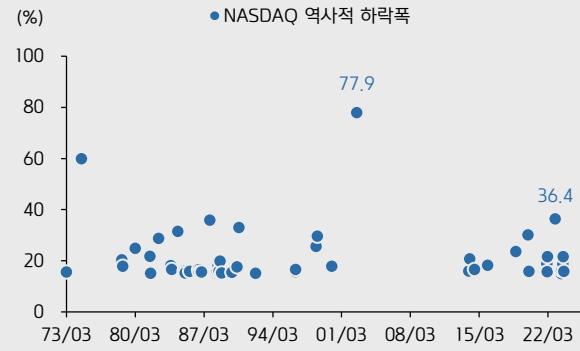
조정 장(Correction)을 급락 장(Crash)으로 받아들이고 있는 시장



◆ 너무 두려워하고 있다

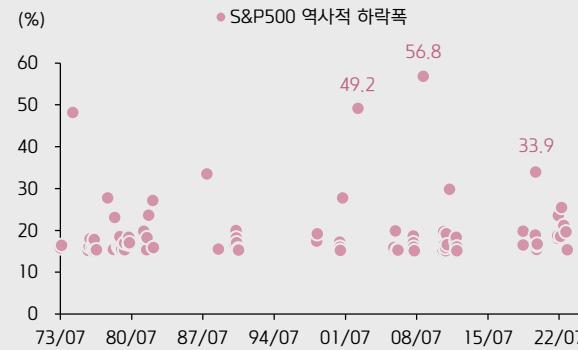
- 최근 증시 조정에 따라 투자심리는 “Extreme fear” 단계에 접어든 상황
- 다만, 역사적으로 볼 때 최근 나스닥 지수가 기록한 -10.3% 낙폭은 자주 등장했던 레벨이며, 시장은 금융위기 당시 78% 급락까지도 경험
- AI 발전에 따라 관성적으로 “상승” 을 기대했던 시장인 만큼 근래의 하락에 더욱 민감하게 반응하는 경향이 있음
- 물론, 이러한 상황에서는 약간의 악재에도 더 크게 반응하는 경향이 있지만 조정 장이 끝난 뒤에는 더욱 빠르고 강하게 반등하는 성향도 존재

나스닥 종합지수 역사적 하락 폭



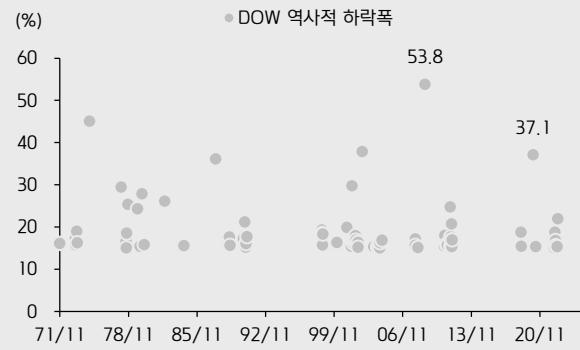
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.03.31일 기준

S&P500 역사적 하락 폭



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.03.31일 기준

Dow Jones 역사적 하락 폭



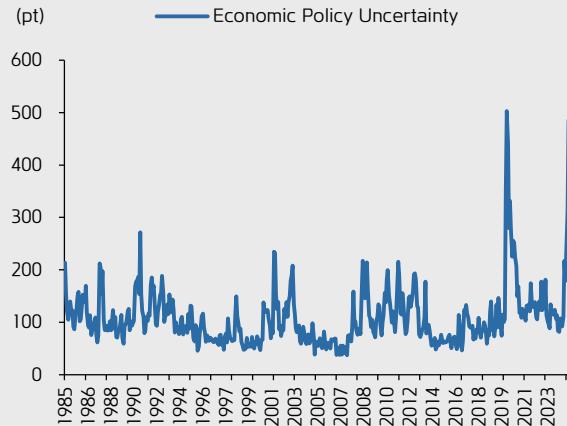
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주)2025.03.31일 기준



◆ 역대 최고 수준을 기록중인 정책 불확실성

- 정책 불확실성(Policy Uncertainty)은 정부의 정책 방향, 규제, 세금, 통화 또는 재정 정책 등과 관련된 미래의 불확실성을 의미
- 정책 불확실성이 커지는 경우 기업과 개인은 투자 및 소비 결정을 연기하거나 조정하게 됨
- 정책 불확실성 지표인 Economic Policy Uncertainty(EPU)는 역사적 최고치에 근접했으며, 무역 정책 관련 불확실성은 전 고점 대비 194.5% 상승
- 트럼프의 관세 부과, 전통 에너지 부활, 가상 자산 활용, 정부 효율화 작업 등의 새로운 시도가 정책 불확실성을 극단적으로 높인 것이며, 성공 여부와 상관없이 시장 불안감을 높이고 있음

Economic Policy Uncertainty



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

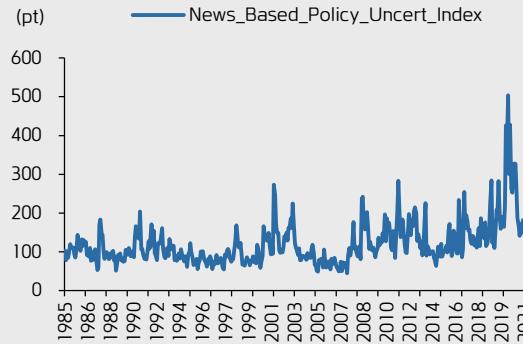
Trade policy Uncertainty Index



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

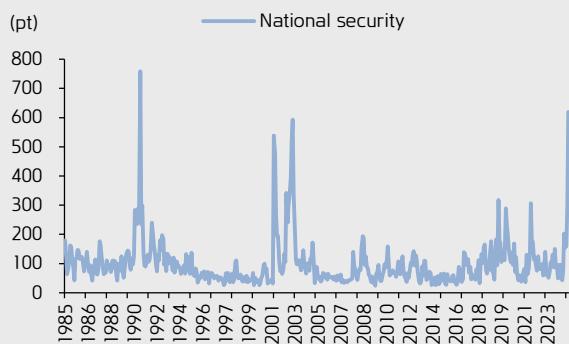


News Based Policy



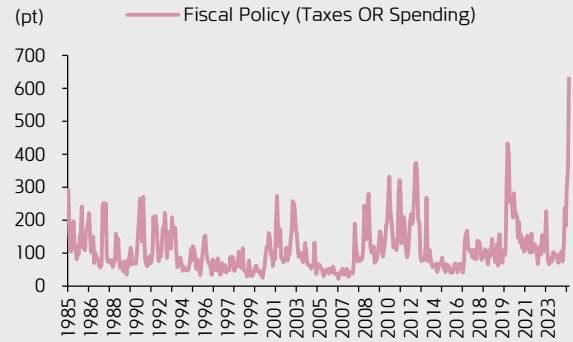
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

National security



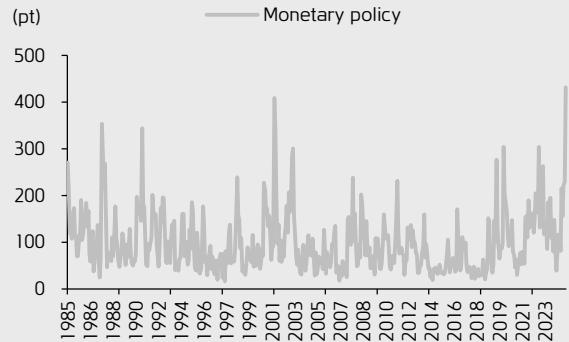
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Fiscal Policy (Taxes OR Spending)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Monetary policy



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연초 이후 주요 주가지수 별 수익률 변화 흐름



S&P500 수익률 변화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

NASDAQ 수익률 변화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

DOW 수익률 변화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Russell2000 수익률 변화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 기술적으로 접근해본 필라델피아 반도체지수 흐름 전망

- 주요 주가지수 중 가장 큰 낙폭을 보였던 필라델피아 반도체지수는 2024년 7월 고점 대비 -28.3% 하락
- S&P500 대비 필라델피아 반도체지수 상대 수익률을 강도는 -14.8%를 기록하며 2023년 1월 레벨로 복귀. 상대 수익률이 고점을 달성 후 내려올 경우 과거 데이터 기준 40~50%의 하락폭을 기록. 이를 적용할 때 상대적 수익률을 강도 레인지 하단은 -16%
- 상대 수익률 강도가 약 -15% 가량 떨어졌고, -16%가 역사적 평균임을 감안할 때 성장주의 추가 하락 룸은 여전히 남아있으나, 하락 속도는 점차 제어될 가능성이 높다 판단

필라델피아 반도체지수 & S&P500 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P500 대비 필라델피아 반도체지수 상대 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 수익률 방어에 도움을 준 저변동성 팩터

- 스타일 팩터들의 3월 수익률은 저변동성(0.1%) 전략을 제외하고 모두 (-) 수익률을 기록
- 상대적으로 견고한 수익률을 보인 팩터는 고배당(-1.3%) 팩터였으며, High Beta와 Growth는 각각 -11.8%, -9.7% 수익률을 기록하며 부진한 모습을 보임

스타일 팩터 기간별 수익률

팩터	1M	3M	6M	YTD
Momentum	-5.8%	-3.5%	1.6%	42.1%
Growth	-6.8%	-9.7%	-3.4%	26.8%
Quality	-4.9%	-2.1%	-2.3%	23.6%
High Dividend	-1.3%	1.5%	-4.1%	10.7%
Low Volatility	0.1%	2.7%	17.2%	17.2%
Enhanced value	-0.3%	4.5%	2.9%	14.1%
Value	-2.7%	-1.0%	-4.3%	8.6%
High Beta	-8.7%	-11.8%	-12.0%	-0.7%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

3월 기준 저 변동성 팩터가 가장 견고한 수익률 기록



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 3월에도 US 보다는 Non-US

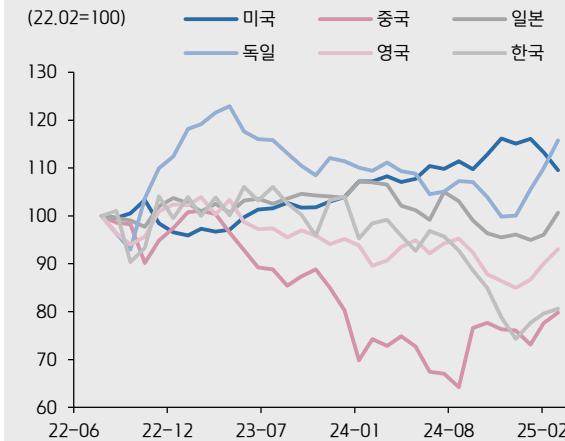
- 전세계 시가총액 대비 미국 시가총액 비중은 고점 대비 -2.9%p 하락한 47.7% 기록
- 주요 선진국 별 증시 상승 속도 역시 미국은 부진했던 반면 독일, 영국, 중국, 한국, 일본 등은 연초 이후 반등 흐름 연출
- 특히 트럼프의 방위비 요구에 따라 자체적 안보 체재를 갖추기 시작한 독일, 영국 등은 많은 재정 지출을 통해 관련 산업 지원을 시작했고, 유럽 증시는 방산 산업을 중심으로 견고한 모습을 보임

전세계 시장에서 미국 기업들이 차지하는 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2022년 이후 주요 선진국 별 증시 상승 속도 비교

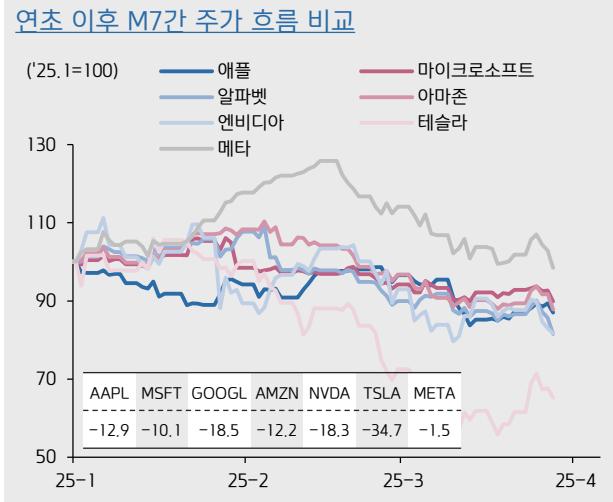


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

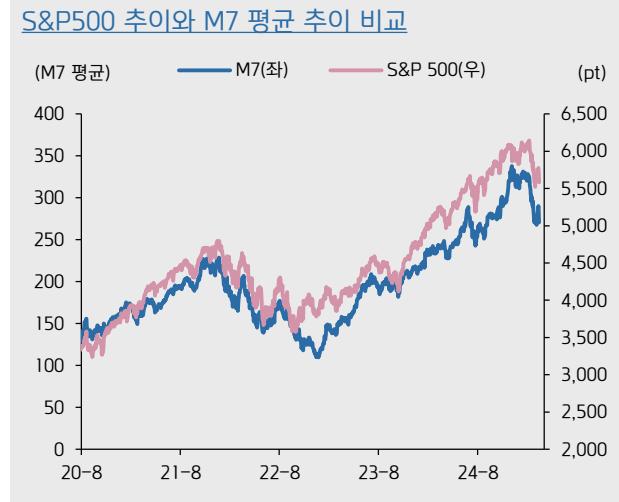


◆ 여전히 부진한 모습 보이고 있는 M7

- 증시 하락이 시작된 2월 동안 가장 큰 낙폭을 보인 M7은 테슬라(-34.7%)이고, 그 뒤는 구글(-18.5%)과 엔비디아(-18.3%)
- Ad 테크에 대한 수익성 실현으로 메타가 상대적으로 하락폭이 제한되었고, 일론 머스크의 정치 행보 및 BYD와 같은 경쟁사 출연 등이 테슬라에게 부담으로 작용
- 2025년 2월 20일 이후 시작된 증시 조정 흐름 속에서 M7이 S&P500 대비 상대적으로 더욱 큰 낙폭을 보임



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 2/28일 기준 연초대비 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 경기가 식어가고 있지만, 침체에 대한 가정은 아직

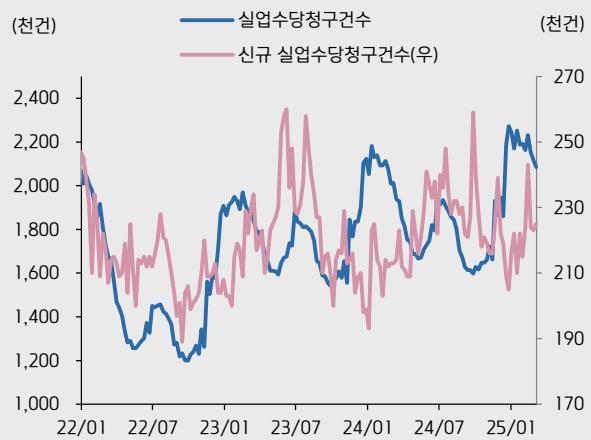
- 애틀란타 연은의 GDP Now는 -2.8% 를 기록하며 여전히 미국 역성장 가능성을 시사. PCE 물가 전망 역시 0.29% 로 2020년 11월 이후 가장 낮은 수치를 기록 중
- GDP Now의 급락 원인으로 지목되는 것은 미국의 무역적자 확대. 다만, 1월 미국 무역수지(1,314억 달러)가 전월(981억 달러)보다 급격하게 늘어난 원인은 금의 수입이 일시적으로 늘어났기 때문
- 금의 수입이 정상화되어 무역수지 적자가 되돌려질 경우 GDP Now의 수치 역시 0%대 초반으로 복귀할 것이라 판단
- 실업수당청구건수 및 신규실업수당 청구건수는 범피한 모습을 보이지만 2022년 7월 이후 점차 우상향 하고 있는 상황
- 선행지표를 보면 경기가 점차 식어가는 것은 부인할 수 없지만, 경기 침체를 우려할 만큼의 하락 속도는 아님

애틀란타 연은의 GDP Now



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

실업수당청구건수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 은행 규모에 따라 다른 양상을 보이는 대출 증가율

- 대형 은행 대출 비율 상승률은 2.7%로 높아져 -0.3% 저점 수준에서 빠르게 복귀하는 중
- 다만 중소형 은행의 대출 상승률은 2023년 3월 고점을 달성 후 꾸준하게 하락하며 2025년 3월 기준 2.6% 수준으로 둔화
- 올해 대출 연체율은 중소형 은행 기준 7%대 초반으로 내려왔고, 100대 대형은행은 2.97% 선에서 유지되는 중
- 2~3%대 연체율을 유지하고 있는 대형은행의 경우 대출 추가 집행이 늘어나는 반면 7%대 연체율을 기록 중인 중소형 은행의 경우 추가 대출 집행이 줄어들고 있는 상황
- 위 현상을 통해 미국 경기를 바라볼 경우 1)코로나 이후 고소득군과 저소득군 간 양극화 심화는 부정적 요인이나, 2)대출 기준이 엄격한 대형 은행들의 대출 집행이 늘어나고 있다는 점은 긍정적 요인으로 수용할 수 있음

미국 은행 대출금 변화율 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

은행 규모별로 살펴본 대출 연체율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

대출 종류별로 구분해서 본 연체율



부동산담보대출 연체율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

상업, 산업 대출 연체율



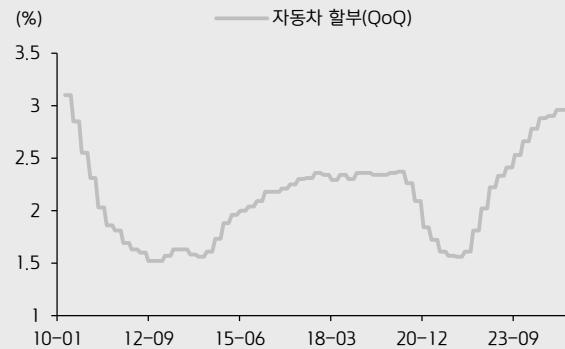
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

신용카드 연체율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자동차 할부금 연체율



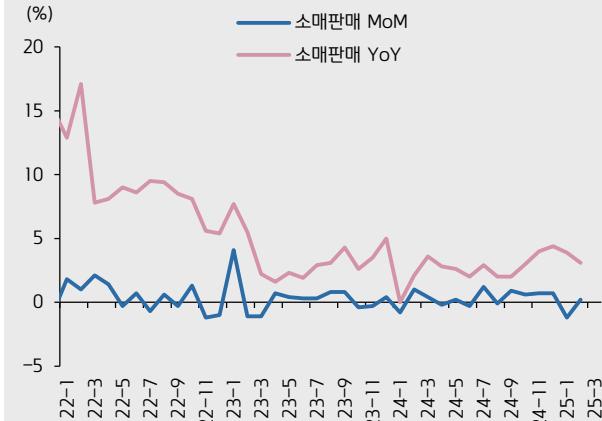
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 성장 구간으로 복귀한 소매판매지수와 부진한 소비심리

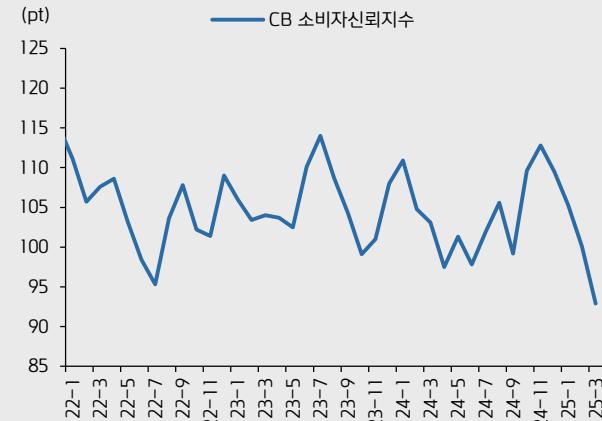
- 미국 2월 소매판매는 MoM +0.2%, YoY +3.1%를 기록하며 1월 부진 흐름에서 일부 회복. 1월 소매판매는 겨울철 한파와 자연재해 영향으로 부진했지만, 시간이 흐르며 관련된 영향력이 줄어들자 2월 소매판매는 (+) 구간으로 복귀
- 반대로 2월 CB 소비자신뢰지수는 92.9pt를 기록해 전월 대비 부진한 모습을 보였고, 2021년 1월 이후 가장 낮은 수준을 기록
- 이를 종합하면 실제 소비 둔화가 아직까지 두드러지고 있지는 않지만, 소비 심리가 훼손되고 있음을 의미. 관세 정책 불확실성이 소비 심리를 불안하게 만드는 가장 큰 요인이라 파악
- 근래 필수지출 대비 재량지출 비중이 점차 줄어들고 있는 부분도 소비 심리가 점차 압박 받고 있음을 시사

미국 소매판매지수 MoM과 YoY 성장률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 CB 소비자신뢰지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 구인 공고를 통해 바라본 고용시장

- 구인 공고 수를 기반으로 노동시장 내 채용 수요와 고용 동향을 확인해 보면 구인 공고는 2022년 3월 160.6pt로 고점을 기록한 뒤 2025년 3월 108.2pt로 약간 하락
- 지금의 고용시장을 바라볼 때 유의해야 할 점은 흑백논리에 빠지지 않는 것. 2022년 과열되었던 고용시장이 점차 식어가고 있는 것은 맞으나, 고용시장 경색으로 해석하기엔 다소 무리가 있음. 실업률이 여전히 4.1%대에서 머물고 있고, 비농업고용 역시 2월 기준 15만개 이상 추가되었기 때문
- 전체 구인 공고 중 재택 및 유연근무가 언급된 공고 비중 역시 2025년 이후 다시 반등하는 모습을 보임
- 적정선에서 고용시장이 안정적으로 식어가면 오히려 임금상승률 둔화에 의한 물가 안정에 따라 경기 반등에 도움을 줄 수 있음

Job Postings Index



자료: Indeed, 키움증권 리서치센터

원격/재택이 언급된 구인공고 및 구직 검색 비율



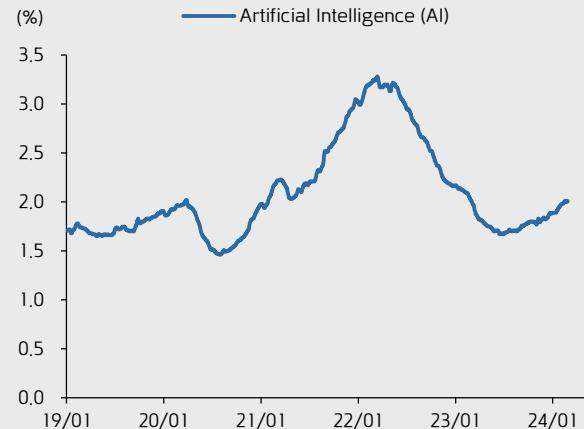
자료: Indeed, 키움증권 리서치센터



◆ 2025년 이후 기업들의 AI 관련 인력 수요

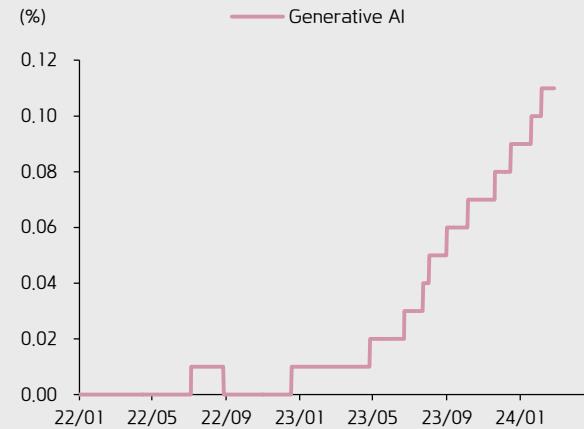
- AI 관련 성장주 기업들의 주가는 2025년 이후 하락하고 있지만, AI 관련 구인 공고 수는 지속해서 늘어가고 있는 상황
- AI 관련 구인 공고가 전체 공고에서 차지하는 비율은 2023년 6월 1.67%로 저점을 기록한 뒤 2025년 3월 2.6%까지 높아짐
- 생성형 AI(Generative AI) 관련 구인 공고 비율 역시 2023년 5월을 시작으로 0.27%까지 확대
- AI의 수익화 가능성에 대한 시장의 의구심은 계속되고 있는 상황이지만, 기업 입장에서는 AI 관련 인력 확보를 위해 박차를 가하고 있는 상황

인공지능(AI) 관련 구인 공고의 비율



자료: Indeed, 키움증권 리서치센터

생성형 AI 관련 구인 공고의 비율



자료: Indeed, 키움증권 리서치센터



◆ 부채한도 협상과 연결해서 본 TGA 및 RRP

- 3월 TGA 잔액은 2,806억 달러를 기록해 전월 대비 급락. 2월 TGA 잔액은 약 8,000억 달러 수준에서 유지되었지만, 부채한도 협상이 배제된 임시 예산안이 통과되고, 정부 특별조치가 1월 21일 이후 진행되며 상당히 빠른 속도로 TGA를 소진함
- RRP 잔액은 TGA 잔액과 반대로 오히려 확대. 2월 초 580억 달러까지 내려갔으나, 3월 말 기준 2,910억 달러로 늘어나며 TGA 잔액을 상회
- RRP 잔액이 급증한 원인은 부채한도 협상이 진행되지 않아 국채가 발행되지 않자 MMF의 단기 자금이 RRP로 몰려들기 때문
- 다행인 부분은 4월 15일이 납세 만기인 만큼 한달 정도는 세입을 통해 정부 운영을 할 수 여유 기간이 생긴다는 점. 하지만 세입 금액 대비 세출 금액이 많은 미국 특성상 5~6월 사이 부채한도 협상이 진행되지 않을 경우 유동성 불안이 높아질 여지가 존재
- 3월 기준 지급준비금은 3.45조 달러로 증가했고, M2 증가율 역시 YoY +3.9%인 만큼 당장의 유동성 리스크는 높지 않은 상황

TGA 잔액 및 RRP 잔액의 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

지급준비금 및 M2 기준 유동성 환경은 양호



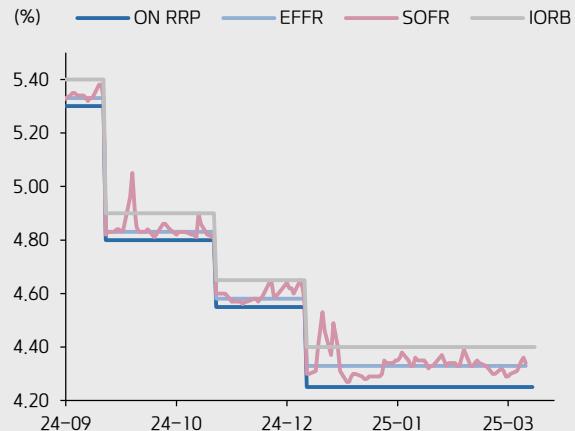
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 4월 세금 납부 시즌과 단기자금의 관계

- 지금준비금이 늘어나고 4월 세금 납부 시즌이 다가오면서 SOFR 금리는 안정된 추세를 보이고 있음. 3월 기준 SFOR 금리는 4.34% 수준으로 EFFR과 유사한 레벨에서 움직이고 있음
- 2월 SOFR은 IORB 레벨을 잠시 터치했지만, 3월에는 오히려 금리 하단인 ON RRP 레벨 부근에서 움직이는 모습을 보임
- QT 중단 논의 및 부채한도 협상 관련 시기가 아직 정해지지 않았지만, 단기자금 시장에서 받는 스트레스가 일부 감소한 것
- SOFR과 RRP 금리 차는 6.6% 수준으로 과거 레포 발작 시기인 20.8% 보다는 낮은 상황
- 중요한 부분은 4월 세수 규모. 세입이 예상을 크게 하회할 경우 TGA 감소 속도가 더욱 빨라지고, 부채한도 노이즈가 더욱 높아질 수 있어 단기 유동성 스트레스가 높아질 수 있기 때문. 다만 세수가 예상 수준에 부합하거나 웃돌 경우 단기 자금 이슈는 4월 동안은 소강 상태를 보일 가능성이 높을 것으로 예상

미국 금리 변화 추이(RRP, EFFR, SOFR, IORB)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

단기자금 경색을 간접적으로 보여주는 SOFR-RRP



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 4월 15일까지 마감되어야 하는 세금 신고

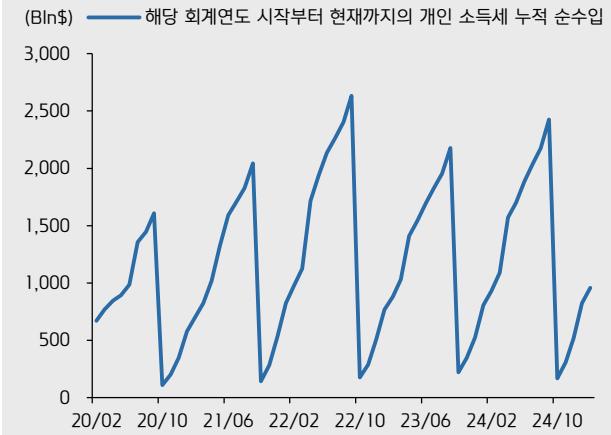
- 4월 15일(화요일)은 미국 연방 소득세 신고 마감일. 물론 신고 기한 연장을 신청할 경우 6개월 연장이 가능하지만, 대부분의 납세자들은 해당 마감 기일을 준수
- 납부 세금으로는 개인 소득세, 사회보험세, 법인세 등으로 구성되어 있음. 이중 개인 소득세는 가장 큰 비중을 차지하는 세입 항목이며 “개인” 자영업자와 근로소득자들에게 부과되는 모든 과세 대상 항목을 합산한 금액
- 사회보험세는 근로소득에서 원천징수되는 세금으로, 사회보장연금과 메디케어 운영을 위한 재정을 마련하는 데 사용됨
- 법인세는 기업 이익에 부과되는 세금으로 전체 비중에서 약 9% 정도를 차지
- 새로운 회계연도 시작인 2024년 10월부터 현재까지 누적된 개인 소득세 순수입(총 수입-환급액)은 약 1.06조 달러 수준

세금 항목 분류 및 설명

세목	비중	설명
개인 소득세	약 49%	가장 큰 비중의 세수원으로, 개인 소득에 부과
사회보험세 (급여)	약 35%	사회보장(SSA) 및 메디케어(Medicare) 재정 지원용
법인세	약 9%	기업의 이익에 대해 부과되는 세금
기타 세금	나머지	관세, 소비세, 부동산세, 증여세, 연준 수익 등 기타 항목 포함

자료: 키움증권 리서치센터

회계연도 시작 이후 현재까지의 누적 소득세 순수입



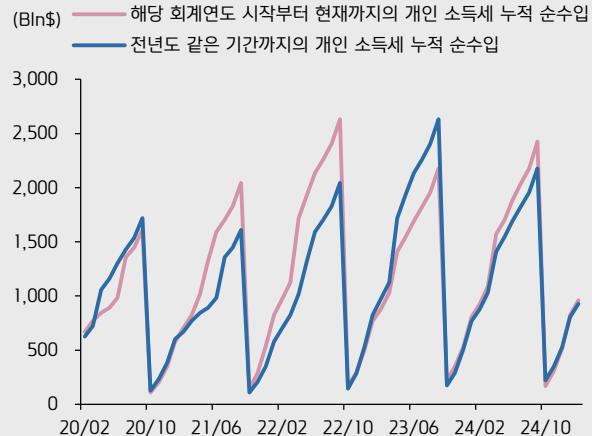
자료: fiscaldata, 키움증권 리서치센터



◆ 소득세와 법인세 현황 검토

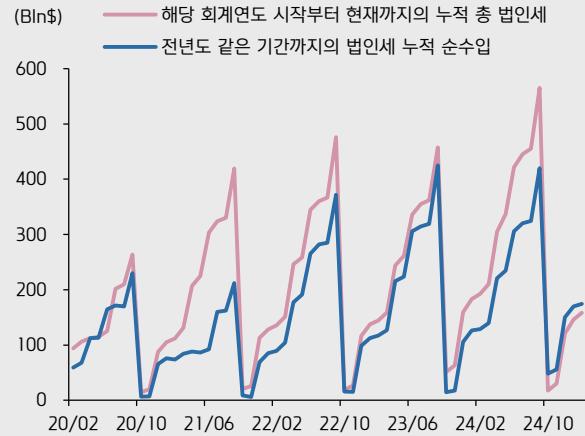
- 사회보험세는 원천징수 항목이기에 따로 신고할 필요가 없지만, 개인 소득세와 법인세는 4/15일까지 신고를 마감해야 함
- 아직 신고가 마감되지는 않았지만, 회계연도 시작부터 현재까지 누적된 소득세 순수입(총 수입-환급액) 금액은 약 1.06조 달러. 이는 작년 동일 시점 누적액 대비 약 302억 달러 정도 많은 금액
- 법인세의 회계연도 시작부터 현재까지 누적된 수입액은 약 1,579.6억 달러. 이는 작년 동일 시점 누적액 대비 약 306억 달러 정도 적은 금액
- 현재 까지만 놓고 보면 개인 소득세는 작년보다 조금 나은 상황이며, 법인세 부문은 작년 대비 조금 부진. 다만 (+)된 부분과 (-)된 부분을 상쇄할 경우 전체 누계액에서 작년과 큰 차이는 없음

해당 회계연도~현재까지의 누적 개인 소득세 비교



자료: fiscaldata, 키움증권 리서치센터

해당 회계연도~현재까지의 누적 법인세 비교



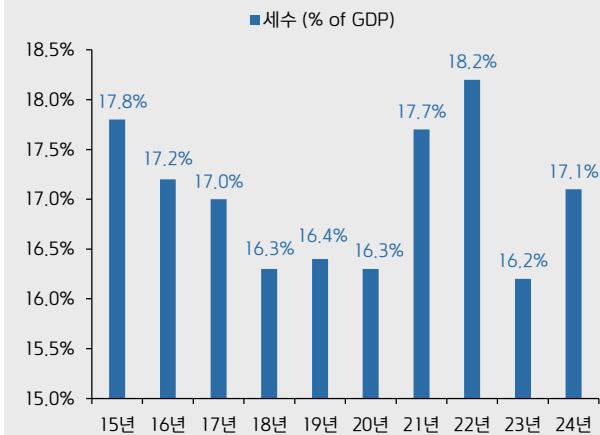
자료: fiscaldata, 키움증권 리서치센터



◆ GDP 대비 세수 비중 변화

- GDP 대비 세금 수입이 차지하는 비중은 2024년 기준 17.1%를 기록하며 2023년 대비 0.9%p 상승
- 다만 2017~2020년 트럼프 1기 시절 GDP 대비 세수 비중이 16%대 초반 레벨이었음을 감안할 때, 트럼프 2기 집권기간 속 GDP 대비 세수 비중은 점차 내려갈 수 있을 것으로 전망

GDP 대비 세입(Revenue) 비중



자료: fiscaldata, 키움증권 리서치센터

GDP 대비 세입(Revenue) 비중 예상 흐름



자료: fiscaldata, 키움증권 리서치센터



◆ 4월 2일 발표될 관세 부과 항목

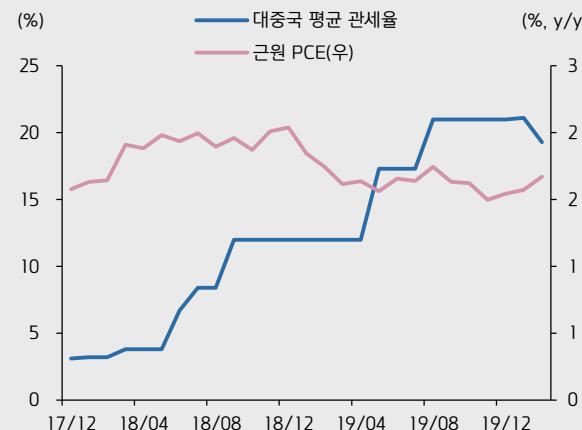
- 트럼프는 4 월 2 일을 "해방의 날"이라 칭하며 대규모 관세 부과를 예고. 여기서 예고된 관세는 상호관세이며, 기본 원칙은 상대국이 미국산 제품에 부과하는 관세 수준에 맞춰 미국 수입품에도 관세를 부과하겠다는 것
- 현재까지 미국이 수입품 및 수입국에 부과한 관세는 알루미늄·철강 25%, 캐나다·멕시코 25%(자동차 유예), 중국 10%, 콜롬비아 25% 등으로 분류됨. 4/2 일 이후 확장될 관세 유니버스는 미국에서 생산되지 않은 자동차 25%, EU 제품(품목 및 수준 미정), 중국 10%→20%, 베네수엘라 發 석유 및 가스 수입국 25% 등이 거론되고 있는 상황
- 미국의 관세 부과가 본격적으로 시행되면 환율 관련 노이즈가 국가간 발생할 수 있음. 관세 부과 상대국은 자국 통화 가치 조절을 통해 수출 경쟁력을 유지하고 싶기 때문. 하지만, 미국 입장에서 이렇게 될 경우 관세에 의한 효과가 사라지게 되기에 갈등이 생길 수 있음

미국의 중국 수입품 물가 vs 대중국 평균 관세율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

대중국 평균 관세율 vs 위안화 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 제조업과 달러 패권 관점에서 본 관세 부과

- 트럼프의 경제자문위원회 의장을 맡고 있는 스티븐 미란의 보고서에는 마라라고 합의(Mar-a-Lago Accord)가 등장. 이는 달러 가치를 약화시켜 미국의 수출 경쟁력을 높이려는 시나리오이며 근래 주목을 받고 있는 상황
- 스티븐 미란의 보고서를 요약하면 “기축통화인 달러에 대한 글로벌 수요 상승 → 달러 가치 과대 평가 → 무역 시장 내 미국 상품 가격 경쟁력 약화 → 미국 제조업 부진 → 경기 활성화를 위한 정부 지출 투입 → 정부의 부채 부담 상승”으로 정리할 수 있음
- 즉 달러 패권 유지와 제조업 경쟁력 약화 간 트레이드 오프 관계가 설명된 것이며, 관세의 도입은 이러한 트레이드 오프를 해결하기 위한 근본적 방안으로 제시
- 관세를 통해 무역수지 적자에 의한 정부 부채 부담도 줄이고, 자국 제조업 부흥을 유도하겠다는 의도인 것. 이러한 목적에서 관세 정책이 시작된 것이라면 정부의 관세 추진은 단거리 달리기 경주가 아닌 장거리 마라톤일 수 있음

실질무역가중 달러 인덱스 vs 미국 무역수지



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 관세를 효과적으로 활용하기 위한 배경

- 2018년 대중국 관세가 부과된 이후 중국산 물건의 가격은 예상보다 높아지지 않았음. 원인은 위안화 환율이 관세가 부과된 수준에 맞추어 올랐기 때문. 2019년 8월 미국이 중국을 “환율 조작국”으로 지정한 것은 이러한 맥락에서 이해할 수 있음
- 현재 미국의 환율 관찰대상국 지정 기준은 3가지. 1)대미 무역 흑자: 150억 달러 이상, 2)경상수지 흑자: GDP 대비 3% 이상, 3)외환 시장 개입: 12개월 중 8개월 이상 GDP 대비 2% 이상의 달러 순매수
- 위 3가지 기준 중 2가지 이상을 충족하게 될 경우 관찰대상국에 지정되며 모든 기준을 충족하게 될 경우 심층분석대상국으로 지정
- 미국은 관세 카드를 통해 협상 테이블에서 우위를 차지하고자 노력할 것이기에, 만약 상대국이 환율 조정으로 관세 효과를 무력화 하려 시도할 경우 이에 민감하게 반응할 것
- 트럼프의 약달러 주장은 자국 제조업 경쟁력 강화 뿐 아니라, 관세를 보다 효과적인 무역 카드로 활용하기 위한 판단으로 보임

환율 관찰국 지정 기준 및 재무부 선정 국가

미국 환율 관찰대상국 지정 기준

대미 무역흑자: 150억 달러 이상

경상수지 흑자: GDP 대비 3% 이상

외환시장 개입: 12개월 중 8개월 이상 GDP 대비 2% 이상의 달러 순매수

미국 재무부 지정 환율 관찰대상국

한국

대만

중국

싱가포르

일본

베트남

독일

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

대중국 평균 관세율 vs 위안화 환율

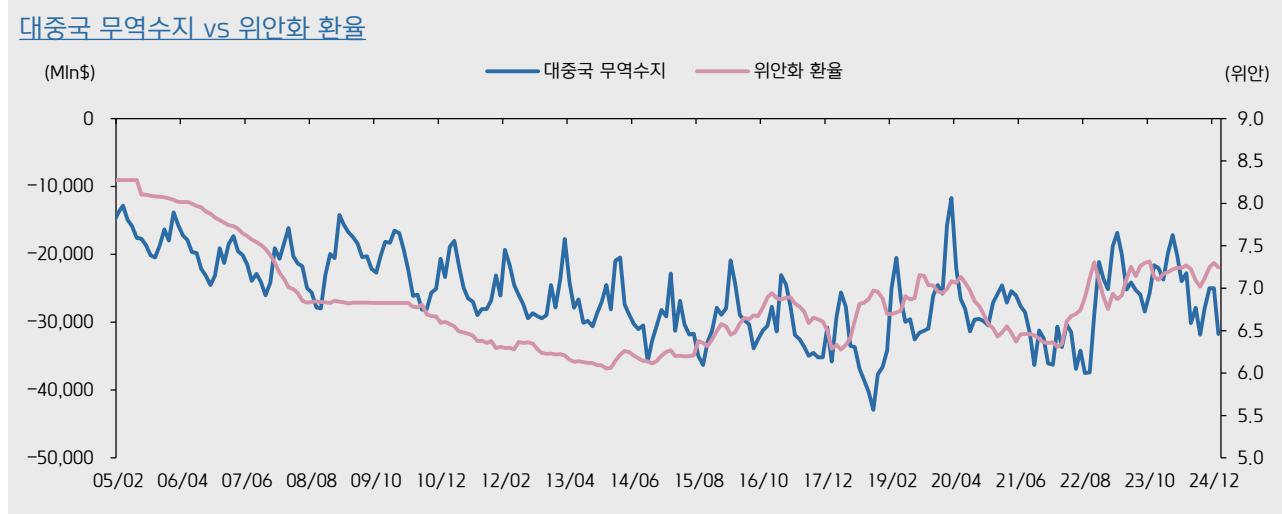


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 무엇을 요구할 것인가?

- 관세를 통해 상대국보다 높은 협상력을 보유하게 될 경우 트럼프는 미 국채 수요 유도를 진행할 수 있음. 앞서 언급한 스티브 미란 보고서엔 100년 만기 무이자 채권 관련 내용이 존재
- 동맹국들이 준비자산으로 보유하고 있는 10년 이하 만기 미국채를 100년 만기 무이자 채권으로 전환하도록 요구하는 것
- 미국채에 대한 글로벌 수요를 높이려는 이유는 채권 금리를 낮추어 정부의 이자 부담을 줄이기 위함. 미국의 이자 지출은 2024년 처음으로 국방비 지출을 넘어선 상황
- 물론 무이자 100년 만기 채권 관련 시나리오는 사실상 영구채를 강매하는 것이므로 현실성이 높지는 않지만, 관세율 조정을 당근으로 내밀고 동맹국이 수용 가능한 선에서 미국채 매수를 요구하는 전략은 현실성이 있다 판단
- 이를 통해 미국 정부는 고질적 무역수지 적자가 정부 부채 부담으로 연결되는 고리를 끊겠다는 계산을 하고 있는 것



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 가상자산 활용과 관세 정책

- 3 월 6 일 트럼프는 비트코인 관련 행정명령을 발의. 이를 통해 트럼프는 세금 사용 없이 비트코인 매입 방안을 마련하라는 미션을 재무장관과 상무장관에게 동시에 하달
- 한편 신시아 루미스 상원의원은 “비트코인 비축 법안”을 제안. 이는 5 년간 매년 20 만 비트코인을 매입해 총 100 만 비트코인을 확보하는 계획이며 구체적 방안으로는 1)포트녹스 안의 금 시가를 재평가, 2)외환안정기금(ESF) 자금 활용 등이 언급
- 가상 자산 활성화 목적은 1)스테이블 코인을 통한 새로운 매입 주체 확보, 2)가장 자산 평가 가치 상승을 근거로 정부 부채 일부 상쇄 등으로 정리할 수 있음. 아직 실현 여부는 확정할 수 없지만 부정할 수 없는 것은 트럼프 정권이 이를 적극적으로 추진하고 있다는 것
- 비트코인은 “디지털 금”이라 불리는 만큼 헛지 수단으로 활용 가능. 이에 인플레이션 우려를 높이는 관세 정책과 비트코인 매입 정책은 상호 보완적인 관계에 놓여있음

비트코인 매입 관련 트럼프의 행정명령 발의



자료: 나무위키, 키움증권 리서치센터

비트코인 관련 행정명령 내용 정리

항목	내용
행정명령 발표일	2025년 3월 6일
비트코인 비축	몰수된 비트코인 기반 전략적 비트코인 비축 설립
운용 방식	비트코인을 매각하지 않고 장기 가치 저장소로 유지
기타 디지털 자산	비트코인 외 이더리움 등 포함한 별도 스톡파일 구축
자산 확보 방식	몰수된 자산만 포함, 직접 구매 금지
예산 방침	세금 부담 없이 확보하는 예산 중립적 전략 수립

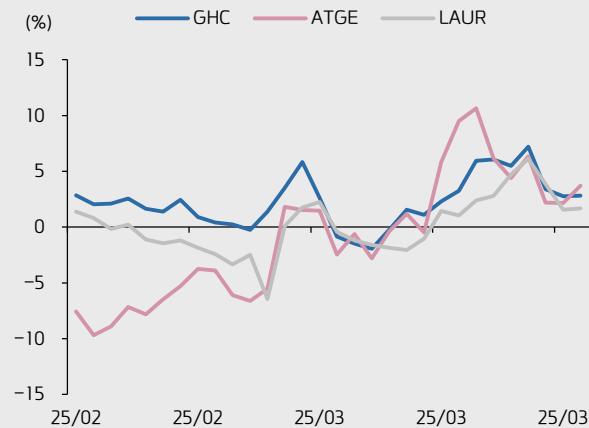
자료: 키움증권 리서치센터



◆ 교육부에 칼을 빼든 트럼프

- 2025년 3월 11일 미국 행정부는 1,300명 이상의 교육부 직원에게 해고를 통지. 트럼프 2기 집권 후 교육부 인원이 4,133명에서 2,183명으로 약 47% 감소한 것
- 대외적 명분은 “교육의 자율권 보장”이지만, 실질 목적은 연방정부 비용 절감에 있음. 교육부 예산은 FY2024 기준 2,680억 달러로 총 연방지출의 4%를 차지하나 대부분 재량지출로 이루어져 있어 예산 감축 타겟이 되기 용이
- 교육부 축소에 따라 공립학교 예산이 줄어들어 차터스쿨, 사립학교, 홈스쿨링 등 사적 교육기관이 혜택을 보고 있으며, 연방 정부 차원의 엄격한 규제를 받던 영리 대학들 역시 규제 완화 관점에서 수혜를 봄
- 교육부 대량 해고 이후 긍정적 주가 상승을 보인 기업들의 공통적 특징을 분류해 보면 1)대학생을 대상으로 교육하는 사적 교육 기관, 2)간호사, 기술, 전문직 등 직업 관련 교육 기관, 3)온라인 중심 교육 제공 등으로 정리 가능

대규모 해고 후 Edu 기업 수익률 변화

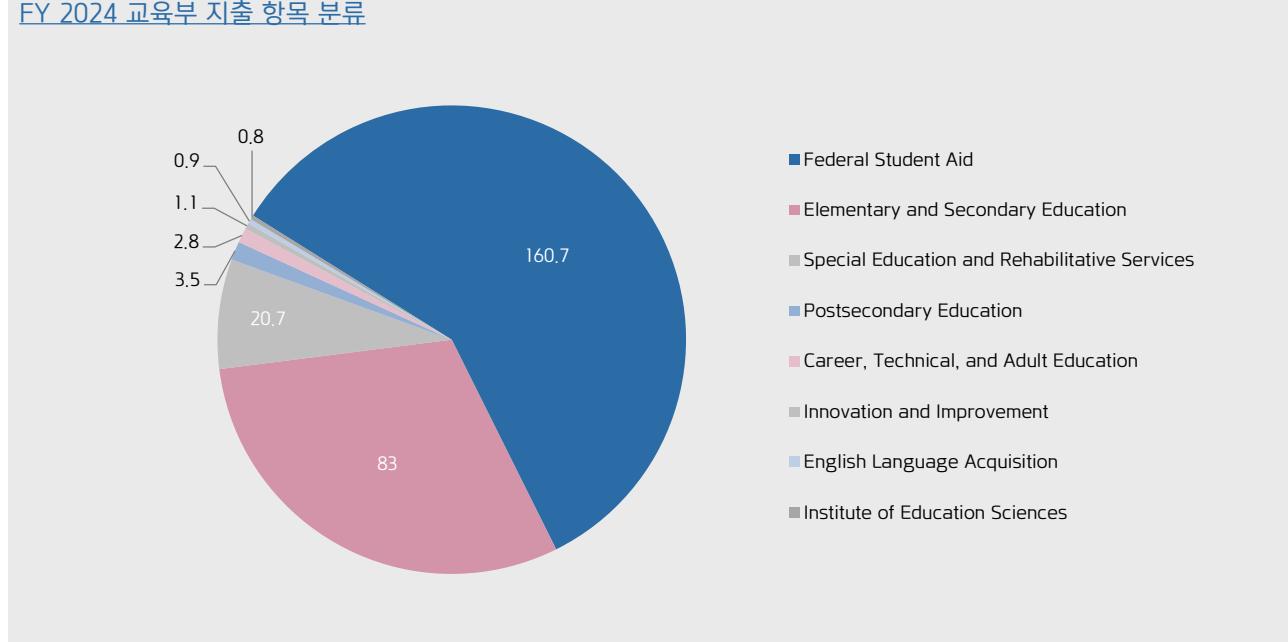




◆ 무엇이 문제로 거론되고 있을까?

- 교육부 예산의 약 60%인 1,607 억 달러는 연방 학자금 지원국(FSA)에서 사용됨. FSA의 주 업무는 할당 받은 자금으로 매년 보조금, 대출, 근로장학금 배분 등을 감독하는 것. 이번 구조조정 과정에서 FSA 전체 직원 약 1,400 명 중에서 약 25%인 326 명이 해고됨
- 전 바이든 행정부 교육부 관리가 FSA에는 허수 인원이 거의 없다고 언급한 것을 감안할 때 이번 해고로 실무에 차질이 생길 가능성이 높음. 그 실무는 학생들에게 “보조금” 및 “장학금” 등을 지급하는 일이며 재정 지원신청서 처리 지연, 학생대출 연장 등이 예상됨

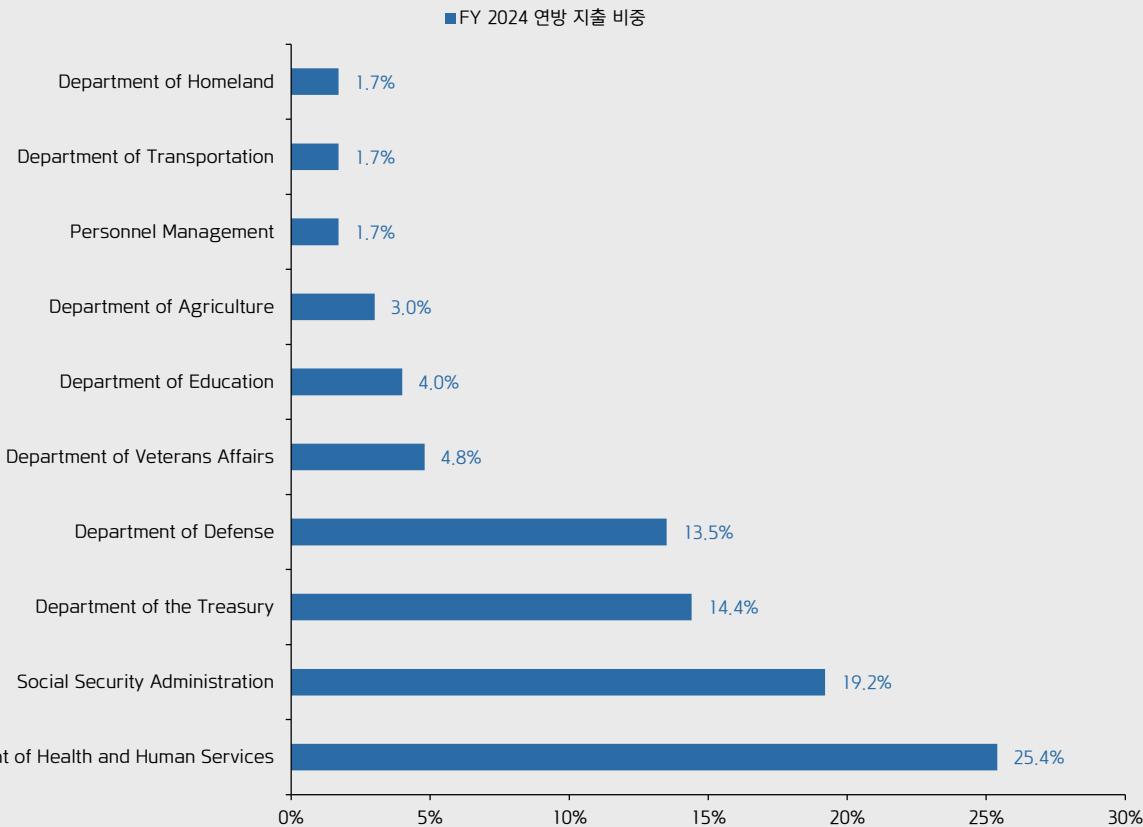
FY 2024 교육부 지출 항목 분류



자료: fiscaldata, 키움증권 리서치센터



FY2024 연방 정부 지출 비중 및 항목 분류



자료: fiscaldata, 키움증권 리서치센터



관세 노출 최소화된 방어적 포트폴리오 구축 필요

테마	업종	세부 테마	종목	투자 포인트	시가 총액 (\$mln)	1M (%)	YTD (%)
관세 불확실성 회피	에너지	천연가스 업스트림+ 미들스트림	EQT(EQT)	<ul style="list-style-type: none"> 미국 최대 천연가스 생산 기업으로 천연가스 파이프라인 운송 기업인 Equitrans Midstream와의 합병을 통해 생산과 운송을 통합한 수직 계열화(업스트림+미들스트림) 달성 동종업계 대비 비용 구조 개선으로 손익분기점을 낮춰 현금 창출 능력을 강화한 점이 차별화 요인 전력 수요 확대와 LNG 수출 확대 모멘텀 유효. 에너지 섹터 내 천연가스(P 방어) 벤류체인 선호 	32,190	11.9	16.9
	에너지	천연가스 미들스트림	타르가 리소시스 (TRGP)	<ul style="list-style-type: none"> 퍼미안 분지에서 가장 큰 천연가스 수집 및 가공 업체로 전체 천연가스 수집량 중 약 80%가 퍼미안에서 발생. 수집한 천연가스를 NGL로 분리, 수송, 판매하는 통합 솔루션 제공 자본지출 감소와 주요 프로젝트 완공 영향으로 FY2025 현금흐름 강화 및 대차대조표 개선 전망 전력 수요 확대와 LNG 수출 확대 모멘텀 유효. 에너지 섹터 내 천연가스(P 방어) 벤류체인 선호 	44,185	0.7	13.8
	헬스 케어	의료 유통 및 서비스	매케손(MCK)	<ul style="list-style-type: none"> 미국 내 의약품 유통 시장 점유율 1위 기업으로 Cencora, Cardinal Health와 95% 이상 과정 미국 내에서 96%의 매출 발생, 관세와 지정학적 리스크에서 보다 안전한 포지션 구축 최근 GLP-1 수요와 암 환자 수 증가에 따른 의약품 유통 부문 매출 증가세 뚜렷. 안과 특수 의약품 분야로의 확장을 위해 Prism Vision Holdings 지분 80% 인수 결정, EPS 상승 기여 전망 	84,431	5.2	18.2
정책 불확실성 회피/금리 하락 수혜	부동산	헬스케어 리츠(REITs)	웰타워(WELL)	<ul style="list-style-type: none"> 미국 최대 규모 노인 주거 및 의료시설 운영 사업 영위하는 리츠 미국 내 베이비부머 세대의 고령화로 시니어하우징에 대한 수요는 계속해서 늘어날 전망. 반면 신규 공급은 고금리와 건설 비용 증가 여파로 제한된 상황. 중장기적인 성장 기대 리오프닝 효과 이후 입주율 상승 속도가 정체된 상황 속에서 새로운 매출 성장의 방안으로 헬스케어와 웰니스 부동산 자본 투자를 위한 제 3자 자본을 활용한 사모펀드 운용 사업 진출 	98,858	0.4	22.3
	부동산	소매 리츠 (REITs)	리젠테이션 센터스(REG)	<ul style="list-style-type: none"> 주거지 근접성이 높은 차도에 가깝게 모여 있는 소형 야외 쇼핑센터인 스트립 몰(Strip mall) 운영. 인구 밀도가 높고 평균 가구 소득이 높은 지역을 중심으로 한 부동산 포트폴리오 보유 테넌트 내 생활 필수소비재 비중이 높으며, 온라인 쇼핑, 음식 배달, 하이브리드 근무 등이 대중화되면서 수요 증가. 반면 건설 비용 증가와 소비 패턴 변화로 신규 공급은 '00년 이후 감소세 	13,770	-4.1	-0.5

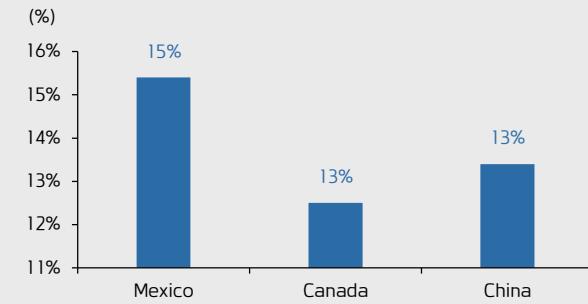
자료: 키움증권 리서치센터
주: 2025.04.01 기준



◆ 다시 한번 되짚어보는 트럼프 정책과제

- 트럼프는 취임과 함께 미국우선주의(America First)를 지향
- 입법 의존하지 않고 의회 견제 받지 않는 행정권한 활용해 비경 제적 정책목표 달성하고자 하는 의도에 부합하는 다목적 수단이 바로 관세, 수출통제, 해외투자 규제 등 카드. 따라서 대중국 견 제를 위해 관련 조치들 임기 내내 이어질 수도 있다는 생각
- 1기와 유사하게 정책 불확실성 확대와 대외 갈등 예상보다 장기 회될 가능성 배제할 수 없음. 시장이 트럼프 행정부 정책 스탠스에 적응하기 전까지 기업과 소비자 심리 경색될 수 있기에 일부 상품에서 산업 전반으로 불확실성 변질 수 있음. 단기적으로 수익 전망치 둔화는 불가피

미국의 멕시코, 캐나다, 중국 수입 비중



자료: Census, Haver Analytics, 키움증권 리서치센터

트럼프 2기 행정부 최우선 정책과제

안전한 미국 재건 (Make America Safe Again)

- 국경 보안 강화 : '잡아서 풀어주기(catch-and-release)' 정책 종료, 국경 장벽 건설, 범죄 은신처 단속
- 불법 이민자 추방 확장
- 난민 재정착 프로그램 일시 중단
- 국경 서비스를 위해 군대 배치
- 마약 카르텔 테러 조직 지정 및 처벌 강화
- 극악 범죄자에 대한 사형 적용 확대

에너지 자립과 경제 활성화 (Make America Affordable and Energy Dominant Again)

- 에너지 생산 촉진 : 기후 극단주의 정책 종료 및 허가 절차 간소화
- 소비자 선택권 강화 : 차량, 가전제품 등 규제 완화
- 에너지 비상사태 선언
- 파리기후협정 탈퇴
- 생활비 절감 조치 시행
- 미국우선무역정책(America First Trade Policy) 발표

정부 개혁과 부패 청산 (Drain the Swamp)

- 불필요한 공무원 채용 중단
- 불필요한 규제 철회
- 연방 직원 대면 근무 복귀 명령
- 정부의 정치적 무기화 중단
- 정부의 위헌적 검열 종료 및 언론 자유 보장
- 미국 우선 외교정책 시행

미국의 가치 회복 (Bring Back American Values)

- 교육 현장에서 전통적 가치와 애국심 교육 강조
- 문화, 언론, 기업 내 보수적 가치 확립 및 보호
- 종교적 자유와 표현의 자유 확대

자료: KIEP, 키움증권 리서치센터



◆ 트럼프 뜻 기대할 수 없다면, 연준 뜻은?

- 결국 트럼프가 주장하는 불공정 거래는 주관적 견해가 개입되어 있기에 4/2일은 종착점이 아닌 협상의 시작점. 오히려 우선적으로 강도 높게 제시될 가능성 높음. 관세에 대한 포괄적 검토는 광범위하고 복잡해 제품별 조사 수개월 소요. 이후 협상(보복 포함)을 통해 점진적으로 이를 낮출 것으로 생각
- 4/2일 상호 관세가 시장 예상보다 강하지 않게 발표되는 시나리오에서도 단기 반등은 있을 수 있으나, 상방은 제한될 것으로 전망. 현재로서 관세가 사라지지 않는 한 비용 증가와 인플레이션, 소비자/기업 신뢰도 하락으로 EPS 하향 추세 반전은 무리이기 때문
- 연준 뜻은 트럼프 뜻보다 실행 가능성 높음. 다만 노동 시장 둔화를 전제로 해 어차피 일정 수준의 조정을 견딜 필요

1Q25 GDP 성장 기대치의 약화



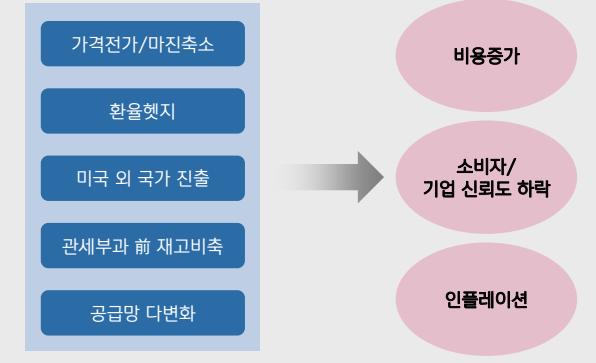
자료: 뉴욕 연은, 애틀란타 연은, 키움증권 리서치센터

관세 부과가 오히려 산업생산 감소로 이어지는 결과



자료: FRED, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

기업들이 시행 가능한 관세 대응안은 5가지



자료: 키움증권 리서치센터



◆ 서비스업 중심 방어주로 대응하는 것이 합리적

- 관세는 성장을 방해하는 결과로 빠질 가능성 높후. 트럼프 1기 대비 2기에서는 중복된 관세로 세율 더욱 높아질 수 있음
- 마진 축소/가격 전가에 따른 경제 활동의 둔화가 고용 및 GDP 성장 둔화시킬 수 있기 때문
- 단기적으로 안정적인 현금 흐름 보유하고 있고, 상대적으로 경기 침체와 관세 불확실성 회피 가능한 서비스업 중심의 방어주로 대응할 필요-헬스케어 서비스, 리츠
- 한편 금융 섹터는 제프리스 실적('24.12~'25.02) 부진, 캘리포니아 산불 피해, 관세 불확실성에 따른 거래 활동 지연 감안, FY1Q25 실적 부진에 유의

CEO 신뢰지수 하락은 향후 고용에 부정적



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

M&A 매출액 성장률 하락 전환



자료: Dealogic, 키움증권 리서치센터

CEO 신뢰지수와 GDP 성장률 추이



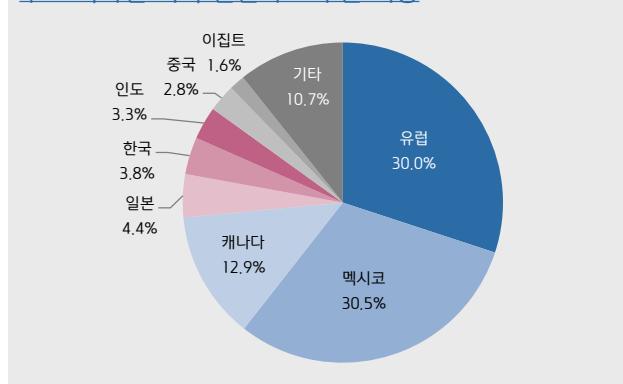
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ LNG 수출과 전력 수요 확대 기대감은 유효

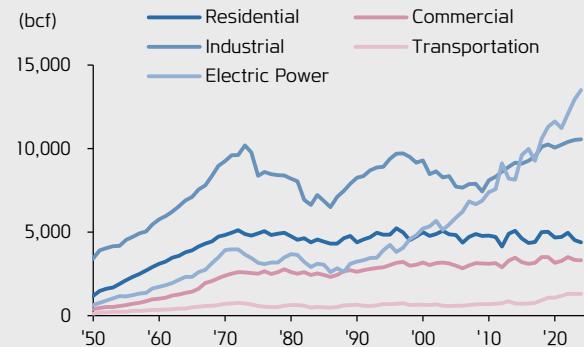
- 우크라이나를 경유하는 러시아 가스 공급망 차단으로 유럽에서 미국산 LNG 대체 중인 가운데 트럼프는 바이든 행정부의 LNG 신규 수출 허가 중단 조치 재개 및 에너지 비상사태 발표했으며 적극적인 관세 조치를 시행 중. 이에 중국이 LNG 관세 부과로 맞대응했으나, 오히려 이는 트럼프의 관세 조치가 LNG 수출 확대용 카드라는 것을 방증한다고 생각
- 따라서 협상을 통한 LNG 수출 증가 가능성 여전히 유효하다는 판단. 전력원으로서 천연가스 수요 증가하고 있다는 점도 감안한다면, 수급의 동반 확대로 수출 터미널 보유하거나 천연가스 운송하는 미들스트림 업종 수혜 전망
- (경기침체 방어 측면) 에너지 섹터 내에서도 수요처 다변화에 따라 Q 증가에도 P 방어가 효과적인 천연가스 선호(석유 대비)

주요 국가별 미국 천연가스 수출 비중



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

전력원으로서 천연가스 수요 높아진 상황



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

미국 LNG 수출 추이



자료: EIA, 키움증권 리서치센터



블룸버그 목표주가	USD 56.74
현재 주가 (4/1)	USD 53.88

Stock Data

산업분류	에너지
세부업종	석유 & 가스
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,633.07
시가총액(mln)	32,190.1
유통주식수(mln)	597.4
52주 최고	56.66
52주 최저	30.02
일평균거래량	8,225,383

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	16.9	11.9	48.6	45.2
S&P 500	-4.2	-5.4	-1.3	8.2
(23.04.03=100)	EQT			
200	S&P 500지수			
150				
100				
50				
'23/4 '23/10 '24/4 '24/10				

- 기업 개요:** EQT는 미국 최대 천연가스 생산 기업 중 하나로 주로 애팔래치아 분지의 마르셀러스 및 유티카 세일 지역에서 천연가스, 원유를 생산. 2024년 7월 천연가스 파이프라인 운송 기업인 Equitrans Midstream와의 합병을 통해 생산과 운송을 통합한 수직 계열화(업스트림+미들스트림) 달성을 통해 비용 구조 개선으로 현금 창출 능력 강화
- 투자 포인트:** 1) 전력 수요 확대와 LNG 수출 증가가 모멘텀으로 작용할 전망. 우크라이나를 경유하는 유럽 향 가스 공급망이 차단된 가운데 유럽 가스 시장에서 미국산 LNG 대체 중 트럼프는 취임 직후 바이든 행정부가 고수해온 LNG 신규 수출 하가 중단 조치 재개했으며, 에너지 비상사태와 적극적인 관세 부과를 진행. 중국(중국향 LNG 수출 비중 2%로 낮음)이 LNG 관세 부과로 맞대응했으나, 오히려 이는 트럼프의 관세 조치가 LNG 수출 확대용 카드라는 것을 방증한다고 생각. 실제로 인도와 일본 LNG 수입 확대 약속, 중장기적으로 LNG 수출 증가에 따른 수요 증가 모멘텀은 유효. 2) 데이터센터 수요가 높은 미국 동남부 지역에 위치한 유트리티 기업들과 프리미엄 가격이 반영된 장기 가스 판매 계약을 체결. 전력 수요 증가에 따른 직접적인 수혜. Q 증가에도 높은 수요로 P 방어 가능하기에 에너지 섹터 내 석유보다는 천연가스 밸류체인 선호. 3) 2024년 7월 천연가스 파이프라인 운송 기업인 Equitrans Midstream와의 합병을 통해 생산과 운송을 통합한 수직 계열화(업스트림+미들스트림) 달성을 통해, 이를 기반으로 동종업계 대비 비용 구조 개선으로 손익분기점을 낮춰 현금 창출 능력을 강화한 점이 차별화 요인.
- 실적 및 밸류에이션:** FY4Q24 헨리 허브 가격 하락으로 매출액 컨센트레이션 하회했으나, 생산량 증가와 자본지출 감소 영향으로 바텀라인 컨센서스 큰 폭으로 상회. FY2025 연간 생산량 상향했으며, 자본지출은 2억 달러 감소하는 수준으로 제시. 현재 12m fwd PER은 14배로 5년 평균(17배) 하회. FCF 손익분기점 하락으로 인한 현금흐름 증가로 자사주 매입 기대감 유효

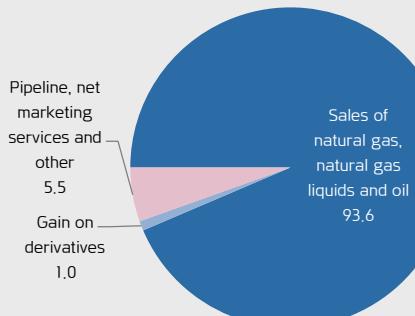
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	6,909	5,273	8,222	9,114
EBITDA	2,998	3,729	5,563	6,591
EBITDA 마진(%)	43.4	70.7	67.7	72.3
순이익	946	827	2,074	2,862
EPS	2.29	1.61	3.43	4.73
증가율	-26.4	-29.7	112.7	38.1
PER	16.9	31.0	15.7	11.4
PBR	1.1	1.3	1.3	1.3
ROE	13.4	1.3	9.2	12.2
배당지표수익률	1.2	1.2	1.2	1.2

주: 컨센서스는 2025.04.01 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

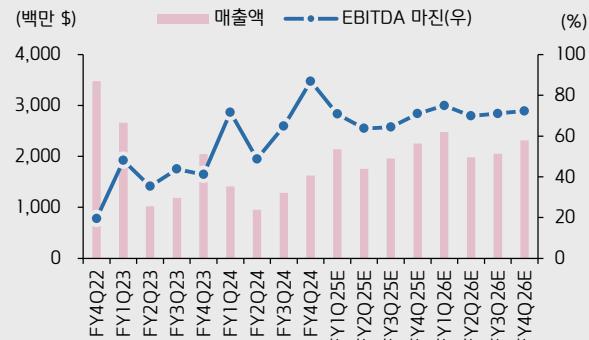


EQT 사업부별 매출액 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

EQT 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



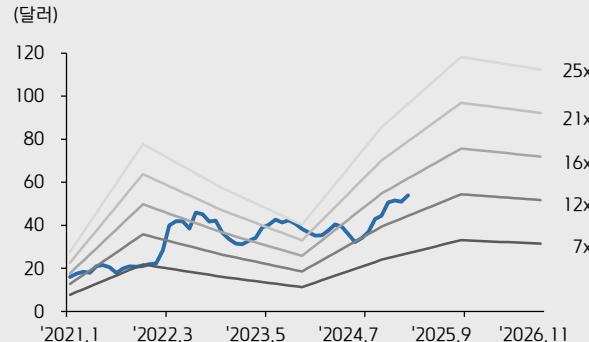
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

EQT 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

EQT 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	3,557	4,681	6,185	5,648	6,395
매출원가	3,260	3,844	4,084	4,144	4,565
매출총이익, GAAP	298	837	2,101	1,504	1,829
판관비	175	196	253	236	337
연구개발비	0	0	—	—	0
영업이익, GAAP	127	655	1,856	1,265	1,567
영업외(이익)손실	576	209	383	211	421
세전이익, GAAP	-144	-1,589	2,335	2,103	264
법인세비용	-299	-428	554	369	22
당기순이익, GAAP	-967	-1,156	1,771	1,735	231
EPS, GAAP	-3.71	-3.54	4.79	4.56	0.45
회석 EPS, GAAP	-3.71	-3.58	4.38	4.22	0.45
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	-51	302	1,262	946	827
EBITDA	1,547	2,332	3,523	2,998	3,729

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	1,538	1,662	3,466	3,179	2,827
감가상각비, 무형자산상각비	1,419	1,677	1,666	1,732	2,162
운전자본 변동	-65	-342	61	555	-289
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,556	-2,073	-1,422	-4,314	-1,580
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-1,042	-1,055	-1,400	-2,019	-2,402
유, 무형자산 처분	126	2,452	8,572	4,2	1,696
재무활동으로 인한 현금흐름	32	506	-699	-243	-1,126
자금배당금	-8	0	-204	-228	-327
차입금의 증가(감소)	-287	526	56,455	229	-643
자사주매입	341	-13	-409	-201	0
현금증가	14	96	1345	-1,378	121
기초현금	5	18	114	1,459	81
기말현금	18	114	1,459	81	202
FCF	495	607	2,065	1,160	425
FCFF	—	—	2,256	1341	842

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	18,113	21,607	22,670	25,285	39,830
유동자산	1,215	2,287	4,014	2,013	1,715
현금 및 현금성자산	18	114	1,459	81	202
매출채권	567	1,438	1,608	824	1,133
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	16,898	19,321	18,655	23,272	38,116
유형자산	16,054	18,419	18,167	22,950	31,748
무형자산	0	0	0	0	2,295
부채총계	8,851	11,636	11,457	10,504	15,552
유동부채	1,762	5,186	3,732	2,037	2,462
매입채무	797	1,428	1,663	1,353	1,345
단기성부채	179	1,089	458	339	363
비유동부채	7,088	6,450	7,724	8,467	13,091
장기성부채	4,796	4,555	5,269	5,515	8,912
자본총계	9,263	9,971	11,213	14,781	24,278

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	-32.45	-24.41	28.63	30.72	3.61
영업이익률	-24.67	-29.08	43.94	40.98	10.72
EBITDA 마진	16.03	7.17	71.23	72.17	45.28
ROE	-12.11	-11.90	16.76	13.38	1.30
ROA	-6.25	-5.75	8.00	7.24	0.71
ROIC	-4.76	-6.54	12.74	10.16	2.32
부채비율	53.76	56.69	51.26	39.62	45.03
순차입금비율	53.52	55.46	38.06	39.06	37.37
EBITDA/현금지급이자	2.91	1.20	18.61	19.12	7.21
현금비율	1.03	2.20	39.08	3.98	8.21
유동비율	68.97	44.09	107.56	98.83	69.66
PER	—	24.40	10.89	16.93	31.05
PBR	0.38	0.82	1.11	1.10	1.34
EV/EBIT	—	—	6.13	9.50	58.41
EV/EBITDA	14.91	40.99	3.78	5.40	13.91

타르가 리소시스(TRGP)



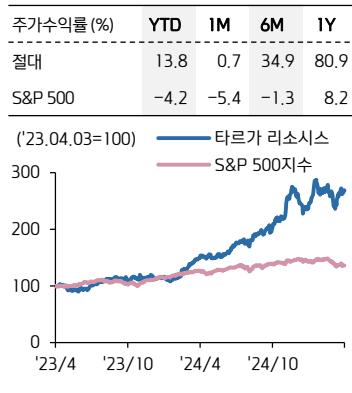
US Equity Analyst 조민주 mj33463@kiwoom.com

블룸버그 목표주가	USD 221.58
현재 주가 (4/1)	USD 203.07

Stock Data

산업분류	에너지
세부업종	석유 & 가스
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,633.07
시가총액(mln)	44,185.1
유통주식수(mln)	217.6
52주 최고	218.51
52주 최저	110.09
일평균거래량	1,632,812

Performance & Price Trend



- ◆ **기업 개요:** 타르가 리소시스는 퍼미안 분지에서 가장 큰 천연가스 수집 및 가공업체로 전체 천연가스 수집량 중 약 80% 가 퍼미안에서 발생. 수집한 천연가스를 NGL로 분리, 수송, 판매하는 통합 솔루션 제공
- ◆ **투자 포인트:** 1) 전력 수요 확대와 LNG 수출 증가가 모멘텀으로 작용할 전망. 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 진행. 중국(중국향 LNG 수출 비중 2%로 낮음)이 LNG 관세 부과로 맞대응했으나, 오히려 이는 트럼프의 관세 조치가 LNG 수출 확대용 카드라는 것을 방증한다고 생각. 실제로 인도와 일본 LNG 수입 확대 약속, 중장기적으로 LNG 수출 증가에 따른 수요 증가 모멘텀은 유효. 2) AI와 리소어링이 촉발한 전력 수요 급증과 공급 부족에 따라 전력원으로서 다시금 천연가스에 대한 중요성 부각. 미국 내 전력망 접근성은 현저히 부족한 상황이며, 기존 화력 발전소는 계속해서 폐쇄되는 추세. 미국 내 원전 54곳에 불과하다는 점도 주목할 필요. 단기간 내 천연가스 대체 가능 에너지원 부재한 상황. 트럼프 2기 정권 하에 화석 에너지에 대한 규제 완화와 지원 강화가 더해지는 점은 긍정적. 3) 미드스트림 네트워크 확장을 위한 적극적인 프로젝트 투자를 통해 퍼미안 지역 생산량 증가에 따른 직접적인 수혜. 해당 지역에 통합 NGL 밸류체인 시스템 구축함으로써 생산량 증기에 따른 안정적 실적 성장 전망. 수수료 기반 모델 전환으로 원자재 가격 변동 리스크에서도 상대적으로 방어력 보유
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY2025 조정 EBITDA 가이던스 46.5~48.5억달러로 제시되며 컨센서스 부합. 최근 주가 상승으로 12m fwd PER은 24배로 4년 평균(17배) 상회 중이나, 자본지출 감소와 주요 프로젝트 완공 영향으로 FY2025 현금흐름 강화 및 대차대조표 개선 전망. 이를 기반으로 한 FY2026 신규 투자 확장 선순환 효과와 주주환원 기대감도 유효

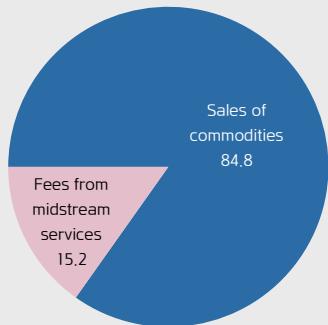
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	16,060	2,083	22,981	24,988
EBITDA	3,530	4,142	4,778	5,276
EBITDA 마진(%)	22.0	198.9	20.8	21.1
순이익	836	1,312	1,771	2,100
EPS	3.69	5.87	8.07	9.61
증가율	-11.4	58.9	37.6	19.1
PER	31.3	27.9	25.2	21.1
PBR	7.1	15.0	15.8	13.9
ROE	30.9	48.0	54.9	61.0
배당지표수익률	1.5	1.5	2.0	2.3

주: 컨센서스는 2025.04.01 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

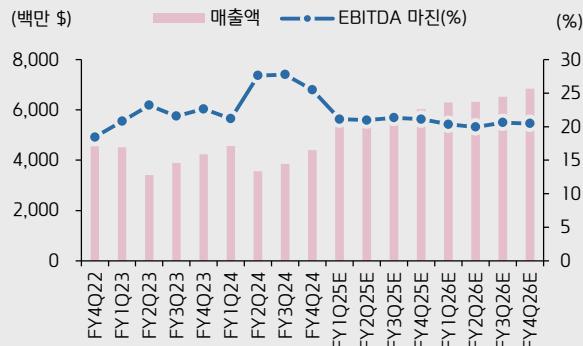


TRGP 사업부별 매출액 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

TRGP 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



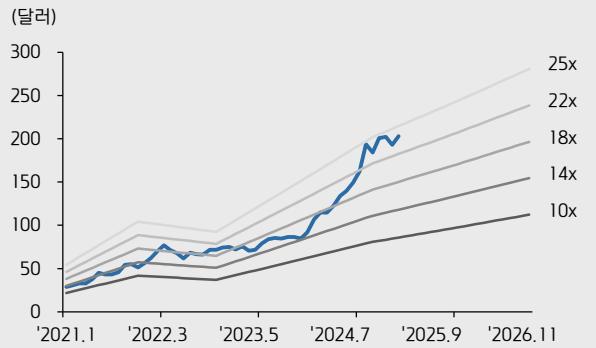
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

TRGP 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

TRGP 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	8,260	16,950	20,930	16,060	16,382
매출원가	5,970	14,600	17,978	12,006	12,126
매출총이익, GAAP	2,290	2,350	2,952	4,054	4,256
판관비	255	273	310	349	385
연구개발비	0	0	0	0	0
영업이익, GAAP	772	1,181	1,805	2,200	2,719
영업외(이익) 손실	269	428	66	684	757
세전이익, GAAP	-1,573	437	1,663	1,199	1,664
법인세비용	-248	15	132	363	385
당기순이익, GAAP	-1,685	71	897	836	1,312
EPS, GAAP	-7.26	-0.07	3.95	3.7213	5.8088
회석 EPS, GAAP	-6.79	-0.07	4.17	3.6933	6.0183
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	-1,806	-16	897	836	1,279
EBITDA	1,637	2,052	2,901	3,530	4,142

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	1,745	2,303	2,381	3,212	3,650
감가상각비, 무형자산상각비	876	881	1,107	1,343	1,438
운전자본 변동	59	206	-304	139	39
투자활동으로 인한 현금흐름	-738	-473	-4,150	-2,401	-3,021
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-952	-505	-1,540	-2,385	-2,966
유, 무형자산 처분	0	12.2	23	4.7	3
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,095	-1,914	1,829	-888	-613
자금배당금	-384	-188	-380	-427	-616
차입금의 증가(감소)	-23	-1,180	4697.2	2,336	1,660
자사주매입	-268	-53	-2152	-430	-811
현금증가	-88	-84	61	-77	16
기초현금	331	243	159	219	142
기말현금	243	159	219	142	157
FCF	793	1,798	841	826	684
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	15,876	15,208	19,560	20,672	22,734
유동자산	1,460	1,770	2,357	2,195	2,296
현금 및 현금성자산	243	159	219	142	157
매출채권	863	1,332	1,408	1,471	1,618
재고자산	182	153	394	372	334
비유동자산	14,415	13,438	17,203	18,477	20,438
유형자산	12,174	11,668	14,215	15,806	18,063
무형자산	1,428	1,140	2,780	2,396	2,023
부채총계	9,671	9,280	14,578	16,062	18,316
유동부채	1,779	2,299	3,067	2,761	3,173
매입채무	1,256	1,866	1,898	2,064	2,592
단기성부채	381	175	849	643	413
비유동부채	7,892	6,981	11,511	13,301	15,143
장기성부채	7,433	6,469	10,731	12,390	13,877
자본총계	6,205	5,928	4,982	4,610	4,418

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	-20.40	-0.10	5.57	8.38	8.01
영업이익률	-15.78	5.10	8.26	16.35	16.45
EBITDA 마진	-5.03	10.37	13.63	24.83	25.42
ROE	-53.74	-0.83	39.79	30.92	47.98
ROA	-8.96	0.46	6.88	6.69	6.05
ROIC	-7.26	6.28	10.93	12.48	11.89
부채비율	383.79	360.62	434.39	475.68	551.23
순차입금비율	122.02	109.39	228.02	279.62	319.88
EBITDA/현금지급이자	-1.11	4.94	7.11	6.45	5.84
현금비율	13.65	6.90	7.14	5.13	4.96
유동비율	82.07	77.00	76.84	79.49	72.38
PER	73.98	28.40	20.00	31.33	27.91
PBR	2.95	6.47	6.23	7.06	14.99
EV/EBIT	—	25.95	17.50	12.98	20.34
EV/EBITDA	—	12.80	10.62	8.55	13.17



블룸버그 목표주가	USD 682.12
현재 주가 (4/1)	USD 673.69

Stock Data

산업분류	헬스케어
세부업종	헬스케어 공급망
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,633.07
시가총액(mln)	84,431.1
유통주식수(mln)	125.3
52주 최고	678.67
52주 최저	464.42
일평균거래량	821,545

Performance & Price Trend



- ◆ **기업 개요:** 매케손은 의약품 유통 및 처방 기술 솔루션을 제공하는 미국 최대 헬스케어 공급망 기업. 매출의 91%가 제약 (U.S. Pharmaceutical) 부문에서 발생하며, 소매 약국, 병원 및 기타 의료 제공자에게 제약을 유통할 뿐만 아니라 재무, 운영 및 임상 솔루션도 제공. 의료-외과 솔루션(Medical-Surgical Solutions) 부문은 의료용품 유통과 홈케어 및 호스 피스 솔루션 제공하는 부문으로 매출액 비중 3%. 처방 기술 솔루션(Prescription Technology Solution)은 약국 관리 소프트웨어인 RxTS를 활용해 환자 데이터를 관리하고 처방 접근성과 가격 절감 솔루션을 제공하며 매출액 비중 1%. 국제(International) 부문은 캐나다와 유럽에 의약품 유통 및 서비스를 제공하며 매출의 4% 비중 차지. 미국 의약품 3대 유통사(매케손, 센코라, 카디널헬스)가 시장 점유율 95% 이상을 차지하고 있으며, 매케손 점유율 약 37%로 가장 높음
- ◆ **투자 포인트:** 1)미국 내에서 96%의 매출이 발생하는 의약품 유통 서비스 기업으로 관세와 지정학적 리스크에서 보다 안전한 포지션 구축. 또한 과점 사업인 미국 의약품 유통산업 내 점유율 1위 기업으로 경기 침체에도 안정적으로 실적 방어 가능하다는 강점 보유. 실제로 경영진은 미국외 국가와 수출입 활동이 없기에 관세가 실적 성장에 실질적인 영향을 미치지 않을 것이라 언급한 바 있음. 2)최근 GLP-1 수요 증가와 암 환자 수 증가에 따른 의약품 유통 부문 매출 증가세 두드러지는 모습. GLP-1 약물 매출 비중이 11%를 차지했으며, YoY +45% 성장하며 가파른 성장세 시현. 그외 맘막 치료 및 안과 분야 확장을 위해 Prism Vision Holdings 지분 80% 인수 결정, 인수 완료 이후 12개월 동안 주당 0.2~0.3달러 기여 예상
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY2025년 연간 매출액과 EPS 가이던스 모두 상향. 다만 최근 주가 상승으로 현재 12m fwd PER은 18배로 5년 평균(12배) 상회. 밸류에이션 부담 존재하나 비용 절감 추세와 의약품 유통 부문 실적 성장, 그리고 안과 특수 의약품 분야로의 사업 범위 확장에 따른 실적 성장 모멘텀 감안 시 추가 상승 여력 존재

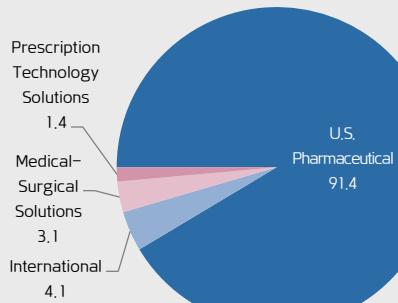
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	276,711	308,951	362,175	399,229
영업이익	4,985	4,901	5,599	5,891
영업이익률(%)	1.8	1.6	1.5	1.5
순이익	3,689	3,679	4,190	4,540
EPS	25.94	27.44	32.76	36.84
증가율	9.5	5.8	19.4	12.5
PER	14.4	20.0	20.6	18.3
PBR	-	-	-	-
ROE	-	-	-137.6	-215.3
배당지표수익률	0.4	0.4	0.4	0.4

주: 컨센서스는 2025.04.01 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

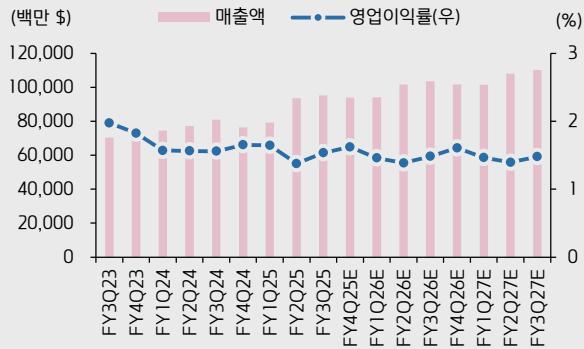


MCK 사업부별 매출액 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MCK 분기 매출액 및 영업이익률 추이



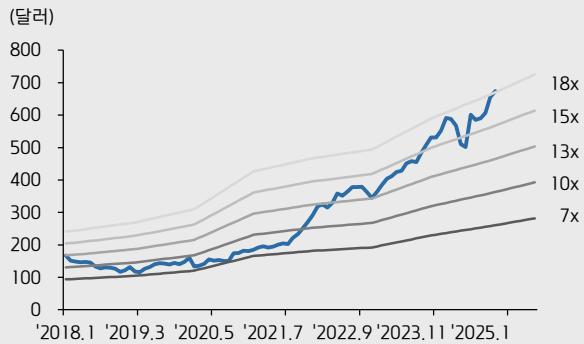
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MCK 12M Fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MCK 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	231,051	238,228	263,966	276,711	308,951
매출원가	219,028	226,080	250,836	264,353	296,123
매출총이익, GAAP	12,023	12,148	13,130	12,358	12,828
판관비	9,168	8,849	10,537	7,776	8,657
연구개발비	96	—	—	—	—
영업이익, GAAP	3,849	3,890	4,849	4,985	4,901
영업외 (이익) 손실	1,345	~6	110	-249	120
세전이익, GAAP	3,600	3,673	1,928	4,630	3,789
법인세비용	18	-695	636	905	629
당기순이익, GAAP	1,126	-4,339	1,119	3,560	3,002
EPS, GAAP	4.98	-28.26	7.32	25.23	22.54
회석 EPS, GAAP	4.99	-28.26	7.26	25.05	22.39
영업이익, 조정	3,849	3,890	4,849	4,985	4,901
당기순이익, 조정	2,716	2,788	3,652	3,689	3,679
EBITDA	4,841	4,777	5,609	5,593	5,536

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	4,374	4,542	4,434	5,159	4,314
감가상각비, 무형자산상각비	922	887	760	608	635
운전자본 변동	1,074	-30	33	1810	670
투자활동으로 인한 현금흐름	-579	-415	-89	-542	-1,072
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-506	-641	-535	-558	-687
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,734	-1,693	-6,321	-4,368	-3,342
자금배당금	-294	-276	-277	-292	-314
차입금의 증가(감소)	-298	-540	-1334	-277	56
자사주매입	-1,841	-650	-3296	-3475	-2909
현금증가	1,042	2,373	-1921	274	-94
기초현금	2,981	4,023	6,396	3,935	4,679
기말현금	4,023	6,396	3,935	4,679	4,585
FCF	4,012	4,091	4,046	4,769	3,883
FCFF	4,257	—	4,165	4,969	4,093

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	61,247	65,015	63,298	62,320	67,443
유동자산	42,222	45,382	46,231	44,292	47,970
현금 및 현금성자산	4,015	6,278	3,532	4,678	4,583
매출채권	16,936	16,856	16,294	17,002	18,518
재고자산	16,734	19,246	18,702	19,691	21,139
비유동자산	19,025	19,633	17,067	18,028	19,473
유형자산	4,251	4,681	3,640	3,812	4,045
무형자산	12,516	12,371	11,510	12,224	12,242
부채총계	54,536	63,569	65,090	63,810	69,042
유동부채	42,624	44,103	48,466	47,957	52,357
매입채무	40,535	42,962	42,629	46,685	52,012
단기성부채	1,406	1,132	1,096	1,267	345
비유동부채	11,912	19,466	16,624	15,853	16,685
장기성부채	7,995	8,273	6,446	6,028	7,045
자본총계	6,711	1,446	-1,792	-1,490	-1,599

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	0.39	-1.91	0.42	1.29	0.97
영업이익률	1.08	-2.12	0.77	1.58	1.27
EBITDA 마진	1.66	-1.56	1.21	1.93	1.59
ROE	13.65	—	—	—	—
ROA	1.49	-7.19	1.74	5.67	4.63
ROIC	13.23	-28.09	13.98	49.48	45.16
부채비율	184.62	—	—	—	—
순차입금비율	80.26	216.25	—	—	—
EBITDA/현금지급이자	16.33	-16.93	17.14	23.84	21.06
현금비율	9.42	14.23	7.29	9.75	8.75
유동비율	99.06	102.90	95.39	92.36	91.62
PER	7.59	13.51	13.59	14.44	19.96
PBR	4.30	—	—	—	—
EV/EBIT	11.34	—	22.35	11.47	17.96
EV/EBITDA	7.54	—	15.33	9.63	14.81

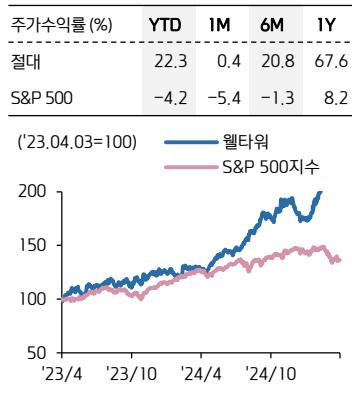


블룸버그 목표주가	USD 165.05
현재 주가 (4/1)	USD 154.15

Stock Data

산업분류	부동산
세부업종	헬스케어 리츠(REIT)
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,633.07
시가총액(mln)	98,857.6
유통주식수(mln)	641.3
52주 최고	158.55
52주 최저	87.87
일평균거래량	3,025,160

Performance & Price Trend



- ◆ **기업 개요:** 웰타워는 미국 최대 규모의 노인 주거 및 의료시설 운영 사업을 영위하는 리츠 종목. 미국(1,736개)뿐만 아니라 캐나다(109개)와 영국(274개)을 포함해 전세계 2,100여개의 부동산을 소유 및 운영. 국가별 매출 비중은 미국 82%, 영국 11%, 캐나다 7%이며, 사업 부문별 매출액 비중은 시니어하우징 운영(SHO, Senior Housing Operating) 76%, 트리플넷 10%, 외래병원 10%, 기타 4%. 분기 배당 실시하고 있으며 FY4Q24 기준 215회 연속 배당 지급 완료
- ◆ **투자 포인트:** 1) 미국 내 베이비부머 세대의 고령화로 시니어하우징에 대한 수요는 계속해서 늘어날 전망인 반면 신규 공급은 고금리와 건설 비용 증가 여파로 제한된 상황. 시니어 인구의 높은 경제력은 홈 케어 및 호스피스 서비스의 높은 비용을 감당 가능케 하기에 중장기적인 성장이 기대. 2) 매출의 또 다른 성장 축으로 안정적인 현금 흐름을 기반으로 한 적극적인 인수 활동과 사모펀드 운용 사업을 개시할 계획. 리오프닝 효과 이후 시니어하우징과 외래병원의 입주율 상승 속도가 정체된 상황 속에서 새로운 매출 성장의 방안으로 헬스케어와 웰니스 부동산 자본 투자를 위한 제 3자 자본을 활용한 사모펀드 운용 업무를 진행할 예정이라는 점이 포트폴리오 확장에 기회로 작용할 전망
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** FY4Q24 순영업이익 제외한 대부분 실적 지표 컨센서스 대폭 상회. 전분기와 유사하게 트리플넷을 제외한 전 사업부 매출 성장 견고한 모습. 이는 FY2Q24부터 사업 구조 개편(RIDEA)을 진행 중인 데 따른 결과. SHO의 경우, 트리플넷과 달리 운영 및 관리 자회사를 설립해 임대하는 방식, 부동산 운영의 결과로 발생하는 수익을 일정 비율로 받기 때문에 시니어하우징 사업과 연동되어 직접적인 매출 증진이 가능, 향후 매출 상승 효과로 나타날 가능성 존재. 본래 연초 가이던스 보수적으로 제시함에도 불구하고, FY2025 주당 FFO 가이던스 컨센서스 상회하는 수준으로 제시한 점도 긍정적. 최근 주가 상승으로 12m fwd P/FFO은 30배로 5개년 평균(24배)을 상회하는 수준

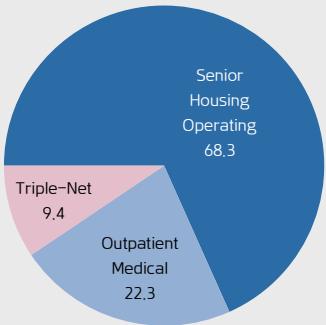
Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	6,638	7,991	9,748	10,985
영업이익	958	1,101	2,817	3,555
영업이익률(%)	14.4	13.8	28.9	32.4
순이익	340	952	1,167	1,578
EPS	0.66	1.57	1.89	2.45
증가율	120.0	137.9	20.1	29.7
P/FFO	26.5	33.0	31.4	27.3
PBR	2.0	2.5	2.8	2.8
ROE	1.49	3.32	3.42	4.41
배당지표수익률	1.70	1.70	1.83	1.97

주: 컨센서스는 2025.04.01 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

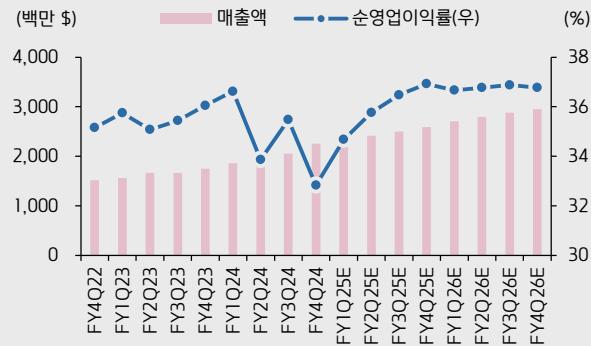


WELL 사업부별 매출액 비중



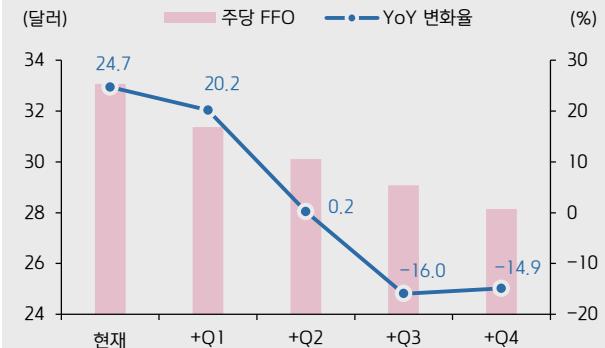
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

WELL 분기 매출액 및 순영업이익률 추이



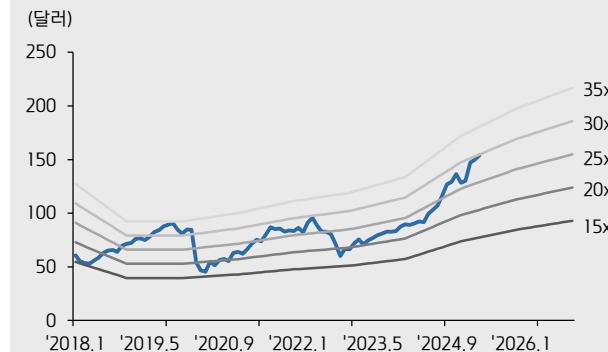
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

WELL 주당 FFO 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

WELL 12m fwd P/FFO 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	4,606	4,742	5,861	6,638	7,991
매출원가	—	—	—	—	—
매출총이익, GAAP	—	—	—	—	—
판관비	—	—	—	—	—
연구개발비	—	—	—	—	—
영업이익, GAAP	1,039	876	521	1,108	1,520
영업외 (이익) 손실	-519	327	535	593	125
세전이익, GAAP	-32	171	173	350	524
법인세비용	10	9	7	6	3
당기순이익, GAAP	1,039	374	141	340	952
EPS, GAAP	2.36	0.79	0.31	0.66	1.58
회석 EPS, GAAP	2.33	0.78	0.3	0.66	1.57
영업이익, 조정	-32	171	173	350	524
당기순이익, 조정	979	374	141	340	952
EBITDA	2,077	1,914	1,818	2,509	3,152

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	1,365	1,275	1,329	1,602	2,256
감가상각비, 무형자산상각비	1,037	1,034	1,309	1,401	1,632
운전자본 변동	-32	-45	-141	-76	-42
투자활동으로 인한 현금흐름	2,348	-4,516	-3,704	-5,708	-5,515
유, 무형자산 취득(CAPEX)	—	—	—	—	—
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	—
재무활동으로 인한 현금흐름	—	—	—	—	—
지급배당금	-1,119	-1,036	-1,132	-1,261	-1,545
차입금의 증가(감소)	-1,198	321	371.3	655	-635
자사주매입	588	2348	3668	6010	7416
현금증가	1,635	-1,674	376	1,354	1,635
기초현금	386	2,021	347	722	2,076
기말현금	2,021	347	722	2,076	3,711
FCF	15	-3,509	-2,085	-3,489	-2,954
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 기움증권 리서치센터

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	32,484	34,910	37,893	44,012	51,044
유동자산	—	—	—	—	—
현금 및 현금성자산	1,762	403	765	2,367	3,558
매출채권	973	1,169	1,463	1,455	1,712
재고자산	—	—	—	—	—
비유동자산	—	—	—	—	—
유형자산	26,315	29,295	31,170	34,875	39,274
무형자산	1,568	1,858	2,014	2,235	2,698
부채총계	15,259	15,912	16,499	17,640	18,472
유동부채	—	—	—	—	—
매입채무	1,042	1,236	1,535	1,522	1,713
단기성부채	11,421	11,939	12,437	13,552	13,162
비유동부채	—	—	—	—	—
장기성부채	2,796	2,738	2,527	2,567	3,596
자본총계	17,225	18,998	21,394	26,372	32,573

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	21.25	7.09	2.41	5.12	11.91
영업이익률	11.50	14.98	12.00	14.43	13.78
EBITDA 마진	34.53	37.18	34.61	35.91	34.79
ROE	6.21	2.00	0.74	1.49	3.32
ROA	2.97	1.00	0.39	0.83	2.00
ROIC	1.62	2.06	1.86	2.25	2.39
DPS	2.70	2.44	2.44	2.44	2.56
배당성향	83.75	84.37	85.95	78.38	68.68
배당수익률	4.18	2.84	3.72	2.71	2.03
부채비율	89.01	83.22	73.73	63.45	52.44
순차입금비율	73.57	75.84	66.99	53.56	40.68
EBITDA/현금지급이자	3.13	3.58	3.82	3.79	4.69
PER	1244.94	191.47	203.25	151.85	134.32
PBR	1.69	2.18	1.58	2.00	2.51
EV/EBITDA	25.71	30.70	23.46	27.67	33.79



블룸버그 목표주가	USD 79.76
현재 주가 (4/1)	USD 73.57

Stock Data

산업분류	부동산
세부업종	소매 리츠(REIT)
거래소	NASDAQ
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	5,633.07
시가총액(mln)	13,769.6
유통주식수(mln)	181.5
52주 최고	78,1801
52주 최저	56.51
일평균거래량	1,020,331

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-0.5	-4.1	1.9	23.3
S&P 500	-4.2	-5.4	-1.3	8.2
(23.04.03=100)	리젠시 센터스	S&P 500지수		
160				
140				
120				
100				
80				
60				
'23/4 '23/10 '24/4 '24/10				

- ◆ **기업 개요:** 리젠시 센터스는 쇼핑센터에 속하는 야외 스트립 몰(Strip mall) 운영 및 개발업체로 미국 내 총 5,730만평방피트 이상의 리테일 공간을 갖춘 482개 스트립 몰을 운영. 그중 379개는 직접 소유하고 있으며, 103개는 일부 지분을 보유하는 형태. 스트립 몰 특성상 주거지 근처에 위치해 있어 테넌트 내 생활 필수소비재 비중이 높으며, 식료품점, 식당, 의료, 의류/악세서리, 할인판매점, 피트니스, 은행 순으로 구성. 인구 밀도가 높고 평균 가구 소득이 높은 지역을 중심으로 한 부동산 포트폴리오 보유하고 있으며, 분기 배당 실시
- ◆ **투자 포인트:** 1)팬데믹 이후 온라인 쇼핑, 음식 배달, 하이브리드 근무 등이 대중화되면서 미국 내 소형 야외 쇼핑센터인 스트립 몰에 대한 수요가 견조. 전통적인 쇼핑몰과 달리 대기 줄이 짧고, 주차가 편리하며, 주거지와 접근성이 높다는 특징. 인플레이션과 고금리로 가계 예산 긴축 속에서 비용 부담이 크지 않고, 마트 사용 빈도는 증가하면서 배달 가능한 스트립 몰 수요 증가. 팬데믹 기점으로 쇼핑센터와 지역 몰의 부동산 자산 규모는 과거와 반대되는 양상, 신규 매장 개점을 스트립 몰에 집중할 것이라 발표하는 리테일 기업들도 늘고 있는 추세. 2)건설 비용 증가와 소비 패턴 변화로 리테일 신규 공급은 2000년대 이후 감소세. 이에 공실률은 공급 대비 높은 초과 수요로 하락, 대형 몰과 기타 쇼핑센터 대비 낮은 공실률 기록
- ◆ **실적 및 밸류에이션:** S&P Global은 2025년 2월 식료품 중심의 안정적인 쇼핑센터 포트폴리오, 현금 흐름 증가와 강한 대차대조표를 이유로 신용등급 'A-'로 상향 조정. FY4Q24 분기 배당금 0.705 달러로 기존 0.67 달러 대비 5.2% 상향. FY2024 동일 매장 점유율도 96.7%로 역대 최고치 경신, FY2025 EPS와 주당 FFO, 동일매장 NOI 증가율 가이던스 모두 컨센서스 상회하는 수준으로 제시. 한편 12m fwd P/FFO은 16배로 5개년 평균(14.7배)을 상회하는 수준

Company Earnings & Valuation

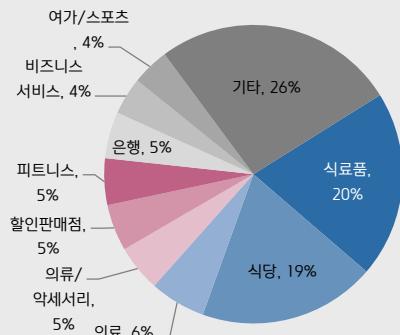
(백만 달러)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	1,322	1,454	1,520	1,583
영업이익	468	514	552	588
영업이익률(%)	35.4	35.3	36.3	37.2
순이익	365	400	411	440
EPS	2.04	2.11	2.26	2.55
증가율	-27.4	3.4	7.0	13.2
P/FFO	16.1	17.2	16.2	15.6
PBR	1.8	2.1	2.1	2.1
ROE	5.6	5.8	6.3	6.8
배당지표수익률	3.7	3.7	3.8	4.0

주: 컨센서스는 2025.04.01 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

종목 관련 비즈니스 연관 도표

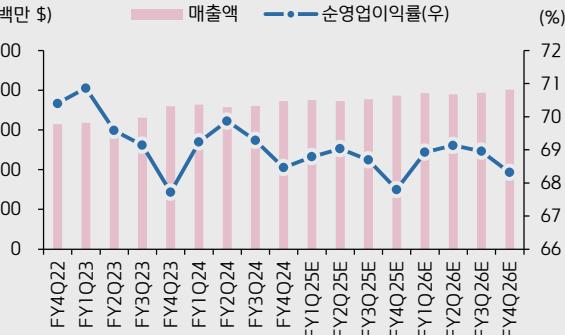


REG 사업부별 매출액 비중



자료: REG, 키움증권 리서치센터

REG분기 매출액 및 순영업이익률 추이



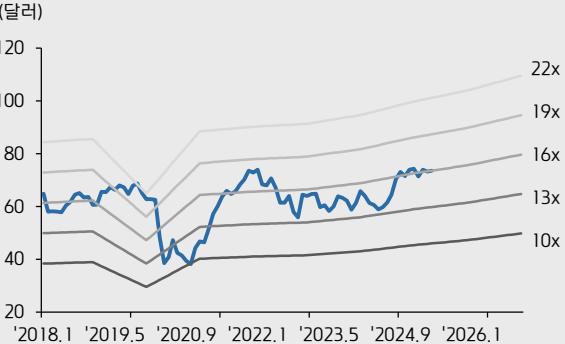
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

REG 주당 FFO 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

REG 12m fwd P/FFO 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



손익계산서

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	1,016	1,166	1,224	1,322	1,454
매출원가	—	—	—	—	—
매출총이익, GAAP	—	—	—	—	—
판관비	—	—	—	—	—
연구개발비	—	—	—	—	—
영업이익, GAAP	505	631	661	701	761
영업외(이익)손실	90	86	-16	97	104
세전이익, GAAP	13	319	428	320	360
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익, GAAP	45	361	483	360	387
EPS, GAAP	0.27	2.12	2.82	2.04	2.12
회석 EPS, GAAP	0.26	2.12	2.81	2.04	2.11
영업이익, 조정	—	—	—	—	—
당기순이익, 조정	150	361	483	360	387
EBITDA	694	934	981	673	1,155

현금흐름표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	499	659	656	720	790
감가상각비, 무형자산상각비	346	303	320	352	395
운전자본 변동	6	-21	-47	-17	-27
투자활동으로 인한 현금흐름	-26	-286	-206	-342	-327
유, 무형자산 취득(CAPEX)	—	—	—	—	—
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	—
재무활동으로 인한 현금흐름	—	—	—	—	—
지급배당금	-301	-403	-428	-453	-490
차입금의 증가(감소)	1	-318	-17,964	139	255
자사주매입	120	79	-21	-28	-219
현금증가	263	-283	-26	23	-29
기초현금	116	378	95	69	91
기말현금	378	95	69	91	62
FCF	302	90	291	359	401
FCFF	—	—	—	—	—

자료: Bloomberg, 기움증권 리서치센터

재무상태표

(USD mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	10,937	10,793	10,860	12,427	12,392
유동자산	—	—	—	—	—
현금 및 현금성자산	412	121	69	110	62
매출채권	144	153	189	206	255
재고자산	—	—	—	—	—
비유동자산	—	—	—	—	—
유형자산	9,396	9,601	9,718	11,091	11,060
무형자산	189	213	198	283	230
부채총계	4,879	4,683	4,682	5,235	5,492
유동부채	—	—	—	—	—
매입채무	302	322	317	359	392
단기성부채	3,504	3,244	3,248	3,405	3,789
비유동부채	—	—	—	—	—
장기성부채	639	691	692	995	865
자본총계	6,058	6,110	6,178	7,192	6,900

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	4.42	30.99	39.45	27.18	26.60
영업이익률	13.52	38.78	38.59	35.40	35.34
EBITDA 마진	49.34	66.34	66.17	63.46	63.80
ROE	0.74	6.01	7.96	5.57	5.81
ROA	0.41	3.33	4.46	3.13	3.23
ROIC	1.66	4.93	5.28	4.78	4.87
DPS	2.38	2.41	2.53	2.62	2.72
배당성향	85.49	72.89	74.31	75.89	77.01
배당수익률	5.22	3.20	4.04	3.91	3.67
부채비율	69.23	65.17	64.63	64.63	71.60
순차입금비율	62.15	62.84	62.67	59.91	66.54
EBITDA/현금지급이자	3.31	5.52	5.73	5.70	5.75
PER	51.82	36.22	28.73	32.91	36.92
PBR	1.29	2.14	1.75	1.81	2.06
EV/EBITDA	23.08	21.73	18.05	20.29	19.80



3월 중국 Review 및 4월 전망

중국증시, 진정한 시험대에 오르다



3월 중국 Review 및 4월 전망 | 중국증시, 진정한 시험대에 오르다

증시에 우호적인 환경들 vs 드디어 사라진 저평가 매력

- 하반월부터 중국증시 조정압력이 높아지고 있음. 2개월간 역외증시 중심으로 이어졌던 가파른 상승세가 재현될 수 있는지 그 여부에 귀추가 주목되고 있음
- 정책, 유동성 및 경기 모멘텀 모두 증시에 우호적. 따라서 최근 증시 상승세 타당성에 일조. 다만 저평가 매력이 거의 해소된 만큼, 추가 상승세를 위한 조건은 더욱 엄격해질 것으로 판단
- 충질 소비 데이터 부진을 근거로 연초 실물 경기 회복세에 대한 당사 우려와 달리, 1-2월 실물 경기는 견조한 모습을 보임. 종합적으로 1분기 중국 실물 경기는 양호한 모습을 보일 것으로 전망
- 그러나, 중국 부동산은 미분양 재고 부담이 여전하다는 것이 확인된만큼, 부동산 경기 불확실성이 계속될 가능성이 높다고 판단됨
- 따라서, 가계체력 및 내수 부양책이 더욱 중요하다고 판단. 4월 정치국 회의 전후로 정책 모멘텀이 소강국면에 접어들면서, 소득 성장 속도, 부양책 강도(재정정책 속도) 등 주요 변수가 될 것

증시는 현실을 마주해 가는 길, 경기회복 확인 중요. 한편 실적시즌 돌입에 따라 펀더멘털 집중 필요

- 4월 정치국회의 이후 정책 모멘텀 소강 국면 진입, 정책효과에 대한 검증 받게될 전망. 경기회복 여부가 증시의 방향을 결정할 것
- 특히 24년 높아진 수출의 GDP 기여도를 감안하면 미국의 관세 영향으로 인해 2분기부터 경기 하방 압력은 커질 것으로 예상
- 중국은 지난 6개월간 내수 부양을 강조하며 이구환신 및 신생아 지원금 등의 다양한 정책을 시행하고 있는 점은 긍정적
- 다만 3월 양회처럼 여전히 AI 등 산업에 더욱 집중하는 모습은 불안 요인. 단기 관점에서는 가계 소비를 늘릴 수 있는 내수부양책이 더욱 중요
- 한편 4월 본격적으로 실적 시즌에 돌입한 중국 본토 증시는 기업 실적에 집중할 때로 판단. 안정적인 실적 성장이 기대되는 가운데 AI 모멘텀 보유한 알리바바, 텐센트 관심 필요하다는 판단



◆ 3월 상반월까지, 상승세를 이어가던 증시 조정

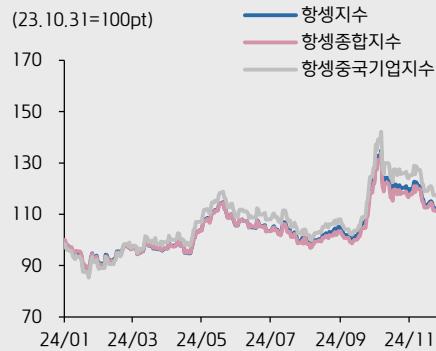
- 중국증시는 1월 하반월부터 3월 상반월까지 역외증시를 중심으로 상승세를 이어갔으나, 최근 상승 폭을 일부 반납
- 최근 가파른 상승세를 감안하면 중국증시 투자심리를 위축시킬 수준의 조정은 아니라고 판단
- 4월 정치국회의 전후로 정책 모멘텀은 소강국면에 진입할 것으로 예상. 이후 정책 및 경기 모멘텀에 따라 증시 투자심리가 결정될 것으로 판단

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

3월 중국 주요 지수 및 업종별 수익률 점검

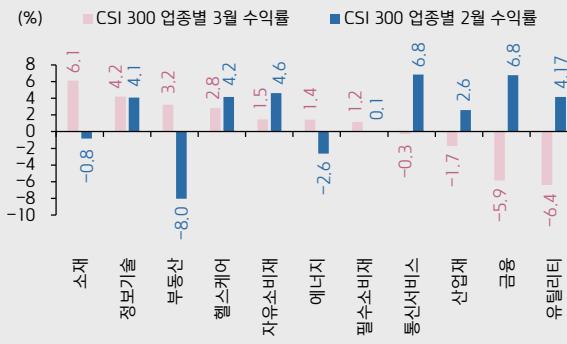


최근 중국 지수별 수익률 비교



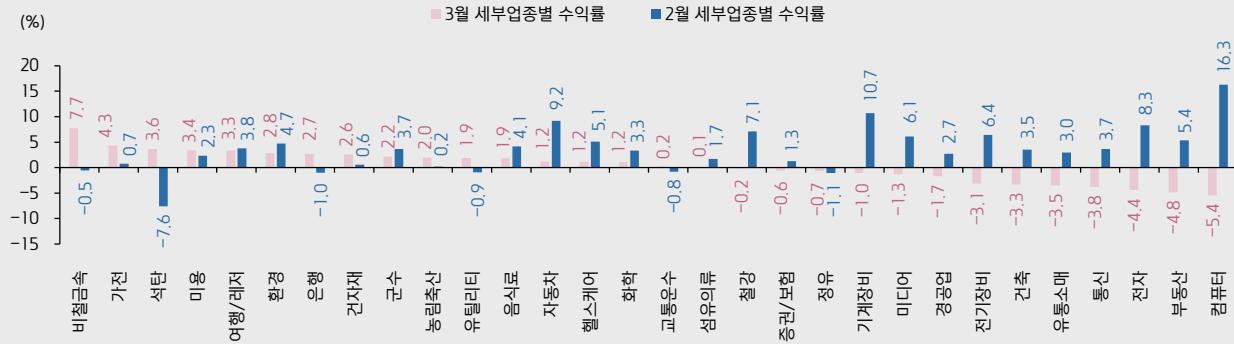
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 25.03.31 종가 기준

최근 중국 업종별 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주: 25.03.31 종가 기준

최근 중국 세부업종별 수익률 비교



자료: Wind, 키움증권 리서치, 주: 25.03.31 종가 기준



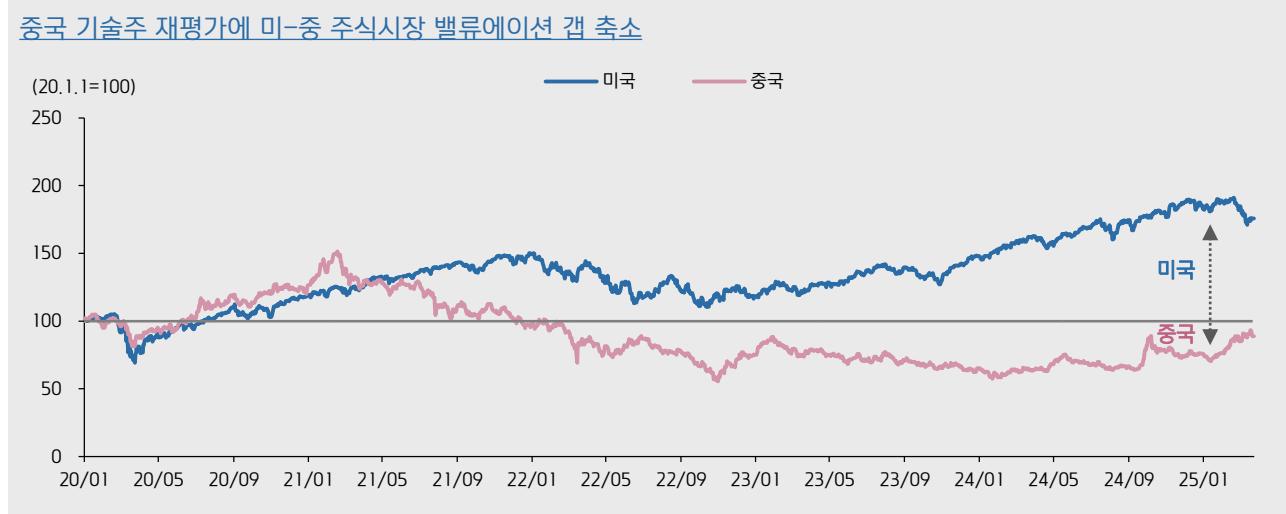
◆ Tech vs Non Tech 구도가 뚜렷해지면서, 역외증시 아웃퍼폼

- DeepSeek 이후, AI 모멘텀이 강해지면서, 역외증시 중심으로 유동성이 유입. 본토증시는 하드웨어 업종이 집중된 과장판 등이 아웃퍼폼. 그럼에도 불구하고, 최근 중국 경기 편더멘탈 회복 가능성 또한 높아지고 있지만, 여전히 불안 요인도 상존하고 있음





- ◆ 오랜 기간 이어져왔던 중국증시 저평가 매력은 대부분 해소
 - Covid19 팬데믹 및 대내외 불확실성 등 영향으로 장기간 이어졌던 중국 증시 저평가 매력은 대부분 해소가 되었다고 판단.
 - 따라서, 중국증시에 대한 기대감(특히 정책 기대감)이 둔화될 경우, 중국 경기 회복탄력에 대한 시장의 평가는 더욱 엄격할 것으로 생각





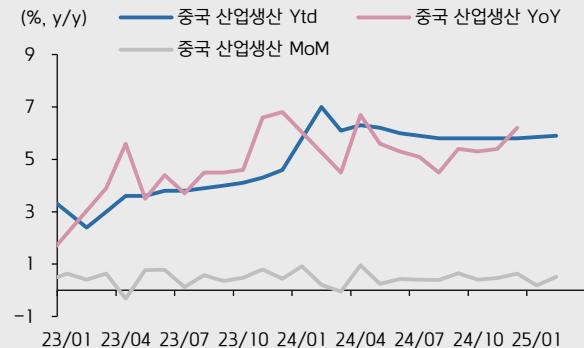
- ◆ 헤드라인은 투자 > 소비, 세부항목은 소비 > 투자
 - 2월 누적 산업생산 전년대비 5.9% 성장. 시장 컨센서스(YoY +5.4%) 큰 폭으로 상회
 - 2월 누적 소매판매 전년대비 4% 성장. 시장 컨센서스(YoY +3.8%) 및 이전치(YoY+3.7%) 모두 상회
 - 고정자산투자 전년대비 4.1% 성장. 시장 컨센서스(YoY +3.2%) 및 이전치(YoY+3.2%) 모두 상회

중국 고정자산투자 추이



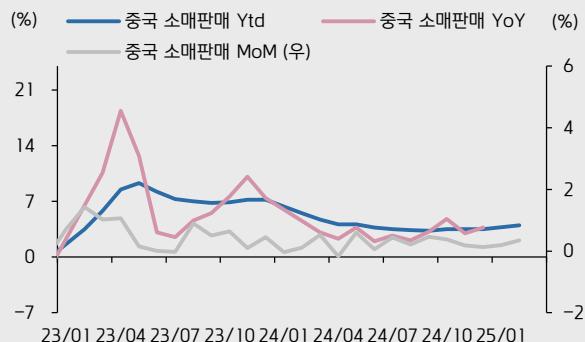
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 산업생산 추이



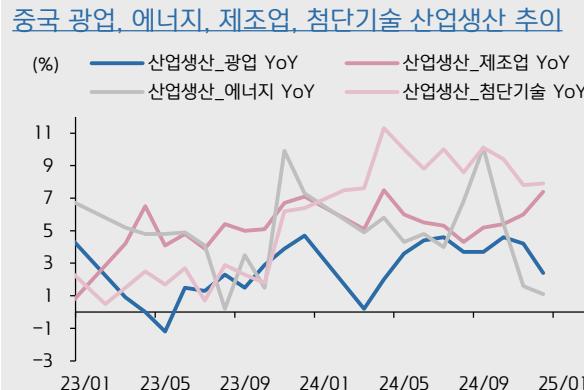
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 소매판매 추이

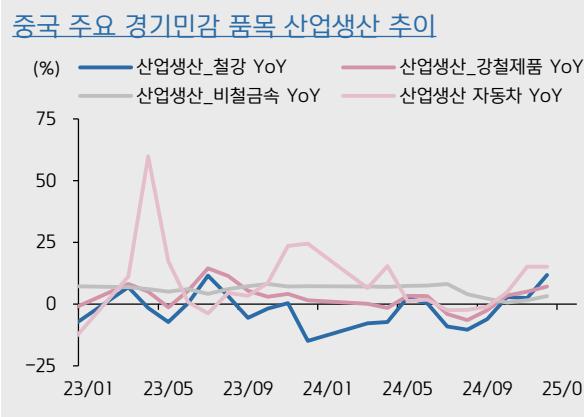


자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

산업생산: 안정된 성장세 유지



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 산업생산 세부항목 현황

분류	2025년 1~2월	
	생산량	YoY 증가율(%)
화학섬유(만 톤)	1,291	5.6
시멘트(만 톤)	17,099	-5.7
생철(만 톤)	14,075	-0.5
조강(만 톤)	16,630	-1.5
강재(만 톤)	22,409	4.7
비철금속(만 톤)	1,294	1.4
금속절단기(만 대)	10	14.4
산업용 로봇(대)	91,088	27.0
자동차(만 대)	445	13.9
신에너지자동차(만 대)	182	47.7
발전설비(만 kW)	4,056	66.0
태양광 전지(만 kW)	8,736	5.9
컴퓨터(만 대)	4,700	7.2
스마트폰(만 대)	16,167	-6.8
집적회로(억 개)	767	4.4
원탄(만 톤)	76,533	7.7
코크스(만 톤)	8,190	1.6
원유(만 톤)	3,504	-0.2
원유 가공량(만 톤)	11,917	2.1
천연가스(억 m³)	433	3.7
발전량(억 kWh)	14,921	-1.3
화력발전량(억 kWh)	10,214	-5.8
수력발전량(억 kWh)	1,461	4.5
핵발전량(억 kWh)	746	7.7
풍력발전량(억 kWh)	1,776	10.4
태양광발전량(억 kWh)	724	27.4

자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

소매판매: 우려보다 양호하지만, 그러나 더욱 강한 회복 탄력 필요



- 춘절 소비 데이터 부진을 근거로 당사는 연초 소비 회복세에 대해 우려했지만, 예상보다 견조한 모습을 보임
- 춘절 효과 불구하고(1월 춘절), 전월비로 3개월 연속 증가세를 보인 부분도 고무적
- 자동차 제외, 대부분 품목이 견조한 모습. 특히 통신기기, 가전 및 가구 등 소매판매 회복세가 두드러졌는데, 이구환신 등 소비 부양책 효과가 반영되고 있다고 판단
- 다만, 소비 증감률 자체는 여전히 Covid19 팬데믹 이전에는 크게 못 미치는 수준

중국 상품 및 외식업 소매판매 추이



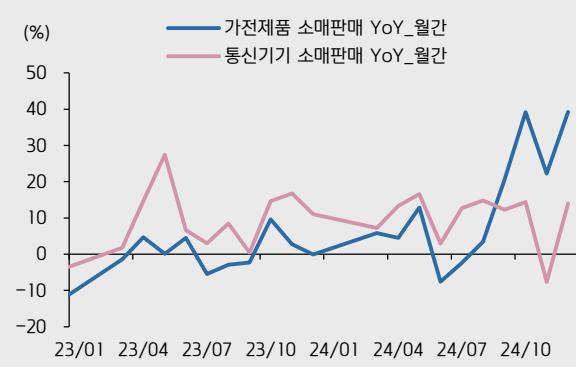
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 소매판매 세부항목 현황

분류	2025년 1~2월	
	총액(억위안)	YoY 증가율(%)
식용유/식품	4,229	11.5
음료	539	-2.6
주류/담배	1,364	5.5
의류	2,624	3.3
화장품	720	4.4
귀금속	755	5.4
일상용품	1,386	5.7
오락용품	247	25
가전제품	1,537	10.9
의약품	1,176	2.5
문구/사무용품	676	21.8
가구	262	11.7
통신기자재	1,594	26.2
석유	4,019	0.9
자동차	6,893	-4.4
건축/자재	246	0.1

자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 가전제품, 통신기기 소매판매 추이



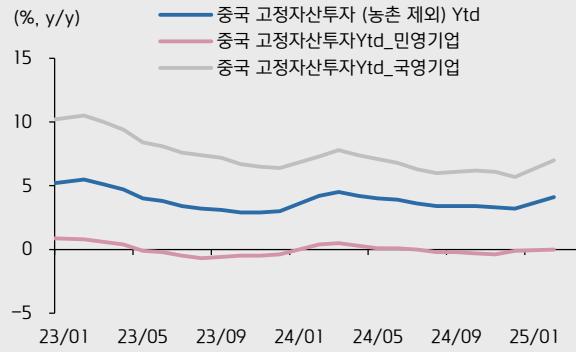
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 당국의 정책 방향성 및 부동산 부진을 감안, 제조업 및 인프라 투자 증가세 중요

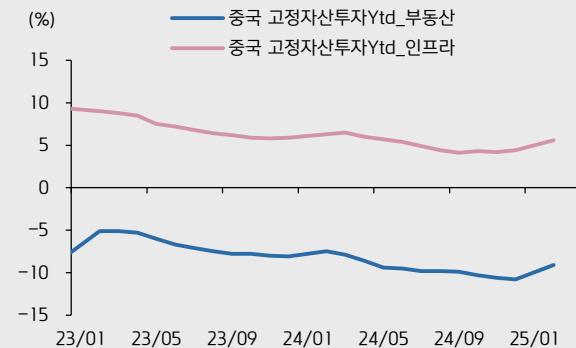
- 여전한 부동산 재고 부담 고려, 부동산 경기는 2025년에도 부진할 가능성. 따라서 부동산 관련 인프라 투자 회복 가능성 또한 낮을 것으로 판단
- 정책 관점에서도, 내수 회복 및 AI굴기 등 영향으로 제조업에 대한 투자는 더욱 강해질 것으로 판단

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



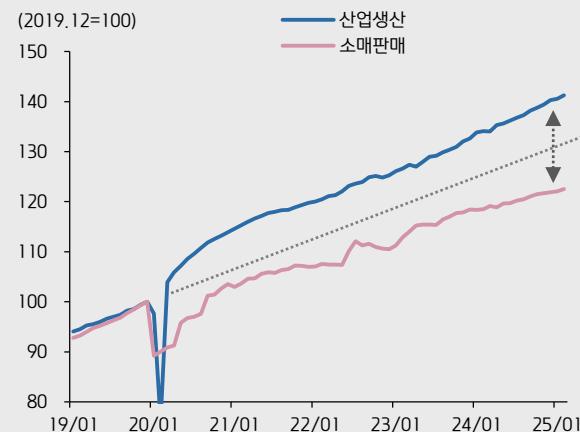
- ◆ Covid19 팬데믹 국면을 지나면서, 중국 경기 공급 및 수요 불균형이 심각해지고 있음
 - 중국 소매판매 및 고정자산투자 등 중국 수요 관련 지표들은 여전히 Covid19 팬데믹 이전 수준을 회복하지 못하고 있음
 - 상대적으로 중국 산업생산 지표는 견조. 이에 수요가 생산활력에 미치지 못하는 구도가 계속되고 있음
 - 이에 기업 재고 및 마진 압박이 계속되고 있음. 이는 기업 펀더멘탈에도 부정적 영향
 - 최근 높았던 대외수요는 이러한 생산 및 수요 불균형에 의한 문제점을 해결하는데 일조했을 것으로 판단. 트럼프發 불확실성이 높아지면서, 대외 수요가 둔화될 가능성이 높다고 판단. 따라서 내수 부양책 필요성은 더욱 높아질 것으로 판단

중국 실물지표 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 생산 및 수요 추이

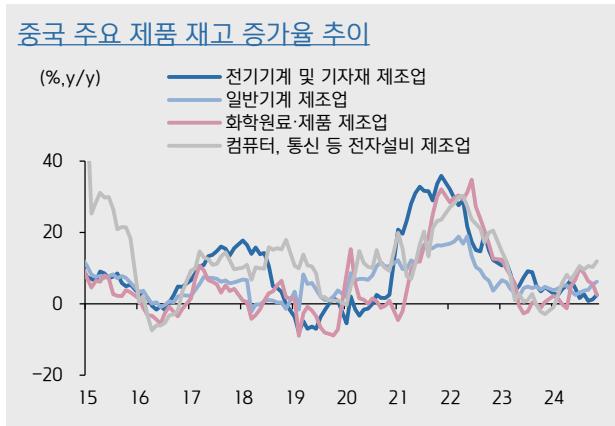


자료: Wind, 키움증권 리서치센터

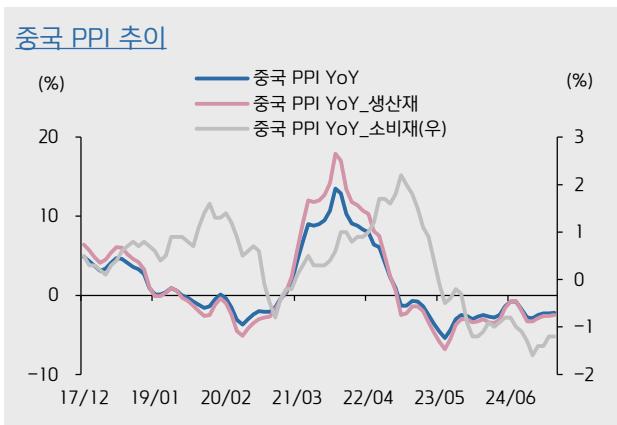
생산과 수요 불균형으로 단기 관점에서 내수 회복이 가장 중요



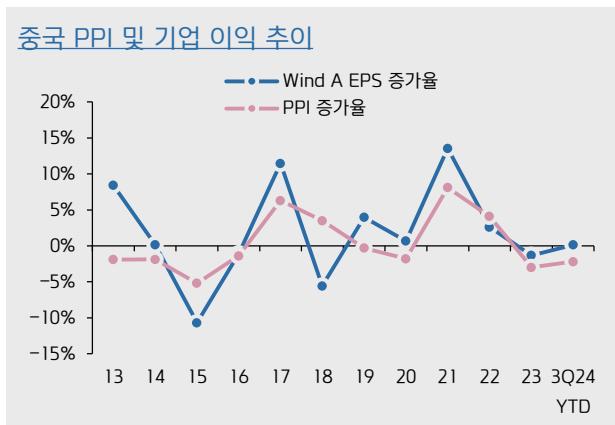
자료: 국가통계국, Wind, 키움증권 리서치센터



자료: 국가통계국, Wind, 키움증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

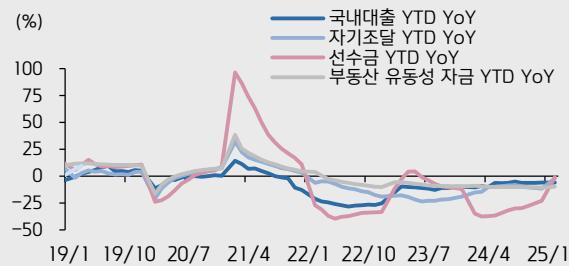


자료: Wind, 키움증권 리서치센터



- 부동산 경기가 회복될 경우, 중국 증시 및 경기는 상승탄력은 더욱 높아질 수 있음
- 그러나, 과잉 공급, 재고, 레버리지를 고려하면 부동산 디벨로퍼 레버리지 규제는 불가피. 2025년 초 기준, 부동산 재고 부담은 여전. 따라서 디벨로퍼 유동성 규제 환경은 여전하며, 부동산 경기 불확실성은 쉽게 해소되기 어려울 것으로 전망

중국 부동산 유동성 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 부동산 실물지표 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 부동산 거래면적 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

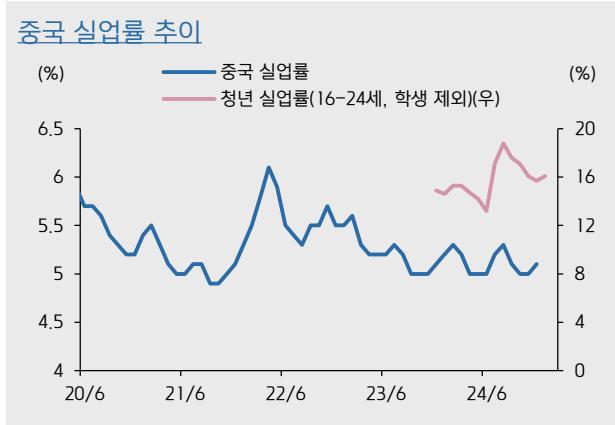
중국 부동산 미분양면적 추이



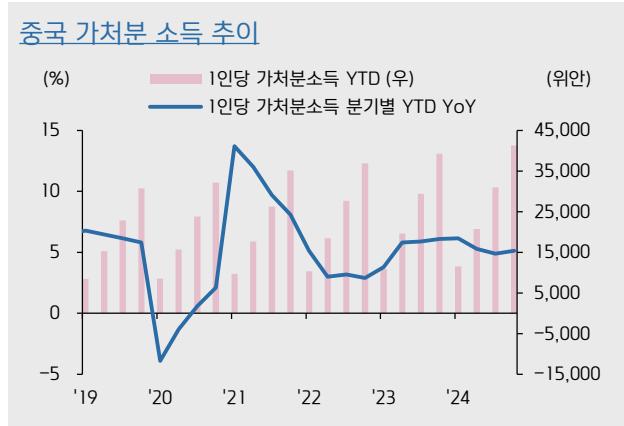
자료: CEIC, 키움증권 리서치센터



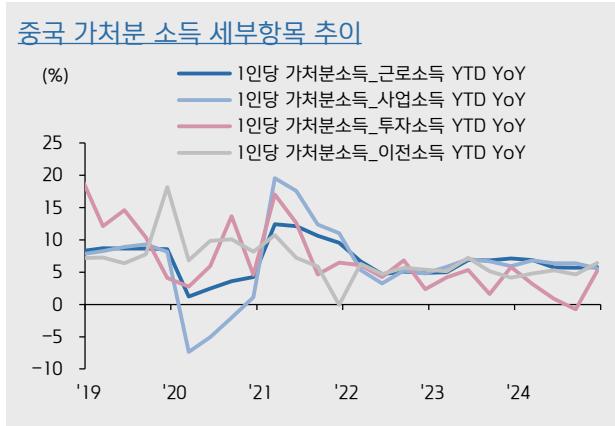
- 최근 중국 고용 및 소득 환경은 안정된 수준이라고 판단. 덕분에 Covid19 팬데믹 국면 및 리오프닝 초기와 달리 내수 부양책 등을 내놓으면, 관련 소비가 회복되는 모습 확인
- 다만, 부동산 불확실성 장기화 영향으로, 소득 성장세가 더욱 높아질 필요가 있다고 판단



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



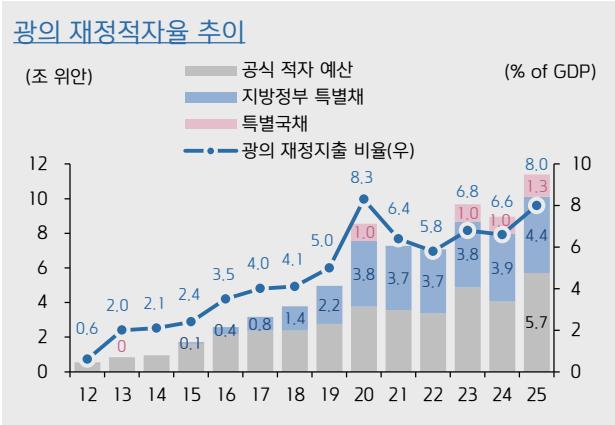
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



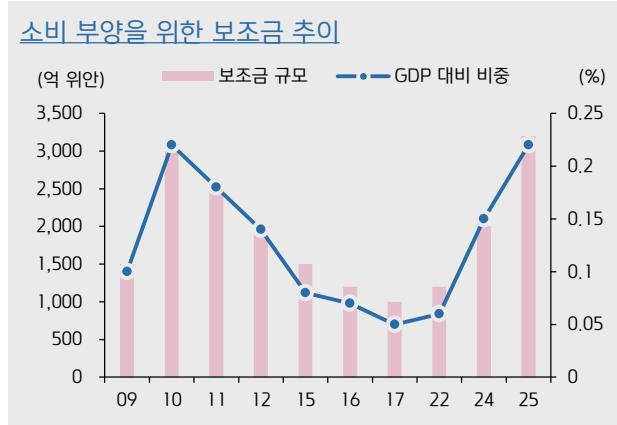
중국 소비촉진 행동방안 발표

주요 쟁점	내용
1. 도시 및 농촌 주민소득 증대 촉진	<ul style="list-style-type: none"> - 임금 소득 증가 촉진 (최저임금 인상, 고용 지원) - 재산 소득 확대 (주식시장 안정, 채권 상품 확대) - 농민 소득 증가 (농산물 브랜드 육성, 농촌 경제 활성화) - 채무 문제 해결 (지방정부 및 기업 채무 해결)
2. 소비 능력 보장 지원	<ul style="list-style-type: none"> - 출산·육아 지원 확대 (육아 보조금 도입, 출산보험 확대) - 교육 지원 강화 (학생 지원금 인상, 대학·산업 연계 강화) - 의료·연금 보장 강화 (연금 및 의료 지원 확대) - 취약계층 생활 보장 (저소득층 지원 확대)
3. 서비스 소비 품질 향상 및 민생 혜택 조치	<ul style="list-style-type: none"> - 노인 및 아동 서비스 개선 (실버산업 육성, 엘리베이터 설치 지원) - 생활 서비스 소비 촉진 (가사 서비스 표준화, 지역 서비스 네트워크 확충) - 문화·스포츠·관광 소비 활성화 (공연·스포츠 이벤트 확대) - 겨울 스포츠 소비 촉진 (스키·겨울 관광 지원)
4. 대규모 소비 업그레이드 행동	<ul style="list-style-type: none"> - 소비재 교체 지원 (자동차·가전 교체 보조금 지급) - 부동산 소비 활성화 (주택 재개발, 공적 자금 지원 확대) - 자동차 소비 연장 및 중고차 시장 개선 (중고차 거래 활성화)
5. 소비 품질 개선 행동	<ul style="list-style-type: none"> - 소비 브랜드 육성 (전통문화 기반 브랜드 개발, 신제품 출시 지원) - 디지털 소비 및 AI 소비 활성화 (스마트 제품 개발 지원) - 국내외 무역 연계 강화 (수출·내수 상품 품질 인증 개선)
6. 소비 환경 개선 행동	<ul style="list-style-type: none"> - 유급 휴가 제도 강화 (공휴일 연계 유연 근무제 도입) - 안전한 소비 환경 조성 (소비자 보호 강화, 온라인 소비 규제) - 도시·농촌 소비 기반 시설 확충 (물류·유통 인프라 개선)
7. 소비 제한 완화 및 최적화 행동	<ul style="list-style-type: none"> - 소비 제한 완화 (불필요한 규제 제거, 민속 소비 활성화) - 비즈니스 환경 최적화 (소상공인 및 축제 지원)
8. 정책 지원 강화	<ul style="list-style-type: none"> - 소비 진흥 정책 통합 (재정·금융 정책 연계 강화) - 소비 기반 투자 확대 (교육·의료·문화·체육 시설 투자 확대) - 재정 정책을 통한 소비 촉진 (보조금 대출 지원 확대) - 신용 대출 지원 강화 (개인 소비 대출 확대) - 소비 관련 통계 모니터링 개선 (온라인 소비 통계 분석 시스템 구축)

자료: 중화인민공화국 국무원 내용 종합, 키움증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

최근 5년 <정부업무보고> 주요 목표 비교

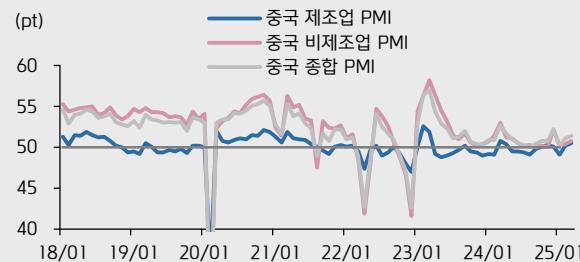
순위	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
1	경기안정	경기안정	내수확대	현대화 산업체계, 신제품성장	내수확대
2	개혁심화	고용안정	현대화 산업체계	과학기술, 교육강화	신제품성장, 현대화 산업체계
3	기술혁신 발전	개혁심화	국영/민영경제 발전	내수확대	과학기술, 교육강화
4	내수확대	기술혁신 발전	대외개방	개혁심화	개혁개방
5	농촌진흥	내수확대, 지역균형발전	금융리스크 관리	대외개방	무역개방
6	대외개방	농업발전, 농촌진흥	식량안보, 농촌진흥	리스크 관리	리스크관리
7	생태환경 개선	대외개방	녹색발전	농촌진흥	농촌진흥
8	민생복지	생태환경 개선 녹색발전	민생보장	지역균형발전	신형 도시화, 지역균형발전
9		민생보장		생태환경 개선, 녹색발전	탄소절감, 녹색발전
10				민생보장	민생보장

자료: 중국정부, 키움증권 리서치센터



- ◆ 관영 PMI 관련 주요 지표 대부분 경기회복에 국면에서 2개월 연속으로 상승세 유지
 - 제조업/비제조업, 기업규모별, 생산/수요 모두 안정된 회복세를 보일 것으로 판단
 - 신규주문-재고 스프레드 다시 확대, 재고 및 마진 압박이 꾸준히 완화될 것으로 전망

관영 PMI 추이



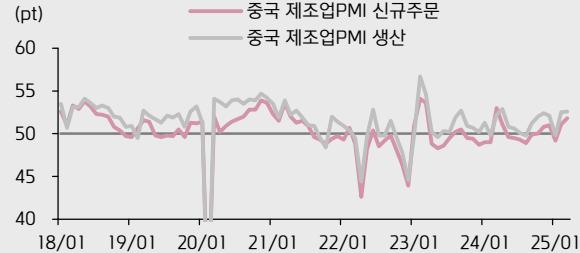
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 기업규모별 PMI 추이



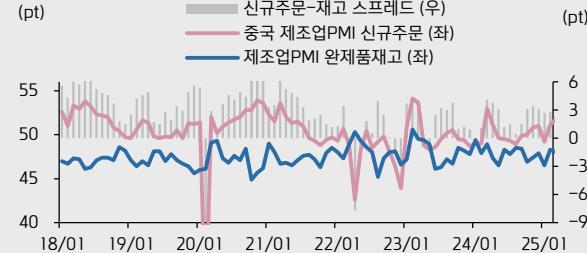
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

신규주문 생산 PMI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 신규주문-재고 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 증시 및 경기 회복이 이어지기 위한 전제조건

- 4월 정치국 회의 이후, 정책 모멘텀인 소강 국면에 접어들 가능성이 높은데, 이후 유동성 및 경기 모멘텀이 중요해질 것으로 판단
- 3월까지 유동성 모멘텀은 여전히 우호적. 다만, 지금보다 신용 증가세가 더욱 높아져야 할 것으로 판단

중국 신용 및 통화공급 증가율 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 가계 기업 대출 증가율 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

중국 신용자극 지수 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

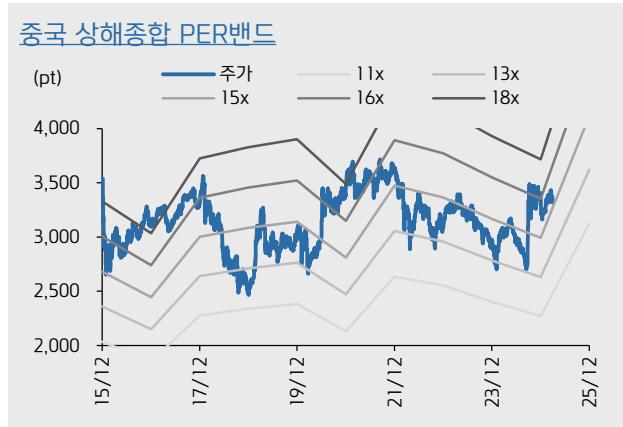


◆ Tech 중심의 상승세가 계속될 것으로 전망

- 유동성 모멘텀이 여전한 가운데, 경기 펀더멘탈에 대한 우려는 여전하다고 판단. 특히 부동산 회복 가능성은 매우 낮을 것으로 판단.
- 소비 체력이 일부 회복된 만큼, 내수 부양책이 동반될 경우, 가계 소비가 회복될 가능성 염두. 이 경우, Non Tech로 유동성 유입될 것으로 전망
- 다만 부동산 및 내수 회복 속도가 기대에 못 미치면서, Tech로 쓸림 현상이 이어질 가능성이 높다 판단



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치센터



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

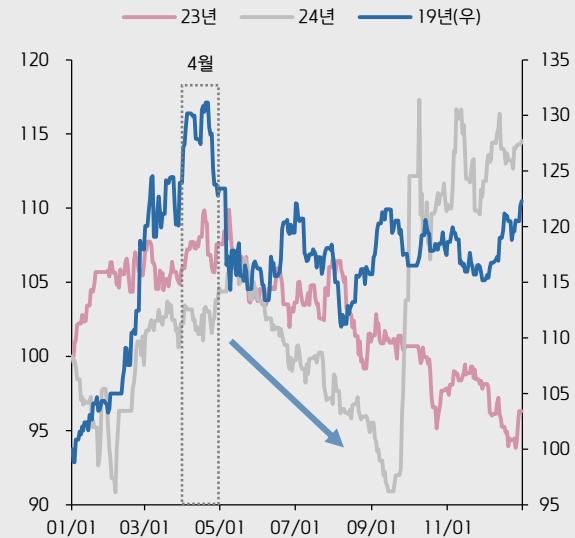


자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치센터



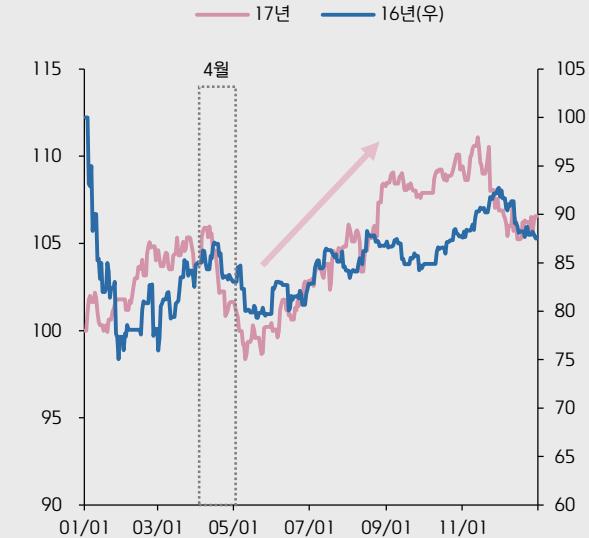
- ◆ 증시는 현실을 마주해 가는 길, 경기회복 확인 중요. 한편 실적시즌 돌입에 따라 펀더멘털 집중 필요
 - 춘절 이후 정책 및 AI 모멘텀으로 인해 상승하던 종화권 증시는 현실을 마주해 가고 있는 것으로 판단. 4월 말 정치국회의 이후 정책 모멘텀이 소강 국면에 진입함에 따라서 정책효과에 대한 검증을 받게 될 것으로 판단. 경기회복 여부가 증시의 방향을 결정할 것
 - 특히 24년 높아진 수출의 GDP 기여도를 감안하면 미국의 관세 영향으로 인해 2분기부터 경기 하방 압력은 커질 것으로 예상. 중국은 지난 6개월간 내수 부양을 강조하며 다양한 정책을 시행하고 있는 점은 긍정적. 다만 3월 양회처럼 여전히 AI 등 산업에 더욱 집중하는 모습은 불안 요인. 단기 관점에서는 가계 소비를 늘릴 수 있는 내수부양책이 더욱 중요하기 때문
 - 한편 중국정부는 정책 여력을 강조하고 있어 향후 경기 및 증시가 급격히 부진할 경우 추가적인 부양책 발표 가능성도 존재

상해종합 연간 주가 추이(하락 경우)

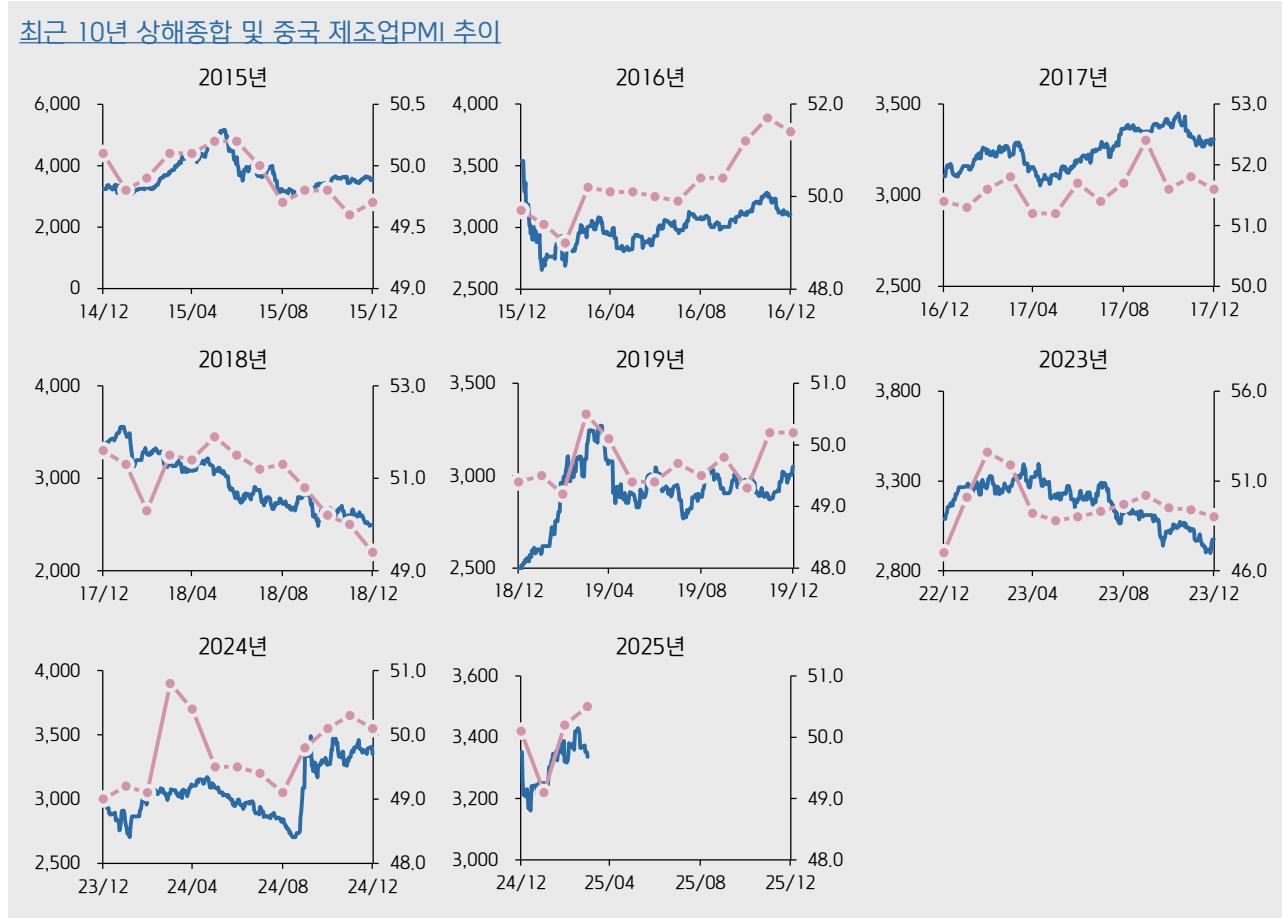


자료: Wind, 키움증권 리서치

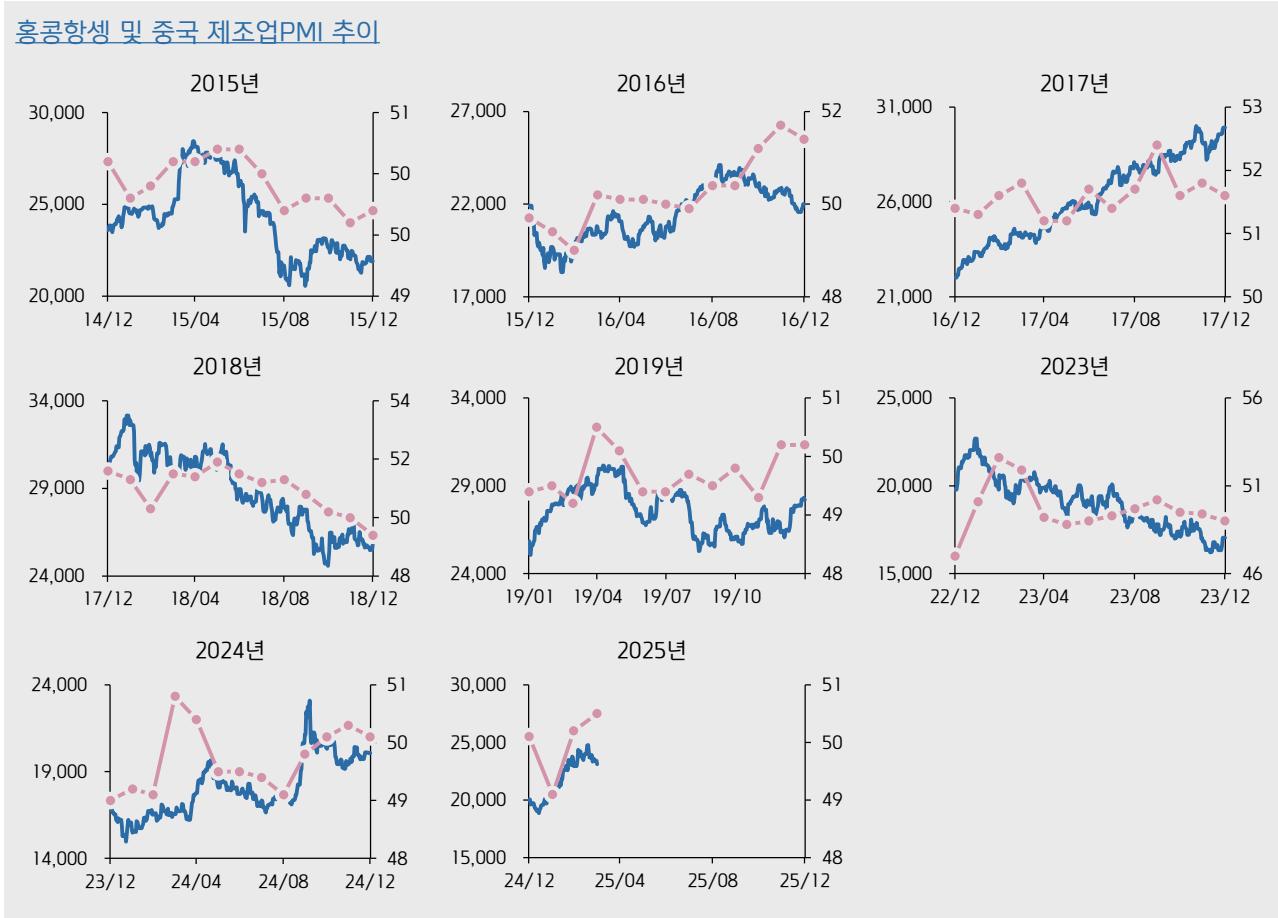
상해종합 연간 주가 추이(상승 경우)



자료: Wind, 키움증권 리서치



주: 코로나19로 인한 락다운 기간인 20~22년 제외
자료: Wind, 키움증권 리서치



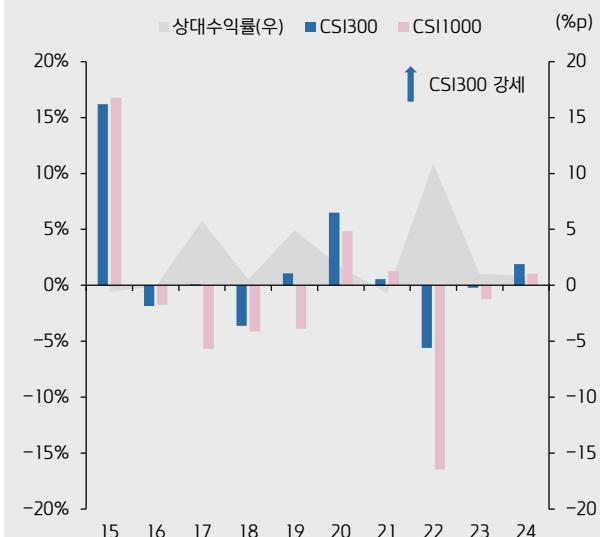
주: 코로나19로 인한 락다운 기간인 20~22년 제외
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 실적 시즌에 돌입한 본토 증시, 4월은 펀더멘탈에 집중할 때

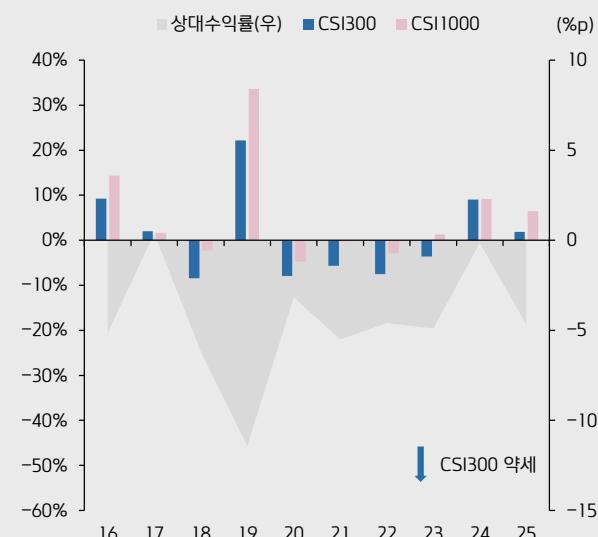
- 4월 본격적으로 실적 시즌에 돌입한 중국 본토 증시는 기업 실적에 집중할 때로 판단. 실제로 지난 20년간 상대적으로 안정적인 실적을 보유한 CSI300의 4월 주가 수익률은 소형주 지수인 CSI1000를 70% 확률로 아웃퍼폼
- 안정적인 실적 성장 및 AI 모멘텀 보유한 알리바바 및 텐센트 관심 필요하다는 판단

CSI300 및 CSI1000 최근 10년 4월 수익률 비교



자료: Wind, 키움증권 리서치

CSI300 및 CSI1000 최근 10년 2~3월 누적수익률



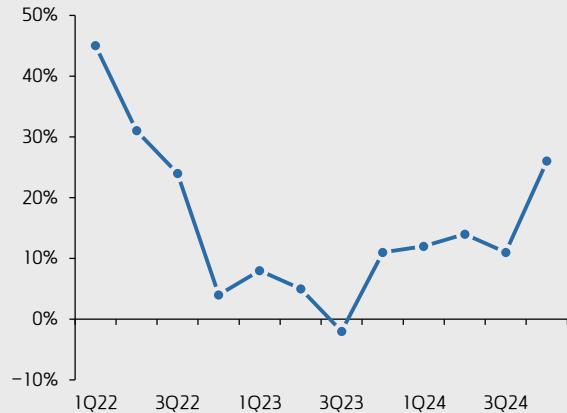
자료: Wind, 키움증권 리서치



◆ 바이두, 양날의 검이 된 AI

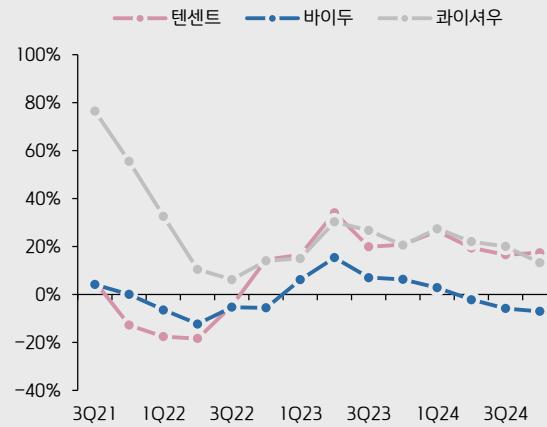
- 4Q24 매출은 341억위안(YoY -2%), Non-GAAP 영업이익은 50억위안(YoY -29%)으로 우려(매출 334억위안, 영업이익 49억위안) 대비 긍정적인 실적 기록. 클라우드 중심의 비(非)광고 매출 증가(YoY +18%)가 광고매출 감소(YoY -7%)를 상쇄. 영업이익의 큰 폭 감소는 전기차 합작회사 JYUE 관련 일회성 비용(10억위안) 및 상대적으로 수익성이 낮은 클라우드 사업 비중 증가에 기인
- 4분기 클라우드 매출은 AI 수요 증가에 힘입어 71억위안(YoY +26%)을 기록, 지난 4개 분기 10% 초반 수준의 증가율 대비 성장세가 확대. 다만 전체 매출의 60% 가까이 차지하는 광고매출은 3개 분기 연속 감소. 부진한 중국 매크로 환경 및 트래픽 경쟁력 약화가 지속된 가운데 Gen-AI 사업 강화로 인해 광고 사업 성장이 어려운 상황. 1분기에도 광고 매출 감소 예상
- 클라우드 사업의 성장은 지속될 것으로 예상. 다만 광고 사업이 경영진의 점진적인 회복세 전망에도 불구하고 가시성이 낮다는 판단. 또한 Deepseek가 촉발한 중국 생성형AI 시장의 경쟁 심화도 부정적인 상황. 향후 Ernie5.0 출시 및 자율주행 등 기대감 존재하나 단기적으로 피어그룹 대비 주가가 아웃퍼폼하기 어려울 전망

바이두 분기별 클라우드 매출 증가율



자료: 바이두, 키움증권 리서치센터

중국 주요 플랫폼 광고 매출 증가율



자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치센터



바이두 실적 테이블

(단위: 백만CNY)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	23	24
매출	34,951	31,513	33,931	33,557	34,124	134,598	133,125
YoY	6%	1%	0%	-3%	-2%	9%	-1%
매출총이익	17,692	16,330	17,679	17,262	16,213	70,157	67,484
YoY	9%	1%	-2%	-6%	-8%	17%	-4%
GPM	51%	52%	52%	51%	48%	52%	51%
영업이익	7,075	6,673	7,500	7,014	5,047	28,433	26,234
YoY	9%	4%	2%	-8%	-29%	23%	-8%
OPM	20%	21%	22%	21%	15%	21%	20%
순이익	7,755	7,011	7,396	5,886	6,709	28,747	27,002
YoY	44%	22%	-8%	-19%	-13%	39%	-6%
NPM	22%	22%	22%	18%	20%	21%	20%

주: Non-GAAP 기준

자료: 바이두, 키움증권 리서치센터

바이두 12M FWD PER 밴드



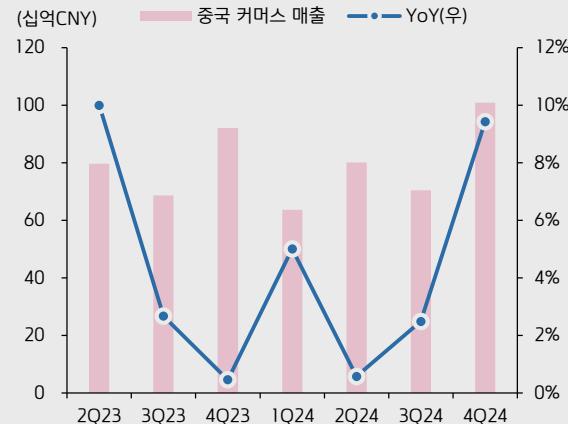
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 알리바바, 실적 텐어라운드 및 AI 모멘텀 기대

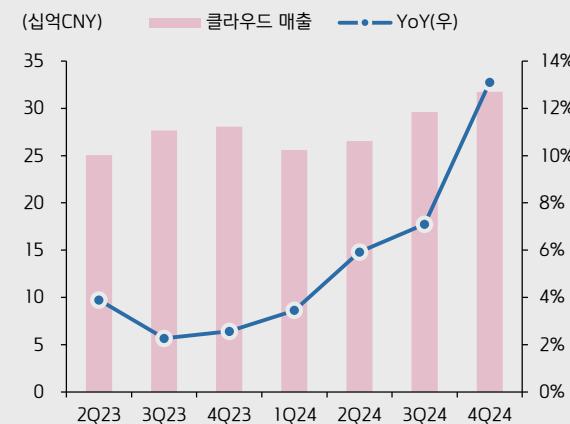
- FY3Q25 매출 2,802억위안(YoY +8%), Adjusted EBITA 549억위안 (YoY +4%)으로 예상치 상회
- Taobao&Tmall GMV는 시장 평균과 비슷한 수준의 성장세(YoY +4%)를 보인 것으로 추정되며, 광고/소프트웨어 서비스가 분기 온기 반영됨에 따라서 take rate 상승해 CMR은 YoY +9%로 반등. 투자 확대로 수익성 둔화는 지속됐으나 이익은 4개 분기 만에 플러스 전환하며 이익 성장에 대한 우려도 완화.
- 클라우드 매출은 견조한 AI 수요에 힘입어 2년만에 두자릿수 성장률을 기록. 춘절 이후 추론 중심의 수요가 급증하고 있으며, 클라우드 사업의 외형성장은 가속화될 것으로 전망. 이에 향후 3년간 AI 인프라에 대한 투자를 과거 10년 보다 더 많이 진행할 계획
- 알리바바의 금번 실적은 1)중국 커머스의 GMV 증가 및 이익 반등, 2)클라우드의 성장 확대, 3)기타 사업의 적자 폭 축소를 증명하며 실적 텐어라운드에 대한 기대감을 한층 강화할 전망. 특히 클라우드 사업을 중심으로 지난 3년 가까이 잃어버린 성장성을 되찾을 것으로 기대되며 이에 따른 벌류에이션 리레이팅 예상

중국 커머스 매출 증가율



주: Calendar year 기준
자료: 알리바바, 키움증권 리서치센터

클라우드 매출 증가율



주: Calendar year 기준
자료: 알리바바, 키움증권 리서치센터



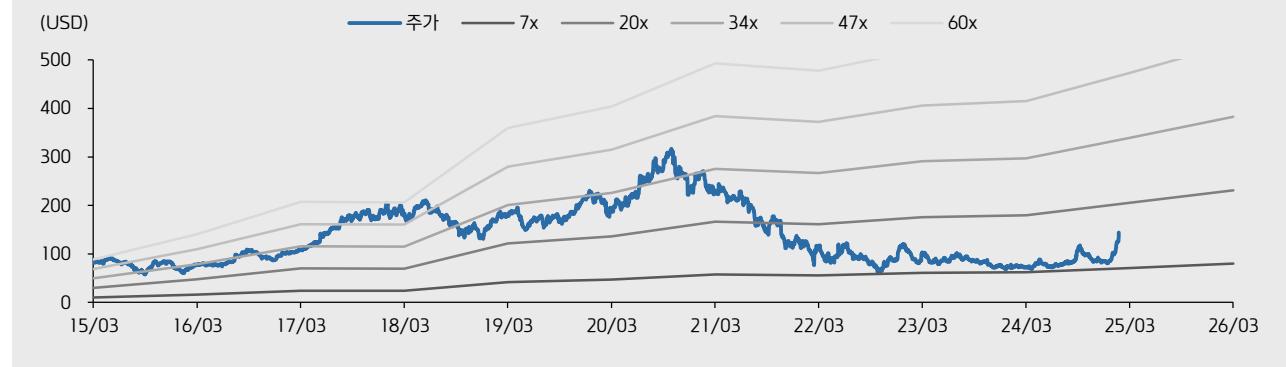
알리바바 실적 테이블

(단위: 백만CNY)	FY3Q24	FY4Q24	FY1Q25	FY2Q25	FY3Q25	FY23	FY24
매출	260,348	221,874	243,236	236,503	280,154	868,687	941,168
YoY	5%	7%	4%	5%	8%	2%	8%
매출총이익	105,318	74,667	97,716	93,093	118,170	324,702	357,857
YoY	6%	6%	7%	8%	12%	2%	10%
GPM	40%	34%	40%	39%	42%	37%	38%
Adjusted EBITDA	59,572	30,807	51,161	47,327	62,054	175,710	191,668
YoY	1%	-4%	-2%	-4%	4%	11%	9%
OPM	23%	14%	21%	20%	22%	20%	20%
순이익	47,951	24,418	40,691	36,518	51,066	141,379	157,479
YoY	-4%	-11%	-9%	-9%	6%	4%	11%
NPM	18%	11%	17%	15%	18%	16%	17%

주: Non-GAAP 기준

자료: 알리바바, 키움증권 리서치센터

알리바바 12M FWD PER 밴드



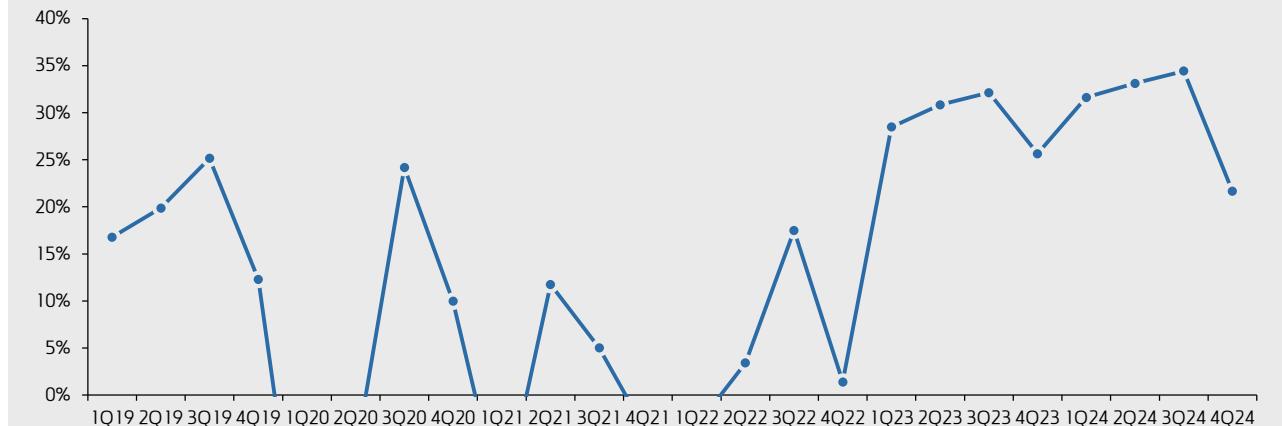
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 트립닷컴, 해외 사업이 새로운 성장 동력이 될 것

- 4Q24 매출은 1,274억위안(YoY +23%), Non-GAAP 영업이익은 276억위안(YoY +4%) 기록. 다만 해외사업 확장을 위한 공격적인 투자로 인해 매출 대비 마케팅 비용이 YoY 4%p 상승하며 OPM은 YoY 4%p하락
- 트립닷컴은 10% 수준의 중국 국내여행 시장 성장과 20% 수준의 중국 아웃바운드 여행 및 높은 해외사업 성장에 힘입어 10% 중반 수준의 외형성장을 기록할 것으로 예상. 금번 춘절 연휴 기간 문화여행국 기준 중국 국내여행 매출은 YoY +7%를 기록했으며, 트립닷컴 기준 중국 아웃바운드 여행은 YoY +20%, 해외사업은 50% 이상의 높은 성장세를 보인 바 있음. 다만 해외사업의 확장을 위한 투자 강화로 인해 리오프닝 이후 유지된 높은 수익성(Non-GAAP OPM 30%)은 다소 둔화될 것으로 판단
- 수익성에 대한 눈높이가 조정 필요. 연휴 앞두고 모멘텀 기대. 홍콩상장 기준 트립닷컴 주가는 아웃바운드/해외사업 성장에 따른 견조한 실적 성장에 힘입어 '24년 95% 상승하며 동기간 항셍테크 (19%)를 크게 아웃퍼폼. '25년에도 아웃바운드/해외사업 중심의 높은 성장 가시성은 유효하나 투자 확대로 인한 수익성에 대한 눈높이 조정은 소화가 필요할 것으로 예상

트립닷컴 Non-GAAP OPM



자료: 트립닷컴, 키움증권 리서치센터



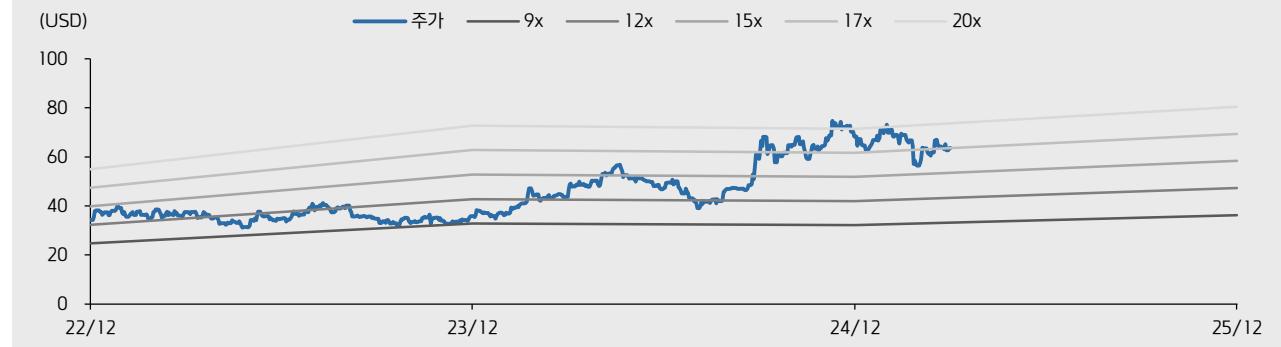
'23년 이후 주요 연휴 전후 트립닷컴 절대 및 상대 주가수익률

연휴	절대 수익률				상대수익률
	연휴 전 30일	연휴 후 30일	연휴 전 30일	연휴 후 30일	
23년	춘절	9%	-11%	-3%	0%
	청명절	-5%	-11%	-4%	-10%
	노동절	-3%	-4%	-1%	-1%
	단오절	5%	3%	6%	4%
	추석/국경절	-9%	0%	-5%	-1%
24년	신정	1%	1%	1%	10%
	춘절	3%	6%	7%	3%
	청명절	14%	12%	10%	1%
	노동절	12%	1%	4%	2%
	단오절	-3%	-2%	-2%	3%
25년	추석	11%	23%	11%	10%
	국경절	33%	-3%	15%	8%
	신정	6%	1%	3%	1%
	춘절	-2%	-13%	-3%	-30%

주: 홍콩상장 기준 항셍테크 대비

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트립닷컴 12M FWD PER 밴드



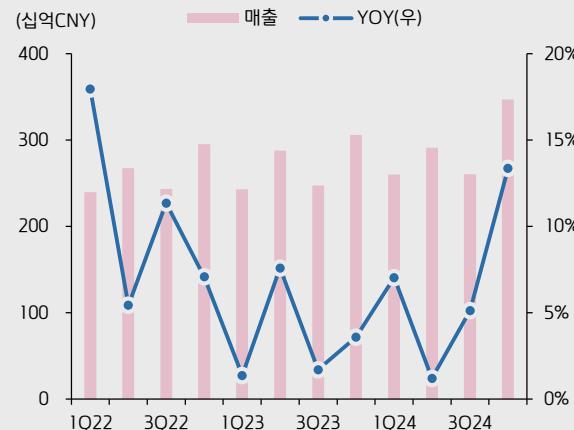
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 징동, 25년에도 이구한신 수혜는 지속될 전망

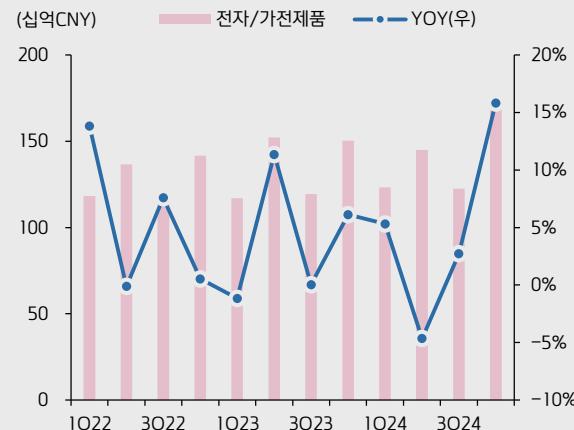
- 4Q24 매출은 3,470억위안(YoY +13%), Non-GAAP 영업이익은 105억위안(YoY +34%)으로 예상치 대비 매출 및 이익 모두 상회. 이구환신 효과에 힘입어 전자/가전제품 매출이 YoY +16%를 기록하며 탑라인 성장 견인. 수익성은 JD 리테일 사업이 물류효율성 향상 및 3P 비중 상승으로 인해 개선됐으나 마케팅 비용 상승에 일부 상쇄
- '25년에도 이구환신 수혜가 지속될 것으로 기대. 경영진은 QTD 스마트폰 및 PC 부문에서 강력한 수요를 확인했으며, 4Q24 판매량이 집중되며 연초 부진했던 가전도 MoM 개선세를 보이고 있다고 언급. 하반기 갈수록 높은 기저 영향이 존재하나 상반기 견조한 판매량 증가세가 유지될 전망. 한편 수익성은 공급망 효율성 제고, 상대적으로 수익성이 높은 3P 비중 증가 등에 기반한 리테일 사업 중심의 개선이 신사업(배달음식/차량호출) 투자 확대에 일부 상쇄되며 연간 flat한 수준이 유지될 것으로 예상
- 주가는 연초 이후 항셍테크를 하회. 이구환신 수혜 기대감에도 불구하고 신사업 확장에 따른 수익성 둔화 우려 및 피어그룹 대비 AI 모멘텀이 제한적이기 때문

징동 매출 및 증가율



자료: 징동, 키움증권 리서치센터

징동 전자/가전제품 매출 및 증가율



자료: 징동, 키움증권 리서치센터



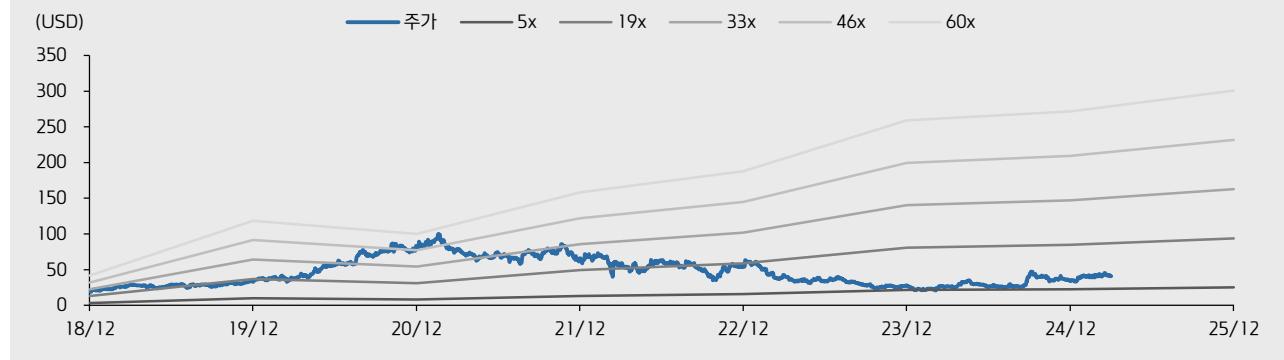
징동 실적 테이블

(단위: 백만CNY)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	23	24
매출	306,077	260,049	291,397	260,387	346,986	1,084,662	1,158,819
YoY	4%	7%	1%	5%	13%	4%	7%
매출총이익	43,536	39,797	45,948	45,061	53,143	159,837	183,949
YoY	5%	10%	11%	16%	22%	9%	15%
영업이익	7,793	8,879	11,596	13,079	10,475	35,441	44,029
YoY	7%	13%	34%	18%	34%	28%	24%
OPM	3%	3%	4%	5%	3%	3%	4%
순이익	8,415	8,899	14,460	13,174	11,294	35,200	47,827
YoY	10%	17%	69%	24%	34%	25%	36%
NPM	3%	3%	5%	5%	3%	3%	4%

주: Non-GAAP 기준

자료: 징동, 키움증권 리서치센터

징동 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



◆ 샤오미, 주가 빼고 다 좋은 상황

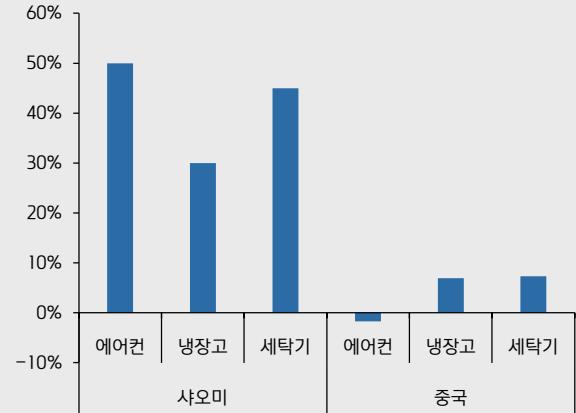
- 4Q24 매출은 1,090억위안(YoY +49%), 영업이익은 89억위안(YoY +76%)으로 예상치 대비 매출 및 이익 모두 상회
- 스마트폰 사업은 513억위안(YoY +16%) 기록. 해외 시장에서의 성공적인 프리미엄 전략으로 인해 ASP는 1,202위안으로 YoY 10% 증가했고, 중국 내 점유율 상승(YoY +3%p)으로 인해 스마트폰 출하량은 4,050만대(YoY +5%) 기록. 이구환신 효과로 인해 판매량 증가세가 지속되고 있으며, 올해 전체 스마트폰 판매량은 1.8억대(YoY +7%) 수준 예상. 한편 27년 판매량은 2억대 목표
- IoT 및 전자기기 매출은 309억위안(YoY +52%) 기록. 이구환신 효과로 인해 가전 및 전자기기 판매량이 크게 증가. '24년 에어컨/냉장고/세탁기 판매량은 YoY 50%/30%/45% 이상 증가하며 중국 전체 판매량(YoY -2%/+7%/+7%)을 크게 상회
- 전기차 및 혁신사업 매출은 167억위안 기록. GPM은 20%로 전분기(17%) 대비 개선, 25년 20% 이상 유지 전망. 최근 25년 목표 판매량 기준 30만대에서 35만대로 상향. SU7의 흥행 성공으로 인해 25년 중반 출시 예정인 두번째 전기차 모델 기대감 큰 상황

24년 샤오미 지역별 스마트폰 시장점유율

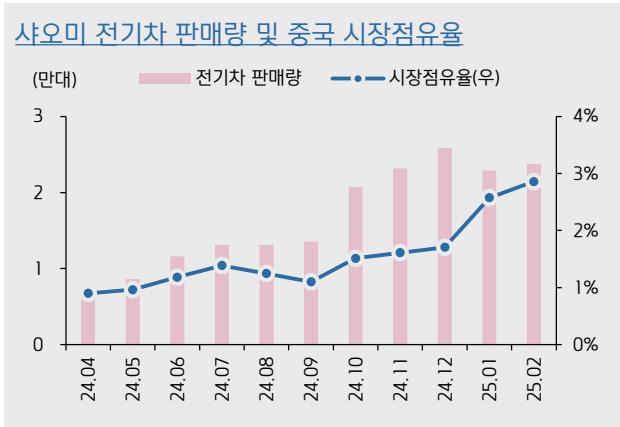


자료: Canalys, 샤오미, 키움증권 리서치

24년 중국 및 샤오미 가전 판매량 증가율 비교



자료: 샤오미, AVC, 키움증권 리서치

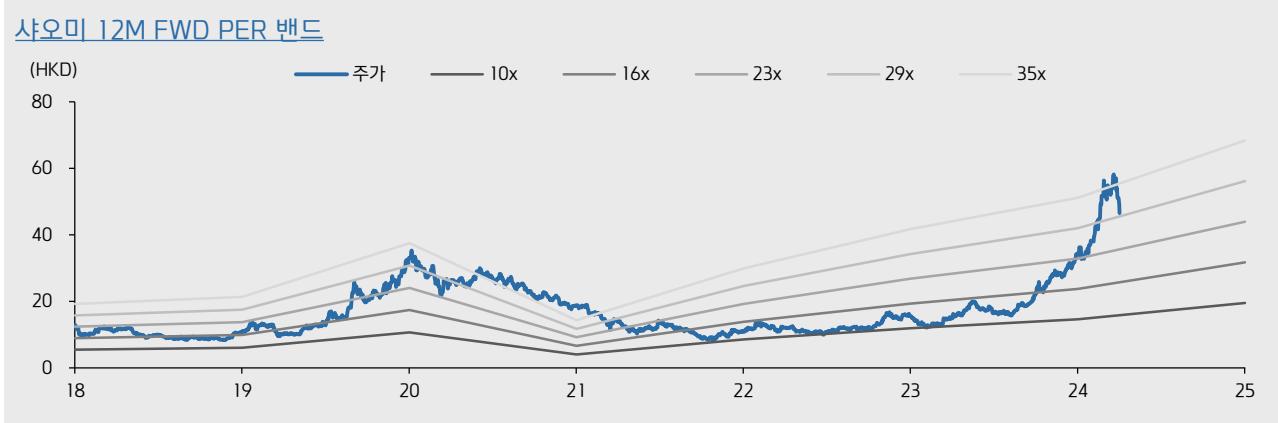


자료: CPCIA, 키움증권 리서치

25년 중반 출시 예정인 샤오미 두번째 전기차 모델 YU7



자료: 샤오미, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 텐센트, 단기 실적 성장 및 AI 모멘텀 모두 유효

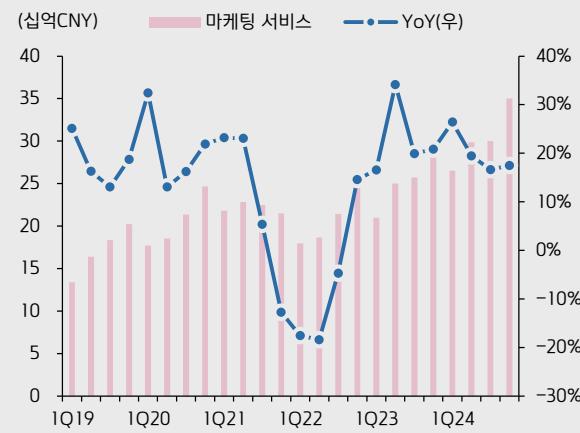
- 4Q24 매출 1,724억위안(YoY +11%), Non-IFRS 영업이익 595억위안 (YoY +21%)으로 예상치 대비 매출 상회, 이익 부합. 4분기 AI 관련 투자를 큰 폭 확대. CAPEX 규모는 37억위안으로 YoY 386%, QoQ 114% 증가하며 연간 CAPEX의 절반 수준 기록
- 게임 사업은 매출 492억위안(YoY +20%)으로 예상치 상회. 해외/중국 게임 매출 모두 기존 및 신규 게임 수호 견조. 향후 이연 매출 증가, 춘절 기간 5대 인기 게임의 DAU 증가, 신작 출시 등으로 인해 게임 매출은 견조한 성장세가 지속될 것으로 예상
- 마케팅 서비스 사업은 350억위안(YoY +17%)으로 예상치 상회. 플랫폼 내 적극적인 AI 기술 도입을 통해 광고 노출 최적화 및 클릭율 개선. AI 기술이 광고주의 ROI를 높이고 있으며, 이는 산업 전반에 걸쳐 광고 수요 증가로 이어지고 있다는 판단
- 핀테크/비즈니스 서비스 사업은 561억위안(YoY +3%)으로 예상치 부합. 결제서비스 매출이 YoY flat 수준까지 개선됐으며, 자산관리, 클라우드 및 커머스 관련 사업이 매출 성장을 견인. 24년 내부 활용으로 인해 클라우드 매출 성장이 상대적으로 제한적이었으나 25년부터 외부 서비스 확대로 인해 성장 확대가 예상

텐센트 게임 매출 추이



자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 마케팅 서비스 매출 추이



자료: 텐센트, 키움증권 리서치



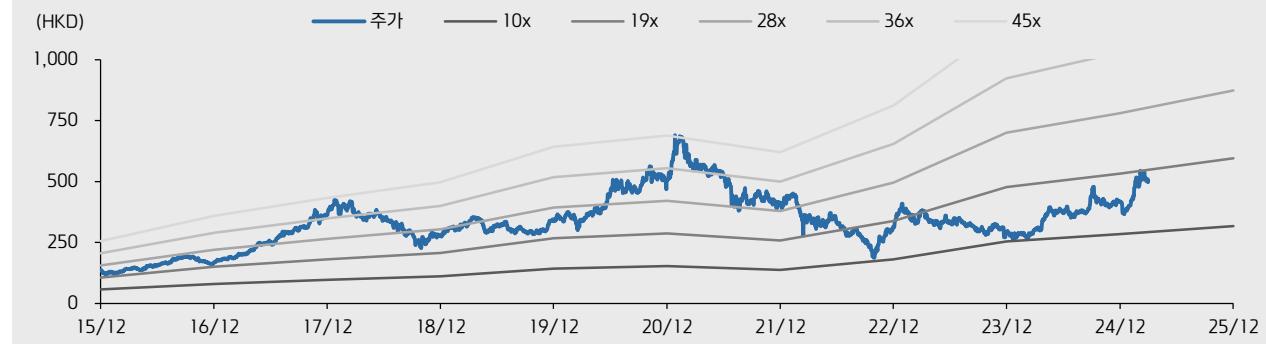
텐센트 사업부문별 실적

(단위: 백만CNY)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	24
매출	155,196	159,501	161,117	167,193	172,446	660,257
YoY	7%	6%	8%	8%	11%	8%
매출총이익	77,564	83,870	85,895	88,828	90,653	349,246
YoY	25%	23%	21%	16%	17%	19%
GPM	50%	53%	53%	53%	53%	53%
영업이익	49,135	58,619	58,443	61,274	59,475	237,811
YoY	35%	30%	27%	19%	21%	27%
OPM	32%	37%	36%	37%	34%	36%
순이익	42,681	50,265	57,313	59,813	55,312	222,703
YoY	44%	54%	53%	33%	30%	52%
NPM	28%	32%	36%	36%	32%	34%

주: Non-IFRS 기준

자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 12M FWD PER 밴드

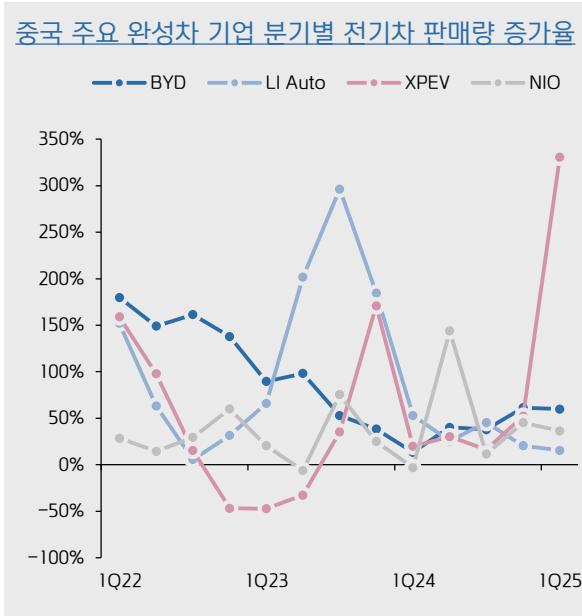


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

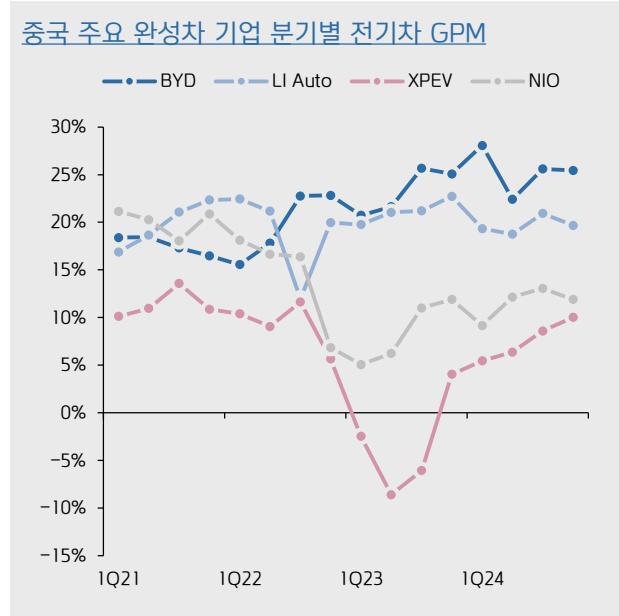


◆ 리오토, 향후 모델 성능 업그레이드 및 신차 출시 확인이 중요

- 4Q24 매출 443억위안(YoY +6%), 영업이익 37억위안(YoY +58%)으로 예상치 부합. 다만 전기차 GPM은 소폭 하회. 4 분기 판매량 부진에 따른 구매 약정 손실 인식 및 프로모션 확대에 기인. 1 분기 판매량 및 매출 가이던스 예상치 하회. 수익성도 춘절 영향으로 인한 판매 비수기 및 프로모션 확대로 인해 둔화가 예상되며 GPM 가이던스는 19%로 컨센서스(20.8%) 하회
- 동사는 5월 L 시리즈 모델에 페이스리프트 및 자율주행 소프트웨어 업데이트를 진행할 계획이며, 하반기에는 2 개의 BEV 모델을 신규 출시할 예정. 현재 주가는 역사적 PER 밴드 하단에 위치해 있어 벌류에이션은 매력적이나 추세적인 주가 반등을 위해서는 제품 경쟁력 향상 및 판매량 모멘텀 반등 여부에 대한 확인이 중요할 것으로 예상



자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치

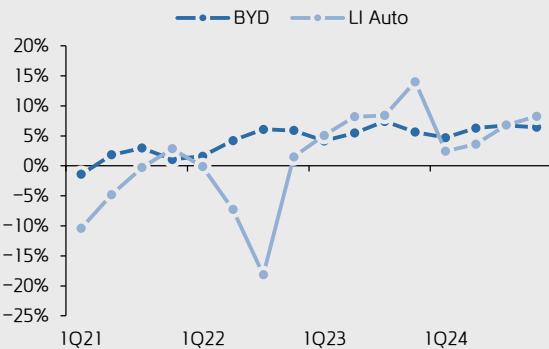


주: BYD는 추정치

자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치

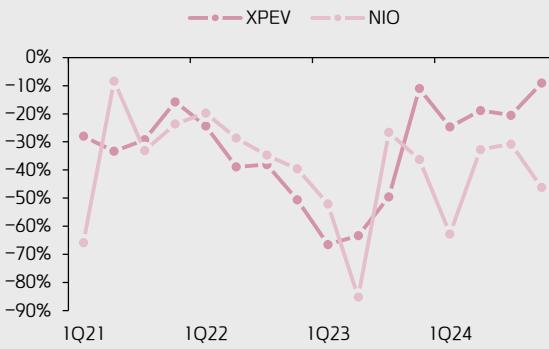


중국 주요 완성차 기업 분기별 전기차 NPM(1)



주: BYD는 추정치
자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치

중국 주요 완성차 기업 분기별 전기차 NPM(2)



자료: 각사 보고서, 키움증권 리서치

중국 주요 전기차 기업 실적 및 밸류에이션 비교

종목코드	종목	시가총액(십억USD)	매출 증가율(% YoY)		순이익 증가율(% YoY)		PER(X)		PSR(X)	
			25Y	26Y	25Y	26Y	25Y	26Y	25Y	26Y
1211.HK	BYD	151	23	16	33	21	19.9	16.4	1.1	1.0
2015.HK	Li Auto	28	22	27	38	45	18.2	12.5	1.1	0.9
9868.HK	XPEV	21	96	36	적지	흑전	N/A	76.3	1.9	1.4
9866.HK	NIO	8	42	28	적지	적지	N/A	N/A	0.6	0.5

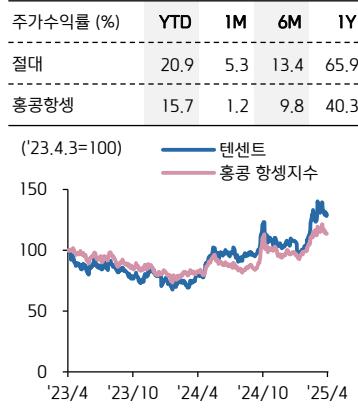
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



현재주가(4/1)	HKD 504.00
-----------	------------

Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	SNS/게임
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항셍
벤치마크 현재주가	23,206.8
시가총액(mln)	4,333,232.4
유통주식수(mln)	9,201.6
52주 최고	547.00
52주 최저	297.80
일평균거래량	32,322,370

Performance & Price Trend**투자포인트 1. 실적 성장 이상무**

- 4Q24 매출 1,724억위안(YoY +11%), Non-IFRS 영업이익 595억위안 (YoY +21%)으로 예상치 대비 매출 상회, 이익 부합. 1)게임사업은 해외/중국 게임 매출 모두 기존 및 신규 게임 수요 견조. 향후 이연 매출 증가, 춘절 기간 5대 인기 게임의 DAU 증가, 신작 출시 등으로 인해 게임 견조한 성장세 지속 전망. 2)마케팅 서비스 사업은 적극적인 AI 기술 도입을 통해 광고 노출 최적화 및 클릭율 개선되며 산업 전반에 걸쳐 광고 수요 증가로 이어지는 중. 3)핀테크/비즈니스 서비스 사업은 결제서비스 매출이 YoY flat 수준까지 개선됐으며, 24년 내부 활용으로 인해 클라우드 매출 성장 제한적이었으나 25년부터 외부 서비스 확대로 인해 성장 확대 예상

투자포인트 2. AI 모멘텀 유효

- Deepseek는 제한적인 인프라에도 불구하고 AI 모델 혁신이 가능하다는 점을 증명했으며, 텐센트, 알리바바 등 중국 빅테크의 대규모 AI 투자 계획 및 AI Manus 등의 등장은 향후 킬러앱 등장 가능성에 대한 기대감을 불러 일으키고 있다는 판단. 그 중 텐센트는 플랫폼 내 AI 기술을 적극 도입하며 중장기적으로는 AI 기반의 수익화 모델 구축할 것으로 기대. 현재 주가는 역사적 PER 밴드 중하단에 위치하고 있는 만큼 베이스선 부담스럽지 않아 투자매력 높다는 판단

Company Earnings & Valuation

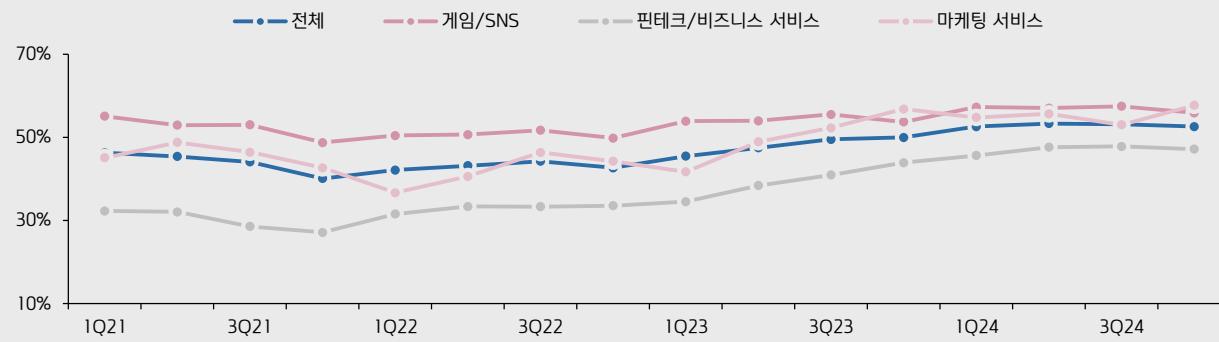
(단위: 백만(CNY))	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	554,552	609,015	660,257	722,154	785,578
영업이익	143,203	191,886	237,811	238,978	267,050
OPM(%)	26	32	36	33	34
순이익	115,649	157,688	222,703	244,805	270,940
PER(배)	14.9	21.9	18.7	17.8	15.9
PBR(배)	3.9	3.1	3.7	3.7	3.2
ROE(%)	24.6	15.1	21.8	20.3	19.4
배당수익률(%)	0.5	0.8	0.8	N/A	N/A

주: Non-IFRS 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



텐센트 사업부문별 GPM



자료: 텐센트, 키움증권 리서치

텐센트 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



손익계산서

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	482,064	560,118	554,552	609,015	660,257
매출&서비스 매출	260,532	314,174	315,806	315,906	311,011
매출총이익, GAAP	221,532	245,944	238,746	293,109	349,246
판관비	99,379	128,042	133,068	134,471	149,149
연구개발비	—	51,880	61,401	64,078	70,686
영업이익, GAAP	175,515	264,310	109,879	159,528	208,099
영업이익(이익) 손실	-4,507	16,248	-100,346	-1,796	-33,386
세전이익, GAAP	180,022	248,062	210,225	161,324	241,485
법인세비용	19,897	20,252	21,516	43,276	45,018
당기순이익, GAAP	159,847	224,822	188,243	115,216	194,073
EPS, GAAP	16.84	23.60	19.76	12.19	20.94
회석 EPS, GAAP	16.52	23.16	19.34	11.89	20.49
영업이익, 조정	175,515	264,310	109,879	159,528	208,099
당기순이익, 조정	159,847	224,822	188,243	115,216	194,073
EBITDA	226,289	321,980	171,095	218,536	264,312

현금흐름표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	194,806	175,908	147,447	222,844	258,521
감가상각비, 무형자산상각비	50,774	57,670	61,216	59,008	56,213
운전자본 변동	27,423	891	-18472	19233	—
투자활동으로 인한 현금흐름	-189,718	-186,796	-115,569	-137,521	-122,187
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-66,599	-62,165	-50,850	-47,407	—
유, 무형자산 처분	0	191	376	257	—
재무활동으로 인한 현금흐름	20,723	29,145	-50,611	-71,095	-176,494
지급배당금	-10,339	-12,503	-12,952	-20,983	—
차입금의 증가(감소)	40,953	55,367	438	2,652	—
자사주매입	-149	-3954	-31194	-47075	—
현금증가	19,807	15,168	-11227	15,581	-39,801
기초현금	132,991	152,798	167,966	156,739	172,320
기말현금	152,798	167,966	156,739	172,320	132,519
FCF	155,389	144,902	124,242	201,479	—
FCFF	162,404	151,435	132,637	210456	—

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무상태표

(CNY mln)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	1,333,400	1,612,400	1,578,100	1,577,200	1,781,000
유동자산	317,647	484,812	565,989	518,446	496,180
현금 및 현금성자산	229,011	264,101	290,756	379,155	343,159
매출채권	44,981	49,331	45,467	46,606	48,203
재고자산	814	1,063	2,333	456	440
비유동자산	1,015,753	1,127,588	1,012,111	1,058,754	1,284,820
유형자산	93,802	106,033	103,777	104,458	133,283
무형자산	159,437	171,376	161,802	177,727	196,127
부채총계	555,382	735,671	795,271	703,565	727,099
유동부채	269,079	403,098	434,204	352,157	396,909
매입채무	162,590	287,140	319,662	199,571	223,368
단기성부채	18,064	24,449	28,380	61,852	67,108
비유동부채	286,303	332,573	361,067	351,408	330,190
장기성부채	244,400	299,027	330,761	309,388	291,004
자본총계	778,043	876,693	782,860	873,681	1,053,900

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출이익률	33.16	40.14	33.95	18.92	29.39
영업이익률	36.41	47.19	19.81	26.19	31.52
EBITDA 마진	46.94	57.48	30.85	35.88	40.03
ROE	28.13	29.77	24.64	15.06	21.78
ROA	13.98	15.26	11.80	7.30	11.56
ROIC	17.54	21.49	8.38	9.68	12.61
부채비율	37.28	40.12	49.78	45.91	36.78
순차입금비율	4.30	6.77	8.74	-0.91	1.42
EBITDA/현금지급이자	31.98	42.79	18.31	19.04	—
현금비율	0.85	0.66	0.67	1.08	0.86
유동비율	1.18	1.20	1.30	1.47	1.25
PER	28.19	15.78	14.95	21.90	18.72
PBR	6.45	4.43	3.90	3.12	3.71
EV/EBIT	26.49	14.01	26.76	16.15	17.83
EV/EBITDA	20.55	11.50	17.18	11.79	14.04



현재주가(4/1)	HKD 129.80
-----------	------------

Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	이커머스
거래소	홍콩
상대지수	홍콩항셍
벤치마크 현재주가	23,206.8
시가총액(mln)	2,304,131.3
유통주식수(mln)	18,998.3
52주 최고	145.90
52주 최저	65.24
일평균거래량	103,804,400

Performance & Price Trend**◆ 투자포인트 1. 4월 중화권 증시는 실적에 집중할 때**

- 4월 실적 시즌에 돌입하는 중국 증시는 기업 펀더멘털에 집중할 때로 판단. 실제로 지난 10년간 상대적으로 안정적인 실적을 보유한 CSI300의 4월 주가 수익률은 소형주 지수인 CSI1000를 70% 확률로 아웃퍼폼
- 알리바바는 최근 실적 발표를 통해 1)중국 커머스의 GMV 증가 및 이익 반등, 2)클라우드의 성장 확대, 3)기타 사업의 적자 폭 축소를 증명했으며, 실적 턴어라운드에 대한 기대감이 2분기에 지속될 것으로 판단

◆ 투자포인트 2. AI 모멘텀 및 부담스럽지 않은밸류에이션

- 단기적으로 중화권 증시는 춘절 이후 급격한 주가 상승에 따른 차익실현 매물 출회 가능성 존재하나 AI에 대한 시장의 높은 관심은 지속될 것으로 판단. 알리바바는 4월 최신 AI 모델인 Qwen 3를 출시할 계획이라고 다수 언론은 보도하고 있어 AI 모멘텀 유효. 또한 현재 주가는 12M FWD PER 밴드 하단에 위치한 만큼 밸류에이션도 매력적이다는 판단

Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	853,062	868,687	941,168	998,676	1,060,125
EBITDA	158,205	175,710	191,668	199,078	229,873
EBITDA Margin(%)	19	20	20	20	22
순이익	136,388	141,379	157,479	154,469	171,411
PER(배)	15.7	17.2	10.2	15.0	13.1
PBR(배)	2.0	1.8	1.3	2.2	2.0
ROE(%)	6.6	7.5	8.1	13.1	13.2
배당수익률(%)	N/A	N/A	1.4	N/A	N/A

주: Non-GAAP 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

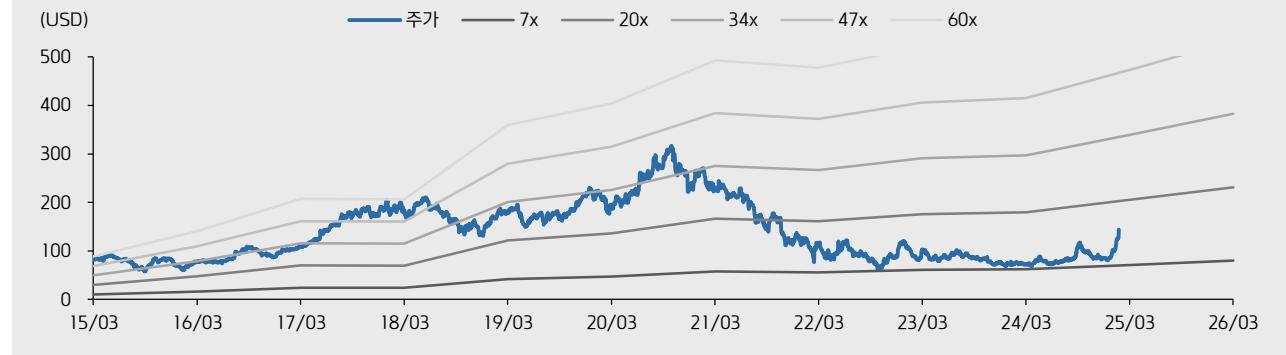


알리바바 사업부문별 매출 추이

(단위: 백만CNY)	FY3Q24	FY4Q24	FY1Q25	FY2Q25	FY3Q25
매출	260,348	221,874	243,236	236,503	280,154
Taobao and Tmall Group	129,070	93,216	113,373	98,994	136,091
Cloud	28,066	25,595	26,549	29,610	31,742
International Digital Commerce Group	28,516	27,448	29,293	31,672	37,756
Cainiao	28,476	24,557	26,811	24,647	28,241
Local consumer services	15,160	14,628	16,229	17,725	16,988
Digital media & entertainment	5,040	4,945	5,581	5,694	5,438
YOY	5%	7%	4%	5%	8%
Taobao and Tmall Group	2%	4%	-1%	1%	5%
Cloud	3%	3%	6%	7%	13%
International Digital Commerce Group	44%	45%	32%	29%	32%
Cainiao	24%	30%	16%	8%	-1%
Local consumer services	13%	19%	12%	14%	12%
Digital media & entertainment	18%	-1%	4%	-1%	8%

자료: 알리바바, 키움증권 리서치

알리바바 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



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
판관비	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	—	—	—	—	—
회석 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	50,508	-18,150	13,482	-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	-129,116	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	170,286	156,691

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

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
순차입금비율	-42.89	-49.76	-46.40	-51.17	-52.70
EBITDA/현금지급이자	27.53	35.21	26.34	28.05	21.53
현금비율	1.50	1.28	1.19	1.36	1.35
유동비율	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



3월 ETF Review 및 4월 전망

분산의 미학



3월 ETF Review 및 4월 전망 | 분산의 미학

3월 미국 ETF 시장 리뷰

- 3월 미국 ETF 시장으로는 \$948억 유입. 그 중 주식형 ETF로는 약 \$560억 유입, 자금유입 지속 약화되며 트럼프 관세 및 경기 하방 위험을 반영. 지난 달에 이어 유럽 및 글로벌 주식으로 유입세 지속. 버퍼 ETF로도 자금유입. 채권 ETF 시장으로는 약 \$240억 유입. 초단기채로 가장 많은 자금 유입되었고, 중장기물로도 유입 확대
- ETF Inflows/Outflows: 美 초단기채권, 유럽 주식, 원자재 등으로 In / 디지털자산, 헬스케어·커뮤니케이션·금융 섹터, 뱅크론 등에서 Out
- ETF Top/Bottom: 귀금속 실물/채굴, 유럽 주식, 방산, 인도 주식 등 Up / 디지털 자산, IT 섹터, 신재생에너지, 바이오텍 등 Down

3월 신규 상장 ETF

- **미국:** 단일종목 레버리지 전략 및 암호화폐 관련 전략을 비롯한 81개 종목 신규 상장. 단일종목 레버리지 상품 20종, 비트코인 보유기업이나 비트코인 보유기업의 CB(전환사채)에 투자하는 상품 출시. 솔라나 선물 ETF 승인으로 솔라나 선물 ETF와 2배 레버리지 ETF 출시. 2개의 개별 종목에 각각 100%씩의 노출을 제공해주는 ETF 상품 2종 및 분배금 주간 분배를 하는 주배당 상품 2종 출시
- **국내:** 국내 첫 버퍼형 ETF 및 자산배분형 상품 등 13개 종목 신규 출시되며 전체 상품 수는 960개로 확대. 정해진 기간동안 보유 시 하락장에서 손실 완충이 가능한 버퍼형 ETF 국내 첫 출시. 자산배분형 TDF ETF 4종과 양자컴퓨팅 테마 관련 ETF 4종, 커버드콜 전략 ETF 2종도 신규 출시되며 다양한 전략의 ETF 공급 지속

4월 ETF 투자 아이디어

- 트럼프 '관세의 날'을 앞두고 증시 불안이 연장되고 있음. 올해 미 증시 조정은 관세로 인한 침체 우려 확산을 빌미로 벤류에이션 부담을 소화시키는 과정으로 판단. '관세'는 미국채 매각, 약달러 유도 등 감세와 인프라 투자 및 리쇼어링을 위한 선제 조치
- 미국 경기 펀더멘털이 훼손되지 않는 선에서 크고 작은 합의가 진행될 것이라 본다면, 증시는 일련의 과정들을 소화한 후 재차 반등을 모색할 것으로 예상. 경기 방어주 및 금, 채권 등에 대한 분산으로 리스크 해지 필요한 동시, 반등 시 상승탄력이 클 업종으로의 선별 투자 고민해야 할 시점
- ETF Picks: SPLV(로우볼), SHLD(방산), PAVE(인프라), IAK(보험), KWEB(중국), MLPX(미드스트림), GLD(금), IEF(채권)

3월 ETF 투자 포트폴리오 (리뷰)



티커	ETF명	주요 테마	순자산 백만\$	운용 보수 %	수익률			국내 상장 Peer ETF
					1M %	3M %	6M %	
SPLV	Invesco S&P 500 Low Volatility ETF	美 로우볼	7,853.1	0.25	+0.3	+6.7	+4.1	
IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	테크& 소프트웨어	9,877.9	0.41	-8.7	-11.1	+1.7	* RISE 미국AI 벤처체인 TOP3Plus * KoAct 글로벌AI&로봇액티브 * TIMEFOLIO 글로벌AI인공지능액티브
SHLD	Global X Defense Tech ETF	글로벌 방산	1,253.1	0.50	+10.2	+24.4	+22.7	* PLUS 글로벌방산 * TIGER 미국방산TOP10 * TIMEFOLIO 글로벌우주테크&방산액티브
IPKW	Invesco International BuyBack Achievers ETF	글로벌 바이백 기업	194.1	0.55	+1.2	+15.0	+7.1	
KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	中 인터넷	8,064.2	0.70	+2.9	+19.4	-3.2	* KODEX 차이나 항생테크 * RISE 차이나 항생테크 * TIGER 차이나 항생테크 * ACE 차이나 항생테크
MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	MLP & 미드스트림	2,774.3	0.45	+0.9	+5.4	+16.3	* KoAct 미국천연가스인프라액티브
TLTW	iShares 20+ Year Treasury Bond BuyWrite Strategy ETF	美 장기채	1,156.1	0.35	-0.6	+2.3	-11.5	* RISE 미국장기국채선물(H) * ACE 미국30년국채액티브 * KODEX 미국30년국채액티브(H) * SOL 미국30년국채액티브(H)
GLD	SPDR® Gold Shares	금 현물	93,731.9	0.40	+9.4	+19.0	+17.3	* HANARO 글로벌금채굴기업 * ACE KRX금현물 * KODEX 골드선물(H)

자료: 키움증권 리서치센터
주: 2025-03-31 종가 기준

4월 ETF 투자 포트폴리오



티커	ETF명	주요 테마	순자산 백만\$	운용 보수 %	수익률			국내 상장 Peer ETF
					1M %	3M %	6M %	
SPLV	Invesco S&P 500 Low Volatility ETF	美 로우볼	7,853.1	0.25	+0.3	+6.7	+4.1	
SHLD	Global X Defense Tech ETF	글로벌 방산	1,253.1	0.50	+10.2	+24.4	+22.7	* PLUS 글로벌방산 * TIGER 미국방산TOP10 * TIMEFOLIO 글로벌우주테크&방산액티브
PAVE	Global X US Infrastructure Development ETF	美 인프라	7,676.2	0.47	-6.2	-6.6	-7.9	* KODEX 미국S&P500산업재(합성) * KIWOOM 글로벌전력GRID인프라 * KODEX 미국AI전력핵심인프라
IAK	iShares U.S. Insurance ETF	美 보험	792.4	0.39	+1.3	+9.0	+6.5	
KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	中 인터넷	8,064.2	0.70	+2.9	+19.4	-3.2	* KODEX 차이나 항셍테크 * RISE 차이나 항셍테크 * TIGER 차이나 항셍테크 * ACE 차이나 항셍테크
MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	MLP & 미드스트림	2,774.3	0.45	+0.9	+5.4	+16.3	* KoAct 미국천연가스인프라액티브
GLD	SPDR® Gold Shares	금 현물	93,731.9	0.40	+9.4	+19.0	+17.3	* HANARO 글로벌금채굴기업 * ACE KRX금현물 * KODEX 골드선물(H)
IEF	iShares 7~10 Year Treasury Bond ETF	美 중기채	34,953.1	0.15	+0.1	+3.2	-2.9	* KODEX 미국10년국채선물 * TIGER 미국채10년선물

자료: 키움증권 리서치센터
주: 2025-03-31 종가 기준



◆ Inflows: 미국 초단기채권, 유럽 주식, 원자재 등

- 3월 미국 ETF 시장으로는 \$948억 유입되며 전월대비 축소
- 그 중 주식형 ETF로는 약 \$560억 유입, 자금유입 지속 약화되며 트럼프 관세 및 경기 하방 위험을 반영. 지난 달에 이어 유럽 및 글로벌 주식으로 유입세 지속. 버퍼 ETF로도 자금유입
- 채권 ETF 시장으로는 약 \$240억 유입. 초단기채로 가장 많은 자금 유입되었고, 종장기물로도 유입 확대

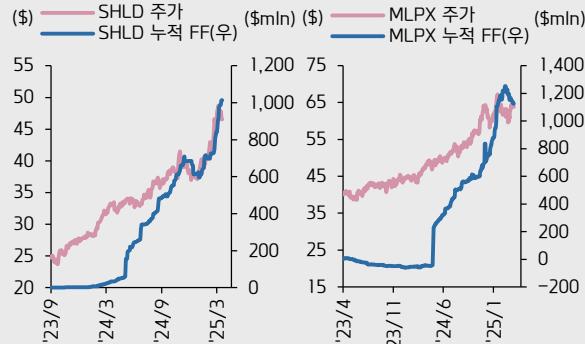
◆ Return: 귀금속 실물/채굴, 유럽 주식, 방산, 인도 주식 등

- 트럼프 관세 불확실성이 고조되는 가운데 리스크 해지 자산으로 금 ETF 강세 지속. 유럽 방산 및 금융 ETF도 러-우 종전 기대감과 재정지출 확대 기대로 상승 연장
- 한편, 관세/수출 제재 이슈로 산업금속 및 천연가스 ETF도 강세 이어갔으며, 금융 섹터 가운데서는 보험 ETF가 방어력을 높임

◆ 4월 ETF 투자 아이디어

- 시장 참여자들의 비관론이 확대되고 있는 현재, 증시를 둘러싼 불안 요인들에 대한 팩트 체크 필요. 트럼프 관세 등 정책 변화는 변동성을 높이는 재료이나 그 가운데서도 경기와 기업 실적 전망치, 통화정책 등을 바탕으로 상대 성장이 기대되는 국가/선별
- 또한 관세 등으로 대변되는 트럼프의 임기 초 행보들을 'MAGA 목표 달성을 위한 선제 조치'의 관점에서 바라본다면, 다소 무모해 보이는 액션들 속에서 자산 가격 향방에 대한 힌트를 찾을 수 있음
- ETF Picks: SPLV(로우볼), IGV(소프트웨어), SHLD(방산), IPKW(글로벌 자사주 매입), KWEB(중국), MLPX(미드스트립), TLTW(채권 커버드콜), GLD(금)

3월 수익률 Top ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ETF 자산구별 펀드플로우



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주: 미국 상장 기준



◆ 3월 미국 ETF 시장, 미국 초단기채권, 유럽 주식, 원자재 ETF로 자금유입

- 3월 미국 ETF 시장으로는 \$948억 유입
- 그 중 주식형 ETF로는 약 \$560억 유입, 자금유입 지속 약화되며 트럼프 관세 및 경기 하방 위험을 반영. 지난 달에 이어 유럽 및 글로벌 주식으로 유입세 지속. 버퍼 ETF로도 자금유입
- 채권 ETF 시장으로는 약 \$240억 유입. 초단기채로 가장 많은 자금 유입되었고, 중장기물로도 유입 확대

자산군별 ETF 자금유입, 순자산 규모

분류	자금 순유입 (\$mln)		순자산 (\$bln)	
	1M	YTD	당월	전년동기
미국 주식	43,107	121,080	3,708	4,761
섹터 주식	-6,883	-1,512	695	833
미국 외 주식	14,232	27,033	972	1,273
비전통주식	5,731	22,872	183	121
채권	23,572	104,248	1,407	1,550
자산배분	220	342	26	23
대체	-1,230	2,586	114	82
원자재	7,803	12,616	198	132
기타	8,167	5,901	99	98
합계	94,766	295,235	7,404	8,873

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주: 2025-03-31 기준

카테고리별 ETF 자금유입, 순자산 규모

분류	자금 순유입 (\$mln)		순자산 (\$bln)	
	1M	YTD	당월	전년동기
미국 대형주	26,249	78,991	1,899	2,549
미국 초단기 채권	13,933	40,469	280	197
미국 대형가치주	10,857	18,362	510	628
주식-레버리지	8,179	5,807	78	77
글로벌 대형주	7,913	15,723	427	615
원자재	7,618	11,245	183	119
유럽 주식	6,038	8,335	30	49
미국 대형성장주	5,981	21,610	643	707
미국 중기 채권	4,369	14,775	180	268
파생/인컴	3,755	16,069	110	72
미국 장기국채	3,508	7,151	115	114
미국 하이일드채	2,978	6,427	89	72
미국 중형주	2,580	6,184	208	278
버퍼	1,833	5,463	62	43
미국 중기 채권 (Core-plus)*	1,770	5,900	90	60

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주: 2025-03-31 기준, *중기 채권 + 일부 고수익/신흥국 채권 포함



◆ 수익률 Top: 귀금속 실물/채굴, 유럽 주식, 방산, 산업금속 등

- 트럼프 관세 불확실성이 고조되는 가운데 리스크 해지 자산으로 금 ETF 강세 지속. 유럽 방산 및 금융 ETF도 러-우 종전 기대감과 재정지출 확대 기대로 상승 연장
- 한편, 관세/수출 제재 이슈로 산업금속 및 천연가스 ETF도 강세 이어갔으며, 금융 섹터 가운데서는 보험 ETF가 방어력을 높임

수익률 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	YTD (%)
GDXJ	VanEck Junior Gold Miners ETF	금 채굴	17.6	33.8
RING	iShares MSCI Global Gold Miners ETF	금 채굴	16.5	36.5
GDX	VanEck Gold Miners ETF	금 채굴	15.7	35.6
SIL	Global X Silver Miners ETF	은 채굴	13.6	24.2
SILU	Amplify Junior Silver Miners ETF	은 채굴	13.4	22.1
SHLD	Global X Defense Tech ETF	글로벌 방산	10.2	24.4
SIVR	abrdn Physical Silver Shares ETF	은 채굴	9.5	17.9
OUNZ	VanEck Merk Gold Trust	금	9.5	19.1
SLV	iShares Silver Trust	은	9.5	17.7
GLDM	SPDR® Gold MiniShares	금	9.5	19.0
IAU	iShares Gold Trust	금	9.4	19.1
GLD	SPDR® Gold Shares	금	9.4	19.0
BAR	GraniteShares Gold Trust	금	9.4	19.1
IAUM	iShares® Gold Trust Micro	금	9.4	19.1
SGOL	abrdn Physical Gold Shares ETF	금	9.4	19.0

자료: Morningstar, 키움증권 리서치

주: AUM 10억 달러 이상, 레버리지/인버스 제외, 주: 2025-03-31 기준

수익률 Bottom ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	3M (%)
ETHE	Grayscale Ethereum Trust ETF	이더리움	-17.8	-45.7
ETHA	iShares Ethereum Trust ETF	이더리움	-17.7	-45.4
ARKK	ARK Innovation ETF	혁신기술	-14.5	-16.2
SKYY	First Trust Cloud Computing ETF	클라우드	-13.1	-14.2
JTEK	JPMorgan U.S. Tech Leaders ETF	테크	-12.4	-11.2
ARKW	ARK Next Generation Internet ETF	인터넷/IT	-11.6	-12.3
XSD	SPDR® S&P Semiconductor ETF	반도체	-11.4	-19.1
BOTZ	Global X Robotics & Artificial Intelligence ETF	AI	-11.3	-10.9
FBCG	Fidelity Blue Chip Growth ETF	대형성장주	-11.1	-13.6
NVDY	YieldMax NVDA Option Income Strategy ETF	NVDA 옵션 커버드콜	-11.0	-18.2
MAGS	Roundhill Magnificent Seven ETF	M7	-10.4	-15.7
NUGO	Nuveen Growth Opportunities ETF	대형성장주	-10.1	-11.7
FDN	First Trust Dow Jones Internet ETF	인터넷/IT	-9.8	-8.6
SOXX	iShares Semiconductor ETF	반도체	-9.6	-12.6
IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	테크	-9.4	-11.1

자료: Morningstar, 키움증권 리서치

주: AUM 10억 달러 이상, 레버리지/인버스 제외, 주: 2025-03-31 기준

3월 미국 ETF 시장 리뷰 : 수익률

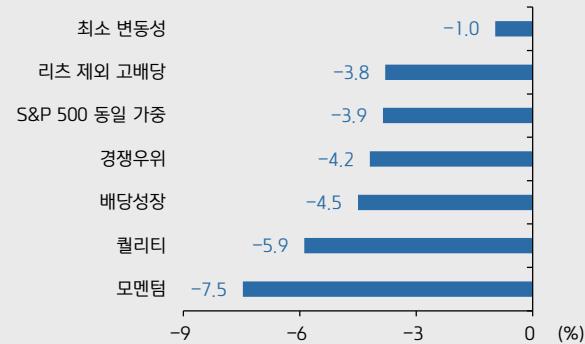


GICS 섹터별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-02-28~2025-03-31 종가 기준

전략 팩터별 ETF 월간 수익률



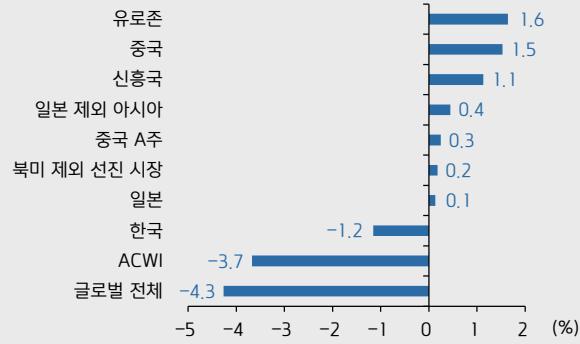
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-02-28~2025-03-31 종가 기준

사이즈-스타일별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-02-28~2025-03-31 종가 기준

지역별 ETF 월간 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-02-28~2025-03-31 종가 기준



◆ 단일종목 레버리지 전략 및 암호화폐 관련 전략을 비롯한 81개 종목 신규 상장

- 단일종목 레버리지 ETF 20종을 비롯, 비트코인 보유기업이나 해당 기업의 CB(전환사채)에 투자하는 ETF, 솔라나 선물 및 2배 레버리지 ETF 등 출시. 2개의 개별 종목에 각각 100%씩의 노출을 제공해주는 ETF 2종 및 주간 분배금 지급해주는 주배당 ETF 2종도 출시

3월 미국 신규 출시 ETF 中 특징주 (1)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
ARMU	T-Rex 2X Long ARM Daily Target ETF	ARM 2.0x	2025-03-04	0.37	1.05	액티브
DJTU	T-Rex 2X Long DJT Daily Target ETF	DJT 2.0x	2025-03-04	0.49	1.05	액티브
RBLU	T-Rex 2X Long RBLX Daily Target ETF	RBLX 2.0x	2025-03-04	0.43	1.05	액티브
DABS	DoubleLine Asset-Backed Securities ETF	ABS 증권	2025-03-04	33.12	0.39	액티브
OMAH	VistaShares Trgt 15 Berkshire Sel Inc ETF	버크셔 보유 상위 종목 + 옵션 전략	2025-03-05	5.42	0.95	액티브
TLCI	Touchstone International Equity ETF	글로벌 주식	2025-03-05	7.31	1.00	액티브
HTAX	Macquarie National Hi-Yld Muncl Bd ETF	美 하이일드 지방채	2025-03-06	6.17	0.49	액티브
TRIO	MC Trio Equity Buffered ETF	美 대형주&소형주 + DM 주식	2025-03-06	95.54	0.70	액티브
WEEK	Roundhill Weekly T-Bill ETF	美 초단기 국채 (주배당)	2025-03-06	6.00	0.19	액티브
ALLW	SPDR Bridgewater ALL Weather ETF	글로벌 자산배분 전략	2025-03-06	109.34	0.85	액티브
APED	STKd 100% MSTR & 100% COIN ETF	MSTR + COIN	2025-03-06	0.65	1.29	액티브
LAYS	STKd 100% NVDA & 100% AMD ETF	NVDA + AMD	2025-03-06	0.91	1.29	액티브
SPCY	STKd 100% SMCI & 100% NVDA ETF	SMCI + NVDA	2025-03-06	0.39	1.29	액티브
ZIPP	STKd 100% UBER & 100% TSLA ETF	UBER + TSLA	2025-03-06	0.43	1.29	액티브
RDTY	YieldMax Russell 2000 ODTE CovClStgy ETF	러셀2000 커버드콜 (주배당)	2025-03-06	4.77	1.01	액티브
MRAL	GraniteShares 2x Long MARA Daily ETF	MARA 2.0x	2025-03-07	2.45	1.50	액티브
MVLL	GraniteShares 2x Long MRVL Daily ETF	MRVL 2.0x	2025-03-07	1.41	1.50	액티브
OWNB	Bitwise Bitcoin Std Corporations ETF	비트코인 보유 기업	2025-03-11	3.28	0.85	파시브
QDWN	DailyDelta Q100 Downside Option Stgy ETF	나스닥 100 인버스 옵션전략	2025-03-11	2.56	1.35	액티브
QUP	DailyDelta Q100 Upside Option Stgy ETF	나스닥 100 옵션전략	2025-03-11	2.42	1.35	액티브
SNTH	MRP SynthEquity ETF	위험 관리 전략 (지수 옵션 + 단기 국채 사다리 전략)	2025-03-11	8.80	0.95	액티브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-03-31 종가 기준



3월 미국 신규 출시 ETF 中 특징주 (2)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
IONX	Defiance Daily Target 2X Long IONQ ETF	IONQ 2.0x	2025-03-12	10.65	1.31	액티브
KBAB	KraneShares 2x Long BABA Daily ETF	BABA 2.0x	2025-03-12	2.23	1.26	액티브
KPDD	KraneShares 2x Long PDD Daily ETF	PDD 2.0x	2025-03-12	2.47	1.26	액티브
HIMZ	Defiance Daily Target 2X Long HIMS ETF	HIMS 2.0x	2025-03-13	4.96	1.31	액티브
RKLB	Defiance Daily Target 2X Long RKLB ETF	RKLB 2.0x	2025-03-13	1.82	1.31	액티브
ISMF	iShares Managed Futures Active ETF	비전통자산(원자재, 금리, 통화 등)	2025-03-13	17.21	0.80	액티브
TXXI	BondBloxx IR+M Tax-Aware Itmt Dur ETF	소득세 면제 美 지방채	2025-03-13	8.95	0.35	액티브
TAXM	BondBloxIR+MTx-AwrETFrMassachsttsRsdts	메사추세츠 주 지방채	2025-03-13	5.95	0.35	액티브
SPUT	Innovator Eq Prm Inc -Daily PutWrite ETF	S&P 500 옵션 전략	2025-03-14	5.01	0.79	액티브
JUSA	JPMorgan U.S. Research Enh Lg Cp ETF	美 대형주	2025-03-14	11.41	0.20	액티브
COIG	Leverage Shares 2X Long COIN Daily ETF	COIN 2.0x	2025-03-14	0.41	0.75	액티브
BMAX	REX Bitcoin Corp Trsy Convert Bd ETF	비트코인 보유기업 CB	2025-03-14	25.50	1.14	액티브
SCEC	Sterling Capital Enhanced Core Bond ETF	IG등급+HY 채권	2025-03-14	8.82	0.39	액티브
LMUB	iShares Long-Term National Muni Bd ETF	장기 美 지방채	2025-03-18	21.14	0.09	패시브
HOOX	Defiance Daily Target 2X Long HOOD ETF	HOOD 2.0x	2025-03-19	1.57	1.31	액티브
HBTC	Fortuna Hedged Bitcoin	비트코인 헤지 전략	2025-03-19	0.49	1.75	액티브
IMF	Invesco Managed Futures Strategy ETF	글로벌 선물 전략	2025-03-19	205.99	0.75	액티브
SOLT	2x Solana ETF	솔라나 2.0x	2025-03-20	4.34	1.85	액티브
FMTM	MarketDesk Focused U.S. Momentum ETF	美 모멘텀	2025-03-20	5.86	0.45	액티브
SOLZ	Solana ETF	솔라나 선물	2025-03-20	2.72	1.15	액티브
ADBG	Leverage Shares 2X Long ADBE Daily ETF	ADBE 2.0x	2025-03-21	0.36	0.75	액티브

자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치
 주: 2025-03-31 종가 기준



3월 미국 신규 출시 ETF 中 특징주 (3)

티커	ETF 명	투자대상	설정일	순자산 (\$mln)	운용보수 (%)	전략/구분
HOOG	Leverage Shares 2X Long HOOD Daily ETF	HOOD 2.0x	2025-03-31	0.33	0.75	액티브
PANG	Leverage Shares 2X Long PANW Daily ETF	PANW 2.0x	2025-03-31	0.32	0.75	액티브
IONL	GraniteShares 2x Long IONQ Daily ETF	IONQ 2.0x	2025-03-31	0.53	1.50	액티브
RDTL	GraniteShares 2x Long RDDT Daily ETF	RDDT 2.0x	2025-03-31	0.52	1.50	액티브
VRTL	GraniteShares 2x Long VRT Daily ETF	VRT 2.0x	2025-03-31	0.43	1.50	액티브
PCHI	Polen High Income ETF	美 하이일드채	2025-03-31	4.96	0.63	액티브
ELIS	Direxion Daily LLY Bear 1X Shares	LLT -1.0x 인버스	2025-03-31	2.58	0.99	액티브
ELIL	Direxion Daily LLY Bull 2X Shares	LLY 2.0x	2025-03-31	2.34	0.99	액티브
PALD	Direxion Daily PANW Bear 1X Shares	PANW -1.0x 인버스	2025-03-31	2.77	0.99	액티브
PALU	Direxion Daily PANW Bull 2X Shares	PANW 2.0x	2025-03-31	2.00	0.99	액티브
LCAP	Principal Capital Appreciation Sel ETF	美 대형주	2025-03-31	10.35	0.29	액티브
AGRW	Allspring LT Large Growth ETF	美 대형 성장주	2025-03-31	7.01	0.35	액티브
ASLV	Allspring Special Large Value ETF	美 대형 가치주	2025-03-31	7.23	0.35	액티브
AVUO	Avantis U.S. Quality ETF	美 퀄리티주	2025-03-31	119.18	0.15	액티브
GLCR	GlacierShares Nasdaq Iceland ETF	아이슬란드 주식	2025-03-31	0.24	0.95	패시브
HEQQ	JPMorgan Nasdaq Hdg Eq Lrd Overlay ETF	나스닥 옵션 오버레이 전략	2025-03-31	24.63	0.50	액티브
TCAL	T. Rowe Price Cap Apprec Prm Inc ETF	로우볼 인컴 전략	2025-03-31	26.46	0.34	액티브
THEQ	T. Rowe Price Hedged Equity ETF	로우볼 헤지 전략	2025-03-31	14.86	0.73	액티브
BFRE	Westwood LBRTV Global Equity ETF	글로벌 민주적가치 주식	2025-03-31	0.60	0.50	패시브
WNTR	YieldMax MSTR Short Opt Inc Stgy ETF	MSTR숏 옵션 전략	2025-03-31	2.74	1.01	액티브
CFIT	Cambria Fixed Income Trend ETF	글로벌 채권 추세 추종	2025-03-31	0.63	0.71	액티브

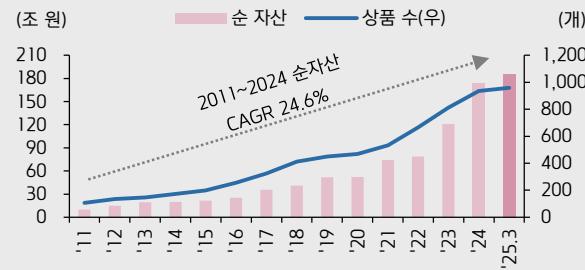
자료: Morningstar, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 2025-03-31 종가 기준



◆ 국내 ETF 시장, '25년 3월 말 순자산총액 185조 돌파

- '25년 3월 말 국내 ETF 순자산 185.9조 원으로 전월 대비 약 0.9조 원 감소, 상품 수는 960개까지 확대
- **ETF 순자산** : '09년 4조 원 → '15년 22조 원 → '23년 말 121.1조 원 → '24년 말 173.6조 원 → **'25년 3월 말 185.9조 원**
- **ETF 상품 수** : '09년 50개 → '15년 198개 → '23년 말 812개 → '24년 말 935개 → **'25년 3월 말 960개**
- **ETF 거래대금** : '09년 1,239억 원 → '15년 6,747억 원 → '23년 3.2조 원 → '24년 3.5조 원 → **'25년 3월 말 일평균 약 4.1조 원**

국내 ETF 순자산/개수 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치, 2025-03-31 종가 기준

국내 ETF 순자산 및 코스피 시총 대비 ETF 비중



자료: KRX, 키움증권 리서치, 2025-03-31 종가 기준

국내 ETF 거래대금 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치, 2025-03-31 종가 기준

국내 ETF 상품 유형별 순자산



자료: KRX, 키움증권 리서치, 2025-03-31 종가 기준



◆ 자금유입 Top: 미국 주식(지수형, 테마형, 금 현물)

- 미국 S&P 500, 나스닥 등 미국 주요 지수형 ETF와 중국 항셍테크 지수형 ETF, 금 현물 ETF로 자금 유입세
- 미국 증시 하락으로 인한 저가매수세 유입과 중국 AI 및 내수 부양 모멘텀에 의한 중국 테크 업종 유입세, 금 신고가 갱신에 따른 유입세 지속되는 흐름

◆ 자금유출 Top: 단기채, 단기자금, 국내 주식(지수형)

- 단기채권, CD금리, KOFR 금리, MMF 등 단기 자금에서 자금 유출 확대. 글로벌 증시 하락으로 인한 유동성 확보 차원 및 금리 인하 시기 도래에 따른 단기채권 상대적 매력도 하락

자금유입 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)	유입 강도 (%)
379810	KODEX 미국나스닥100	나스닥 100	3235.6	16.1%
379800	KODEX 미국S&P500	S&P 500	3055.6	7.9%
371160	TIGER 차이나항셍테크	中 항셍테크	2951.6	35.3%
133690	TIGER 미국나스닥 100	나스닥 100	1920.5	4.1%
411060	ACE KRX금현물특별자산	금 현물	1773.7	18.5%
457480	ACE 테슬라밸류체인액티브	테슬라 밸류체인	1719.6	21.0%
292150	TIGER TOP10	시가총액 Top10	1372.4	18.0%
477050	PLUS 머니마켓액티브	MMF	1262.8	43.9%
138520	TIGER 삼성그룹	삼성 그룹주	1196.5	200.6%
102110	TIGER 200	코스피 200	1194.7	5.6%
157450	TIGER 단기통안채	단기 통안채	1164.8	15.9%
449450	PLUS K방산	방산	1048.0	25.0%
273130	KODEX 종합채권(AA-이상)액티브	채권 종합	1038.4	3.3%
114100	RISE 국고채3년	국고채 3년물	996.3	211.4%
360200	ACE 미국S&P500	S&P 500	844.7	4.4%

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치,
주: 2025-03-31 종가 기준, 레버리지/인버스 및 신규출시 종목 제외

자금유출 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	FF (억원)	유출 강도 (%)
214980	KODEX 단기채권PLUS	단기 채권	-2241.5	-12.2%
357870	TIGER CD금리투자KIS특별자산(합성)	CD 금리	-1724.6	-3.2%
449170	TIGER KOFR금리액티브(합성)	KOFR 금리	-1505.6	-4.6%
455890	RISE 마니마켓액티브	MMF	-1477.7	-5.8%
310970	TIGER MSCIKOREATotalReturn	MSCI 한국	-1467.8	-6.6%
494900	TIGER 25~12금융채(AA~이상)	25~12월 만기 금융채	-1251.4	-10.9%
069500	KODEX 200	코스피 200	-1016.1	-1.7%
229200	KODEX 코스닥150	코스닥 150	-958.8	-7.8%
453870	TIGER 인도니피티50	인도 니피티50	-916.3	-14.6%
368590	RISE 미국나스닥 100	나스닥 100	-782.2	-7.8%
463290	IQ 단기금융채액티브	단기 금융채	-703.1	-28.6%
439870	KODEX 국고채30년액티브	국고채 30년물	-669.1	-11.9%
476810	KODEX 25~11은행채(AA~이상)PLUS 액티브	25~11월 만기 은행채	-647.9	-6.8%
196230	RISE 단기통안채	단기 통안채	-611.7	-13.5%
213610	KODEX 삼성그룹밸류	삼성 그룹주	-603.3	-70.3%

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치,
주: 2025-03-31 종가 기준, 레버리지/인버스 및 신규출시 종목 제외



◆ 수익률 Top: 귀금속, 방산, 유럽

- 러-우 종전 기대감과 트럼프 행정부의 방위비 증액 요구에 따른 유럽 재정지출 확대 추세에 따라 수혜가 예상되는 방산 업종 및 유로지역에서 높은 상승세
- 글로벌 불확실성 지속으로 인한 안전자산 선호 경향 및 미 달러화 완만한 약세로 인한 금, 은 등 귀금속에서 강세. 또한 반도체 업황 조기 턴어라운드 기대감 및 구리 가격 증가세에 힘입어 구리 선물 ETF도 상승

◆ 수익률 Bottom: 2차전지, 테크

- 2차전지 섹터 내 방향성을 전환시킬 만한 호재 부재 및 리튬 가격 약세 지속으로 2차전지 관련 벤류체인에서 약세 지속
- 미국 및 글로벌 증시 조정 구간에서 벤류에이션 부담이 가장 강했던 테크 및 AI 업종에서 타 업종에 비해 큰 폭으로 조정받으며 약세

수익률 Top ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	1YR (%)
473640	HANARO 글로벌금채굴기업	글로벌 금 채굴	+17.1	+59.4
496770	PLUS 글로벌방산	글로벌 방산	+16.4	-
360140	KODEX 200롱코스닥150숏선물	코스피200 롱 코스닥150 숏	+13.2	+18.0
138910	KODEX 구리선물(H)	구리 선물	+11.6	+21.8
463250	TIGER K방산&우주	방산&우주	+11.3	+41.7
144600	KODEX 은선물(H)	은 선물	+10.4	+32.5
477730	KODEX 인도타이그룹	인도 타이그룹	+9.1	-
245350	TIGER 유로스틱스배당30	유로스틱스	+8.9	+30.3
319640	TIGER 골드선물(H)	금 선물	+8.6	+33.6
132030	KODEX 골드선물(H)	금 선물	+8.5	+34.8
139320	TIGER 금은선물(H)	금&은 선물	+7.6	+31.6
453870	TIGER 인도니피티50	인도 니피티 50	+7.6	+11.1
0002C0	에셋플러스 인도일등기업포커스20액티브	인도 주도주	+7.4	-
334690	RISE 팔라듐선물(H)	팔라듐 선물	+7.4	-7.3
449450	PLUS K방산	방산	+7.2	+108.1

자료: Quantwise, 키움증권 리서치

주: 2025-03-31 종가 기준, 레버리지/인버스 제외

수익률 Bottom ETF

티커	ETF 명	상품 유형	1M (%)	1YR (%)
0005D0	SOL 전고체배터리&실리콘음극재	전고체&실리콘음극재	-20.6	-
466810	BNK 2차전지양극재	2차전지	-16.8	-51.4
422420	RISE 2차전지액티브	2차전지	-16.4	-47.5
385600	ACE 2차전지&친환경차액티브	2차전지	-16.2	-49.7
483320	ACE 앤비디아밸류체인액티브	엔비디아 벤류체인	-16.1	-
377990	TIGER Fn신재생에너지	신재생에너지	-14.6	-13.4
469070	RISE AI&로봇	AI&로봇	-14.0	-25.8
457990	PLUS 태양광&ESS	태양광&ESS	-14.0	+11.0
494340	ACE 글로벌AI및촘형반도체	글로벌 AI및촘형반도체	-13.8	-
462010	TIGER 2차전지소재Fn	2차전지	-13.5	-55.2
487240	KODEX AI전력핵심설비	AI 전력설비	-13.4	-
446700	RISE 배터리 리사이클링	배터리 리사이클링	-13.3	-37.1
482030	KoAct 테크핵심소재공급망액티브	테크 핵심 소재	-13.3	-
491820	HANARO 전력설비투자	전력설비	-13.2	-
465330	RISE 2차전지TOP10	2차전지	-13.1	-48.0

자료: Quantwise, 키움증권 리서치

주: 2025-03-31 종가 기준, 레버리지/인버스 제외



◆ 국내 첫 버퍼형 ETF 및 자산배분형 상품 등 포함 13개 종목 신규 출시

- 3월 한달간 13개 ETF가 추가되면서 국내 ETF 상품 수는 960개로 확대. 국내 첫 버퍼형 ETF, 자산배분형, 커버드콜 ETF 등 확대
- S&P500 주식 포트폴리오를 기초로 하여 정해진 기간동안 보유 시 하락장에서 손실 완충이 가능한 버퍼형 ETF 국내 첫 출시
- 목표 은퇴 시점을 기준으로 생애주기에 따라 포트폴리오를 자동 조정하는 자산배분형 TDF ETF 4종과 양자컴퓨팅 테마 ETF 4종도 신규 출시

2월 국내 신규출시 ETF

티커	종목명	상품 유형	상장일	순자산(억원)	운용보수(%)	전략/구분
0018C0	PLUS 고배당주위클리고정커버드콜	주식-전략-구조화	2025/03/05	77	0.300	실물(파시브)
0021D0	ACE TDF2030액티브	혼합자산-주식+채권	2025/03/11	100	0.300	실물(액티브)
0021E0	ACE TDF2050액티브	혼합자산-주식+채권	2025/03/11	105	0.350	실물(액티브)
0021C0	ACE 장기자산배분액티브	혼합자산-주식+채권	2025/03/11	100	0.400	실물(액티브)
0020H0	KoAct 글로벌양자컴퓨팅액티브	주식-업종섹터-업종테마	2025/03/11	94	0.500	실물(액티브)
0023B0	PLUS 미국양자컴퓨팅TOP10	주식-업종섹터-업종테마	2025/03/11	81	0.450	실물(파시브)
0018Z0	RISE 미국양자컴퓨팅	주식-업종섹터-업종테마	2025/03/11	92	0.400	실물(파시브)
0022T0	SOL 골드커버드콜액티브	원자재-금속-금	2025/03/11	150	0.450	실물(액티브)
0023A0	SOL 미국양자컴퓨팅TOP10	주식-업종섹터-업종테마	2025/03/11	121	0.450	실물(파시브)
0026S0	IQ 미국S&P500	주식-시장대표	2025/03/18	680	0.005	실물(파시브)
0026E0	KODEX 미국S&P500버퍼3월액티브	주식-전략-구조화	2025/03/25	997	0.390	실물(액티브)
0025N0	TIGER TDF2045	혼합자산-주식+채권	2025/03/25	990	0.190	실물(파시브)
0019K0	TIMEFOLIO 미국나스닥100채권혼합50액티브	혼합자산-주식+채권	2025/03/25	175	0.250	실물(액티브)

자료: KRX, 키움증권 리서치

주: 2025-03-31 종가 기준



◆ ETF 이슈 1) 출시 앞두고 있는 신규 ETF

- 글로벌 휴머노이드 ETF 3종을 비롯해 미국 금융테크, 천연가스 밸류체인 ETF 출시 대기
- 삼성·KB·한화운용 휴머노이드 ETF 가운데 삼성과 KB는 미국 증시 상장기업에 집중, 한화는 유럽, 일본 등 글로벌 기업 전체를 투자대상으로 함
- 미국 금융테크 ETF는 전통 금융사가 아닌, AI 및 핀테크 기술을 바탕으로 금융사업을 영위하는 미국 기업에 투자하는 상품

향후 출시 예정인 국내 ETF

코드 부여일	종목 명	상품 유형	전략
'24/11/29	KODEX 인도Nifty미드캡100	주식-파생형	패시브
3/11	KODEX 미국금융테크액티브	주식	액티브
3/24	TIMEFOLIO 미국배당다우존스액티브	주식	액티브
3/25	RISE 미국휴머노이드로봇	주식	패시브
	PLUS 글로벌휴머노이드로봇액티브	주식	액티브
3/26	KODEX 미국휴머노이드로봇	주식	패시브
	RISE 미국천연가스밸류체인	주식	패시브

자료: KRX, 키움증권 리서치
주: 2025-04-02 공표 기준



◆ 1분기 글로벌 금융시장은 '금'의 승리

- 2025년 1분기, 금 > 중국주식 (역외) > 유럽주식 > 원자재 > 신흥주식 > 선진국채 > 리츠 순으로 높은 성과 시현
- 그 어느 때보다도 자산 간/ Region 간 자산배분이 중요했을 시기로 지난해 연간전망에서 주식형 ETF 외 인컴, 채권형, 리츠 ETF 대응을 추천
- 연초 이후 미국, 한국 ETF 시장에서도 주식+채권혼합형, TDF 등 자산배분 ETF 신규 출시가 두드러졌음

연도별 주요 자산군 수익률 (2025년은 1분기)

분류	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
글로벌 주식	-43.5	+31.5	+10.4	-9.4	+13.4	+20.3	+2.1	-4.3	+5.6	+21.6	-11.2	+24.0	+14.3	+16.8	-19.8	+20.1	+15.7	-1.7
선진국-주식	-42.1	+27.0	+9.6	-7.6	+13.2	+24.1	+2.9	-2.7	+5.3	+20.1	-10.4	+25.2	+14.1	+20.1	-19.5	+21.8	+17.0	-2.1
S&P500	-38.5	+23.5	+12.8	-0.0	+13.4	+29.6	+11.4	-0.7	+9.5	+19.4	-6.2	+28.9	+16.3	+26.9	-19.4	+24.2	+23.3	-4.6
나스닥	-40.5	+43.9	+16.9	-1.8	+15.9	+38.3	+13.4	+5.7	+7.5	+28.2	-3.9	+35.2	+43.6	+21.4	-33.1	+43.4	+28.6	-10.4
Stoxx50	-44.4	+21.1	-5.8	-17.1	+13.8	+17.9	+1.2	+3.8	+0.7	+6.5	-14.3	+24.8	-5.1	+21.0	-11.7	+19.2	+8.3	+7.2
신흥국-주식	-54.5	+74.5	+16.4	-20.4	+15.1	-5.0	-4.6	-17.0	+8.6	+34.3	-16.6	+15.4	+15.8	-4.6	-22.4	+7.0	+5.1	+2.4
CSI300	-65.9	+96.7	-12.5	-25.0	+7.6	-7.6	+51.7	+5.6	-11.3	+21.8	-25.3	+36.1	+27.2	-5.2	-21.6	-11.4	+14.7	-1.2
황성	-48.3	+52.0	+5.3	-20.0	+22.9	+2.9	+1.3	-7.2	+0.4	+36.0	-13.6	+9.1	-3.4	-14.1	-15.5	-13.8	+17.7	+15.3
선진국-국채	+11.1	+2.5	+5.1	+6.5	+1.4	-4.0	-0.4	-3.3	+1.7	+7.3	-0.8	+5.7	+10.3	-6.9	-18.6	+5.1	-3.5	+2.8
신흥국-국채	-7.5	+8.5	+5.2	+2.5	+11.9	-11.9	+1.4	-3.6	+4.2	+5.3	-10.5	+10.2	+1.2	-5.9	-22.4	+5.3	-0.0	+1.7
리츠	-40.7	+22.7	+23.8	+4.7	+13.4	-1.9	+25.5	-1.6	+3.5	+0.5	-10.1	+24.4	-8.5	+36.6	-28.9	+7.1	+0.8	+1.6
원자재	-32.9	+16.2	+11.9	-2.6	+3.5	-7.6	-28.1	-27.6	+18.6	+4.9	-12.8	+10.1	-7.8	+41.4	+18.6	-10.6	-3.0	+5.2
금	+4.9	+24.0	+29.3	+9.6	+6.6	-28.3	-2.2	-10.7	+8.0	+12.8	-1.9	+17.9	+24.8	-4.1	-0.8	+12.7	+26.7	+19.0

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-03-31 기준



◆ 관세 이슈에 얹힌 달러와 금리

- 트럼프 관세 관련한 노이즈가 지속되면서 시장 참여자들의 피로도가 높아지고 있음
- 트럼프 1기를 경험한 후 내성이 높아졌을 것이란 오해도 잠시, 2기로 돌아온 트럼프는 더 강력하고 예측 불가하며, 수시로 변동하는 관세 발언을 이어가는 중
- 해당 관세는 “비용”과 “물가” 상승 뿐 아니라 이면의 환율, 채권, 심지어 비트코인 등 다양한 자산들의 가격 변동성과 연동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 관세 이슈에 얹힌 달러와 금리

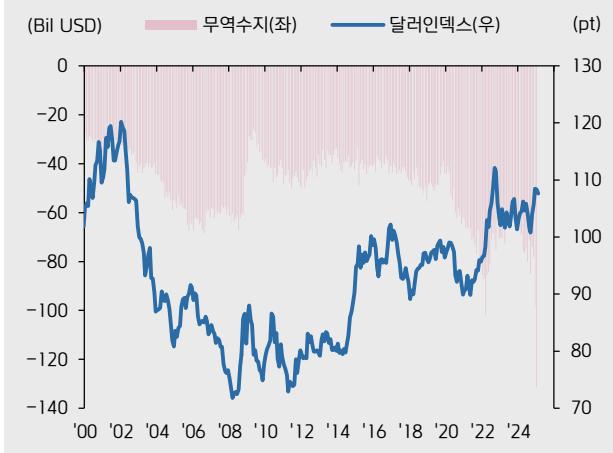
- 결론적으로, 트럼프 대통령은 약달러/저금리를 지속 유도해 나갈 것으로 보임
- 미국은 오랜 기간 중국, EU, 한국, 일본 등과 무역에서 적자를 겪어 옴. 특히 중국에 대해서는 단순한 무역 적자 이슈를 넘어 기술 및 패권 전쟁으로까지 관세의 역할/영향력을 확대시킴
- 이미 1기 시절 관세 전쟁을 1차적으로 치뤘고 당시 무역적자가 방어되었지만, 코로나와 바이든 정부를 거치며 다시 적자폭 크게 확대. 2기 집권 동안 수출경쟁력 회복과 제조업 부흥을 추진하는 동안 달러와 금리는 약세 압력에 지속 놓일 것

예고된 트럼프 관세 대상국 및 관세율

대상국	관세율	대상 품목
멕시코, 캐나다	25% (캐나다 에너지 10%)	대부분의 수입품
중국	추가 10%	기존 관세 대상 외 모든 중국산 수입품
유럽연합(EU)	25% (예고)	자동차 등 특정 품목
한국, 일본	25%	자동차 및 핵심 부품
전 세계	10~20% (보편 관세)	모든 수입품

자료: 키움증권 리서치

미국 무역수지 및 달러화



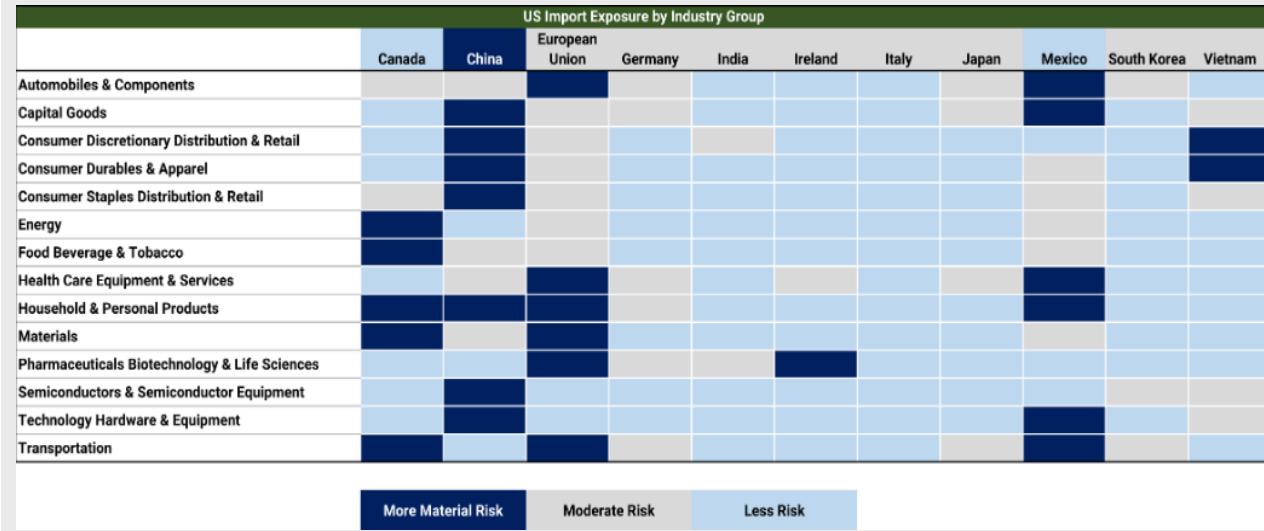
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 트럼프의 관세 노이즈 속 주의해야 할 섹터

- 트럼프 관세가 미치는 리스크 영향을 지역별로 보면, 중국-고위험, 멕시코/캐나다-저위험, 그 외-보통 위험으로 분류. 멕시코/캐나다는 4.2일 이후 일부 수위가 완화될 가능성이 있고, 對EU 관세는 특정 제품군에 국한될 가능성. 다만, 중국은 전방위적으로 추가 관세율을 적용 받기 때문에 더 주의가 필요
- 이렇기 때문에, 섹터 단에서는 중국으로부터의 수입 비중이 높은 산업군에서의 영향이 클 것으로 예상. 특히 소비재(비필수 소비재), 기술/하드웨어, 자본재가 주의 대상. 소비재는 중국산 수입품 비중이 높고 가격 전가력이 약함. 기술 하드웨어도 아직 상당부분 중국 생산이기에 10% 관세 적용 시 이의 전망치 추가 하락 위험 상존. 다만, 가격 전가력이 가장 높은 자본재는 상대적으로 가장 방어력이 높은 것

산업별 특정 국가/지역에 대한 상대적 비용 노출 정도



자료: Morgan Stanley 재인용

주) 짙은 파란색: 고위험(전세계 수입 중 15% 이상을 특정 국가에서 수입하고 있는 산업) / 화색: 중간 위험(수입 비중 5~15% 사이) / 연한 파란색: 저위험(5% 미만)



◆ 트럼프의 관세 노이즈 속 살아남을 섹터

- 트럼프의 자동차 관세 조치는 글로벌 자동차 제조업체 및 부품/판매업체에 일제히 비용 상승을 야기할 것으로 전망. 이는 자국 완성차 업체들도 피해가기 어려운 이슈. 미국 완성차 업체들이 미국 내 판매하는 자동차 부품의 해외 조달 의존도는 약 20%에 달하는 상태
- 다만, 자동차 ‘보험’사의 경우, 보험료 인상에 따른 일부 수혜 예상. 관세 부과에 따른 수입 자동차 가격 및 부품 가격 상승은 차량 수리비용 증대로 연결될 것. 이는 결국 보험료 인상으로 이어질 수 있음
- 뿐만 아니라, 보험주는 통상 경기민감도가 낮고 잉여현금흐름이 높아 방어주 성격을 띠고 있음. 트럼프 관세에 따른 시장 변동성 증가 시 보험 섹터로 일부 리스크를 분산시킬 수 있음. IAK는 보유종목의 약 70%가 손해보험(P&C) 중심으로, 생명보험 대비 수익 변동성이 낮음. 이 외 KBWP는 ‘손해보험사’에만 100% 투자

미국 대표 손해보험사

티커	회사명	사업 부문 개요
AIG	American International Group	글로벌 보험 및 금융 서비스 기업으로, 재산 및 상해 보험, 생명 보험, 퇴직 연금 상품 등을 제공.
PGR	Progressive Corp	자동차 보험을 중심으로 다양한 개인 및 상업용 보험 상품을 제공
CB	Chubb Limited	세계 최대의 상장 재산 및 상해 보험사로, 다양한 재산 및 상해 보험 상품과 재보험 서비스를 제공
TRV	Travelers Companies	다양한 상업용 및 개인용 재산 및 상해 보험 상품을 제공하는 주요 보험사.
ALL	Allstate Corp	개인용 자동차 및 주택 보험을 중심으로 다양한 보험 상품과 금융 서비스를 제공
CINF	Cincinnati Financial Corp	재산 및 상해 보험을 중심으로 다양한 보험 상품과 금융 서비스를 제공
HIG	Hartford Insurance Group	재산 및 상해 보험, 그룹 생명 및 장애 보험, 상업용 보험 등 다양한 보험 상품을 제공
WRB	W.R. Berkley Corp	상업용 재산 및 상해 보험과 재보험 서비스를 제공
RLI	RLI Corp	특수 재산 및 상해 보험을 전문으로 하는 기업
MKL	Markel Group	특수 보험, 재보험, 및 다양한 금융 서비스를 제공

자료: 키움증권 리서치

미국 상장 보험주 ETF

	KIE	IAK	KBWP
운용자산(\$mbln)	983.8	792.8	405.9
구성종목 수	53	54	25
Top 5 비중, %	10.1	45.8	39.6
Top 10 비중, %	19.8	67.1	60.3
종목 1	WRB, 2.1%	PGR, 17.4%	CB, 8.1%
종목 2	BWIN, 2.0%	CB, 11.8%	ALL, 8.1%
종목 3	GNW, 2.0%	TRV, 6.3%	TRV, 7.9%
종목 4	SIGI, 2.0%	ALL, 5.8%	AIG, 7.9%
종목 5	RLI, 2.0%	AFL, 4.5%	PGR, 7.7%
1개월 수익률	+0.8%	+1.3%	+3.9%
3개월	+7.1%	+9.0%	+7.3%
6개월	+6.7%	+6.5%	+7.4%
YTD	+7.1%	+9.0%	+7.3%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-03-31 기준



◆ 관세 받고 일자리 퇴출까지. 트럼프, 얼마면 되나요?

- 관세 뿐 아니라 트럼프는 취임 이후 꾸준히 대규모 인력/예산 감축을 단행. 주로 정부효율부(DOGE)와 인사관리처(OPM)가 주관. 방대한 연방 예산을 줄여 법인세 인하 재원을 마련하는 것 뿐만 아니라 국방, 제조 인프라 등 선호 분야로 예산을 재분배하려는 의지
- DOGE의 목표는 130일 내 1조 달러의 적자 감축. 즉, 연방정부 지출을 현재의 약 15% 수준으로 감축하고자 함
- 확보한 재정은 우선적으로 감세안 연장과 국방 강화에 쓰일 가능성이 높음. '17년 트럼프 1기 당시 마련한 감세 및 일자리법(TCJA)은 올해 말 만료 예정이며, 그 전까지 이를 연장하거나 확장하고자 할 것

트럼프 2기 이후 정부부처 인력 감축/해고 사례

부서명	감축/해고 인원	비고
보건복지부(HHS)	10,000명 감축 계획(지연됨)	내부 반발로 인해 계획이 지연됨
국립보건원(NIH)	약 1,165명 해고	전체 직원의 약 6%에 해당
내무부	약 2,300명 해고	
에너지부	1,200~2,000명 해고	
농무부 산하 미국 산림청(USFS)	약 3,400명 해고	
재향군인부(VA)	1,000명 이상 해고	근무 기간 2년 미만인 직원 대상
환경보호청(EPA)	약 100명 행정 휴직	DEI 프로그램 관련 직원 포함
국제개발처(USAID)	2,000개 직책 폐지 및 직원 무급 휴직 계획	법원의 긴급 가처분 명령으로 인해 계획이 중단됨
소비자금융보호국(CFPB)	수습 직원 70명 및 기간제 계약직 수십 명 해고	
교육부	약 1,315명 해고	전체 직원의 거의 절반에 해당
식품의약국(FDA)	약 3,400명 해고	전체 인력의 19%에 해당
국세청(IRS)	약 6,700명 해고	세금 신고 시즌 중 대규모 해고로 업무 차질 우려
법무부	감축 계획 중	주류 담배·총포 단속국(ATF)과 마약단속국(DEA)과 통합 논의 중
주택도시개발부(HUD)	직원의 50% 감축 계획	연방주택청(FHA)도 최소 40%의 직원 해고 준비 중

자료: 키움증권 리서치

TCJA 내용 요약

항목	세부 조치	설명
법인세율	35% → 21%로 인하	가장 주목받은 변화. 고정세율(flat rate) 도입
개인소득세율	7개 구간 유지, 전반적으로 세율 인하	최고세율 39.6% → 37%, 일부 구간 기준 변경
기본공제	대폭 인상	개인 \$6,350 → \$12,000 / 부부 \$12,700 → \$24,000
개인 면제	삭제	가족 구성원당 공제 없앰. 자녀세액공제로 일부 보완
자녀세액공제	\$1,000 → \$2,000로 증가	일정 소득 이하 가구 대상
SALT 공제 제한	주·지방세 공제 한도: \$10,000 상한 설정	고세율 주(캘리포니아, 뉴욕 등)에 불리
모기지 이자공제	\$1,000,000 → \$750,000 상한	부동산 구매능력에 영향
해외이의 송환세	일회성 낮은 세율로 해외자산 송환 유도	현금 15.5%, 비현금 8%로 과세
상속세 공제 한도	\$5.49M → \$11.18M (부부 \$22.36M)	상속세 면제 대상 확대
Pass-through사업체 감면	일정 소득 이하 S-corp, LLC 등 20% 소득공제	중소기업 감세 혜택

자료: 키움증권 리서치



◆ 인프라 투자, 트럼프의 오랜 숙원 사업

- 과거 2020년 3월, 트럼프는 2조 달러의 인프라 투자 법안을 검토해야한다는 트위터를 게시. 당시 코로나 정국 속 트럼프는 11월 대선을 앞두고 마지막 부양 카드로 인프라 투자를 꺼내 들었음
- 앞서 2018년 2월 트럼프는 ‘미국 인프라 재건을 위한 입법 추진 개요’ 계획을 선제적으로 추진한 바 있으며, 2019년 7월에는 미국 연방정부 예산 투입 프로젝트 시 미국산 제품 및 소재 활용을 극대화할 수 있는 “바이아메리칸” 행정명령을 발표
- 그러나, 위의 일련의 노력들은 코로나의 급격한 확산과 트럼프 정책 신뢰도 하락 등으로 지연되었으며, 11월 대선 패배와 함께 무산

트럼프 1기 시절 미국 인프라 투자 관련 정책 동향

일자	정책 내용
2016.12	트럼프 대선 공약의 핵심으로 1조 달러의 인프라 투자 사업 제시
2018.2	백악관, ‘미국 인프라 재건을 위한 입법추진 개요’ 발표
2019.4	트럼프-민주당, 2조 달러 규모의 인프라 투자 합의에 성공
2019.7	트럼프, ‘메이드 인 아메리카’ 연설 및 서한 공개: 인프라 투자에 미국산 부품 75% 이상 사용을 의무화 하는 행정명령에 서명
2019.11	조 바이든 민주당 대선 후보, 1.3조 달러 규모의 인프라 투자 ‘트럼프의 2016년 인프라 공약 불이행 비난하며 구체적인 계획 제시’
2020.1	민주당, 도로 및 교량 재선, 탄소 오염 절감에 필요한 7,600억 달러의 인프라 투자 예산 법안 공개
2020.1	미 교통부, 노후 인프라 개선 자원 사업인 INFRA 발표. 도로, 교량 등 넓은 SOC 정비를 위해 9억 달러 이상을 투자할 것이라 언급
2020.2	트럼프 행정부, FY 2021년 의회 예산안에서 육상 교통망에 8천억 달러, 수로/브로드밴드에 2천억 달러 투자 필요성 언급
2020.3	트럼프 대통령, 인프라 재건을 위한 대규모 지원금 필요성 언급, “지금이 바로 인프라 법안을 처리할 때이며, 2조 달러의 거대한 규모 여야 함”
2020.4	트럼프 대통령-밸로시 민주당 하원의장, 코로나 19 대응의 경기 부양책으로 인프라 투자 계획 검토

자료: 키움증권 리서치

미국 비주거용 건설 지출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

추천 테마 2) 미국은 침체인가? No



◆ 인프라 투자, 트럼프의 오랜 숙원 사업

- 결국 그의 의도는 감세, 리쇼어링, 인프라 투자 => 경기 부양으로 귀결. 4/2일의 관세 발표는 자국 경제 재편을 위한 마중물의 역할을 하게 될 것
- 결국, 트럼프 2기 집권 동안 미국 리쇼어링과 자국 제조업 생산 확대, 인프라 투자 확대 등이 추진된다면, 중장기적으로는 미국 제조/인프라 투자 관련 수혜 업종들에 대한 관심을 이어나갈 필요가 있음
- 동시에 해당 과정에서 발생할 수 있는 비용 상승 문제는 자동화, AI를 통한 생산성 확대로 대응할 것이라고 판단

2022년 8월 이후 발표된 미국 내 제조 시설 건설 계획



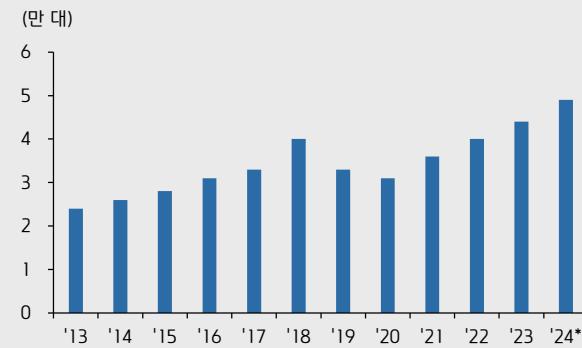
자료: U.S. Department of Energy

미국 인프라 투자 관련 수혜 ETF

분류	티커	ETF 명
제조업/ 인프라	PAVE	U.S. Infrastructure Development ETF
	GRID	FT NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infra ETF
	RSHO	Tema American Reshoring ETF
	MADE	iShares U.S. Manufacturing ETF
	SLX	VanEck Steel ETF
AI/ 자동화	SMH	iShares Semiconductor ETF
	AIQ	Global X Artificial Intelligence & Technology ETF
	IBOT	Vaneck Robotics ETF
에너지	URA	Global X Uranium ETF
	MLPA	Global X MLP ETF
소재	SLX	VanEck Steel ETF
	COPP	Sprott Copper Miners ETF

자료: 키움증권 리서치

미국 내 연간 산업용 로봇 설치 대수



자료: 국제로봇연맹(IFR), 키움증권 리서치, 주) 2024년은 예측치



◆ 인프라 투자의 재원, 자급자족으로

- 3월 글로벌 원자재 지수(S&P GSCI)*는 월초 이후 반등하며 한달 만에 상승. 美 관세 이슈 등을 배경으로 산업금속, 귀금속이 강세를 이어갔고 에너지도 상승 전환 *WTI, 美천연가스, 소맥, 옥수수, 원당, 구리, 니켈, 금 등 24개 품목 선물가격으로 구성
- 현재는 관세 대상이 철강과 알루미늄, 모든 중국산 제품들 정도이나 향후 구리 및 관련 제품 등에 대한 인상도 검토 중
- 알루미늄, 철강은 에너지 생산 시설(예: 석유 시추 장비, 파이프라인, 발전소 등)의 건설과 유지에 필수적인 자재. 수입 원자재에 대한 관세를 부과함으로써 자국내 생산을 촉진하고, 이를 통해 에너지 인프라 구축에 필요한 자재의 안정적인 공급, 생산 확대에 따른 가격 및 물가 안정, 자국 기술 개발 및 일자리 창출을 촉진할 수 있음
- 물론, 단기적으로는 생산 비용 증가로 물가를 자극할 수 있으나 장기적으로 미국 내 원자재 및 에너지 생산 확대를 유인해 물가 안정 효과를 기대 가능

국제 원자재 가격지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주요 원자재 가격 등락률 (3월 말 기준)

지수	MoM (%)	YTD (%)	YoY (%)
S&P GSCI	+2.6	+3.4	-2.5
에너지	+2.5	+1.5	-10.1
농산물	-2.0	-1.7	-2.5
산업금속	+1.0	+4.7	+8.3
귀금속	+10.5	+19.2	+40.6
축산물	+7.4	+9.5	+8.2

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-03-31 기준



◆ 인프라 투자의 재원, 자급자족으로

- 천연가스 가격 또한 꾸준히 상승. 단기적인 공급 요인과 함께 중장기적 수요 증가 기대가 복합적으로 작용하기 때문
- 트럼프는 전세계를 상대로 관세 회피를 위한 카드로 미국산 LNG 구매 확대를 요구하고 있음. 또한 천연가스는 미국 전력 인프라의 핵심. 제조업 뿐 아니라 EV 확산도 천연가스 수요를 역설적으로 견인. 특히 태양광/원전 등이 아직 현실적인 대체재가 되기 어렵다는 점이 중장기적으로 천연가스 수요를 지탱해 줄 전망
- 한편, 미국 천연가스 공급이 증가하면 미드스트림 MLP 기업들의 수익 향상도 예상 가능. 미드스트림 기업들은 주로 '수송료 기반(fee-based)' 계약을 통해 수익을 창출. 운송량에 따라 고정된 요금을 부과하는 방식으로, 원자재 가격 변동에 대한 직접적인 노출을 회피
- 천연가스 생산 증가와 함께 LNG 수출 수요가 늘어나면서 미드스트림 기업들의 파이프라인 및 저장 시설 활용도가 높아짐

트럼프 정책 영향권에 있는 원자재 관련 ETF

분류	코드	ETF 명	수익률(%)		
			1M	YTD	1YR
천연가스	FCG	First Trust Natural Gas ETF	+2.2	+0.9	-10.0
	MLPA	Global X MLP ETF	-0.2	+7.7	+10.2
	MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	+0.9	+5.4	+30.2
	AMLP	Alerian MLP ETF	+0.1	+7.8	+9.4
	EMLP	First Trust North American Energy Infrastructure Fund	+0.2	+5.2	+27.5
철강	SLX	VanEck Steel ETF	-1.2	+5.2	-15.3
	CPER	United States Copper Index Fund	+11.3	+25.6	+24.5
구리	COPX	Global X Copper Miners ETF	+2.2	+2.3	-8.6
	COPP	Sprott Copper Miners ETF	+0.2	-4.0	-16.0
	COPJ	Sprott Junior Copper Miners ETF	+8.0	+9.7	-3.8
금속	PICK	iShares MSCI Global Metals & Mining Producers ETF	-0.0	+2.5	-14.3
	XME	SPDR S&P Metals & Mining ETF	-3.6	-1.3	-8.0
소재	IYM	iShares U.S. Basic Materials ETF	-2.6	+3.7	-8.9

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-03-31 종가기준



◆ 키 맞춰진 'Gold'와 'Gold Miners'

- 지난해부터 자산배분 관점에서 전략 자산군으로 꼽았던 '금' 강세 흐름이 올해도 이어지고 있음. 동시에, 금 가격과 금 채굴 기업 주가 간 괴리도 좁혀지기 시작. 3월 한달 간 금 채굴 기업들의 주가는 금 가격을 상회
- 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
- 2024년의 경우, 금 현물 가격을 추종하는 GLD가 연간 27% 상승한 반면, GDX 는 9% 상승에 그침. 일부 금광 기업들의 운영 비용 및 자본 지출 증가로 수익성이 악화되었기 때문
- 다만, 올해는 개별 기업들의 주가 상승을 제약했던 리스크 요인들이 해소 중이며, 금광 기업-금 가격 간 상관관계가 높아지고 있음. 미국 관세정책 강화, 경기침체 우려 확산, 중앙은행들의 금 매입 지속 등으로 금 수요가 지속된다면, 금광 투자 또한 추가 상승 기대

GLD(금) vs. GDX(금광) 주가 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

금광 ETF 리스트

티커	ETF 명	AUM (\$mln)	수익률 (%)	
			1M	3M
GLD	SPDR Gold Shares	93,731.9	+9.4	+19.0
IAU	iShares Gold Trust	42,598.6	+9.4	+19.1
GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	13,266.1	+9.5	+19.0
SGOL	abrdn Physical Gold Shares ETF	4,821.9	+9.4	+19.0
IAUM	iShares Gold Trust Micro ETF of Benefit Interest	2,102.4	+9.4	+19.1
GDX	VanEck Gold Miners ETF	14,848.4	+15.7	+35.6
GDXJ	VanEck Junior Gold Miners ETF	5,341.8	+17.6	+33.8
NUGT	Direxion Daily Gold Miners Index Bull 2X Shares	540.6	+32.2	+76.7
RING	iShares MSCI Global Gold Miners ETF	1,287.0	+16.5	+36.5
JNUG	Direxion Daily Junior Gold Miners Index Bull 2X	288.0	+34.5	+68.2
SGDM	Sprott Gold Miners ETF	334.3	+16.2	+36.7
SGDJ	Sprott Junior Gold Miners ETF	144.5	+14.5	+27.8

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-03-31 기준

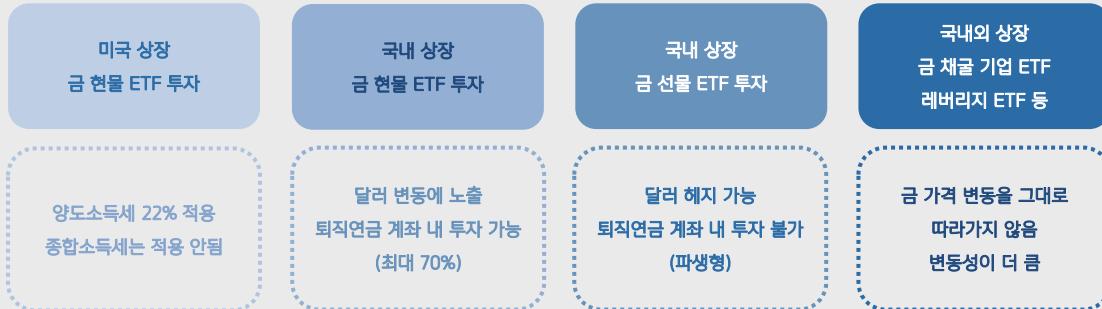


금 투자 방법

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

자료: 키움증권 리서치

금 ETF 투자 방법



자료: 키움증권 리서치



◆ 미국 대 非미국, 밸류에이션 점검

- 연초 이후로 MSCI ACWI ex 미국과 S&P 500 지수의 밸류에이션 격차는 많이 좁혀져 옴. 해당 지수를 기초지수로 하는 'ACWX' ETF는 연초이후 6.2% 상승
- 다만, 여전히 비미국이 미국 대비 32% 저평가. 관세 이벤트 소강 후 글로벌 증시 흐름이 어떻게 흘러갈 지 점검할 필요



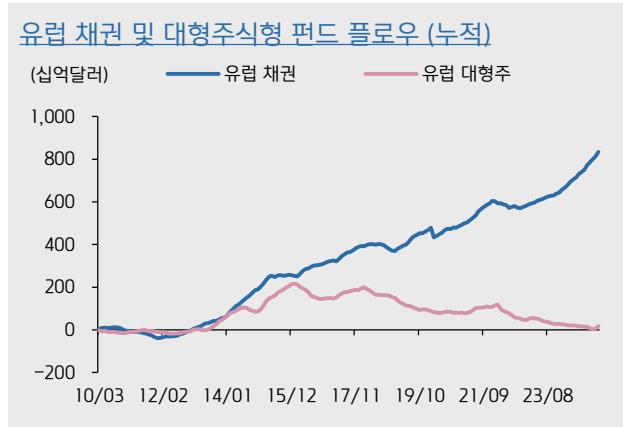
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI ex USA는 NDUEACWZ INDEX 기준



◆ 단기간 빠르게 올라온 유럽 증시

- 올해 주요국 증시 수익률을 보면 유럽 증시가 미국을 아웃퍼폼
- PMI, 기업투자심리 등 아직 완연한 회복 기로에 들어서지 못했으나 중국 경기회복 기대, 러-우 종전 기대 등 대외 환경이 개선되자 상대적으로 낮아져 있던 가격 매력도가 부각되면서 증시 상승 견인
- 유로스톡스 50 지수는 S&P 500 대비 약 28% 저평가되어 있어 키 맞추기 당분간 더 지속될 수 있으나 실적 개선세는 아직 강하지 않은 상황이기에 변동성도 고려해야 함. 다만, 섹터 단에서 유럽 내 금융주 및 방산주는 아직 밸류에이션 부담이 적은 편



자료: Morningstar, 키움증권 리서치. 주) MMF, FoF, Feeder 펀드 제외

유로존 경기서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 대비 유럽 증시 밸류에이션



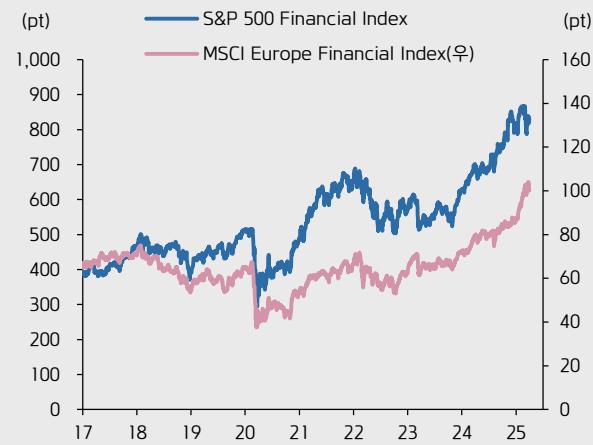
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



◆ 그 중에서도 방산주와 금융주

- 유럽 금융 섹터 주가는 러-우 종전 가시화에 따른 경기 회복 기대, 우크라이나 재건 프로젝트로 인한 금융 기회 확대 기대 등으로 강세 이어가고 있음. 그러나 최근의 급등에도 불구하고, 미국 금융주 대비 여전히 밸류 부담이 낮음 (EUFN ETF 기준 P/E 11.3배)
- 유럽 방산주도 트럼프가 우크라이나와 유럽 동맹국들을 배제한 미국 주도의 종전 협상을 진행하는 가운데 상승 지속. 미국은 NATO가 국방비를 미국에 지나치게 의존해온 점을 문제시하며 회원국들의 방위비 지출 목표를 GDP의 5%까지 늘려야 한다고 요구 중. 단기 급등에 따른 차익실현 출회될 수 있으나 밸류에이션은 아직 높지 않다고 판단
- 또한 최근 독일은 기본법을 개정하여 향후 10년 간 5천억 유로의 인프라 투자 및 국방비 지출 증가를 예고. 확장적 재정정책을 통한 경기 회복 기대감이 추가 상승을 지지할 것으로 전망. 주요 기관들은 독일의 확장 재정을 반영해 '26년 경제성장을 전망치를 상향 조정 (블룸버그 컨센서스 0.8% → 1.6%)

미국 VS. 유럽 금융업종 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

유럽 대표 방산주 밸류에이션 추이

기업 명	티커	시가총액	1M 수익률	YTD 수익률	'23~25 매출 CAGR		EBITDA Margin	
					백만\$	%	%	%
라인메탈	RHM GR	64,769	+28.7	+119.0	52.4	19.6	20.8	
탈레스	HO FP	55,122	+29.6	+79.1	12.4	16.2	16.5	
레오나르도	LDO IM	28,568	+18.9	+76.8	14.9	12.3	12.9	
BAE 시스템스	BA/ LN	61,384	+12.3	+37.5	15.3	13.6	13.7	

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

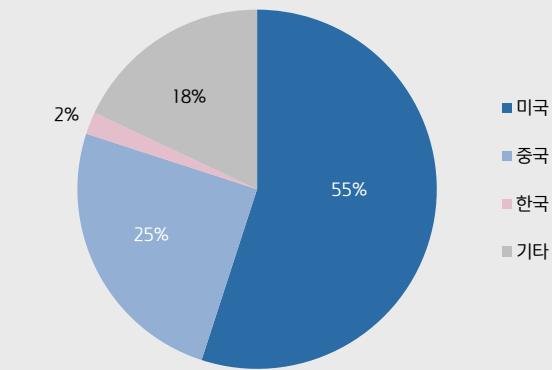
주) 컨센서스는 2025-03-31 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준



◆ 고마운 중국의 '성장'

- 연초 이후 중국 증시가 글로벌 주식시장에서 리스크 헛지 수단으로의 역할을 해주고 있음. 3월 후반 들어 다소 조정을 보이고 있지만, 증시 투자심리를 위축시킬 수준의 조정은 아니라고 판단. 1분기 말 기준, 중국 항셍지수는 15.7%, 항셍중국기업지수는 17% 상승. 섹터 단으로는 특히 AI 수혜가 있는 하드웨어, IT, 플랫폼이 강세 나타냈고, 제약/바이오 섹터도 부상
- 당사 산업자료 “제약/바이오: 글로벌 바이오 판도 변화 (25.03.27)”에 따르면, 전세계 기술 이전 거래에서 중국이 차지하는 비중은 건수로는 21%, 금액 기준으로는 25%를 차지. Healthy China 2030을 내걸고 자국 제약/바이오 산업 경쟁력을 끌어올리고 있는 중국의 혁신신약 개발이 활발해지고 있음. 이에 따른 바이오텍 매력도 더 확대될 것으로 전망
- 또한, DeepSeek 이후로 지속되는 AI 및 휴머노이드 모멘텀에 더해 앞으로도 관련 투자를 지속적으로 확대할 것으로 언급함에 따라 강세 지속될 수 있을 것으로 판단. 중국 본토 대비 역외(홍콩) 증시의 상대적 우위 당분간 더 연장될 것으로 기대

2024년 기술 이전 최대 금액 기준, 국가별 비중



주: 마일스톤 최대 금액 \$100mn 이상, 2024년 기준.
자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

중국 바이오 산업에 투자할 수 있는 ETF

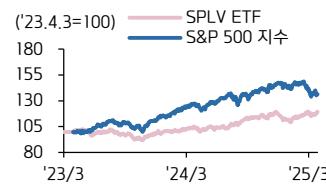
	Global X China Biotech ETF (2820.HK)	KraneShares MSCI All China Health Care Index ETF (KURE.US)
운용자산(\$mln)	51.0	86.6
구성종목 수	30	48
Top 5 비중, %	44.7	35.9
Top 10 비중, %	65.2	53.7
종목 1	2269 HK, 11.2%	6160 HK, 7.3%
종목 2	1801 HK, 9.6%	600276 SH, 6.1%
종목 3	603259 SH, 9.1%	2269 HK, 3.9%
종목 4	600276 SH, 8.3%	300760 SZ, 3.8%
종목 5	9926 HK, 6.5%	1801 HK, 2.3%
1개월 수익률	+5.9	+3.4
3개월	+18.2	+9.9
6개월	+1.4	-7.9
YTD	+18.2	+9.9

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2025-03-31 기준

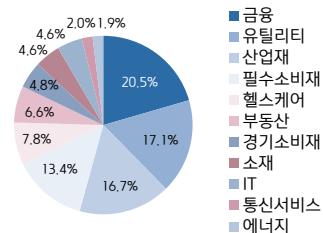


현재주가 (4/1)	USD 74.71
Stock Data	
ETF 테마	美 로우볼
발행사	Invesco
설정일	2011-05-05
운용보수 (%)	0.25
AUM (백만 USD)	7,852.0
일평균 거래량 (3M)	1,724,459.50
52주 최고/최저 (USD)	75.43 / 62.53
편입종목 수	102개
Top 10 비중 (%)	12.16

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+0.3	+6.7	+4.1	+14.1
S&P 500	-5.4	-4.0	-1.3	+8.2



Sector Breakdown



◆ 미국 로우볼(저변동성) 기업에 투자하는 ETF

- ‘SPLV’는 S&P 500® Low Volatility Index를 기초지수로 하며 로우볼 팩터를 충족하는 기업에 투자하는 ETF
- 포트폴리오 편입종목 수는 101개, Top 10 비중은 12.0%로 특정 종목에 집중되어있기보다 다양한 종목에 분산 투자하는 성격을 지님
- 섹터 비중 역시 금융(20.5%), 유트리티(16.9%), 산업재(16.6%), 필수소비재(13.6%), 헬스케어(7.9%), 부동산(6.8%) 등 다양한 섹터에 걸고루 투자하며, 그 중에서도 변동성이 적은 것으로 알려진 섹터들의 비중이 상대적으로 높음

Top 10 Holdings

티커	종목 명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
MMC	Marsh & McLennan Cos Inc	1.3	보험 종개인	120.3	+2.6	+9.5	+19.7
KO	Coca-Cola Co/The	1.3	청량음료 및 무알코올	309.3	+0.9	+0.2	+18.4
BRK/B	Berkshire Hathaway Inc	1.3	다부문 지주회사	1,150.3	+3.7	+16.5	+26.8
RSG	Republic Services Inc	1.2	환경 & 시설 서비스	76.1	+2.8	+21.1	+28.4
LIN	Linde PLC	1.2	산업용 가스	220.9	+0.0	-1.7	+0.8
ATO	Atmos Energy Corp.	1.2	가스 공의 사업체	24.6	+1.8	+11.5	+31.5
ED	Consolidated Edison Inc	1.2	복합 공의 사업체	38.9	+8.4	+4.7	+21.8
CL	Colgate-Palmolive Co	1.2	가정용품	76.2	+3.0	-8.2	+5.4
EVRG	Evergy Inc	1.2	전기 공의 사업체	15.9	+0.1	+12.0	+30.8
PG	Procter & Gamble Co/The	1.1	가정용품	399.9	-1.9	-1.4	+6.2

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	5,244.8	4,539.8	4,802.2	5,037.5
EBIT	665.2	695.5	803.7	873.5
EBIT이익률(%)	12.7	15.3	16.7	17.3
순이익	469.3	501.0	537.3	591.9
PER(배)	19.8	22.6	21.2	19.4
PBR(배)	3.4	3.8	3.5	3.3
ROE(%)	15.8	15.4	15.9	16.5
배당수익률(%)	2.5	1.7	2.3	2.4

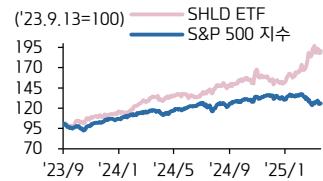
자료: Bloomberg 컨센서스, 기움증권 리서치
주: 2025-04-01 기준



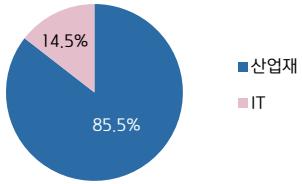
현재주가 (4/1)	USD 47.17
Stock Data	
ETF 테마	글로벌 방산
발행사	Global X
설정일	2023-09-13
운용보수 (%)	0.50
AUM (백만 USD)	1,269.82
일평균 거래량 (3M)	515,529.31
52주 최고/최저 (USD)	48.79 / 31.6
편입종목 수	40개
Top 10 비중 (%)	65.24

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+11.6	+26.1	+24.4	+42.4
S&P 500	-5.4	-4.0	-1.3	+8.2



Sector Breakdown



◆ 글로벌 방위 관련 예산 증액 수혜 기업에 투자하는 ETF

- ‘SHLD’는 글로벌 방위 관련 예산 증액 수혜 종목들에 집중 투자하는 ETF로서 전통적인 군수 기업부터 최첨단 부품 / 하드웨어 공급업체, 방위 전용 소프트웨어 개발업체 등 공급망 전방의 기업과 솔루션 업체들까지 두루 투자
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 팔란티어 테크(9.1%), 라인메탈(7.8%), RTX(7.7%), 노스롭 그루먼(6.7%), 제너럴 다이내믹스(6.2%) 등 글로벌 전통 군수 기업 뿐만 아니라 국방 기반 AI 솔루션, 소프트웨어 업체까지 다양
- 포트폴리오 섹터 비중은 산업재 85.5%, IT 14.5%로 전통 방산에 대한 노출 뿐만 아니라 글로벌 국방 비효율성 개선을 위한 첨단 군수 물품, 방위 전용 AI솔루션, 소프트웨어 등에 대한 노출 제공

Top 10 Holdings

티커	종목 명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억, 현지화폐)	주가 (1M)	주가 (6M)	주가 (1YR)
					(%)	(%)	(%)
RHM GR	Rheinmetall AG	8.9	우주항공 & 국방	60.3	+28.9	+160.8	+154.9
PLTR US	Palantir Technologies Inc	8.7	애플리케이션 소프트웨어	198.6	-0.3	+132.3	+270.4
RTX US	RTX Corp	7.6	우주항공 & 국방	177.4	-0.1	+6.8	+35.9
NOC US	Northrop Grumman Corp	7.0	우주항공 & 국방	74.3	+11.1	-5.7	+8.9
GD US	General Dynamics Corp	6.4	우주항공 & 국방	73.6	+8.5	-10.2	-6.0
HO FP	Thales SA	6.3	우주항공 & 국방	51.5	+30.5	+69.6	+59.0
LDO IM	Leonardo SpA	5.9	우주항공 & 국방	26.6	+19.4	+118.2	+100.3
LMT US	Lockheed Martin Corp	5.7	우주항공 & 국방	105.2	-0.4	25.9	-0.9
BAE LN	BAE Systems PLC	4.7	우주항공 & 국방	47.8	+12.7	+24.5	+17.5
SAABB SS	Saab AB	4.2	우주항공 & 국방	219.4	+26.3	+76.2	+70.0

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	-	1,027.3	1,142.1	1,232.1
EBIT	-	89.8	122.0	139.5
EBIT이익률(%)	-	8.7	10.7	11.3
순이익	-	76.0	84.3	98.2
PER(배)	-	27.9	24.4	21.1
PBR(배)	-	4.7	4.3	4.0
ROE(%)	-	15.6	16.6	17.8
배당수익률(%)	-	0.4	1.4	1.5

자료: Bloomberg 컨센서스, 기움증권 리서치
주: 2025-04-01 기준

Global X U.S. Infrastructure Development ETF (PAVE:US)



Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

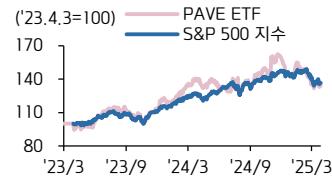
현재주가 (4/1) USD 37.99

Stock Data

ETF 테마	美 인프라 개발
발행사	Global X
설정일	2017-03-08
운용보수 (%)	0.47
AUM (백만 USD)	7,729.07
일평균 거래량 (3M)	1,599,147.50
52주 최고/최저 (USD)	46.18 / 35.72
편입종목 수	102개
Top 10 비중 (%)	32.22

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	-5.5	-6.0	-7.3	-3.8
S&P 500	-5.4	-4.0	-1.3	+8.2



Sector Breakdown



◆ 미국 인프라 개발 관련 기업에 투자하는 ETF

- ‘PAVE’는 Global X에서 출시한 미국 인프라 개발 관련 기업에 투자하는 ETF로서 도로, 철도, 전력망 등 인프라 구축에 참여하는 기업들과 원자재 생산, 중장비 제조, 엔지니어링 및 건설 분야의 기업들에 투자하는 상품
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 패스널(3.6%), 하우멘 에어로스페이스(3.5%), 디어(3.4%), 유니언 퍼시픽(3.3%), 노퍽서던 (3.2%)로 산업재, 기계장비, 철도 인프라 등 다양하게 분포
- 글로벌 공급망 불안, 지정학적 리스크 등으로 인해 미국 내 제조 및 자급자족 인프라 구축 강조되는 상황 속에서 중장비, 건설자재, 엔지니어링 기업들의 수요 증가 가능성 존재

Top 10 Holdings

티커	종목 명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억\$)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
FAST	Fastenal Co.	3.6	무역 회사 & 판매업체	44.5	+2.5	+9.2	+1.3
HWM	Howmet Aerospace Inc	3.5	우주항공 & 국방	53.4	-3.5	+30.6	+99.3
DE	Deere & Co.	3.4	농업 & 농장 기계	129.9	-0.5	+14.9	+18.4
UNP	Union Pacific Corp	3.3	철도 운송	142.1	-3.9	-3.4	-2.5
NSC	Norfolk Southern Corp	3.2	철도 운송	58.3	-3.7	-4.6	-6.1
PH	Parker-Hannifin Corp	3.1	산업용 기계, 용품 및	78.5	-8.8	-3.2	+10.7
CRH	CRH PLC	3.1	건축 자재	60.2	-13.3	-2.2	+4.7
CSX	CSX Corp	3.0	철도 운송	55.7	7.7	14.4	-19.7
SRE	Sempra	3.0	복합 공의 사업체	46.7	-0.0	-14.7	+0.3
TT	Trane Technologies PLC	2.9	건축 제품	76.6	-3.4	-11.6	+15.1

기초자산 Earnings & Valuation

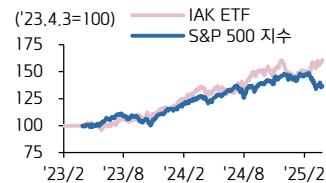
(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	2,663.2	2,874.8	3,077.8	3,232.5
EBIT	304.2	305.7	371.1	423.3
EBIT이익률(%)	11.4	10.6	12.1	13.1
순이익	222.5	231.2	247.3	286.2
PER(배)	20.9	23.8	19.5	16.9
PBR(배)	3.3	3.3	3.0	2.8
ROE(%)	17.0	14.0	14.4	15.9
배당수익률(%)	1.1	0.6	1.4	1.5

자료: Bloomberg 컨센서스, 기움증권 리서치
주: 2025-04-01 기준

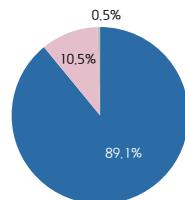


현재주가 (4/1)	USD 138.31
Stock Data	
ETF 테마	미국 보험사
발행사	BlackRock
설정일	2006-05-05
운용보수 (%)	0.39
AUM (백만 USD)	795.28
일평균 거래량 (3M)	65,176.69
52주 최고/최저 (USD)	139.08 / 109.09
편입종목 수	57개
Top 10 비중 (%)	67.19

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+1.7	+9.4	+6.9	+18.4
S&P 500	-5.4	-4.0	-1.3	+8.2



Sector Breakdown



■ 손해보험
■ 생명보험
■ 종합보험

◆ 미국 보험사에 투자하는 ETF

- ‘IAK’는 미국 보험 섹터의 주식으로 구성된 지수를 추적하여, 생명보험, 손해보험, 종합보험 등 다양한 보험 분야에 속한 기업에 대한 노출을 제공
- 보험주는 통상 경기민감도가 낮고 잉여현금흐름이 높아 방어주 성격을 띠고 있음. 트럼프 관세에 따른 시장 변동성 증가 시 보험 섹터로 일부 리스크를 분산시킬 수 있음
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 프로그레시브(17.4%), 처브(11.8%), 트래블러스 컴퍼니스(6.3%), 올스테이트(5.8%), 아메리칸 인터내셔널 그룹(4.6%)로 대부분 손해보험사로 구성

Top 10 Holdings

티커	종목 명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억, 현지통화)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
PGR	Progressive Corp/The	17.4	자산 & 사고 보험	166.7	+0.8	+13.9	+38.0
CB	Chubb Ltd	11.8	자산 & 사고 보험	120.7	+5.6	+3.2	+17.1
TRV	Travelers Cos Inc/The	6.3	자산 & 사고 보험	60.0	+2.3	+12.5	+15.9
ALL	Allstate Corp/The	5.8	자산 & 사고 보험	55.0	+4.2	+9.3	+20.2
AIG	American International Group Inc	4.6	자산 & 사고 보험	51.5	+4.7	+19.4	+11.8
AFL	Aflac Inc	4.5	생명 & 건강 보험	61.4	+2.7	-0.3	+32.0
PRU	Prudential Financial Inc	4.4	생명 & 건강 보험	39.6	-3.0	-6.4	-4.0
MET	MetLife Inc	4.3	생명 & 건강 보험	55.3	-5.8	-0.8	+10.1
ACGL	Arch Capital Group Ltd	4.0	자산 & 사고 보험	36.1	+3.5	-10.9	+9.5
HIG	Hartford Insurance Group Inc/The	4.0	자산 & 사고 보험	35.5	+5.2	+5.5	+21.4

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	9,702.8	11,085.8	11,768.9	12,493.2
EBIT	915.1	1,592.7	1,295.4	1,458.2
EBIT이익률(%)	9.4	14.4	11.0	11.7
순이익	743.8	1,235.1	1,199.0	1,413.3
PER(배)	13.3	12.0	13.1	11.3
PBR(배)	1.9	2.1	2.0	1.8
ROE(%)	10.6	15.2	14.8	15.7
배당수익률(%)	2.0	1.6	2.0	2.2

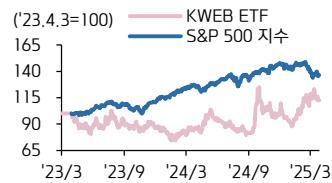
자료: Bloomberg, 기움증권 리서치
주: 2025-04-01 기준



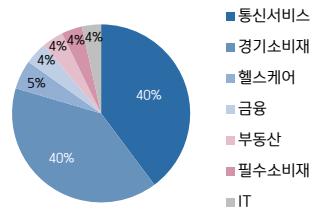
현재주가 (4/1)	USD 35.02
Stock Data	
ETF 테마	中 인터넷
발행사	Krane Funds
설정일	2013-07-31
운용보수 (%)	0.70
AUM (백만 USD)	8,089.62
일평균 거래량 (3M)	25,958,972.00
52주 최고/최저 (USD)	39.17 / 24.68
편입종목 수	31개
Top10 비중 (%)	61.53

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	1M	3M	6M	1Y
절대	+3.2	+19.8	-2.9	+30.5
S&P 500	-5.4	-4.0	-1.3	+8.2



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 알리바바그룹홀딩스(12.2%), 텐센트(10.9%), 펀둬둬 ADR(7.0%), 메이퇀안디앤팹(6.7%), 트립닷컴(4.6%) 순
- DeepSeek 이후, AI 모멘텀으로 테크 업종 상승세 지속 중. 전인대 전후로도 중국 내 첨단산업 육성에 대한 내용 지속적으로 강조되며 관련 모멘텀 앞으로도 지속될 시 수혜를 받을 수 있는 중국 인터넷 관련 기업에 투자

Top 10 Holdings

티커	종목 명	비중(%)	주요산업	시가총액	주가 (1M)	주가 (6M)	주가 (1YR)
				(십억, 현지통화)	(%)	(%)	(%)
9988 HK	Alibaba Group Holding Ltd	12.2	대규모 소매업	2,466.0	+1.8	+12.8	+84.4
700 HK	Tencent Holdings Ltd	10.9	인터넷익비 미디어 & 서비스	4,637.6	+5.3	+7.2	+63.0
PDD US	PDD Holdings Inc	7.0	대규모 소매업	169.7	+7.5	-16.1	+2.5
3690 HK	Meituan	6.7	레스토랑	964.7	-2.5	-19.9	+55.7
9961 HK	Trip.com Group Ltd	4.6	호텔, 리조트 & 크루즈	318.7	+13.3	-3.8	+31.2
BZ US	Kanzhun Ltd	4.4	인터넷익비 미디어 & 서비스	8.7	+19.1	+5.7	+3.5
1024 HK	Kuaishou Technology	4.2	인터넷익비 미디어 & 서비스	241.9	+11.0	-6.3	+12.2
TME US	Tencent Music Entertainment Group	4.0	영화 & 엔터테인먼트	24.8	+18.6	+13.4	+30.0
9999 HK	NetEase Inc	4.0	인터넷익비 홈 엔터테인먼트	530.5	+6.3	+2.6	+8.5
9618 HK	JD.com Inc	3.9	대규모 소매업	522.3	+0.4	-12.9	+48.3

자료: Bloomberg, 기움증권 리서치
주: 2025-04-01 기준

Global X MLP & Energy Infrastructure ETF (MLPX:US)



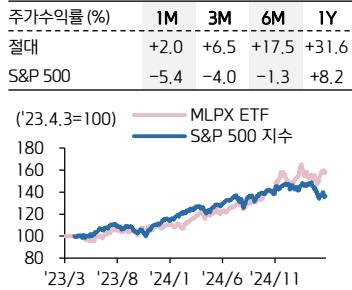
Global ETF Analyst 김진영 jykim@kiwoom.com

현재주가 (4/1) USD 64.47

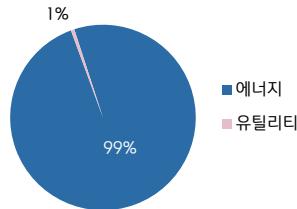
Stock Data

ETF 테마	MLP & 미드스트림
발행사	Global X
설정일	2013-08-06
운용보수 (%)	0.45
AUM (백만 USD)	2,802.99
일평균 거래량 (3M)	697,573.94
52주 최고/최저 (USD)	67.47 / 46.69
편입종목 수	26개
Top 10 비중 (%)	67.49

Performance & Price Trend



Sector Breakdown



◆ 북미 MLP 및 미드스트림 에너지 인프라 기업에 투자하는 ETF

- ‘MLPX’는 Solactive MLP & Energy Infrastructure Index를 기초지수로 추종하며 MLP 뿐만 아니라 MLP의 GP 및 미드스트림 에너지 인프라 기업까지 포괄하여 투자하는 ETF
- 포트폴리오 비중 상위 종목은 월리엄스 컴퍼니(9.2%), 원오크(8.9%), 엔브리지(8.6%), 킨더 모건(8.5%) 등으로, MLP의 파트너사 및 미드스트림 에너지 기업들에 분산 투자함으로써 펀드 단위 세금 이슈를 피하도록 설계된 상품
- 트럼프 2기 행정부 하에서 화석연료 공급 확대 추진에 따라 이를 운송, 보관, 정제하는 미드스트림 업체들의 동반 수혜가 예상 됨

Top 10 Holdings

티커	종목 명	비중(%)	주요산업	시가총액 (십억, 현지통화)	주가 (1M) (%)	주가 (6M) (%)	주가 (1YR) (%)
					(%)	(%)	(%)
WMB	Williams Cos Inc/The	9.2	석유 & 가스 저장 & 수송	73.9	+4.1	+30.7	+55.8
OKE	ONEOK Inc	8.9	석유 & 가스 저장 & 수송	62.1	-0.9	+7.8	+24.8
ENB	Enbridge Inc	8.6	석유 & 가스 저장 & 수송	97.1	+4.3	+8.3	+24.4
KMI	Kinder Morgan Inc	8.5	석유 & 가스 저장 & 수송	63.6	+5.6	+26.7	+55.5
LNG	Cheniere Energy Inc	7.1	석유 & 가스 저장 & 수송	51.7	+1.0	+27.4	+45.0
TRP	TC Energy Corp.	6.9	석유 & 가스 저장 & 수송	49.7	+6.8	+8.5	+30.3
PBA	Pembina Pipeline Corp	4.8	석유 & 가스 저장 & 수송	23.5	+4.2	-3.4	+14.3
EPD	Enterprise Products Partners LP	4.6	석유 & 가스 저장 & 수송	74.1	+2.4	+16.8	+16.5
PAA	Plains All American Pipeline LP	4.5	석유 & 가스 저장 & 수송	14.2	-1.0	+15.0	+13.7
MLPX	MPLX LP	4.4	석유 & 가스 저장 & 수송	54.9	-0.5	+20.1	+29.8

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY23	CY24	CY25E	CY26E
매출액	173.3	197.7	211.5	221.2
EBIT	25.4	24.1	28.9	30.7
EBIT이익률(%)	14.7	12.2	13.7	13.9
순이익	18.4	17.4	17.7	18.9
PER(배)	12.8	19.2	16.9	15.6
PBR(배)	2.4	3.3	2.7	2.6
ROE(%)	18.8	15.8	16.8	17.4
배당수익률(%)	5.9	3.2	5.0	5.2

자료: Bloomberg, 기움증권 리서치

주: 2025-04-01 기준



Compliance Notice

- 당사는 4월 2일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- “웰타워”, “알리바바”, “비야디” 종목은 3월 31일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- “샤오미” 종목은 3월 24일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

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