키움증권 리서치센터 | 2026년 11월 10일

2027년 글로벌주식 전망

머니게임

ETF 김진영 | US Strategy 김승혁
US Equity 박기현 | China Strategy 박주영
RA 조호준 | RA 한유진



키움증권

Contents

Summary P.3

Ⅰ. 미국 주식 : 중력의 법칙 P.4

Ⅱ. 중국 주식 : 중국의 다음 수 P.84

Ⅲ. ETF 전략 : The Playbook P.120

Compliance Notice

- 당사는 11월 10일 현재 보고서에 언급된 '포스코DX(022100)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- "ADBE" 종목은 11월 10일 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 있습니다.

고지사항

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

Summary

미국: 중력의 법칙

- 2027년 미국 증시는 PER 재평가보다 이익 성장이 이끄는 우상향 흐름을 기대. AI 설비투자의 자금 조달 부담으로 밸류에이션 확장은 제한될 수 있으나, 에너지 가격 진정과 임금 상승률 둔화로 물가가 안정되며 금리 부담이 줄고 투하 자본의 회수가 확인될 경우 이익 성장에 맞는 주가 상승은 가능할 것으로 판단. 2027년 S&P500 밴드는 7,200~9,000pt로 제시
- 미 증시 내년 핵심 변수는 금리가 아닌 AI 자금조달 양극화와 물리적 전력 병목. AI CapEx 투자의 총량은 여전히 유지되지만, 차입에 의존하는 기업과 자체 현금 보유사간의 차별화가 이뤄질 전망. 섹터 전략은 AI CapEx 연동 IT 하드웨어·규제 유틸리티·전력 계통 관련 산업재 비중확대(OW), AI 대체 위험 IT 소프트웨어·고평가 필수소비재 비중축소(UW) 제시. 연간 Top Pick은 ANET·CIEN·APH·MSFT·PWR·ETR

중국: 중국의 다음 수

- 2027년 GDP 4.5% 성장 전망. 내수 회복은 제한적이며, 추가 부양은 수출 둔화 여부에 주목
- 이익 둔화 부담에도 가격 매력과 산업 모멘텀은 유효. 기술주·고배당주 바벨 전략 제시
- 반도체 국산화와 AI 인프라 투자, 피지컬 AI 적용 확대를 중심으로 중국의 산업 모멘텀 지속 전망

ETF: The Playbook

- ETF 산업 전망: ETF 시장의 양적 성장과 상품구조 고도화에 따라 금융시장 전반에 미치는 영향력 확대 중. ETF는 개인의 자산관리와 기관의 포트폴리오 운용 수단을 넘어, 기초자산 수급과 증시 자금흐름 전반에 영향을 미치는 주된 요인으로 부상. 이에 따라 자금 유출입, 신규 상장, 리밸런싱 등 ETF가 보내는 신호(Signal) 해석이 더욱 중요해짐. ETF가 금융시장에 미치는 영향(Impact)을 점검하고 향후 투자 활용 측면에서의 시사점을 모색할 필요
- ETF 투자 전략: 2027년 AI 투자 지속과 수익성 검증이 병행되는 가운데, 성장의 수혜 확산 과정에서 신규 투자 기회 형성 전망. AI는 인프라 중심에서 소프트웨어·플랫폼 등으로 투자 범위를 확대할 필요가 있으며 헬스케어·방산·금융 등 정책 민감 산업은 미국 분점정부 출범에 따른 정책, 규제 변화로 세부 섹터별 차별화 예상. 매크로 측면에서는 금리 상방 압력 완화와 금융여건 개선 가능성을 고려하되, 여전히 높은 자본비용과 성장 차별화를 감안할 필요. 자산군·지역별 투자 기회 확장을 통해 성장성과 안정성을 함께 추구하는 ETF 포트폴리오 제시

2027년 미국 산업 전망

중력의 법칙



2027년 미국 산업 전망 | 중력의 법칙

PER보다 이익이 끌어올리는 증시

- 2027년 S&P500 밴드는 7,200~9,000pt로 제시하며, 12M Fwd PER 19배 구간을 밸류에이션 상단으로 전망. PER 재평가가 제한되어도 이익 성장이 증시 상승을 이끌 것으로 판단.
- 26년 증시가 이익만큼 오르지 못한 것은 AI 수익성 의구심 때문. PER 재평가의 관건은 이익 규모보다 투자금의 매출 회수이며, FCF 적자 축소와 CDS 하락이 밴드 상단을 열 조건. AI가 Agent를 통해 '지식 노동자'에서 '일반 노동자'로 확산되면 매출 회수 기대도 높아질 수 있음
- 내년은 아직 AI 설비투자의 자금 수요가 이어지는 구간이라 PER이 17~20배의 제한적 범위 안에서 머물 가능성이 높음. 대신 투하 자본이 매출을 만들어 내며 CDS 안정화 분위기가 연출될 경우 주가 성장률과 EPS 성장률의 상관관계가 비례 구간으로 옮겨갈 것으로 판단

조달 우려 vs 금리·펀더멘털

- 물론 데이터센터 인허가 지연, 부채한도 협상, LLM 기업의 증자 등은 변동성을 자극할 수 있는 요인. 다만 에너지 가격 진정과 임금 상승률 둔화로 물가는 점차 안정되고, 생활비 지원 정책이 소비를 지지할 전망. 주식 이탈 자금이 만든 '26년 가을과 달리 '27년 금리 하락은 이러한 물가 둔화의 결과로 예상돼, FCF 적자 정점 통과가 확인되는 2분기부터 증시의 상승 탄력은 이어질 여지가 있음

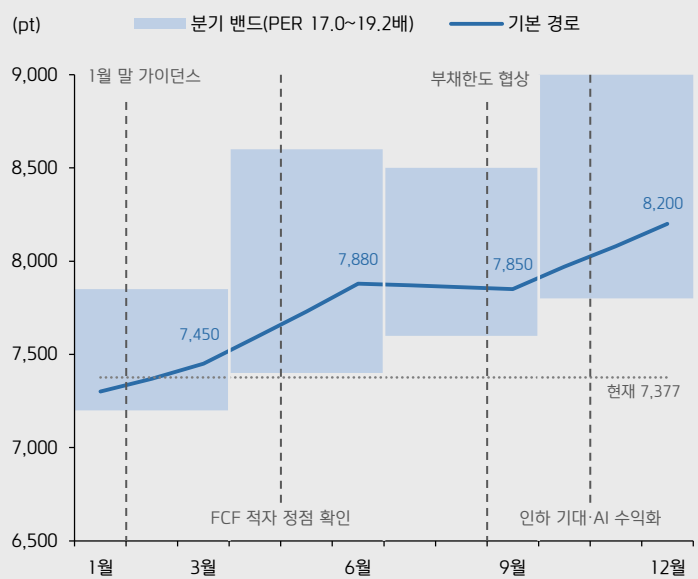
2027년 미국 증시의 핵심 변수, AI 자금조달 양극화와 전력 병목에 기반한 섹터 전략

- 2027년 미 증시 핵심 변수는 금리가 아닌 AI 자금조달 양극화와 물리적 전력 병목. 데이터센터 착공분(75%) 기준 건물 여유 대비 전력 계통 부족 지속, 주 정부 인허가 유예로 미착공분(8.4GW) 지연 및 2029년 전력 재병목 불가피. 빅테크 5사 CapEx(1.1조 달러) 중 73%가 자체 조달 3사(MSFT·GOOGL·AMZN) 몫으로 총투자 위축 위험 제한적. 다만, 차입 의존처(네오클라우드·ORCL) 집행 차질로 주체별 양극화 심화 전망
- 섹터 전략은 실적 상향 속 멀티플 압축 구간의 IT 하드웨어(최선호), 최소요금제 기반 투자 회수 보장 및 역사적 저평가 상태의 규제 유틸리티(차선호), 2~3년치 수주잔고 보유 송배전 계통 중심 산업재(차선호) 비중확대(OW) 제시. 반면 인당 과금(Seat) 대체 및 실적 하향 직면 IT 소프트웨어와 판가·물량 정체 속 고평가 필수소비재(유틸리티로 방어주 교체) 비중축소(UW), 커뮤니케이션 포함 7개 섹터 중립(N) 유지. Top Pick은 백엔드 이더넷 ANET, DCI 광통신 CIEN, 랙 커넥터 APH, 빅테크 5사 중 유일한 FCF 흑자 MSFT, 송배전 시공 PWR, 확정 계약(ESA) 유틸리티 ETR

◆ 2027년 미국 증시 전망

- '27년 S&P 500 밴드는 7,200~9,000pt로 제시. AI 설비투자의 자금 조달 부담이 이어져 PER 재평가는 제한되겠으나, 이익에 대한 의심이 이미 주가에 반영된 만큼 PER 17배가 하단을 지지하고 이익 성장만큼의 주가 상승은 가능하다고 판단
- '26년 증시가 이익만큼 오르지 못한 것은 AI 수익성 의구심 때문. PER 재평가의 관건은 이익 규모보다 투자금의 매출 회수이며, FCF 적자 축소와 CDS 하락이 밴드 상단을 열 조건. AI가 Agent를 통해 '지식 노동자'에서 '일반 노동자'로 확산되면 매출 회수 기대도 높아질 수 있음
- 주가가 이익을 본격적으로 반영하기 시작하는 시점은 에너지와 물가 안정으로 금리 부담이 줄어드는 1Q말 2Q초로 판단

'28년 이익과 함께 높아지는 분기 밴드



시기	밴드	핵심 재료
1Q	7,200~7,850	FCF 적자 정점·가이던스
2Q	7,400~8,600	물가·동결·FCF 확인
3Q	7,600~8,500	부채한도·SPR·AI 침투
4Q	7,800~9,000	'28년 인하·AI 수익화
연간	7,200~9,000	'28년 이익 반영

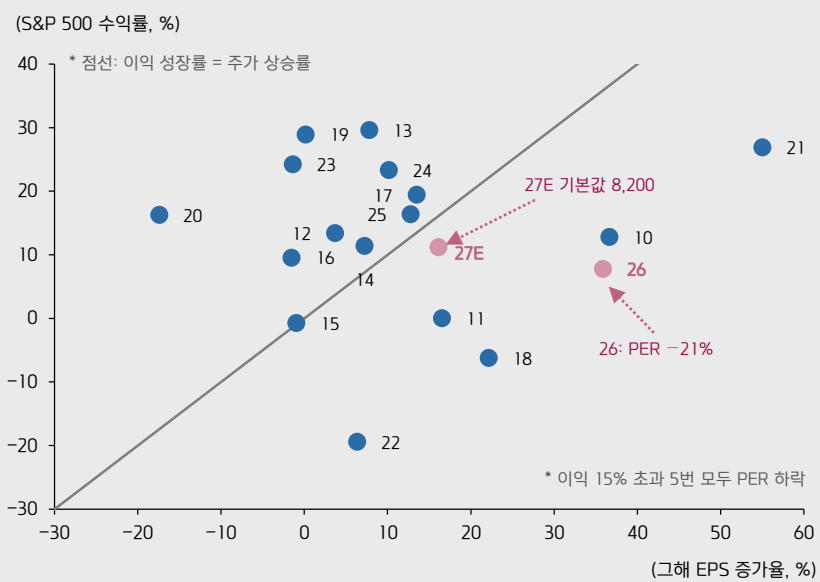
자료: FactSet, LSEG, Bloomberg, FRED, 키움증권 리서치
주: 밴드 = 12개월 선행 EPS × 분기 PER(1Q 17.0~18.0, 2Q 17.0~19.2, 3Q 17.0~18.5, 4Q 17.0~19.2배)

PER보다 이익이 끌어올릴 '27년 증시

◆ 이익 반영이 기본, 투하 자본이 본격적으로 일하면 PER 재평가 가능성

- '27년 EPS 컨센서스는 425달러(+16.1%). 다만 '10년 이후 이익이 15% 넘게 늘어난 다섯 해는 모두 PER 하락('26년 −21%). 주가 상승세가 이익 성장을 따라가지 못했기 때문
- '27년은 아직 AI 설비투자의 자금 수요가 이어지는 구간이라 PER이 17~20배의 제한적 범위 안에서 머물 가능성이 높음. 대신 투하 자본이 매출을 만들어 내기 시작하고 CDS가 안정화 되는 분위기가 일부 연출될 경우 주가 성장률과 EPS 성장률의 점도표가 비례 구간으로 옮겨갈 수 있을 것으로 판단. 이럴 경우 '27년 증시는 이익 주도 주가 상승 장세가 연출될 가능성이 높음

이익 증가율이 높았던 해마다 낮아진 PER



항목(11/6)	값
'27년 EPS	425달러
'28년 EPS	470달러
PER(27E)	17.4배
'28년 이익 반영	+10.6%
상단 19.2배	9,000
하단 17.0배	7,200
기본값	8,200

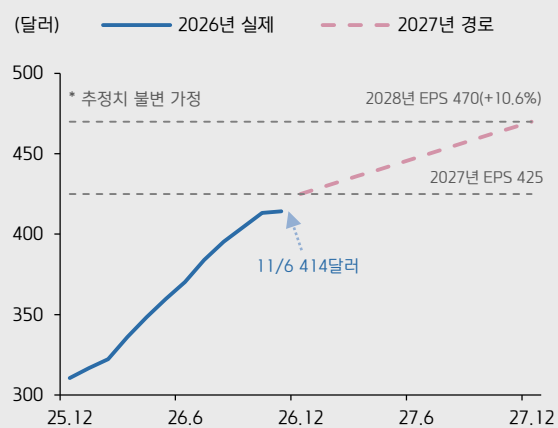
자료: Bloomberg, FactSet, LSEG, FRED, 키움증권 리서치
주: '10~'27E, 점선 아래 = PER 하락. EPS는 블룸버그 BEst 당해연도 추정('26년은 11/6). '27E는 팩트셋 EPS +16.1%(11/5)와 기본값 8,200(11/6 대비 +11.2%). 당해연도 기준이라 선 아래지만 '28년 EPS 기준 PER은 17.4배 유지. '28년 EPS는 LSEG '28년 증가율 10.6% 적용

낮은 ERP가 제한하는 PER 상승 여력

◆ 이익의 이동이 뒷받침할 지수 상승

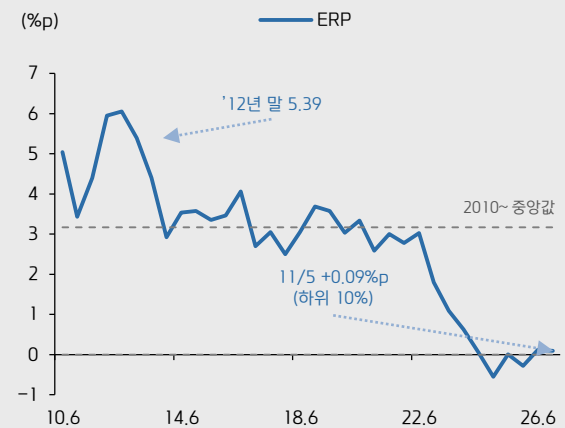
- '27년 상승 폭은 선행 EPS에 '28년 이익이 반영되는 정도가 좌우할 전망. 현재 지수는 '27년 EPS에 PER 17.4배를 적용한 수준으로, 이익과 밸류에이션이 그대로면 추가 상승 여력은 제한적
- 다만 이익 추정치가 바뀌지 않아도 시간이 흐르며 12개월 선행 EPS는 '27년 425달러에서 '28년 470달러로 높아지는 구조. 현재 PER을 적용한 약 8,180pt가 연말 기본 전망 8,200pt의 근거
- 반면 ERP는 '10년 이후 하위 10% 수준으로, 채권 대비 주식의 보상은 낮은 상태. 이익에 대한 의구심이 커지면 PER이 먼저 하락할 수 있는 구간
- 실제로 '23년 하반기 이후 지수 상승도 PER 확대보다 선행 EPS 증가가 견인. 추가적인 밸류에이션 상승에는 금리 하락이나 이익에 대한 신뢰 회복이 필요하다는 판단

'28년으로 넘어가며 오르는 선행 EPS



자료: Bloomberg, FactSet, LSEG, 키움증권 리서치
주: 블룸버그 12개월 선행 EPS(월말·11/6). 경로 = '27년(팩트셋)과 '28년(LSEG 증가율 적용) EPS의 월 가중6

'10년 이후 하위 10%로 낮아진 ERP



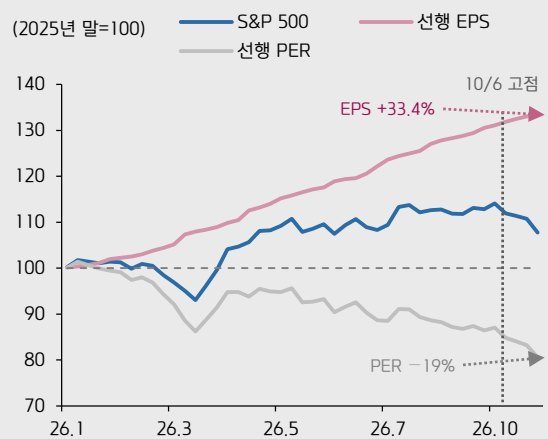
자료: Bloomberg, FRED, 키움증권 리서치
주: ERP = 100 ÷ 블룸버그 BEst PER(당해연도) − 미 10년물. 반기 말과 11/5 값, 백분위·중앙값은 '10년 이후 월말 203개

이익만큼 오르지 못한 '26년 증시

◆ 이익 증가보다 피크아웃 우려를 먼저 가격에 반영한 시장

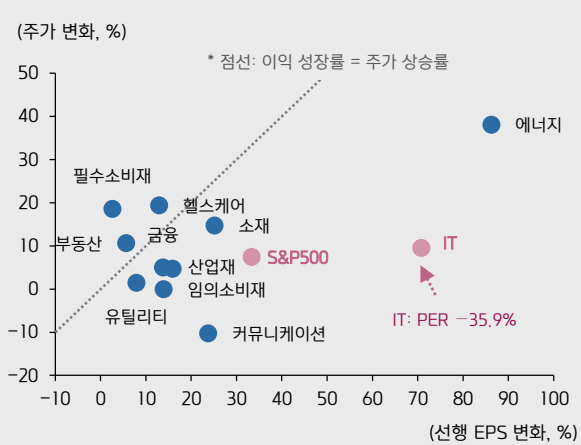
- '26년 S&P 500의 12개월 선행 EPS는 33.4% 늘었지만, PER 하락으로 지수 상승률은 7.8%(11/6)에 그침. 10월 고점 이후에도 이익 전망은 높아졌으나 주가는 하락하며 이익과 주가의 괴리가 확대
- 이익 증가가 밸류에이션 상승으로 이어지지 못하는 흐름은 섹터별로도 확인. EPS가 20% 이상 늘어난 4개 섹터는 모두 PER이 하락한 반면, 이익 증가가 완만했던 필수소비재·헬스케어·부동산은 PER이 상승
- 에너지와 IT의 대비가 대표적. 에너지는 '27년 감익 전망에도 주가가 38.0% 상승한 반면, IT는 올해에 이어 내년에도 높은 이익 성장이 예상되지만 주가 상승률은 9.5%에 그침
- 이익의 지속성에 대한 의구심이 밸류에이션 하락으로 먼저 반영된 만큼, '27년 이익 성장이 이어지는 것만으로는 우려를 해소하기 어렵다는 판단

지수 고점 이후 더 벌어진 이익과 주가



자료: Bloomberg, FRED, 키움증권 리서치
주: 주간 종가(마지막 점 11/6, 선행 PER만 11/5 종가 기준), 블룸버그 12개월 선행 EPS·PER, 10/6은 '26년 종가 최고(7,818.93)

이익 증가가 큰 섹터일수록 더 낮아진 PER



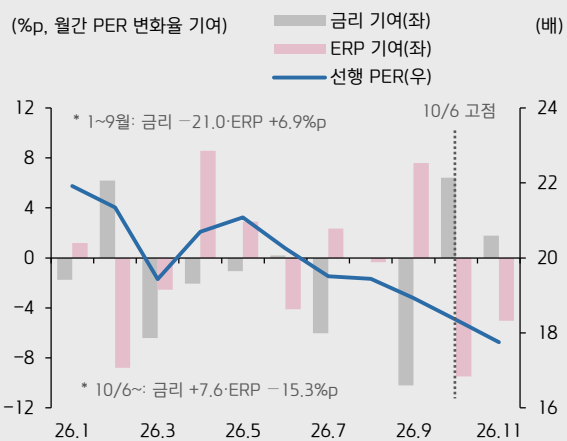
자료: Bloomberg, FactSet, 키움증권 리서치
주: '25년 말 → 11/5 종가, 블룸버그 섹터 지수 12개월 선행 EPS·PER(주가 = EPS × PER), '27년 EPS 증가율은 팩트셋(11/5)

금리와 ERP가 차례로 낮춘 PER

◆ 금리 상승이 낮춘 주식 보상이 10/6 이후 IT 이탈을 가속

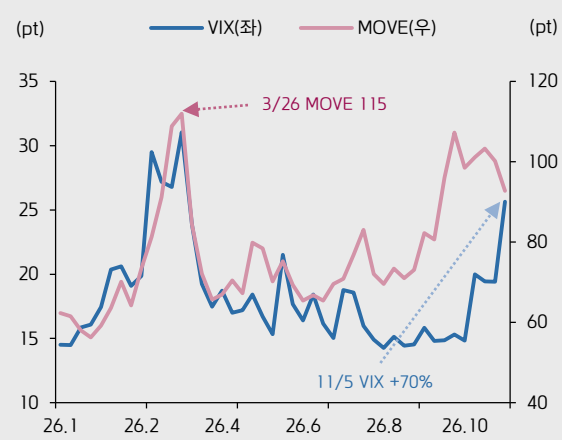
- '26년 9월까지는 금리 상승이 PER 하락을 주도. 10년물 금리가 4.18%에서 5.29%로 오르며 선행 PER은 22.0배에서 18.9배로 하락. 같은 기간 주식 위험 프리미엄(ERP)은 축소돼 채권 대비 주식의 보상도 낮아진 구간
- 반면 10월 고점 이후에는 금리가 내렸는데도 ERP가 확대되며 PER이 17.8배까지 하락. 금리 하락의 긍정적 효과보다 주식의 위험을 높게 평가한 영향이 컸던 결과
- 같은 기간 IT는 17.0% 하락한 반면 필수소비재·헬스케어는 10% 이상 상승. 11/5에도 주식 변동성 지수(VIX)는 70% 급등했으나 채권 변동성 지수(MOVE)는 4% 상승에 그쳐, 충격은 주식시장에 집중
- 10월 이후 금리 하락은 증시 반등을 뒷받침하지 못한 상황. PER 회복에는 물가 안정에 따른 금리 하락과 FCF 적자 축소가 필요

금리에서 ERP로 바뀐 PER 하락 요인



자료: Bloomberg, FRED, 키움증권 리서치
주: 월말(11월은 11/5 종가). PER 변화율 = 금리 기여 + ERP 기여, 0 아래는 PER을 낮춘 쪽. ERP = 12개월 선행 이익수익률 − 10년물

채권이 아닌 주식에서 시작된 11/5 충격

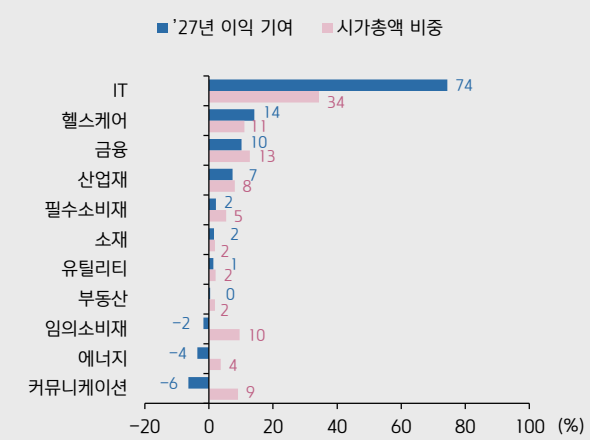


자료: Cboe, ICE, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 주간 종가(마지막 점 11/6), 11/5 하루 값은 화살표로 표시. 섹터 등락은 블룸버그 S&P 500 섹터 지수 10/6→11/5 종가

◆ 정확한 숫자보다 범위가 중요, 남은 문제는 IT 이익에 대한 시장의 믿음

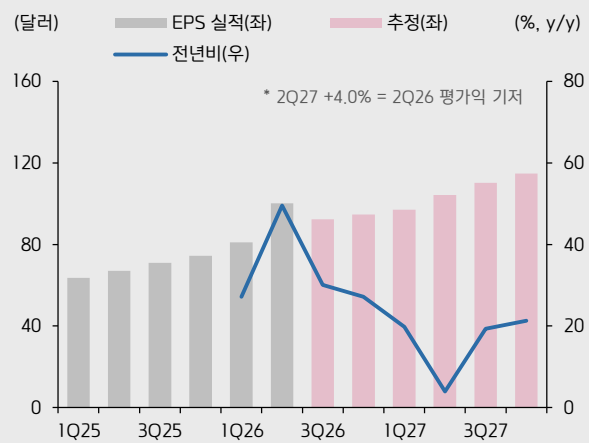
- '27년 S&P 500 EPS 증가율 컨센서스는 16.1%. IT의 이익은 42.2% 늘어나며 지수 전체 이익 증가분의 74%를 차지할 전망. 시총 비중이 34%인 점을 고려하면 이익 성장이 IT에 집중된 구조
- 비IT 섹터 중 '26년보다 이익 증가율이 높아지는 곳은 헬스케어와 산업재뿐. 커뮤니케이션과 에너지는 감익이 예상되지만, 전년 평가익과 유가에 따른 기저 영향. 커뮤니케이션 매출은 16.9% 증가할 전망
- 분기 EPS는 '27년 내내 증가하는 경로. 2분기 증가율이 4.0%에 그치는 것은 전년 평가익의 기저 때문이며, 4분기에는 21.3%로 높아질 전망
- IT 증가율이 10%p 달라지면 지수 전체 증가율은 2.7%p 변동. Agent 확산으로 LLM 활용이 지식 노동에서 일반 업무로 넓어지는 속도가 이익 전망의 상향 요인

시총 비중의 두 배를 넘는 IT의 이익 기여



자료: FactSet, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 기여 = 이익 비중(시총 비중 ÷ 트레일링 PER, 11/5) × '27년 EPS 증가율, 합계 = 100. 시총 비중은 '24.5 비중 기준 키움증권 추정

평가익 기저를 지나 다시 높아지는 증가율



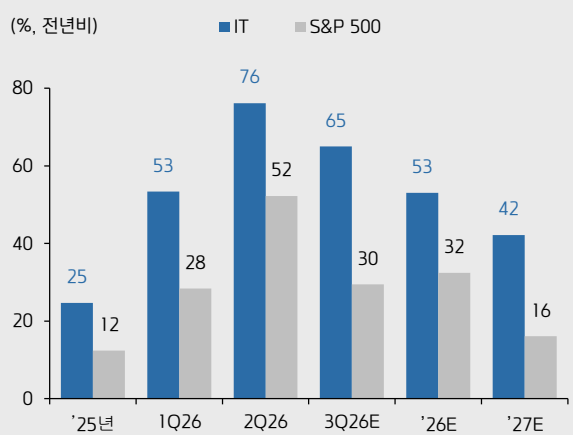
자료: FactSet, 키움증권 리서치
주: 팩트셋 바텀업 분기 EPS(11/5), 3Q26부터 추정(3Q26은 88% 발표 시점). 전년비는 바텀업 EPS 기준(팩트셋 집계는 2Q27 +3.0%)

이익과 반대로 움직인 IT의 PER

◆ IT 이익 증가율은 지수를 웃돌아도 시장은 지속 여부를 여전히 의심

- IT의 EPS 증가율은 2Q26을 고점으로 둔화되지만, '27년에도 42.2%로 S&P 500의 2.6배에 달할 전망. 성장 속도는 낮아져도 지수 대비 이익 성장 우위는 유지
- 반면 '26년 들어 IT 선행 EPS가 70.8% 늘어나는 동안 PER은 26.3배에서 16.9배로 하락(블룸버그)
- 팩트셋 기준 IT 선행 PER도 17.3배로 '20년 3월 이후 최저. 과거 25년 평균과 S&P 500을 모두 밑돌아, 이익이 지수보다 빠르게 늘어나는 섹터가 더 낮은 PER에 거래되는 상황
- 3Q26 실적이 예상을 웃돈 기업 비율도 IT가 94%로 지수 전체보다 높은 수준. PER 하락을 실적 부진으로 설명하기는 어려우며, 시장의 의문은 이익의 원천인 AI 설비투자의 지속 여부에 집중

둔화에도 지수를 웃도는 IT 이익 증가율



자료: FactSet, 키움증권 리서치
주: 팩트셋 Earnings Insight 1/23·5/21·10/2·11/6판. 3Q26E·'26E는 10/2판 추정(11/6판 3Q26: IT 69.2%, S&P 500 31.4%)

'20년 3월 이후 가장 낮아진 IT PER

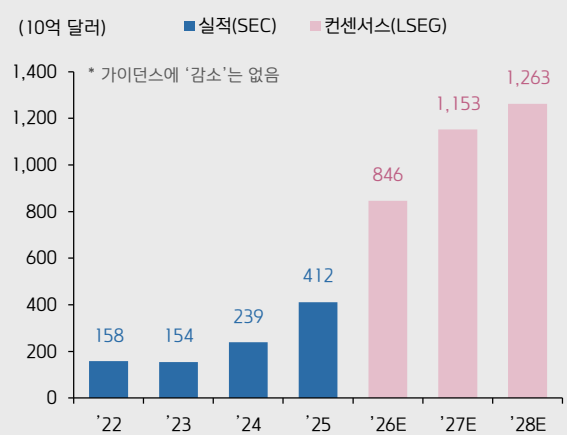
구분	수치	기준
이익 증가율	'26E 53.1% → '27E 42.2%	팩트셋, '27E는 S&P 500의 2.6배
선행 EPS	+70.8%	블룸버그, '25년 말 → 11/5
선행 PER	26.3배 → 16.9배	블룸버그, '25년 말 → 11/5
선행 PER	17.3배	팩트셋 11/5, '20.3.23 이후 최저
과거 25년 평균	20.0배	팩트셋 선행 PER
주가	+9.5%	블룸버그, '25년 말 → 11/5

자료: FactSet, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 선행 EPS·PER은 12개월 선행 기준, 주가는 블룸버그 S&P 500 IT 섹터 지수. 팩트셋 PER은 11/5 기준(S&P 500은 17.7배)

◆ '27년 설비투자는 수주잔고가 뒷받침, 의문은 '28년 이후의 지속

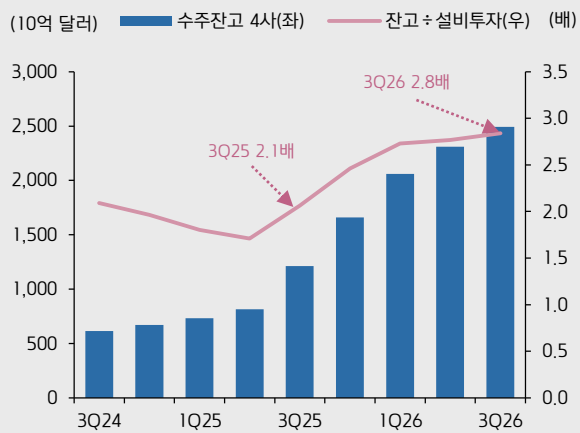
- 빅5 설비투자는 '26년 8,459억 달러에서 '27년 1조 1,528억 달러로 36% 늘어날 전망. 최근 실적 발표에서도 아마존과 메타는 투자 확대 기조를 유지했고, 축소를 제시한 기업은 없는 상황
- 클라우드 4사의 수주잔고는 1년 만에 두 배 이상 늘어난 2.49조 달러. 향후 1년 설비투자의 2.8배에 달해, '27년 투자는 이미 체결한 계약이 뒷받침하는 구조
- 다만 수주잔고의 39%는 OpenAI·앤트로픽 약정. 이 계약이 실제 매출로 이어질지는 두 연구소의 자금 조달에 좌우
- 빅5의 설비투자는 엔비디아·TSMC·메모리 업체의 매출로 연결. 다만 투자 증가액은 매년 줄고 '28년 증가율도 9.5%로 낮아져, 공급사 이익의 고점 우려가 커질 가능성

'28년까지 늘어나는 빅5 설비투자 컨센서스



자료: SEC, LSEG, 키움증권 리서치
주: 빅5 = MSFT·알파벳·아마존·메타·오라클. 실적은 SEC(달력연도), 컨센서스는 LSEG 11/7(MSFT·오라클은 회계연도)

설비투자보다 빠르게 늘어난 수주잔고



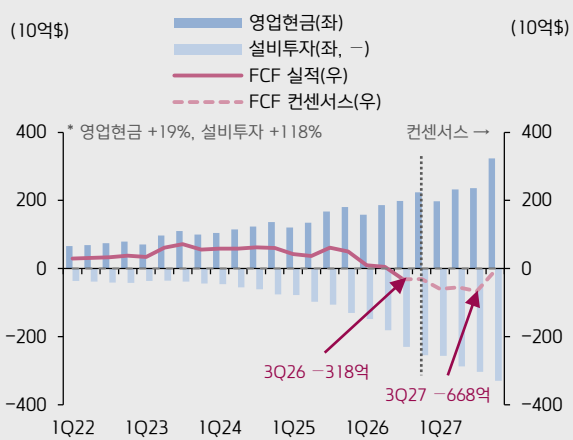
자료: SEC, 각 사 IR, LSEG, WSJ, 키움증권 리서치
주: MSFT·알파벳 RPO, AWS 잔고, 오라클 RPO(8월 말)의 합. 배수 = 잔고 ÷ 4사의 다음 4분기 설비투자. 39% = 두 연구소 약정 ÷ 잔고

적자로 돌아선 빅테크의 잉여현금흐름

◆ 영업현금보다 빠르게 늘어난 설비투자로 FCF 적자 확대, 투자 회수에 대한 기대 약화

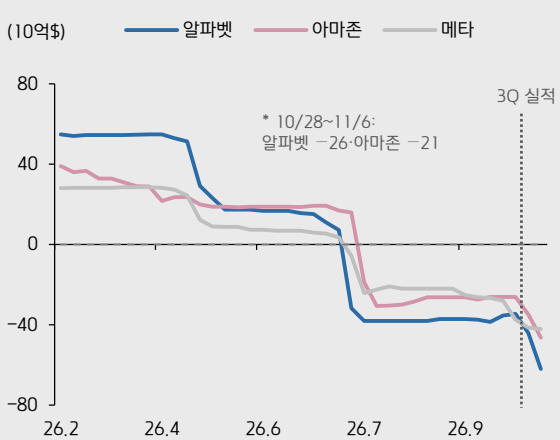
- 빅5 FCF는 '25년 분기 평균 478억 달러 흑자에서 3Q26 318억 달러 적자로 전환. 18개 분기 연속 흑자 이후 첫 적자
- 영업현금은 전년 대비 19% 늘었으나 설비투자가 118% 급증한 결과. 적자의 원인은 영업현금 감소가 아니라, 현금 창출 속도를 크게 웃돈 투자 확대
- '27년 FCF 전망도 실적 발표 때마다 하향. 알파벳·아마존·메타 합계는 연초 1,218억 달러 흑자에서 11월 1,505억 달러 적자로 바뀌었고, 빅5 합계도 적자 전망이 확대
- 빅5의 분기 적자는 3Q27까지 커질 것으로 예상돼 조달 3사의 적자 정점과는 구분할 필요. 이익의 지속성을 의심하는 시장에서 적자 확대와 차입 증가는 할인 요인으로 작용할 가능성

설비투자 증가로 적자가 된 빅5 FCF



자료: SEC, LSEG, 키움증권 리서치
주: 빅5 = 알파벳·아마존·메타·MSFT·오라클(오라클은 6~8월을 3Q로 계산). 설비투자는 현금 PP&E 매입, 4Q26부터 LSEG 추정

흑자에서 적자로 바뀐 '27년 FCF 전망



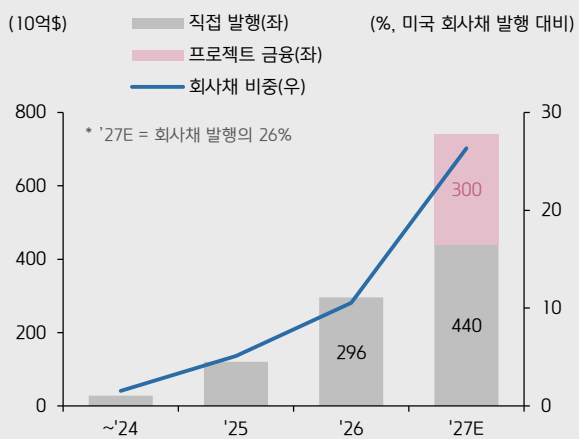
자료: LSEG, 키움증권 리서치
주: LSEG '27 회계연도 FCF 평균 추정, 주간(금요일)과 11/6. '26년 2월 결산 교체 뒤 FY2 = '27년. 빅5 합계는 MSFT·오라클 FY28

차입과 증자로 메우는 투자 자금

◆ 인하 기대가 낮아진 고금리 속, 차입으로 투자를 이어 가는 전략의 위험 확대

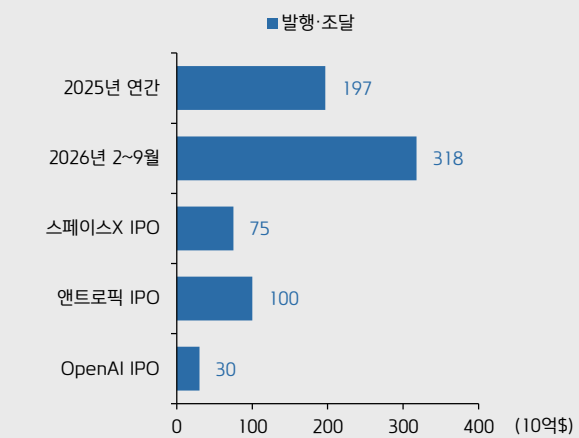
- 빅5의 미국 회사채 발행은 '20~'24년 연평균 280억 달러에서 '25년 1,210억 달러로 증가. '27년 글로벌 조달 전망은 프로젝트 금융을 포함해 7,400억 달러로, 미국 회사채 연간 발행 규모의 26%에 해당
- 발행 물량이 늘며 조달 비용도 상승. 신규 발행 프리미엄은 '25년 2.25bp에서 '26년 12bp로 높아졌고, 발행 후에도 다수 채권이 발행 당시보다 높은 금리에 거래
- 주식시장에서도 자금 조달이 확대. '26년 2~9월 미국 기업의 주식 발행액은 이미 전년 연간 규모의 1.6배이며, 앤트로픽·OpenAI 상장도 대기 중
- 전쟁발 물가 압력으로 연준이 9월 금리를 올린 데 이어 추가 인상 가능성도 높은 상황. 고금리가 이어지는 만큼, 해법은 영업현금이 설비투자를 따라잡는 데 있다는 판단

회사채 시장에서 비중이 커지는 빅테크 채권



자료: Fed, SIFMA, Reuters, CME, 키움증권 리서치
주: ~'24 = '20~'24년 연평균, ~'25년은 BofA 집계, '27E는 골드만삭스 전망.
비중 분모의 '26·'27E는 '26년 1~10월 연환산

상장 대기 속 늘어나는 주식 공급



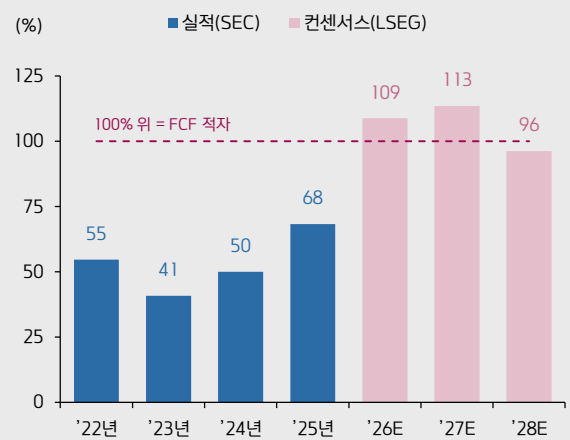
자료: Fed, Reuters, CNBC, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: '25·'26년은 미국 기업 주식 발행(Fed). 스페이스X는 6월 상장분(CNBC), 앤트로픽은 Reuters 보도, OpenAI는 300~600억의 하단

영업현금이 설비투자를 다시 앞서는 '28년

◆ 투하 자본이 일하려면 영업현금이 설비투자보다 빨리 늘어야, '27년 컨센서스는 미달

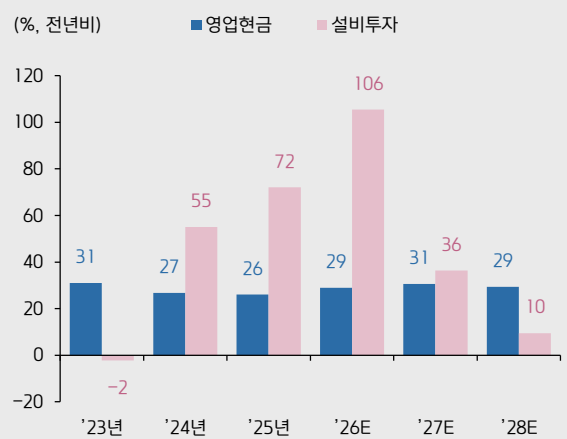
- 빅5 영업현금은 꾸준히 늘었지만 설비투자가 더 빠르게 확대. 영업현금 대비 설비투자 비율은 '23년 41%에서 '26년 109%로 높아져, 벌어들인 현금보다 투자 지출이 많아질 전망
- '27년에도 설비투자가 영업현금을 웃돌며 FCF는 1,370억 달러 적자를 기록할 전망. 투자금을 전액 자체 충당하려면 영업현금이 예상치인 31%보다 높은 48% 증가해야 하는 규모
- '28년에는 투자 증가세가 둔화되며 영업현금 증가율이 설비투자 증가율을 앞설 전망. 다만 예상 FCF 흑자는 설비투자의 4%에 불과해, 투자가 예상보다 늘면 다시 적자로 전환될 가능성
- 연간 현금흐름 개선에 앞서 확인할 신호는 조달 3사의 분기 FCF 적자 축소

'27년에 가장 커지는 설비투자 부담



자료: SEC, LSEG, 키움증권 리서치
주: 빅5 = MSFT·알파벳·아마존·메타·오라클, '22~'25년 SEC(달력연도), '26E~'28E LSEG 11/7(영업현금 = 설비투자 + FCF)

영업현금보다 낮아지는 설비투자 증가율



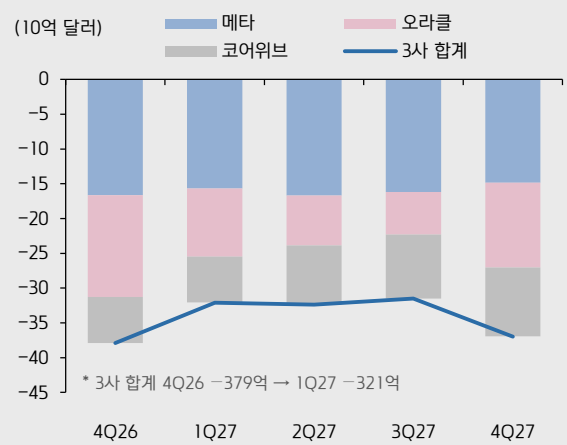
자료: SEC, LSEG, 키움증권 리서치
주: MSFT·오라클은 회계연도 기준. 14% = ('28E 설비투자 + '28E FCF 컨센서스 505억) ÷ '27E 설비투자 − 1

흑자 전환보다 앞서 오는 적자 축소

◆ 조달 3사 적자는 4Q26이 최대, 1분기 FCF 적자 정점 통과와 2분기 확인에 무게

- 조달 3사(오라클·메타·코어위브)의 FCF 적자는 4Q26 379억 달러로 정점을 기록한 뒤 1Q27 321억 달러로 15% 줄어들 전망. 초기 적자 축소는 대부분 오라클이 주도
- 최대 적자 분기 실적은 12월~2월, 첫 축소 분기 실적은 3월~5월에 발표. 1분기에 적자 정점을 통과하고 2분기에 개선을 확인하는 경로
- 다만 적자는 2~3분기 비슷한 수준에 머문 뒤 4분기에 다시 확대될 전망. 코어위브와 오라클의 적자가 다시 늘어나는 점은 하반기 위험 요인
- 연간으로는 3사 모두 '28년 적자가 줄어들 전망. 흑자 전환보다 적자 축소가 먼저 확인될 것으로 예상

1Q27에 처음 줄어드는 3사 적자



자료: LSEG, 키움증권 리서치
주: LSEG 11/7 분기 평균 추정(오라클 4Q26 = 9~11월). 분기 합은 연간 추정과 다름(메타 '27년 -634억 vs -421억 달러)

회사별 최대 적자와 첫 축소의 발표 시점

회사	최대 적자 분기(발표)	첫 축소 분기(발표)	연간 FCF '27 → '28
오라클	9~11월 -147억 (12월 둘째 주)	12~2월 -98억 (3월 중순)	-374 → -274억
메타	4Q26 -166억 (1월 말)	1Q27 -157억 (4월 말)	-421 → -119억
코어위브	4Q26·1Q27 -66억 (2월·5월)	2Q27부터 재확대	-308 → -217억
3사 합계	4Q26 -379억	1Q27 -321억 (-15%)	—

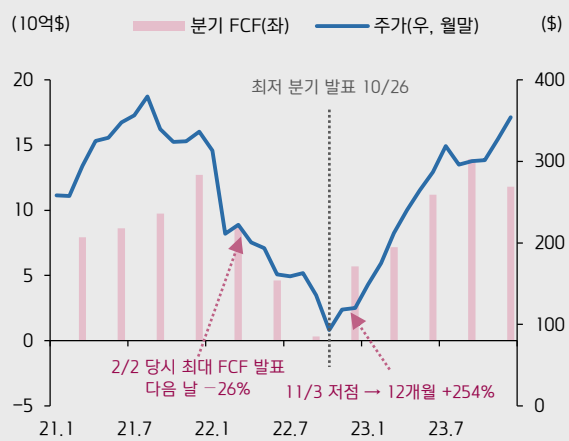
자료: LSEG, 각 사, 키움증권 리서치
주: 발표 시점은 전년 같은 분기 발표일 기준, 오라클 연간은 FY27·FY28(5월 결산). 축소율은 오라클 27%·코어위브 30%·메타 72%

최저 FCF 분기 발표 직후 반등한 주가

◆ 주가 바닥은 회복 확인 전, 최대 적자 분기 발표 시점(12월 둘째 주~2월)에 형성될 전망

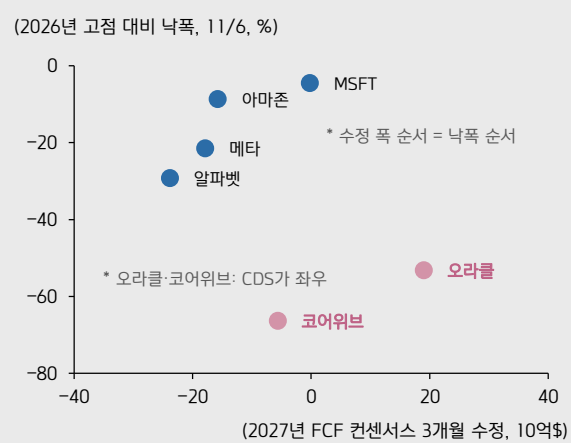
- 메타는 '22년 투자 확대 과정에서 분기 FCF가 97% 감소했고, 주가는 고점 대비 77% 하락. 당시 최대 FCF를 발표한 직후에도 주가가 급락해, 현재 현금흐름보다 향후 악화 우려가 먼저 반영
- 주가 저점은 FCF가 가장 낮았던 분기 실적 발표 직후 형성. 다음 분기 FCF 회복을 확인했을 때는 이미 저점보다 72% 상승해, 주가가 현금흐름 개선을 선반영
- 최근 빅테크 4사도 '27년 FCF 전망이 크게 하향된 기업일수록 고점 대비 주가 낙폭이 큰 흐름. FCF의 절대 규모보다 전망의 변화가 주가에 반영되는 모습
- 반면 오라클은 FCF 전망이 개선됐는데도 주가가 53% 하락했고, 코어위브도 66% 하락. 이들 기업은 현금흐름 전망과 함께 CDS로 확인되는 조달 위험이 주가를 좌우

FCF 회복 확인 전에 오른 메타 주가



자료: SEC, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: FCF = 영업현금 − 설비투자, 3Q22 3.2억 달러가 '21~'23년 최저. 선은 월말 주가, 고점·저점과 등락률은 일간 종가 기준

수정 폭의 순서를 따른 주가 낙폭



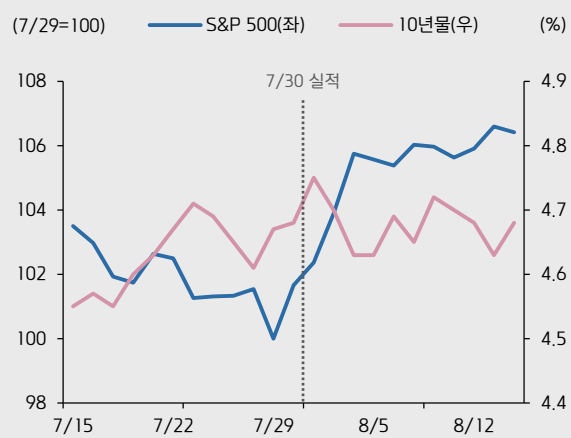
자료: LSEG, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 수정 = '27년 FCF 평균 추정의 11/6 − 8/6(LSEG, MSFT·오라클은 FY28). CDS는 5년물 11/6

FCF 적자에도 수익 확인에 반응한 시장

◆ 높은 금리에서도 클라우드 이익 성장이 투자 심리를 바꿀 가능성

- 아마존은 2Q26 FCF가 88억 달러 적자였음에도 실적 발표 다음 날 주가가 15.3% 상승. AWS 매출과 영업이익이 각각 37%, 63% 늘며 투자 수익화를 확인한 영향
- S&P 500도 당시 조정에서 반등해 8월 초 최고치를 경신. 당시 10년물 금리는 11월 초와 큰 차이가 없어, 높은 금리 수준에서도 수익화 확인이 반등의 계기가 될 수 있음을 시사
- 이후 아마존의 누적 12개월 FCF 적자는 확대됐지만, 주가는 실적 발표 전보다 10.1% 높은 수준을 유지. 같은 기간 지수는 소폭 하락해, 수익화 확인에 따른 주가 차별화가 이어진 상황
- LLM 투자 회수에는 시간이 더 필요할 전망. 다만 '27년 4~5월 클라우드 이익 증가와 조달 3사의 적자 축소가 함께 확인되면 2분기 반등을 뒷받침할 근거

실적에 반응한 지수, 지금과 비슷했던 금리



자료: FRED, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 7/15~8/14 일간 종가. 세로선은 7/30 장 마감 뒤 아마존 2Q26 실적 발표. 종전 최고치는 6/2 7,610

아마존 2Q26 실적과 시장 반응

구분	숫자
분기 FCF(2Q26)	영업현금 454억 − 설비투자 542억 = −88억 달러
TTM FCF	1Q26 −25억 → 2Q26 −116억 → 3Q26 −469억 달러
아마존 주가	7/30 235.5 → 7/31 271.6달러(+15.3%)
S&P 500	7/29 → 7/31 +2.4%, 8/7까지 +6.0%
10년물	7/30 4.68%, 7/31 4.75%(11/5 4.84%)
AWS(전년비)	2Q26 매출 +37%·영업이익 +63%, 3Q26 매출 +39%

자료: SEC, 아마존, FRED, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: FCF = 영업현금 − 설비투자 총액, 회사 정의 TTM은 2Q26 −76억·3Q26 −424억. AWS 영업이익 102억 → 166억, 11/6 주가 259.3달러

자본이 먼저 일하는 클라우드와 AI 하드웨어

◆ 투입한 자본이 매출로 빨리 돌아오는 곳부터 반등이 시작될 전망

- 클라우드 4사 수주잔고는 2.49조 달러로 다음 1년 설비투자의 2.8배. 3Q26 매출도 전년비 Azure 48%·AWS 39% 늘어 이미 투입한 자본이 매출로 돌아오는 단계. 잔고가 없는 광고(메타)는 '27년 FCF 421억 달러 적자 전망
- AI 하드웨어 공급사(이른바 '삽')는 자본을 적게 쓰고 GPU·CPU·메모리·네트워크·광통신·전력 장비를 파는 기업으로 대표 4사의 TTM FCF 마진이 39~44%. 그중 칩셋은 고객 설비투자가 곧 매출이어서 자본 투입과 매출 사이의 거리도 짧은 구조
- 반면 네오클라우드·LLM 연구소·오라클은 FCF 적자·현금 소진 전망이 연 308억~570억 달러로 차입·증자에 의존해 아직 조건 밖

세 가지 기준과 아직 조건 밖의 세 곳

① 이미 일하는 자본	② 적은 자본의 AI 하드웨어	③ 매출이 가까운 칩셋
2.8배	39~44%	+42%
클라우드 잔고 2.49조 달러 = 다음 1년 설비투자의 2.8배. 광고는 잔고 없음	FCF 마진(TTM) 엔비디아 42%·브로드컴 44%·마이크론 44%·GEV 39%	고객 설비투자가 곧 칩 매출. '27년 IT 이익 증가율 전망 +42%의 원천

④ 네오클라우드	⑤ LLM 연구소	⑥ 오라클
1,243bp	−570억 달러	304bp
코어위브 5년 CDS. '27년 FCF −308억 달러로 필요 자본이 아직 과다	OpenAI '27년 현금 소진 전망. 앤트로픽 1년 지급 698억이 연환산 매출 678억을 초과	5년 CDS. RPO 6,640억 달러에도 FY27 FCF −374억 달러, 차입 의존

판단: LLM 수요가 확인될수록 앞단(클라우드·칩셋·인프라)부터 일할 가능성

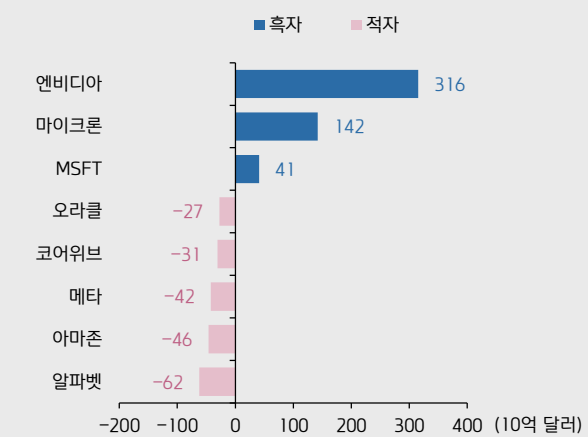
자료: SEC, 각 사, LSEG, FactSet, Bloomberg, The Information, 키움증권 리서치
주: 잔고(9/30) = MSFT·알파벳·오라클(8/31) RPO + AWS 잔고. CDS는 11/6, FCF는 LSEG 11/7 추정, IT 이익 증가율은 팩트셋(11/5). OpenAI는 The Information('26.2), 앤트로픽은 S-1/A

현금이 남아도 함께 내린 AI 하드웨어 주가

◆ FCF 흑자인 AI 하드웨어 공급사를 2분기 선제 회복 후보로 판단

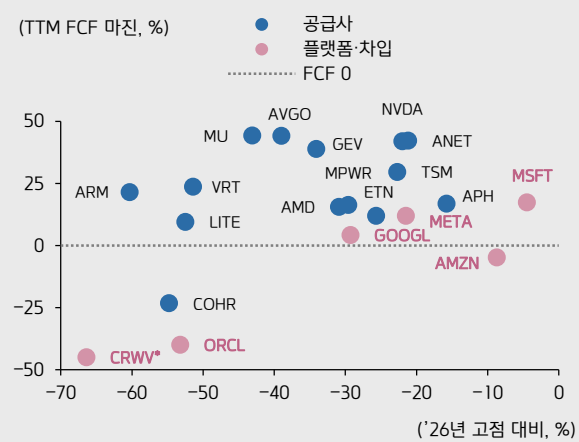
- '27년에 해당하는 회계연도 FCF는 엔비디아·마이크론이 큰 폭의 흑자, 알파벳·아마존·메타는 적자로 예상. 같은 AI 설비투자에서도 돈을 쓰는 플랫폼과 장비·부품을 파는 공급사의 현금흐름은 대조적
- 앞서 '삽'으로 분류한 AI 하드웨어 14개 종목 중 13개는 FCF 흑자를 기록. 그런데도 고점 대비 주가 낙폭의 중앙값은 32.5%로 S&P 500(5.7%)을 크게 상회
- 현금 창출력이 높은 기업도 하락을 피하지 못한 상황. FCF 마진 30% 이상 기업과 나머지 흑자 기업의 평균 낙폭 차이는 4.2%p에 그쳐, 개별 실적보다 IT 전반의 투자심리 위축이 반영됐다는 판단
- 다만 공급사 매출의 최종 수요처는 LLM 연구소인 만큼, 반등 폭은 연구소의 자금 조달 여건에 좌우될 전망

설비투자 부담에 따라 달라지는 FCF 전망



자료: LSEG, 키움증권 리서치
주: LSEG 11/7 평균 추정. 엔비디아·MSFT·오라클 FY28('28년 1·6·5월 결산), 마이크론 FY27('27년 8월 결산), 나머지는 '27년

FCF 마진과 따로 움직인 공급사 주가 낙폭

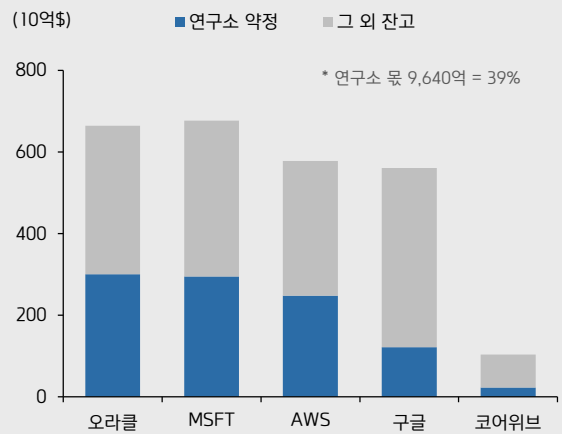


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 낙폭은 종가 기준 11/6(S&P 500은 10/6 대비).
CRWV*(마진 -180%)는 축 밖이라 -45%에 표시

◆ 연구소 지출이 매출을 앞서는 상태가 길어지면 클라우드·칩셋의 반등 폭도 제한될 가능성

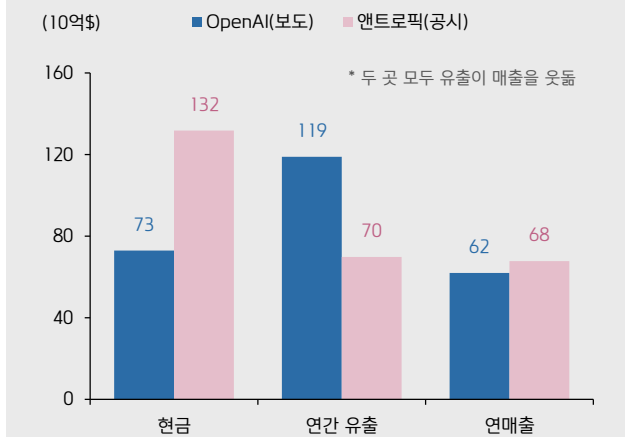
- 클라우드 4사 수주잔고 2.49조 달러 중 39%는 OpenAI·앤트로픽 약정. 오라클·MSFT·AWS는 이 비중이 40%를 넘어, 향후 AI 수요를 뒷받침하는 핵심 고객은 두 연구소
- 앤트로픽은 두 분기 만에 매출이 3.6배 늘었지만, 향후 1년 약정 지급액이 현재 연환산 매출을 웃도는 상황. OpenAI도 '27년 지출이 매출의 약 1.9배로 예상돼, 두 연구소 모두 외부 자금이 필요한 단계
- OpenAI의 보유 현금은 '27년 예상 현금 소진액의 1.3배 수준. 그러나 11월 조달 목표는 300억 달러에서 최대 200억 달러로 줄었고, 11/6까지 납입액은 110억 달러에 그쳐 연구소의 조달 여건이 클라우드 수주잔고의 실현 가능성을 좌우

연구소 약정 비중이 높은 클라우드 수주잔고



자료: SEC, 앤트로픽 S-1/A, 각 사 발표, WSJ, 키움증권 리서치
주: 잔고는 오라클 8/31·코어위브 6/30·그 외 9/30, 약정 = 앤트로픽 S-1/A + OpenAI 발표·보도, 2.49조는 MSFT·알파벳 총 RPO 기준

매출을 웃도는 두 연구소의 연간 유출



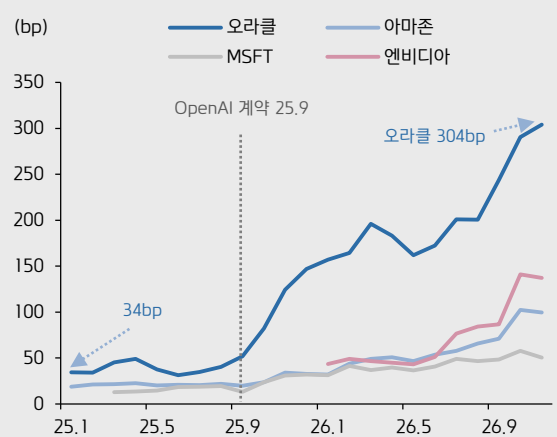
자료: 앤트로픽, The Information, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: OpenAI는 '27년 자체 전망(유출 = 매출 + 현금 소진)과 3/31 현금. 앤트로픽은 12개월 약정 지급, 3Q26 매출 × 4, 9/30 현금

조달 민감 기업 CDS에 반영된 시장의 믿음

◆ CDS 하락은 투하 자본이 일하기 시작했다는 시장의 신호가 될 전망

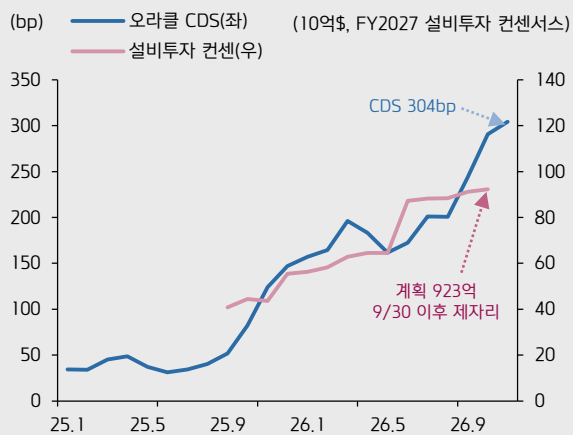
- 오라클의 5년 CDS는 '25년 1월 말 34bp에서 304bp로 상승했고, 코어위브는 1,243bp를 기록. 9월 말 이후에는 고객 조달을 지원한 엔비디아·아마존의 CDS도 오른 반면, 자체 현금으로 투자를 충당하는 MSFT의 상승은 제한적. 신용시장의 경계가 AI 조달에 집중된 흐름
- 오라클의 설비투자 계획은 '25년 9월 이후 두 배 이상 늘며 CDS 상승과 동반. 최근에는 투자 계획이 거의 늘지 않았는데도 CDS가 추가 상승해, 신규 증액보다 누적된 조달 부담이 반영됐다는 판단
- 다만 차입이 늘어도 매출 가시성이 높아지면 CDS는 하락할 여지. 코어위브는 '26년 상반기 부채 증가에도 수주잔고가 확대되며 CDS가 하락한 선례. 오라클·메타·코어위브의 CDS가 주요 확인 지표

오라클 중심으로 넓어진 AI 기업 CDS



자료: LSEG, SEC, 키움증권 리서치
주: 월말(11월은 11/6), LSEG 5년 CDS 가격을 스프레드로 환산. 축 밖인 코어위브는 '25년 말 798→'26.6 말 562→11/6 1,243bp

설비투자 계획이 제자리인데도 오른 오라클 CDS

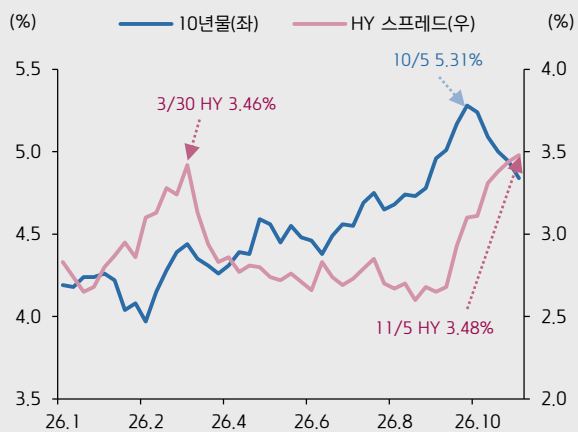


자료: LSEG, 키움증권 리서치
주: 월말. FY2027은 '27.5 결산, '26.5까지 FY2·6월부터 FY1을 이어 붙임('25.9부터 수집). 923억 달러는 10월 말

◆ 반등이 이어질지는 주가보다 HY·CDS 하락에서 먼저 확인될 가능성

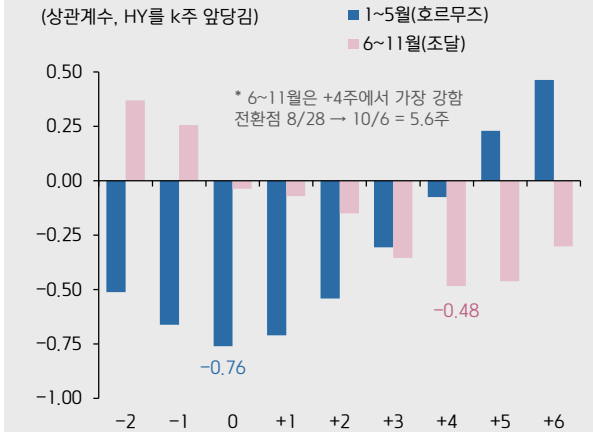
- 10월 이후 국채금리는 하락했지만 하이일드(HY) 스프레드는 확대. 11/5에는 3.48%로 호르무즈 충격 당시 고점을 넘어, 금리 하락에도 기업의 조달 부담은 커진 상황
- 반면 S&P 500의 낙폭은 호르무즈 충격 당시보다 작은 수준. HY 스프레드가 저점을 기록한 뒤 주가가 고점에 도달하기까지의 간격도 1분기 5일에서 하반기 39일로 확대
- 주간 상관관계 역시 상반기에는 동행성이 강했지만, 하반기에는 HY가 주가에 4주 선행할 때 가장 높은 수준. 조달 우려가 신용시장에 먼저 반영되는 흐름
- '27년 확인 순서는 설비투자 가이던스 → FCF 전망 하향 중단 → HY·CDS 하락 → 주가 반등. 2분기 반등이 기본 경로(+5.8%)를 넘어 이어지려면 HY 3.0%·오라클 CDS 250bp 하회가 필요하다는 판단

금리 하락에도 넓어진 HY 스프레드



자료: FRED, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 주간(금요일, HY는 11/5까지), 날짜를 적은 값은 일간. HY = ICE BofA 하이일드 OAS, S&P 500 낙폭은 1/27·10/6 고점 대비

충격의 성격에 따라 달라진 선행 시차

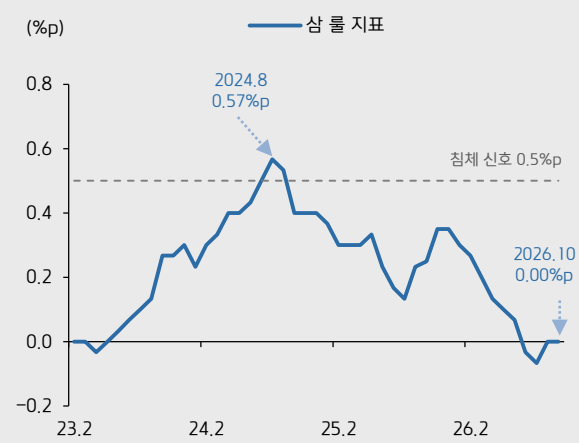


자료: FRED, Bloomberg, LSEG, 키움증권 리서치
주: 상관 = corr(S&P 500(t), HY(t−k)), 주간 금요일 값.
표본은 k = 0에서 22주·23주, k주씩 감소. CDS는 5년물

◆ 지식 노동자의 LLM 활용이 Agent 기반으로 일반 노동자에게 번질 가능성

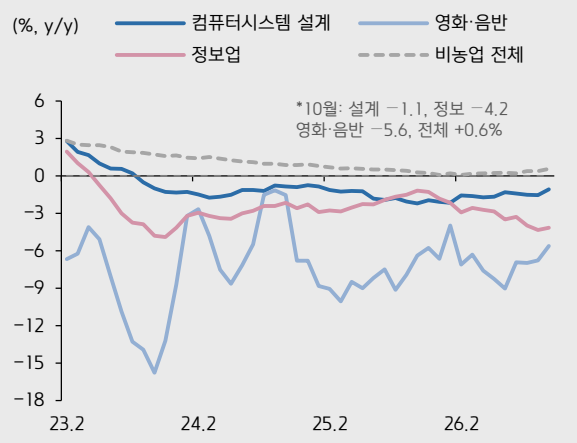
- 10월 정보업과 컴퓨터시스템 설계 고용은 전년 대비 각각 4.2%, 1.1% 감소. 두 업종 모두 3년 이상 감소세가 이어져, 고용이 늘어난 비농업 전체와 다른 흐름
- 다만 두 업종이 전체 고용에서 차지하는 비중은 3.2%에 불과. 최근 1년간 두 업종에서 14.5만 명이 줄었지만 전체 고용은 88.5만 명 늘어, 노동시장 전반에 미친 영향은 제한적
- 실업률은 '25년 말 4.4%에서 4.1%로 낮아졌고 삼 룰 지표도 0.00%p로 하락. 전체 고용은 소프트랜딩 흐름을 유지
- 메타의 소비자용 Agent '뮤즈'는 출시 43일 만에 미국·캐나다에서 설정 이용자 1,000만 명을 돌파. LLM 활용이 일반 업무로 확산되는 속도는 '27년 이익 전망의 상향 요인이자 4분기 AI 수익화의 조건

침체 신호선을 밑도는 삼 룰 지표



자료: BLS, FRED, 키움증권 리서치
주: 삼 룰 지표 = 실업률 3개월 평균 – 직전 12개월의 3개월 평균 최저.
'25.10은 셧다운 결측이라 두 달 평균

AI 인접 업종에 먼저 나타난 고용 감소



자료: BLS, 메타, 키움증권 리서치
주: BLS 사업체조사 고용 전년비. 영화·음반은 정보업의 세부 업종, '23년 급감은 작가·배우 파업 영향. 뮤즈는 메타 10/21 발표

LLM 수익화의 수단은 가격, 변수는 시간

◆ 점유율이 쌓인 뒤 Agent 과금으로 P×Q를 키우는 경로에 무게

- 차입 비용이 높은 가운데 OpenAI는 추가 증자를, 앤트로픽은 대규모 증자에 이어 상장을 추진. 높은 기업가치가 자금 조달에 유리한 만큼, 가격 정책을 통해 매출을 확대할 유인
- 현재는 모델 효율화로 토큰 단가를 낮추면서 사용량을 늘리는 단계. OpenAI는 단가를 80% 내린 모델의 사용량이 10배 이상 증가했고, 앤트로픽도 고액 이용 고객과 기존 고객 매출이 빠르게 확대
- Agent는 일반 대화보다 10~100배 많은 토큰을 사용해, 과금 체계에 따라 매출이 빠르게 늘어날 여지. 다만 양강 경쟁이 이어지는 만큼 당분간은 점유율 확보가 우선될 전망

점유율이 가격 결정력으로 바뀌기까지의 과정

① 점유율 확보	② 이탈 비용 상승	③ Agent 확산	④ 과금 조정	⑤ P×Q 확대
기업·개인 고객 확대, 토큰 단가 인상은 경쟁에 보류	업무에 묶인 기업 고객은 모델 교체가 어려움	작업당 토큰 소모가 일반 대화의 10~100배	효율화로 단가는 내려도 P×Q 유지, 인상 여지	비용·매출 구조가 바뀌며 자본 투입 정당화
확인: 앤트로픽 연환산 매출 678억 달러·11월 공모가	**확인:** 기업 고객 수·계약 기간	**확인:** Agent 토큰 사용량	**확인:** 토큰 단가·기업 요금제 변화	**확인:** 연구소 현금 소진·조달 3사 CDS·OpenAI 라운드

Agent 보급까지 시간 필요, 그동안 차입·증자·보증이 이어지며 PER 상승은 제한

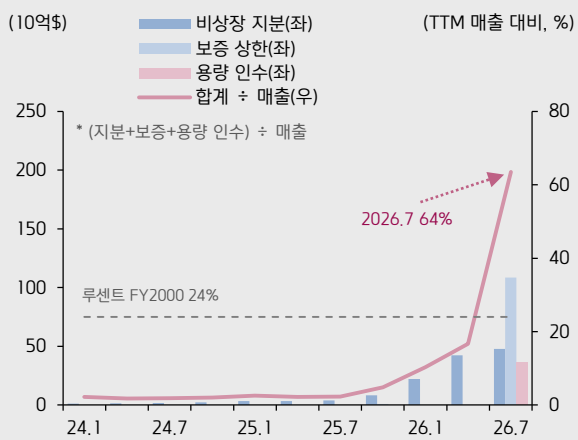
자료: 앤트로픽 S-1/A, OpenAI, Crusoe·NVIDIA, Bloomberg, LSEG, 키움증권 리서치
주: 앤트로픽은 S-1/A의 9/30 기준(연환산 매출 = 3Q26 × 4, 고객 = 직전 12개월 매출 10만 달러 이상, 기존 고객 매출 = 순매출유지율 900%). OpenAI 사용량은 GPT-5.6 Luna(9/22 발표), Agent 토큰은 작업당 기준, CDS는 5년물(11/6)

공급사 보증에 의존하는 조달과 PER 정체

◆ Agent 보급 전까지 차입·증자·보증이 이어지며 PER은 제자리 또는 하락에 무게

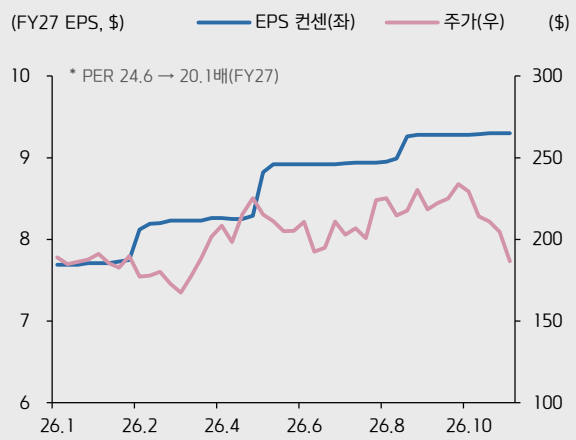
- 엔비디아의 고객 금융지원은 신용보증·지분투자·용량 인수 약정을 합쳐 1,924억 달러. 누적 12개월 매출 대비 비율은 1년 전 2%에서 64%로 높아져, 과거 루센트 사례(24%)를 상회
- 이 중 OpenAI 캠퍼스 관련 보증은 FY2029 리스 개시부터 발효돼 '27년 현금 유출은 없는 구조. OpenAI가 신용등급 요건을 충족하면 종료되므로, 고객의 부족한 신용을 공급사 신용으로 보완한 성격
- 엔비디아의 FY27 EPS 전망은 연초 대비 21% 높아졌지만 주가는 제자리이며, PER은 24.6배에서 20.1배로 하락. 고객 금융지원이 늘수록 이익의 지속성에 대한 의구심도 커질 가능성
- LLM 수익화가 확인되기 전까지 PER 회복의 관건은 금리 환경 개선과 조달 3사의 FCF 적자 축소가 될 전망

엔비디아 매출보다 빠르게 늘어난 고객 금융지원



자료: SEC XBRL·10-Q, 루센트 10-K(FY2000), 키움증권 리서치
주: 2026.7 = FY27 2Q. 지분·보증은 XBRL, 용량 인수는 10-Q, 보증 1,050억은 '26.8 체결분. 루센트는 FY2000 고객 신용·보증 ÷ 매출

이익 전망 상향에도 제자리인 엔비디아 주가

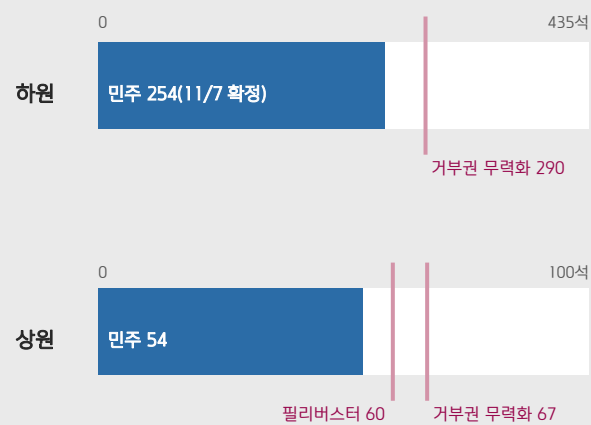


자료: LSEG, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: FY27('27.1 결산) EPS 컨센서스와 주가, 금요일 기준. 결산 교체('26.2.27) 전 FY2·뒤 FY1을 연결. 11/6 12개월 선행 PER은 13.0배

◆ '27년에 바뀔 환경은 금리, 출발점은 분점정부의 국방비 통제

- 민주당은 하원 254석·상원 54석으로 양원 과반을 확보. 다만 필리버스터 종결과 대통령 거부권 무력화에 필요한 의석에는 못 미쳐 단독 입법에 한계. 공화당도 민주당 동의 없이 예산을 처리하기 어려운 구도
- 백악관의 FY27 국방비 요청 중 3,500억 달러는 공화당 단독 조정법안으로 처리하려던 금액. 새 의회에서는 이 경로가 막히고 이란전 추경에도 민주당 동의가 필요해, 전쟁 장기화를 뒷받침할 재정 여력은 제약
- 전쟁 재원 제약은 이란과의 단계적 합의 가능성을 높이는 요인. 감세·재정 확대 제약과 함께 2분기 이후 유가와 장기금리 부담을 낮출 수 있다는 판단
- 다만 부채한도 협상에서는 공화당의 필리버스터가 가능. 한도 도달은 2월, 현금 소진 시점은 9~11월로 추정돼 3분기 금리 변수로 남을 전망

단독 입법 요건에 못 미친 민주당 의석



자료: AP, NPR, 키움증권 리서치
주: 필리버스터 종결은 상원 5분의 3, 거부권 무력화는 양원 3분의 2

유가·금리·소비로 이어지는 정책 변화

변수	바뀐 경로	시장 함의
국방비	1.5조 달러 기대 소멸, 이란전 추경엔 민주 동의 필요	전쟁 장기화 가능성 약화, 유가 안정 요인
재정	조정법안 불가로 감세·재정 확대 제약	장기금리의 위쪽 위험 완화
부채한도	2월 한도 접촉, X-date 9~11월, 상원 60표 필요	필리버스터 시 실질금리·10년물 재상승 위험
생활비	의료비·전기요금·카드금리 의제 부상	연초 소비재·할인 유통 지지

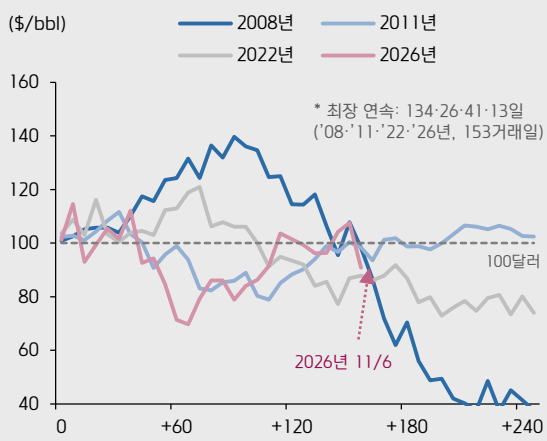
자료: 백악관, CNBC, AP VoteCast, 미 재무부, 키움증권 리서치
주: 국방비 1.5조 달러는 백악관 FY27 요청(기본 1.15조 + 조정법안 3,500억). 현금 소진 속도로 계산한 X-date는 키움증권 추정

2분기 이후 안정이 예상되는 유가

◆ 1분기 갈등은 남아도 '27년 고유가가 이어질 가능성은 낮다고 판단

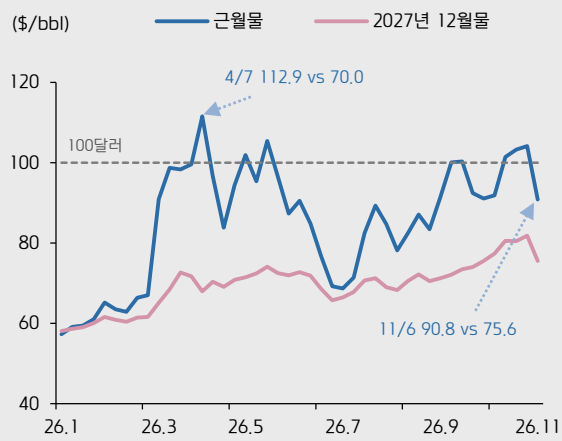
- '26년 WTI가 100달러를 웃돈 날은 첫 돌파 이후 153거래일 중 44일. 최장 연속 기간도 13일로 과거 고유가 국면보다 짧아, 100달러 이상 가격이 장기간 고착되지는 않은 상황
- '27년 12월물은 올해 내내 100달러를 밑돌았고, 11/6에도 근월물보다 약 15달러 낮은 75.6달러에 거래. 선물시장에는 내년 고유가 지속보다 가격 안정 기대가 반영
- 2분기 안정의 근거는 국방비 통제와 이란 협상 가능성. 다만 '11년에는 초기보다 후반에 고유가 기간이 길어진 만큼, 1분기 재상승 가능성은 열어 둘 필요
- 브렌트 선물의 100달러 재진입은 유가 경로를 다시 점검할 신호

과거보다 짧았던 100달러 위 연속 구간



자료: EIA, FRED, NYMEX, 키움증권 리서치
주: 가로축 = 첫 100달러 이상 종가('08.2.20, '11.3.2, '22.3.1, '26.3.27) 뒤 거래일. '26년 선은 11/3까지 현물(이후 근월물)

'27년 100달러를 반영한 적 없는 선물



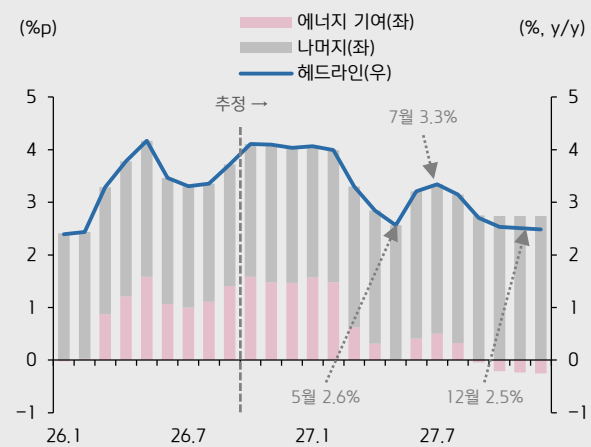
자료: NYMEX, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: WTI 선물 주간 종가(금요일), 4/7은 일간. '27년 12월물은 '26년 57.0(1/7)~82.0달러(10/28). 브렌트는 ICE '27년 1월물 정산가

에너지 기저 효과가 사라지는 2분기 물가

◆ 1~2월 4.0~4.1% 물가는 에너지 기저 영향, 5월엔 2.6%로 낮아질 전망

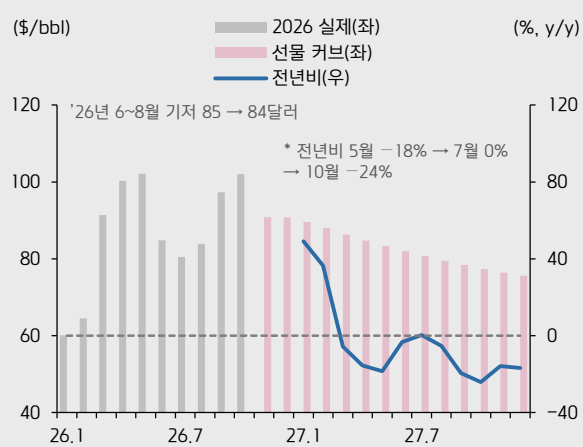
- '26년 헤드라인 CPI 상승률은 1월 2.4%에서 9월 3.7%로 확대. 같은 기간 에너지 외 항목의 기여도는 소폭 낮아져, 물가 상승은 사실상 에너지가 주도
- WTI 선물 가격과 근원 물가의 월 0.25% 상승을 가정하면, '27년 CPI는 1월 4.1%에서 5월 2.6%로 낮아진 뒤 7월 3.3%로 반등하고 연말 2.5%로 둔화. 상반기 하락은 전년 유가 급등의 기저 효과가 핵심
- 유가가 100달러에 머물러도 5월 CPI는 3.0%로 낮아지고, 60달러로 내려도 7월에는 2.8%로 반등하는 경로. 물가의 방향은 내년 유가 수준뿐 아니라 올해 유가가 만든 기저에 크게 좌우
- 4~6월 발표되는 CPI 둔화는 연준의 금리 동결을 뒷받침할 근거. 반면 7~8월 발표치의 재상승은 3분기 증시 부담으로 작용할 전망

1~2월 물가를 높인 에너지 기여도



자료: BLS, EIA, NYMEX, 키움증권 리서치
주: '26년 9월분까지 실제, 이후 키움증권 추정(WTI 선물 11/6, 근원 월 0.25%·식품 월 0.2%). 에너지 기여 = 에너지 CPI 전년비 × 6.9%

두 번 오른 '26년 유가가 만든 기저



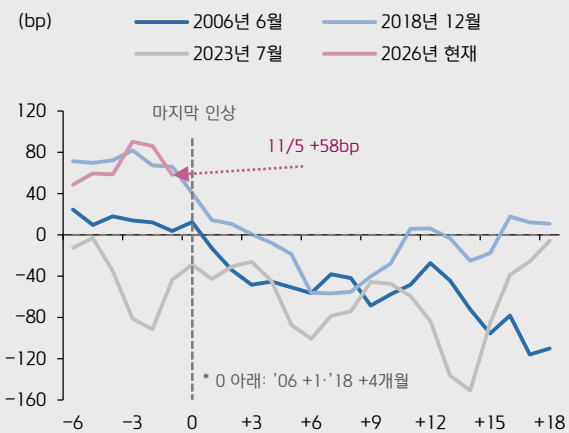
자료: EIA, NYMEX(Bloomberg), 키움증권 리서치
주: '26년 1~10월은 EIA 현물 월평균, 11월부터는 11/6 선물 커브. 전년비 = 커브 ÷ '26년 같은 달 − 1

12월 마지막 인상 뒤 이어질 동결 경로

◆ 연준이 멈추는 이유는 신용 경색이 아닌 물가 안정, 2분기 FOMC가 확인할 전망

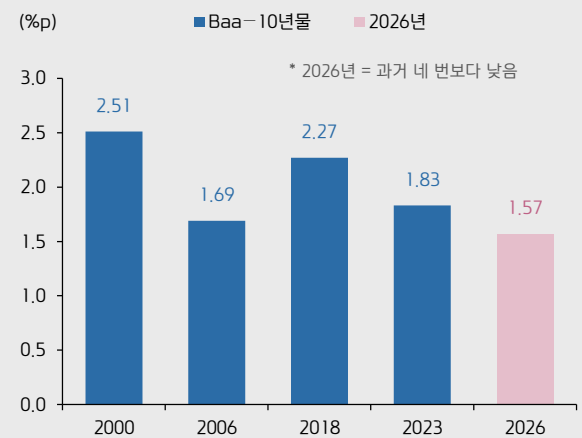
- 2년물과 기준금리의 차이는 9월 인상 이후 최고 104bp에서 11/5 58bp로 축소. 다만 12월에 25bp를 추가 인상해도 2년물이 기준금리를 웃돌아, 시장은 '27년 추가 인상 가능성을 남겨 둔 상태
- 과거 마지막 인상 이후에는 2년물이 기준금리를 밑도는 흐름으로 전환. 12/9가 마지막 인상이라면, '27년 1~4월에 같은 변화가 나타날 가능성
- 회사채 신용 스프레드는 과거 마지막 인상 당시보다 낮고, 은행의 기업대출도 연초 대비 9.2% 증가. 현재 신용 경색의 징후는 제한적
- 따라서 동결의 근거는 물가 안정에서 찾아야 하는 상황. CPI가 4% 안팎에 머무는 1분기보다 3% 내외로 낮아지는 2분기에 동결이 확인되며 반등 재료가 될 가능성

마지막 인상 뒤 기준금리를 밑돈 2년물 금리



자료: FRED, 키움증권 리서치
주: 2년물 – 연방기금 실효금리, 월평균. 0 = 마지막 인상 달 ('06.6, '18.12, '23.7). '26년은 12/9 인상을 0으로 가정, 11월은 11/5

과거 마지막 인상 때보다 좁은 회사채 스프레드



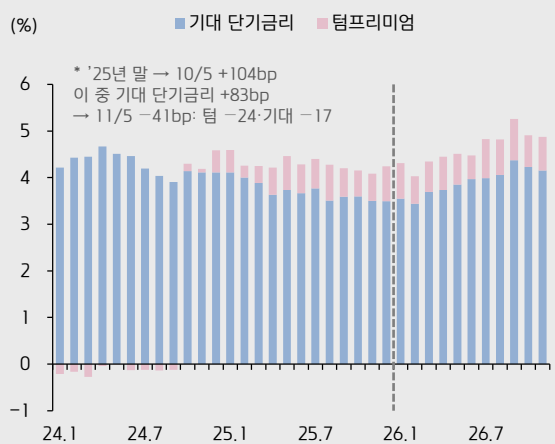
자료: FRED(Moody's), 연준, BLS, 키움증권 리서치
주: Baa 회사채 – 10년물 금리, 마지막 인상일('00.5.16, '06.6.29, '18.12.19, '23.7.26)과 11/5. C&I 대출은 H.8, CPI는 키움증권 추정

가을과 성격이 다른 '27년 금리 하락

◆ 같은 금리 하락이라도 '27년 하락은 ERP를 넓혀 증시에 우호적일 가능성

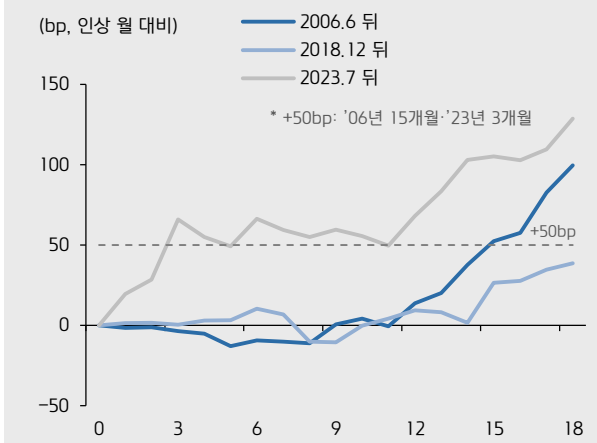
- 10월 이후 10년물 금리는 47bp 하락했지만 S&P 500도 동반 하락. ACM 모형상 금리 하락의 절반 이상이 텀프리미엄 축소로, 안전자산 선호에 따른 하락이어서 증시 반등을 뒷받침하지 못했다는 판단
- 반면 연초 이후 금리 상승은 대부분 기대 단기금리가 주도. 텀프리미엄은 이미 연초 수준을 밑돌아, 남아 있는 금리 부담은 연준의 정책 경로에 대한 기대
- '27년에는 물가 안정으로 연준 경로가 바뀌며 기대금리가 하락할 전망. 이익수익률이 유지되는 가운데 금리가 낮아지면 주식의 상대 매력이 높아져 자금 유입의 근거
- 과거 마지막 인상 이후 장단기 금리차가 50bp 확대되기까지는 3~15개월 소요. 이를 참고해 '27년 10월을 기준 시점으로 가정하며, 4분기는 금리 민감 업종에 우호적일 전망

상승은 기대금리, 하락은 텀프리미엄이 주도



자료: 뉴욕연준(ACM), FRED, 키움증권 리서치
주: ACM 모형의 10년 만기 분해, 월말(11월은 11/5). 막대 합 = 모형 10년물(실제와 차이 −6~+7bp). S&P 500은 10/5 7,774 → 11/5 7,354

마지막 인상 뒤 넓어진 장단기 금리차



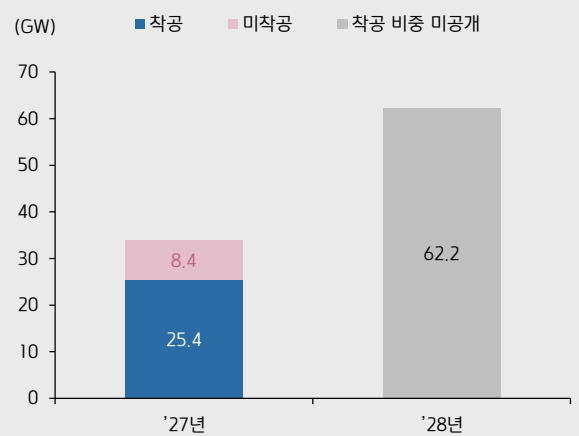
자료: FRED, 키움증권 리서치
주: 10년−2년 월평균. 가로축은 경과 개월. '27년 10월은 12/9 인상을 전제로 한 10개월 뒤(키움증권 가정)

’27년 물량은 착공, 쟁점은 ’28년

◆ ’28년 물량도 중단보다는 지연과 비용 증가에 무게

- ’27년 예정 데이터센터 용량의 75%는 이미 착공 단계. 북미 주요 시장의 건설 중 물량도 80% 이상이 사전 임대돼, 내년 공급은 공사 진행과 임차 수요가 모두 확인된 상태
- 쟁점은 ’27년의 1.8배에 달하면서 착공 비중은 공개되지 않은 ’28년 물량. 핵심 전력 장비의 납기가 3년을 넘어, 신규 발주만으로 예정된 공급을 맞추기 어려운 상황
- PJM에서는 ’28/29년까지 예상한 데이터센터 부하 증가분의 42%가 취소·지연. 아마존의 ’28년 설비 약정도 ’27년의 39%에 그쳐, 이후 투자 지출은 아직 조정 여지가 남은 상태
- 현재로서는 사이클 전환보다 투자 회수 기간이 길어지는 문제로 판단. 논란이 수요 훼손보다 지연·비용 부담으로 정리되면 반등의 계기가 될 가능성

이미 공사 중인 ’27년 예정 용량



자료: SemiAnalysis, 키움증권 리서치
주: ’27년 착공·미착공은 SemiAnalysis의 착공 비중을 적용한 키움증권 계산, ’28년은 착공 비중 미공개

수요는 확보, 남은 위험은 납기와 일정

지표	값	뜻
선임대율(북미 건설 중)	80.4%	수요는 확보
’27년 착공 비중	75%(33.8GW 중)	’27년 물량은 이미 공사 단계
발전기용 변압기 납기	160주 초과(’24년 143주)	인도 지연 위험
제때 인도 비중(1~2년 예정)	50%(미 투자은행 추정)	가동 시점이 밀릴 위험
PJM ’28/29 DC 증가분	42%(4,017MW) 취소·지연	’28년 부하가 늦춰짐
아마존 설비 약정	’27년 639억 vs ’28년 252억 달러	’28년은 ’27년의 39%

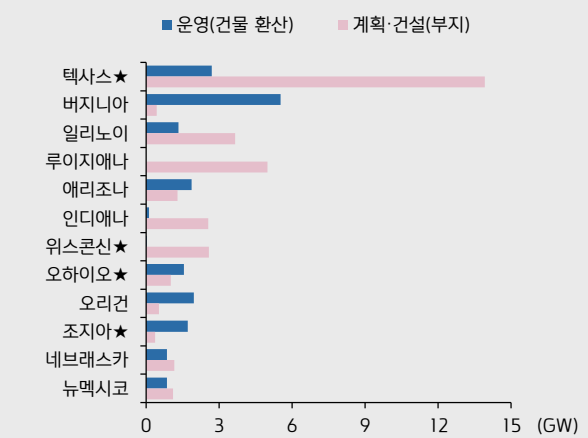
자료: SemiAnalysis, CBRE, WoodMac, PJM, 아마존, 키움증권 리서치
주: 선임대율은 CBRE(’26년 상반기), 납기는 WoodMac(’26년 1분기), PJM은 시장감시인의 9/21 집계, 아마존은 9/30 10-Q 약정표

새 주지사 취임과 1분기 인허가 부담

◆ 1분기에는 승인 중단이 이어져 부담, 2분기에는 해제 여부 확인 필요

- 데이터센터 중단을 시행하거나 공약한 5개 주는 전체 계획·건설 용량의 47%를 차지. 특히 텍사스에 신규 물량의 37%가 몰려 있어, 규제 영향은 기존 운영보다 향후 증설에 집중
- 선거 직후에도 시공·설비 업체는 20~30% 급락한 반면 기존 데이터센터 임대업체의 하락은 제한적. 시장은 신규 착공 지연과 기존 설비의 희소가치를 차별적으로 반영
- 텍사스는 전력망 접속과 환경 허가가 모두 중단된 상태. 12월 ERCOT 감사가 첫 점검 시점이나, 새 주지사도 주민 보호 법안 통과 전까지 중단을 공약해 해제 여부는 2분기 주의회에서 확인될 전망
- 지방 표결에서도 개발 제한안은 통과되고 개발 찬성안은 대부분 부결. 규제 강화의 출발점은 전기요금 부담에 대한 주민 반대

텍사스에 집중된 중단 시행·공약 주의 계획 용량



자료: PNNL 데이터센터 아틀라스, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: ★ = 중단 시행·당선인 공약 주(위스콘신은 세부 미정). 운영 = 건물 바닥면적, 계획·건설 = 부지(에이커당 1.81MW) 환산. '26.11.2판

주별 승인 중단과 비용 전가의 확인 일정

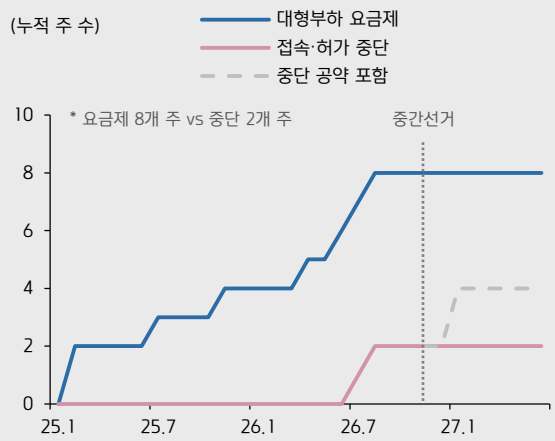
주·기관	날짜	일정	뜻
텍사스	12/10	ERCOT 감사 보고	재개면 반등
텍사스	1/19	새 주지사 취임	새 중단 범위
텍사스	4/9	접속 심사 기한	감사로 지연
텍사스	5/31	주의회 회기 마감	새 법 효력 9/1
조지아	1/11~	신규 승인 EO	기승인 진행
뉴욕	~'27.7	EO 62 1년	50MW 이상
버지니아	1/1	GS-5 시행	비용 전가
PJM	12/9~15	'29/30 경매	전가 지속

자료: 주정부, PJM, Texas Tribune, Ballotpedia, 키움증권 리서치
주: ERCOT 감사 보고일은 목표일, 접속 심사는 배치 제로 기준.
텍사스 새 법은 양원 3분의 2 찬성 시 즉시 발효

◆ 주 정부의 선택은 중단보다 요금제, 비용은 데이터센터가 부담하는 구조

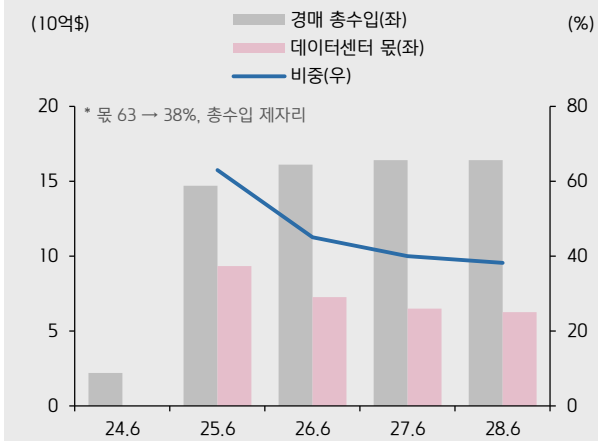
- 대형 데이터센터에 별도 요금을 부과하는 주는 8곳으로 확대. 반면 접속·허가를 실제 중단한 주는 2곳이며, 당선인 공약을 포함해도 최대 5곳으로 비용 부담을 강화하는 방식이 더 널리 채택
- 주요 요금제는 계약 용량의 일정 비율에 최소 요금을 부과하고 장기 계약과 담보를 요구하는 구조. 오하이오에서는 시행 이후 접속 신청이 절반 이하로 줄며 실제 계약 수요가 선별
- PJM 용량경매에서 데이터센터 수요에 기인한 비용과 비중도 감소하는 흐름. 전체 소비자가 나눠 부담하는 데이터센터발 비용은 줄어드는 방향
- 대신 장기 약정과 담보 부담은 데이터센터 사업자에게 귀속돼, 투자 회수 기간을 늘리는 요인

중단보다 빠르게 늘어난 대형부하 요금제



자료: 각 주 PSC·주지사실, PJM, AEP Ohio, 키움증권 리서치
주: 요금제 = 주 규제기관 승인·법 서명·행정명령 시점. 중단 = 주 단위 시행(뉴욕·텍사스), 점선 = 공약 집행 가정. AEP는 '26.2.12 기준

'26/27부터 총수입 제자리, 줄어든 데이터센터 몫



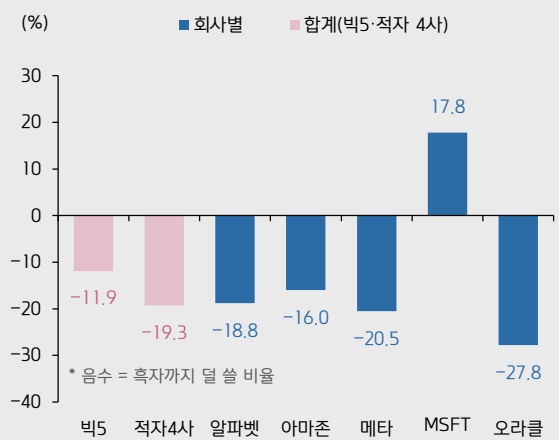
자료: PJM, PJM 시장감시인(IMM), 키움증권 리서치
주: 인도연도 시작 월(25.6 = '25/26). 데이터센터 몫 = 데이터센터 부하를 뺀 가상 경매와의 차이(IMM 10/30)

모두가 늦추면 줄어드는 설비투자 부담

◆ 함께 밀리는 투자는 매출이 비용을 따라잡을 시간을 벌어줄 가능성

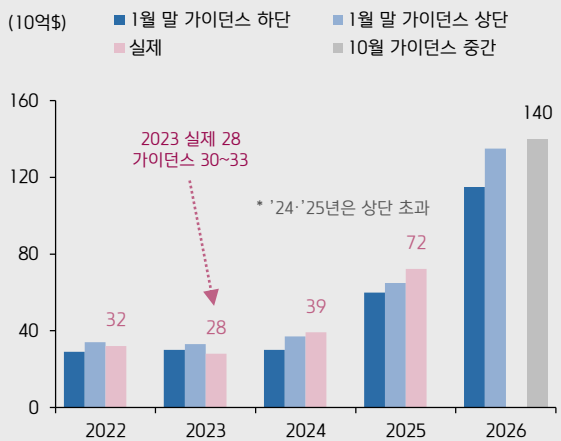
- '27년 빅5 FCF 적자는 설비투자의 약 12% 규모. 적자 4사만 보면 투자 지출이 약 19% 줄어야 흑자 전환이 가능하며, 회사별 필요 감축 폭은 16~28%
- 메타는 '23년 공사·장비 인도 지연으로 설비투자가 가이던스를 약 11% 밑돌았고, 비용 절감이 겹치며 주가가 크게 상승한 선례. 투자 집행 지연이 현금흐름 부담을 낮출 수 있음을 시사
- PJM의 데이터센터 취소·지연과 아마존의 낮은 '28년 설비 약정도 향후 지출에 조정 여지가 있음을 뒷받침
- 인허가·납기 지연으로 업계 전반의 투자 집행이 늦어지면 현금 지출도 감소. 다만 매출 인식 지연이 이를 상쇄하지 않는다면 FCF 적자 축소가 예상보다 앞당겨질 가능성

흑자 전환에 필요한 설비투자 감축 폭



자료: LSEG, PJM IMM, 아마존 10-Q, 키움증권 리서치
주: '27년 FCF ÷ 설비투자 컨센서스(LSEG 11/7), MSFT·오라클은 FY28. 적자 4사 = MSFT 제외. PJM은 9/21, 아마존은 9/30 10-Q

'23년만 가이던스를 밑돈 메타 설비투자

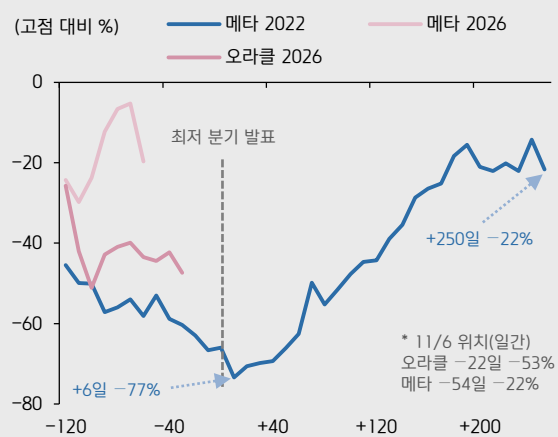


자료: 메타 실적 발표 자료, SEC, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 가이던스 = 전년 4분기 실적 발표(1월 말~2월 초) 범위, 실제 = PP&E 매입과 금융리스 원금의 합. '26년 1~9월 858억 달러

◆ FCF 적자 정점을 지나는 1분기, 지수는 추가 하락보다 제한적 회복에 무게

- '22년 메타는 FCF가 가장 낮았던 분기 실적을 발표한 직후 주가 저점을 형성했고, 이후 회복을 선반영. 당시 지수 상승은 제한적이어서 개별 종목의 바닥 통과가 먼저 진행된 사례
- 현재도 S&P 500보다 오라클·메타의 고점 대비 낙폭이 커, 실적 발표 전에 악재가 상당 부분 반영된 상황
- 조달 3사의 최대 적자 분기 실적 발표가 2월까지 마무리되면 관심은 첫 적자 축소 여부로 이동. 시장이 개선을 선반영할 경우 회복 시점은 2월로 앞당겨질 가능성
- 다만 2월 발표될 높은 CPI와 텍사스의 승인 중단은 부담. 1월 말 빅5 설비투자 가이던스가 예상 범위인 +30~45%에 들어오는지가 첫 판단 기준

'22년 메타 바닥과 겹쳐 본 지금의 위치



자료: Bloomberg, SEC, LSEG, 키움증권 리서치
주: 0 = 최저 FCF 분기 발표일('26년 선은 예상일 오라클 12/9·메타 1/27). 10거래일 간격. 고점 = '21.9.7, '26년 선은 그해 최고 종가

최대 적자 분기 발표가 집중된 1분기 일정

날짜	일정	기준
12월 둘째 주	오라클 FQ2	최대 적자 -147억
1/10	미중 휴전 만료	연장 여부
1/19	텍사스 새 주지사 취임	새 중단 범위
1월 말	빅5 설비투자 가이던스	+30~45%(컨센서스 +36%)
1월 말	메타 4Q26	최대 적자 -166억
2월	코어위브 4Q26	-66억(2Q27부터 재확대)
2/11	1월분 CPI	4.1%('27년 최고)
3월 중순	오라클 FQ3	첫 축소 -98억

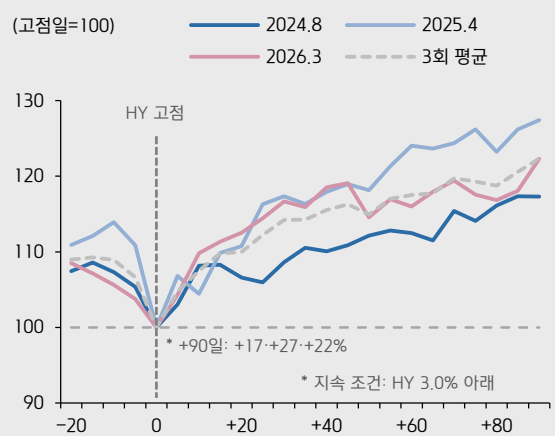
자료: LSEG, BLS, 미 재무부, Texas Tribune, 키움증권 리서치
주: FCF는 LSEG 분기 컨센서스(11/7, 억 달러). 오라클 FQ2 = 9~11월, FQ3 = 12~2월. CPI는 키움증권 추정

2분기 테크 반등, AI 하드웨어가 먼저

◆ 금리 부담이 줄고 적자 축소가 확인되는 2분기, 테크 중심 반등 전망

- 최근 세 차례 HY 스프레드 고점 이후 S&P 500은 90거래일간 17~27% 상승. 같은 기간 스프레드도 축소돼, 신용 불안 완화가 주가 회복과 동반
- 현재 HY는 '25년 5월 이후 최고 수준인 만큼 우선 고점 통과를 확인할 필요. 반등 지속의 기준은 HY 3.0%·오라클 CDS 250bp 하회
- 2분기에는 물가 둔화와 연준 동결, 조달 3사의 첫 FCF 적자 축소가 겹칠 전망. 금리와 조달 부담이 함께 낮아지면 주식으로 자금이 돌아올 근거
- 선제 회복 후보는 GPU·메모리·네트워크·전력 장비 등 AI 하드웨어 공급사. 대부분 FCF 흑자임에도 주가 낙폭이 큰 상황이며, 앤트로픽 락업 해제와 OpenAI IPO에 따른 주식 공급은 부담 요인

HY 스프레드 고점 뒤 오른 S&P 500



자료: FRED, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: HY = ICE BofA 미국 하이일드 OAS, 고점 = 앞뒤 90거래일 최고. AI 하드웨어 14종목 낙폭 = '26년 고점 대비 11/6, FCF = TTM

2분기 반등이 이어지기 위한 조건

조건	기준	현재(11/6)	시점
빅5 설비투자 가이던스	+30~45%	미발표	1월 말
알파벳·아마존 FCF	하향 수정 정지	하향 중	2월
조달 3사 FCF	첫 적자 축소	4Q26E -379억	3~5월
2년물-기준금리	0 아래	+58bp	4/28·6/9
HY·오라클 CDS	3.0%·250bp 아래	3.48%·304bp	상시
주식 공급(방해)	락업 해제·IPO	앤트로픽 공모	5월

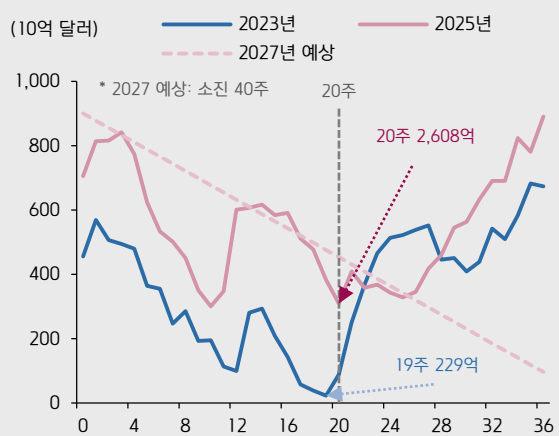
자료: LSEG, FRED, BLS, 앤트로픽 S-1/A, 키움증권 리서치
주: 2년물-기준금리·HY는 11/5, 조달 3사 FCF는 LSEG 11/7(억 달러). 락업 해제 = 앤트로픽 상장 180일 뒤. CPI는 키움증권 추정

부채한도, 3분기 금리의 변수

◆ 양원 과반에도 상원 60표 미달, 7~9월 부채한도 협상은 금리 상방 위험 요인

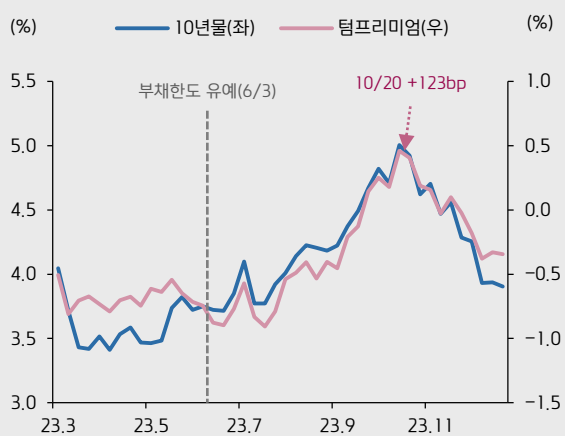
- 현재 부채 증가 속도를 적용하면 미국의 부채한도 도달 시점은 '27년 2월로 추정. 이후 재무부 현금 소진 속도에 따라 X-date는 9~11월이 될 가능성
- 민주당이 양원 과반을 확보했지만 필리버스터 종결에는 공화당 협조가 필요한 구도. 협상이 지연되면 금리 변동성이 커지며 하락했던 장기금리가 다시 오를 위험
- '23년에도 한도 협상 타결 이후 국채 발행이 집중되며 텀프리미엄과 실질금리가 크게 상승. 협상 과정뿐 아니라 타결 후 발행 부담도 확인할 필요
- 결국 합의에 이를 가능성이 높지만, 협상과 국채 공급 부담이 부각되는 3분기에는 지수 상승을 제약할 전망

재무부 현금이 늦추는 X-date



자료: 미 재무부(DTS), AP, 키움증권 리서치
주: TGA 주간 잔고(이름표는 일별 저점). 0주 = 한도 접촉('23.1.19, '25.1.21).
'27년은 9,000억에 '23~'25년 평균(주당 -223억) 적용

부채한도 해결 뒤 확대된 텀프리미엄

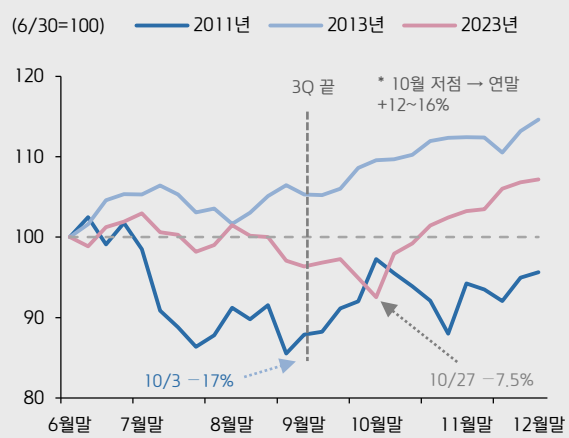


자료: 뉴욕연준(ACM), FRED, 키움증권 리서치
주: 주간(금요일), 10년물·텀프리미엄 = ACM 모형. +123bp는 6월 말 대비.
실질금리 = 10년 TIPS(FRED)

◆ 부채한도·물가 재상승·SPR 충전이 겹치는 3분기, 지수는 주춤할 가능성

- 부채한도 문제가 있었던 '11·'13·'23년에는 모두 10월 중 저점에서 연말까지 S&P 500이 12~16% 상승. 다만 3분기 조정 여부는 함께 발생한 금리·신용 충격에 따라 차별화
- '11년은 신용등급 강등, '23년은 장기금리 급등이 주가를 압박한 반면 '13년은 3분기에도 상승. 부채한도 협상 자체보다 동반되는 충격이 중요
- '27년 3분기에는 CPI 재상승과 유가 부담이 겹칠 전망. 2분기 유가 안정 이후 전략비축유(SPR) 충전이 시작되면 유가 하락을 제한할 가능성
- LLM 매출이 대규모 자금 조달을 뒷받침하지 못할 경우 AI 주가도 주춤할 여지. 앤트로픽은 현재 연환산 매출이 향후 1년 약정 지급액을 밑도는 상황

X-date 해의 10월 저점과 연말 반등



자료: Bloomberg, 미 재무부, FRED, 키움증권 리서치
주: 7일 간격(이름표와 분기 수익률은 일간 종가). '11년 8/5 신용등급 강등, '13년 10/17 X-date, '23년 6/3 유예법 서명

3분기에 확인할 금리·물가·AI 변수

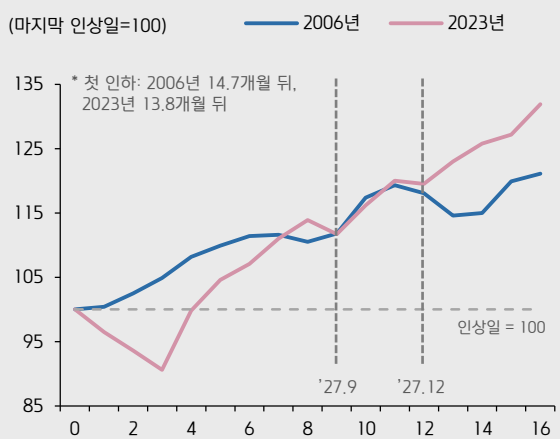
시기	변수	기준
7/14·8/11	CPI	3.2~3.3% 재상승(에너지 기저)
7~11월	부채한도·X-date	필리버스터 시 10년물 재상승
3분기	SPR 충전	유가 하방 제한(2분기 안정 전제)
7월 말	2Q27 EPS	+4.0%(평가익 기저)
3분기	LLM 침투	매출의 1년 지급 상회(앤트로픽 678 vs 698억)
8월	코어위브 2Q27	적자 재확대 −85억
9/1	텍사스 새 법 효력	중단 해제 범위

자료: BLS, FactSet, LSEG, 앤트로픽 S-1/A, 키움증권 리서치
주: CPI는 WTI 선물 커브를 넣은 키움증권 추정, 금액은 억 달러. 앤트로픽 매출 = 3Q26 × 4

◆ '28년 인하 기대가 반영될 수 있는 4분기, 재반등의 주도는 시나리오에 따라 달라질 전망

- 과거 에너지발 인상 국면에서는 마지막 인상부터 첫 인하까지 약 14개월 소요. '28년 인하 가능성을 시장이 바라보기 시작하면 '27년 4분기부터 관련 기대가 반영될 전망
- 두 사례 모두 동결 기간에 증시가 상승했고, 마지막 인상 후 9~12개월 구간의 상승률도 6~7% 수준. 기본 경로의 4분기 상승률 4.5%는 이보다 보수적인 가정
- '27년은 3분기 물가 재상승과 부채한도 부담 이후 4분기 반등을 예상. 금리 급등이 진정되며 연말 강세로 이어진 '23년이 유사한 선례라는 판단
- 조달 우려가 완화되고 Agent 확산이 빠르면 금리와 AI가 함께 상승을 견인. 수익화가 늦어지면 그간 소외된 비AI 업종으로의 순환매가 4분기 상승을 이끌 전망

첫 인하 전 동결 구간에 오른 주가



자료: Bloomberg, FRED, 키움증권 리서치
주: 1개월 간격(인상일과 같은 날짜)

시나리오별 조건과 주도 업종, 확인 지표

구분	① '28년 인하 기대	② 조달 소화·AI 수익화
조건	CPI 2%대 복귀, 2년물이 기준금리 아래	조달 우려 소화, '28년 이익 가시권
금리·신용	10년−2년 +50bp(10월 가정)	조달 3사 CDS 하락
주도	러셀2000·주택·지역은행(소외 업종 순환매)	AI 중심 유지, 금리 민감주 동반
확인	9~11월분 CPI·모기지 금리	10월 말 '28년 설비투자, 연구소 매출
가속 요인	Agent 침투 지연, 주민 반대로 '28년 DC 지연 확대	토큰 사용량 증가가 단가 하락을 상회(3개 분기 안)

자료: BLS, FRED, LSEG, 키움증권 리서치

AI 산업의 회복 순서는 현금 여력에 달려

◆ 경로에 따라 달라지는 대응, AI 안에서는 현금이 남는 하드웨어 공급사가 우선

- AI 하드웨어 대표 12개 종목은 모두 FCF 흑자지만 고점 대비 주가는 16~60% 하락. 빅5의 투자 확대가 매출로 이어지는 만큼 2분기 선제 회복 후보(◎)로 판단
- 클라우드도 풍부한 수주잔고를 바탕으로 2분기에 유리(○)하며, 자체 현금으로 투자하는 MSFT는 1분기부터 상대적 우위. 다만 오라클·메타는 CDS 안정, 알파벳·아마존은 FCF 전망 하향 중단을 확인할 필요
- 네오클라우드·LLM 연구소는 대규모 외부 조달이 필요해 시나리오 ②의 수익화 확인 전까지 불리. 수익화가 확인되면 AI 중심 전략을 유지

분기마다 달라지는 AI 산업별 판정

산업	1Q	2Q	3Q	4Q	비고
GPU·CPU·네트워크	△	◎	△	△/◎	고객 설비투자가 곧 매출
파운드리·광통신	△	◎	△	△/◎	FCF 적자 우려가 높지 않음
전력반도체·커넥터·전력망 장비	△	◎	△	△/◎	전력 병목 수혜, 지연 시에도 수요 이연
자체 현금 클라우드(MSFT)	○	○	△	△/◎	자체 현금 기반 투자
클라우드 플랫폼(알파벳·아마존)	△	○	△	△/◎	투자 수익화 진행, FCF 전망 하향 안정이 핵심
자금 조달 민감(오라클·메타)	△	○	▽	△/◎	FCF 적자 정점 통과와 CDS 안정이 중요
네오클라우드(코어위브·네비우스)	▽	▽	▽	▽/△	자본 소요 과다, 높은 차입 의존도
LLM (앤트로픽·OpenAI)	▽	▽	▽	▽/○	수익화까지 시차, 상장 물량 부담

자료: SEC, LSEG, Bloomberg, 각 사, 앤트로픽 S-1/A, 키움증권 리서치
주: ◎ 매우 유리 ○ 유리 △ 중립 ▽ 불리 ▼ 매우 불리. 4Q '△/◎' 등은 시나리오별 판정. 시나리오 ① = 물가 안정으로 '28년 인하 기대가 반영돼 금리 민감 업종이 주도, ② = 조달 우려 소화와 Agent 수익화 확인으로 AI가 주도. FCF 마진은 TTM

◆ 1분기는 할인 유통, 4분기는 지역은행·주택·러셀2000이 유리할 전망

- 할인 유통은 생활비 부담 완화 정책 기대에 1분기 유리. 다만 필수소비재의 높아진 밸류에이션은 2분기부터 부담. 소재는 이익 증가와 핵심 광물 공급망 확보 정책으로 연중 유리하며, 방산은 국방비 통제로 불리
- 지역은행·주택·러셀2000은 '28년 인하 기대가 반영되는 4분기 최선호(◎, 시나리오 ①). '23년 말 금리 하락기에도 이들 업종은 S&P 500을 크게 웃도는 상승률을 기록
- 확인 지표는 2년물이 먼저 하락하며 장단기 금리차가 확대되는 흐름과 모기지 금리 하락. 마지막 인상 당시보다 금리차가 50bp 넓어지는 시점을 '27년 10월로 가정

시기에 따라 갈리는 비AI 업종의 유불리

산업	1Q	2Q	3Q	4Q	비고
지역은행	△	△	△	◎/○	장단기 금리차 확대 수혜
주택·러셀2000	▽	△	▽	◎/○	모기지 금리 하락 수혜
할인 유통·필수소비	○	▽	▽	▽	생활비 정책 수혜, 밸류에이션 부담
병원·Medicaid 보험	△	○	○	△	정책 기대 선반영, 2~3분기 확정 주목
소재(희토류·구리)	○	○	○	○	이익 성장과 공급망 정책 수혜
규제형 전력회사	△	○	○	○	대형부하 요금제로 투자 회수
기존 DC 임대	○	○	○	○/△	신규 공급 지연의 수혜
에너지	△	▽	△	▽	유가 안정, 전략비축유가 하방 지지
방산	▽	▽	▽	▽	국방비 통제, 예산 증액 기대 소멸

자료: FRED, FactSet, Bloomberg, 백악관, 키움증권 리서치
주: ◎ 매우 유리 ○ 유리 △ 중립 ▽ 불리 ▼ 매우 불리. 4Q의 '◎/○' 등은 시나리오별 판정. 시나리오 ① = 물가 안정으로 '28년 인하 기대가 반영돼 금리 민감 업종이 주도, ② = 조달 우려 소화와 Agent 수익화 확인으로 AI가 주도. 커브 = 10년−2년, +50bp는 마지막 인상 달(12/9 가정) 대비

’27년 경로를 점검할 일정과 확인 지점

◆ 11월 앤트로픽 공모가를 시작으로 분기마다 경로를 점검할 필요

- 첫 확인 일정은 11월 앤트로픽 공모가와 12/9 FOMC 점도표. 이후 12~2월에는 조달 3사의 최대 적자 분기 실적과 빅5 설비투자 가이던스가 예상 범위(+30~45%)에 들어오는지 점검
- 3~6월에는 조달 3사의 첫 적자 축소와 연준 동결, CPI 둔화를 확인. 3분기에는 물가 재상승과 부채한도 협상, 9~11월에는 X-date가 금리의 주요 변수
- 4분기는 물가 재둔화와 장단기 금리차 확대, 10월 말 제시될 ’28년 설비투자 방향이 시나리오를 가를 확인 지점

주요 일정과 확인 지점

시점	일정	확인 지점
11월	앤트로픽 공모가, 11/17 엔비디아 FQ3	공모가 하단 이탈, AI 반도체 고객 집중도 변화
12/9~15	FOMC 점도표, PJM ’29/30 경매	점도표의 추가 인상 시사, 전력 용량 가격 상승
12월 둘째 주	오라클 FQ2(최대 적자 분기), ERCOT 감사(12/10 보고)	FCF 적자 정점 확인, 전력망 접속 승인 재개
1월	1/13 CPI, 1/19 텍사스 새 주지사 취임	물가 둔화 전환, 데이터센터 중단 범위 확대
1월 말	빅5 실적·가이던스, 메타(최대 적자 분기)	설비투자 가이던스 과열, 조달 기업 적자 정점 통과
2월	코어위브 4Q26, 2/11 CPI, 부채한도 접촉	네오클라우드 적자 축소, 물가 고점 형성
3월	오라클 FQ3(첫 축소), 소프트뱅크 브리지 만기	FCF 적자 첫 축소 확인, 브리지론 차환
4~5월	메타·코어위브 1Q27, 4/28 FOMC, 앤트로픽 락업 해제	적자 축소 지속, 금리 동결 확인, 락업 물량 소화
6월	6/9 FOMC, 6/10 CPI(5월분)	금리 동결 유지, 물가 둔화 지속
7~9월	7/14·8/11 CPI, 2Q27 실적, 부채한도, SPR, 9/1 텍사스	물가 재상승 강도, 이익 증가세 둔화, 10년물 재상승
10~12월	3Q27 실적(’28년 설비투자), CPI, X-date	’28년 설비투자 증가 지속, 금리차 확대, X-date 전 타결

자료: LSEG, BLS, FRED, FactSet, 연준, 미 재무부, PJM, ERCOT, Texas Tribune, 앤트로픽 S-1/A, 각 사, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: FCF는 LSEG 분기 컨센서스(11/7, 억 달러) ’27년 FOMC는 잠정 일정

기본 경로를 바꿀 수 있는 조건 점검

◆ 경로를 아래로 바꿀 조건 가운데 셋은 1월 말까지 충족 여부가 확인될 전망

- 앤트로픽 공모 부진, 브렌트 100달러 재진입, 매파적 점도표와 예상 이상의 투자 확대가 겹치면 1분기 밴드 하단인 7,200까지 하락할 가능성. 특히 빅5 설비투자 가이던스가 +45%를 넘는지 확인할 필요
- 근원 CPI가 3개월 연속 월 0.30% 오르거나 부채한도 교착으로 10년물이 5.31%를 다시 넘으면 금리 경로를 재점검. 오라클 CDS 400bp·HY 4% 돌파와 데이터센터 중단 확산은 AI 이익 전망의 하향 위험
- 상향 조건은 Agent 매출 가속과 조달 3사 CDS 하락이 함께 확인되는 경우. 이때는 PER이 예상보다 일찍 상단인 19.2배에 도달할 가능성

경로를 낮추는 조건과 높이는 조건

번호	조건	바뀌는 것
1	앤트로픽 공모가 하단·상장 뒤 20거래일 −20%, OpenAI 라운드 200억 달러 미달	연구소 약정(잔고의 39%)에 의문, 투자 연기가 취소로 읽힐 위험
2	브렌트 100달러 재진입(이란 협상 결렬) → 12/9 매파 점도표	'18년 12월 같은 금리 인상 충격, 2분기 동결 확인 지연
3	1월 말 가이던스 +45% 초과, 알파벳·아마존 하향 수정 지속	1분기 밴드 하단까지 하락('22년 10월 같은 가이던스 충격), 바닥이 4월 말로
4	조달 3사 1Q27 적자 재확대(첫 축소 실패)	FCF 적자 정점 통과가 밀리며 2분기 반등 지연
5	근원 CPI 월 0.30% 석 달 연속	'27년 4분기 CPI 3.0%, 동결이 추가 인상으로
6	오라클 CDS 400bp·HY 4%·IG 120bp	2분기 반등이 기본 경로(+5.8%)에서 멈추고 AI 하드웨어도 주문 하향 위험
7	부채한도 교착 장기화 → 10년물 전고점 5.31% 재돌파	PER 하방 압력, 4분기 금리 민감주 반등 지연
8	데이터센터 중단 주 확산('27년 착공분까지)	연기가 취소로, '27년 설비투자·IT 이익(+42%) 하향
9	(반대) 12/10 ERCOT 감사 보고 뒤 승인 재개, 새 주지사의 중단 범위 축소	데이터센터 인허가 부담 조기 완화, 1분기 제자리가 상승으로
10	(반대) Agent 토큰 매출 가속 + 조달 3사 CDS 하락	PER 상단 19.2배(2분기 8,600·4분기 9,000) 조기 도달, 시나리오 ② 앞당김

자료: LSEG, FRED, BLS, Bloomberg, FactSet, SEC, 앤트로픽 S-1/A, ERCOT, Texas Tribune, 키움증권 리서치
주: 1~4번은 확인 시점 순, 5~8번은 연중 점검, 9·10번은 위쪽 조건. 기본 경로 = 1분기 제자리 속 제한적 회복 → 2분기 반등 → 3분기 주춤 → 4분기 재반등. '18년 12월 사례 = 12/19 인상일 포함 4거래일 S&P 500 −7.7%, '22년 10월 사례 = 빅테크 설비투자 가이던스 상향 뒤 급락. 브렌트는 ICE '27년 1월물

2027년 연간 관심 종목 리스트

CapEx 연동·자체 현금흐름·확정 계약 인프라로 압축

테마	업종	종목	투자 포인트	시가총액 ($mln)	1M 수익률 (%)	YTD 수익률 (%)
하이퍼스케일러 CapEx 집행 수혜	IT	아리스타 네트워크스 (ANET)	▪ 백엔드 이더넷 전환의 최대 수혜, CapEx 추정치 유지 고객(MSFT·META) 매출이 집행에 연동 ▪ 백엔드·프런트엔드 동시 확장, 캠퍼스 $1.25B+ 가이던스 제시, 주요 고객 CapEx 추정치 유지 확인 ▪ 3Q 매출 +58.5% YoY(상장 이후 최고), 4Q 가이던스 상향 및 구매약정 확대로 공급 가시성 확보	235,208	-14.0	42.3
	IT	시에나(CIEN)	▪ 광전송(DCI) 수요 가속, 클라우드 직접 매출 53%(+82% YoY, 고객 비공개)로 CapEx 집행에 연동 ▪ 800G/1.6T 코히어런트 전환, 통신사 → 클라우드·AI 트래픽 연동 구조, 수주잔고 $7.7B ▪ FQ3 매출 +37%·조정 EPS +215% YoY, FY26 가이던스 상향(+35%)으로 AI 트래픽 레버리지	38,193	-40.1	15.1
	IT	암페놀 (APH)	▪ 데이터센터 착공 여부와 무관한 랙 출하 연동 구조 및 랙 고전력화에 따른 랙당 콘텐츠 급증 수혜주 ▪ 특정 플랫폼·고객사에 종속되지 않는 CapEx 흡수력 보유, Book-to-bill 1.19배 ▪ 3Q EPS +74% YoY·NTM 추정치 +34% 상향 대비 과도한 멀티플 압축(P/E 33.1 → 23.0배)	199,294	-7.4	19.5
자체 현금·AI 소비 과금	IT	마이크로소프트 (MSFT)	▪ 빅테크 4사 합산 적자 대비 유일한 FCF 흑자로 외부 조달 경색 국면에서 자체 투자 지속력 확보 ▪ AI 매출을 인당(Seat)이 아닌 종량 과금(Azure +48%)으로 인식 — 소프트웨어 섹터 내 차별화 ▪ FY1Q27 후 P/E 리레이팅(18.5 → 25.4배) 완료, 추가적인 주가 상승 동력은 FY28 이익 추정치 상향	4,048,613	1.9	12.7
확정 계약 인프라	산업재	콴타 서비시스 (PWR)	▪ 공실 리스크 없는 규제 유틸리티의 요금기저 발주 및 2029년 전력 재병목 수혜 전망 ▪ 사상 최대 수주잔고 및 다년 계약(MSA) 기반 2027년 두 자릿수 EPS 성장 가시성 확보 ▪ 3Q 서프라이즈(+82% YoY)·EPS 상향(+40%) 속 P/E 대폭 압축(46.0배 → 28.0배)	89,123	-16.2	40.2
확정 계약 인프라	유틸리티	엔터지 (ETR)	▪ 하이퍼스케일러 전력공급계약(ESA) 체결 연동 투자 및 최소요금제 조항을 통한 공실 리스크 차단 ▪ ESA 체결분(3.5GW+)만 설비투자 반영, 협의 중인 7~12GW는 미반영, 조정 EPS 연 8%+ 성장 기대 ▪ 3Q 호실적 및 연간 가이던스 하단 상향 속 필수소비재 대비 저평가된 PEG(2배 중반) 매력 부각	53,416	8.7	20.9

자료: 키움증권 리서치
주: 2026.11.09 종가 기준(시가총액·수익률 LSEG, P/E Bloomberg 12M fwd)

[Summary] 2027년 미 증시의 핵심 변수는 금리가 아닌 'AI 자금조달'과 '물리적 병목'

◆ CapEx 집행 연동 HW 및 확정 계약 전력 인프라 OW, AI 대체 위험 노출 SW 및 저성장 방어주 UW

- **물리적 병목과 AI 인프라 확장의 실질적 상한:** 착공분(2027년 계획의 75%) 기준 데이터센터 건물(상면)은 여유로우나 전력망 연결(계통)은 타이트함. 인허가 중단은 미착공분(8.4GW 및 2028년 착공분)을 지연시켜 2029년 전력 재병목으로 이어지며, 병목 프리미엄은 확정 계약 물량과 송배전망에 귀속됨
- **자금조달(총량이 아닌 주체별 양극화):** 빅테크 5사의 2027년 CapEx(약 1.1조 달러) 중 4개사가 FCF 적자(합산 약 1,830억 달러)이나, 전체의 73%(약 8,150억 달러)는 자체 조달이 가능한 3사(MSFT·GOOGL·AMZN)의 몫임. 따라서 총투자 위축보다는 차입 의존 수요처(네오클라우드·ORCL 등)의 집행 차질에 따른 양극화가 핵심임
- **구조적 승자와 패자의 분기:** 자체 현금을 보유한 빅테크(MSFT·GOOGL)와 확정 계약 전력 인프라(규제 유틸리티·송배전망)가 구조적 승자임. 반면 차입 부담과 실적 하향이 겹친 네오클라우드, 인당 과금(Seat) 모델이 훼손되는 레거시 SaaS는 감익과 멀티플 하락 구간에 진입할 전망(단, 추정치가 유지·상향되는 ORCL·META는 중립)
- **2027년 섹터 자산배분 전략:** CapEx 집행에 직결된 IT HW(네트워킹·광통신·커넥터), 최소요금제를 보유한 유틸리티, 2029년 계통 재병목에 대응하는 산업재를 비중확대(OW). AI 대체 위험에 노출된 IT SW와 성장 정체·고평가 상태인 필수소비재는 비중축소(UW)

2027년 S&P 500 섹터별 투자의견 요약

섹터	의견	투자 논리
IT 하드웨어	OW · 최선호	CapEx 연동 공급망(네트워킹·광통신·커넥터). APH P/E 33.1→23.0배로 피크 선반영
유틸리티	OW · 차선호	최소요금제로 건물이 비어도 투자 회수, 계약 부하로 요금기저 연 8~10% 성장
산업재	OW · 차선호	건물은 남을 수 있어도 계통은 모자람: 2029년 재병목 대비 계통 증설, 수주잔고 2~3년치
IT 소프트웨어	UW	AI가 대체하는 seat 앱 중심 UW. 내부 MSFT 최선호로 완충, ORCL은 N
필수소비재	UW · 최우선	성장 없는 방어주(P/E 2021년 이후 99% 분위) → 유틸리티로 방어주 교체(전면 UW는 2Q부터)
그 외 7개	N	커뮤니케이션 N(1~2월 추정치 하향 정지 확인 시 2Q OW)·경기소비재 등: 섹터 내 선별

자료: LSEG Workspace(I/B/E/S), Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 예시 배분(설명용, 합계 0) IT HW +1.5 · 유틸리티 +1.0(목표치: 전환 전 +0.5는 필수소비재 −1.5와 짝) · 산업재 +1.0 / IT SW −1.5 · 필수소비재 −2.0%p.
경고 1개 점등 시 IT HW +1.0(차선호), 필수소비재 UW를 같은 폭 축소. IT SW −1.5 = MSFT·EDA +0.5 · seat 앱·사이버보안 −2.0

◆ 착공분(계획의 75%)은 인허가 영향 밖 — 미착공분(8.4GW·2028년 착공)이 상한

- **착공분은 건물 여유, 전력망은 타이트:** 2027년 예정 용량(33.8GW) 중 착공분 25.4GW(75%)는 인허가 무관 준공돼 데이터센터 건물(상면) 공급이 입주를 앞서며, 차입 의존처 집행 지연 시 일시 공실 가능. 미착공 8.4GW(25%)가 이연되면 공급 여력은 줄어도 준공·입주 간 시차는 유지되며, 2028년 착공 제약과 맞물려 2029년 재병목을 심화시킴. 반면 전력망(계통)은 PJM 2028/29년에도 6.8GW 미달로 공급 부족 지속
- **실질적 상한을 좌우하는 주 정부 규제와 정치 일정:** 연방 차원의 인프라 중단 가능성은 낮으나, 텍사스 등 거점 주의 감사 착수 및 신규 계통 연계 승인 유예가 실질적 물리 병목을 형성함. 이러한 규제 여파는 이미 착공된 2027년 프로젝트보다 2028년 신규 착공분의 공기 지연으로 본격 가시화될 전망
- **투자 시사점 — 희소성 베팅보다 '확정 계약' 인프라 압축:** 공실 리스크에 직접 노출된 데이터센터 전용 장비사 대비, 최소요금제(Take-or-Pay)로 투자비 회수가 보장된 규제 유틸리티와 2~3년치 수주잔고를 확보한 송배전 계통 인프라 중심의 선별적 비중확대(OW)가 유효함

2027년 데이터센터 예정 용량과 계통 여유

33.8GW

2027년 데이터센터 예정 용량

– 미착공 8.4GW(25%): 인허가 중단 시 이연

6.8GW

PJM 2028/29 예비율 신뢰도 기준 미달

– 용량가격 2년 연속 상한 청산

자료: SemiAnalysis, PJM BRA Report, 키움증권 리서치센터

텍사스 데이터센터 인허가 관련 주요 정치·규제 일정

시점	내용
8/3	주지사 지시로 계통 연결·인허가 승인 중단 – 감사 완료 때까지(착공분 제외)
12/10 · 12/17	감사 결과 발표 · PUCT 회의(통전 승인 재개 여부)
1월 개회	주의회 회기(5월 말까지) – 모라토리엄 입법 범위, 주 상원은 공화당 다수
주지사 당선인	입법 전까지 신규 승인 중단 연장 공약 — 착공분(75%) 확정, 미착공분이 영향권

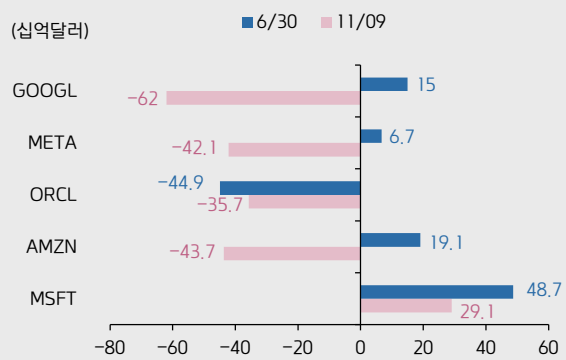
자료: 텍사스 주지사실·ERCOT·PUCT, 키움증권 리서치센터

[THESIS ②] 자금조달 여건의 변화: '총량 둔화'가 아닌 '집행 주체의 재편'을 촉발

◆ 조달 비용 상승에도 CapEx 총량 둔화 리스크는 제한적이나, 자금력에 따른 양극화 심화 불가피

- **CapEx 확대보다 빠른 현금 소진과 FCF 악화**: 6월 말 이후 4개월간 12월 결산 3사(GOOGL·META·AMZN)의 2027년 CapEx 컨센서스가 +35% 상향되는 동안, 3사 합산 FCF 컨센서스는 $410억 흑자에서 −$1,480억 적자로 급격히 전환됨. 주요 4개사(ORCL 포함) 합산 FCF 적자는 약 $1,830억에 달할 전망
- **자본비용 상승과 크레딧 시장의 선별적 위축**: 투자등급 메가캡의 CDS 프리미엄이 1.5~1.7배 확대되고 IG OAS가 연중 최고치(93bp)에 근접하는 등 조달 부담 가중. 하이일드(HY)부터 발행 창구가 닫히는 가운데, 사모신용(환매 요청 10~16%, 부도율 6.3%)이 조달 경색의 진원지가 될 위험 상존
- **CapEx 총량 유지 조건과 집행 주체의 재편**: 빅테크 전체 CapEx의 86%가 OCF로 충당돼 외부 차입 의존도는 14%에 불과하며, 2027년 CapEx의 73%(약 $8,150억)는 자체 조달이 가능한 MSFT·GOOGL·AMZN 3사의 몫임(자체 조달 기준: OCF 부족분 15% 이하 및 CDS 100bp 미만; GOOGL 15%·AMZN 11% vs META 17%·ORCL 41%). 따라서 조달 경색 시 총량 위축보다는 나머지 27%(META 18%·ORCL 8%) 중 차입 의존도가 높은 ORCL(부족분 41%·HY급 CDS)과 5사 밖 네오클라우드의 집행 차질로 먼저 발현될 전망(MSFT의 리스 전환·구매약정은 14% 외 추가 조달 수요)

하이퍼스케일러 2027년 FCF 컨센서스



AI 자금조달 모니터: 5Y CDS (bp)

발행사	6/30	11/09	시사점
ORCL	170	300	HY 수준, 조달 리스크 지표
CRWV	552	1,197	디스트레스, 선행지표
META	71	109	FCF +$7B → −$42B
AMZN	65*	96	FCF +$19B → −$44B
GOOGL	55	88	FCF +$15B → −$62B
MSFT	43*	52	유일한 FCF 흑자
IG OAS	76	93	연중 고점(94) 부근

자료: LSEG Workspace(I/B/E/S), Bloomberg, FRED, 키움증권 리서치센터
주: 기준점 6/30은 2Q 실적 직전(이후 CapEx 상향·CDS 확대 구간), *8/31 기준. CapEx·FCF·OCF는 I/B/E/S(11/09; IG OAS 11/06), MSFT는 FY6/27, ORCL은 FY5/27. 외부 차입 의존도·OCF 부족분 = (CapEx − OCF 컨센서스) ÷ CapEx(FCF 컨센서스와 표본 상이), 리스·구매약정 제외.

[THESIS ③] 승자는 '자체 현금·확정 계약', 패자는 '차입 의존 + 추정치 하향'과 'AI 대체 영역'

◆ 동일한 AI 밸류체인 내에서도 자금조달 능력과 수익 창출 구조에 따라 주가 성과의 양극화 심화 전망

- **선거 이후 전력 규제 강화와 '확정 계약' 자산의 희소가치 부각**: 거점 지역(텍사스·오하이오·조지아 등) 선거 이후 신규 부하 승인 지연 및 허용 ROE 하향 압력 등 데이터센터 규제 리스크가 본격화됨. 반면 이미 승인된 요금기저(Rate Base)와 장기 계약은 법적 보호를 받으므로, 막연한 전력 희소성 베팅보다 장기 전력공급계약(ESA)이 확정된 규제 유틸리티 중심의 압축 대응이 필수적임 (선호도: ETR 등 ESA 확정 유틸리티 〉 조지아·오하이오 유틸리티)
- **IT 하드웨어 OW vs 소프트웨어 UW의 양립 논리**: AI 실질 매출은 인당 과금(Seat) 라이선스가 아닌 클라우드 컴퓨팅 사용량과 인프라 계약(MSFT AI 런레이트 $37B+, AWS +37%)으로 집중되는 중임. 기업 IT 예산이 AI 인프라 소비로 전용되며 기존 SaaS 예산을 잠식하고 있으나, 이 잠식이 심화될 경우 2028년 이후에는 하이퍼스케일러의 CapEx 확장 정당성 역시 시장의 시험대에 오를 전망임

4대 축 기준 승자와 패자의 구조적 분기

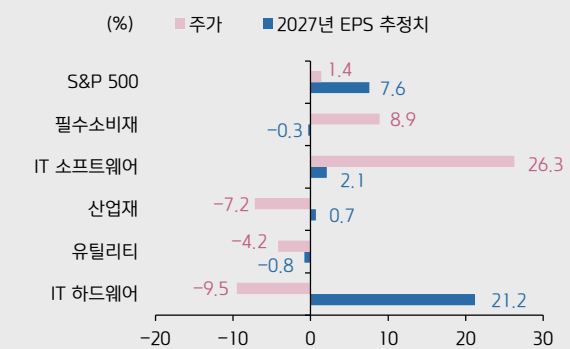
구분	승자	패자	포트폴리오 반영
자금조달	자체 조달 가능: MSFT(FCF 흑자, FY27 +$29B), GOOGL(순현금), AMZN(OCF로 CapEx 89% 충당, 주가 N)	외부 차입 + 추정치 하향: 네오클라우드(CRWV CDS 1,197bp), ORCL(300bp)·META(109bp)는 차입 의존에도 추정치 상향·유지로 중립	MSFT Top Pick / 네오클라우드 비선호 / ORCL·META N (2Q 하우스 선호군)
CapEx 연동 공급망	CapEx 추정치 유지·상향 수요처(MSFT·GOOGL·AMZN·META) 집행에 연동되는 네트워킹·광통신·커넥터(ANET·CIEN·APH)	추정치 하향·차입 의존 고객(네오클라우드) 노출이 큰 AI 서버 OEM(SMCI)	ANET·CIEN·APH Top Pick / AI 서버 제조 기업 후순위
전력	계약 물량: 규제 유틸리티(최소요금제로 투자 회수), 계통 인프라(수주잔고 2~3년치)	희소성 의존(상대 열위, 지수 비중): IPP, 데이터센터 전용 장비·신규 파워드셸 임대(2028년 공실 가능성)	유틸리티·산업재 OW / ETR·PWR Top Pick
AI 수익화	AI 소비가 매출로: MSFT(Azure, AI 런레이트 $37B+), EDA	AI가 대체: 인당 과금(Seat) 기반 앱 (CRM·NOW·ADBE·WDAY)	IT 소프트웨어 UW / 내부 MSFT·EDA 선호

자료: LSEG Workspace(I/B/E/S), Bloomberg, 각 사, 키움증권 리서치센터

◆ 6월 말 이후 IT 하드웨어·유틸리티는 이익 상향·유지에도 멀티플 디레이팅 — 수익원은 이익 확인

- **주가 선반영 vs 실적 하향의 시차**: 빅테크 FCF 악화(ORCL −47%, CDS 확대)와 Seat 기반 SaaS 둔화는 멀티플 압축(P/E 22.8 → 14.4배)에 선제 반영됐으나, EPS 컨센서스 하향은 미반영된 상태임. 1~2월 실적 가이던스를 기점으로 본격적인 추정치 삭감이 촉발될 전망(UW 근거). 필수소비재는 이익 정체(EPS −0.3%) 속 멀티플만 오른(P/E 22.0 → 24.0배) '이익 없는 리레이팅' 구간임(UW 근거)
- **핵심 괴리 ① IT 하드웨어 (호실적 속 과도한 디레이팅):** APH(12M fwd EPS +34% vs P/E 33.1 → 23.0배) 등 주요 공급망의 주가 조정은 펀더멘털이 아닌 피크아웃 우려에 따른 멀티플 압축에 불과함. 빅테크 CapEx의 86%가 OCF로 충당되고 73%가 자체 조달 3사 몫이라 투자 급감 위험은 제한적이며, 실적 확인을 통한 우려 해소 기대(OW 근거)
- **핵심 괴리 ② 규제 유틸리티 (계약 안정성 대비 저평가):** 최소요금제(Take-or-Pay)로 공실 시에도 투자비 회수가 보장됨에도 12M Fwd P/E 16.7배(21년 이후 20% 분위)로 역사적 저평가 상태임. 공매도 잔고율 3.8%(전 섹터 최고)는 의견 근거가 아닌 진입 시점 변수이며, 리레이팅의 핵심은 확정 계약 기반의 요금기저(Rate Base) 성장임(OW 근거)

섹터별 2027년 EPS vs 주가 (6/30 → 11/03)



2027년 P/E (6/30 → 11/03)

OW: 이익 ≥, 멀티플 ↓ (UW 근거는 12p·13p)

섹터	의견	6/30	11/03
IT 하드웨어	OW	20.6	15.4
유틸리티	OW	17.3	16.7
산업재	OW	24.3	22.4
IT 소프트웨어	UW	19.5	24.1
필수소비재	UW	22.0	24.0
S&P 500	—	19.2	18.1

자료: LSEG Workspace(I/B/E/S), 키움증권 리서치센터
주: 기준점 6/30은 2Q 실적 직전(이후 capex 컨센서스 +32%·CDS 확대). I/B/E/S 합산(IT 하드웨어는 IT 내 SW 제외 합산), 2027년 EPS는 회계연도 기준.
IT SW P/E 상승은 MSFT(19.2→24.0배) 효과(seat 앱 22.8→14.4배, 12/31→10/30), MSFT는 UW 내 예외(17p). UW 근거는 12p·13p.

[OW ①] IT 하드웨어: CapEx 집행에 직접 연동되는 밸류체인 비중확대

◆ 실적 피크아웃 우려는 주가에 선반영 완료(APH: 12M fwd EPS +34% vs P/E 33.1 → 23.0배 압축)

- **[최선호] 네트워킹·광통신 — CapEx 추정치 유지 고객 노출 중심 선별**: AI 클러스터 백엔드 이더넷 전환과 데이터센터 간 연결(DCI) 확대로 1.6T 트랜시버·800G 코히어런트 수요 견조. 2027년 CapEx 추정치가 유지·상향되는 고객군(MSFT, GOOGL, AMZN, META)에 매출이 직결된 ANET(3Q 매출 +58.5%)과 CIEN(클라우드 직접 매출 53%)을 최선호 제시. 반면 실적 하향 및 차입 의존처(네오클라우드) 노출이 큰 공급사는 배제(서버 OEM은 N, APH는 10% 이상 단일 고객 없음)
- **[선호] 커넥터·EMS — 건물 준공과 무관한 랙 출하 연동 밸류체인:** 랙 고전력·고밀도화로 랙당 인터커넥트 및 전력 콘텐츠가 급증하는 커넥터(APH)는 상면 공실과 무관하게 랙 출하량에 직결됨. AI 서버 OEM은 기업·소버린 수요와 네오클라우드 노출이 상쇄돼 중립, PC·주변기기는 세트 수요 둔화로 비선호
- **투자의견 변경 조건:** 1~2월(4Q26) 및 4월(1Q27) 실적 시즌에서 하이퍼스케일러의 2027년 CapEx 가이던스 삭감 확인 시 섹터 의견을 중립(N)으로 하향. 선행 경고 신호(ORCL 5Y CDS 400bp 상회 등) 1개 점등 시에는 섹터 선호도를 '최선호'에서 '차선호'(예시 배분 +1.5 → +1.0%p)로 선제 하향 대응

IT 하드웨어 섹터 내 하위 업종별 선호 등급

하위 업종	등급	근거
네트워킹·광통신	최선호	백엔드 이더넷·DCI 전환, 하이퍼스케일러 직접 매출(ANET·CIEN)
커넥터·EMS	선호	랙 고전력·고밀도화로 랙당 콘텐츠 증가(APH), 랙 출하 연동
AI 서버 OEM	중립	기업·소버린 수요(DELL) vs 네오클라우드 노출(SMCI) 상쇄
디바이스(AAPL)	중립	지수 비중, AI 단말 교체 수요 확인 전
PC·주변기기	비선호	AI 외 세트 수요 정체

자료: 키움증권 리서치센터

네트워킹·랙 전환 로드맵 및 공급망 시사점

2026~27 · 주력	**800G 이더넷·DCI 전환** — 하이퍼스케일러 직접 매출 비중 ↑
2027 · 신규	**1.6T 트랜시버·랙 고전력화** — 랙당 콘텐츠 증가, 커넥터(APH) 수혜
2028 · 변수	**화이트박스·자체 설계 확대** — 벤더 점유율 변수, 구리 → 광 전환 가속

시사점 매출이 건물 준공이 아닌 CapEx 집행에 연동

→ CapEx 추정치 유지·상향 고객 노출이 큰 네트워킹·광통신·커넥터 우선

자료: LSEG Workspace(I/B/E/S), Bloomberg, 각 사, 키움증권 리서치센터
주: DCI = 데이터센터 간 연결

[OW ②-1] 유틸리티: 규제 유틸리티 vs 민자발전(IPP) — 동일한 전력 테마, 상이한 이익의 원천

◆ 규제 유틸리티는 '확정 계약'에, IPP는 '전력 희소성'에 의존, ETR 등 ESA 확정 유틸리티 중심 대응 유효

- **선거 이후 규제 환경 변화와 종목 선별 전략**: 빅테크와 체결한 장기 전력공급계약(ESA 확정분 3.5GW+)만 CapEx에 보수적으로 반영하는 ETR을 최선호주로 제시. 반면 선거 후 규제당국(조지아 PSC·오하이오 PUCO) 재편 영향권인 조지아·오하이오 유틸리티는 신규 부하 승인 속도 및 요금 정책이 확인될 때까지 중립 유지
- **투자의견 변경 조건**: 미 국채 10년물 금리 5.0% 고착화 시 할인율 부담을 반영해 비중확대(OW) 폭을 축소(단, 확정 계약 논리는 유효). 주요 주 정부의 데이터센터 모라토리엄 입법화, 유틸리티 허용 ROE 인하, 또는 최소요금제(Take-or-Pay) 완화 현실화 시 섹터 의견을 중립(N)으로 하향 조정

규제 유틸리티 vs IPP: 이익 원천 · 공실 영향 · 규제 경로

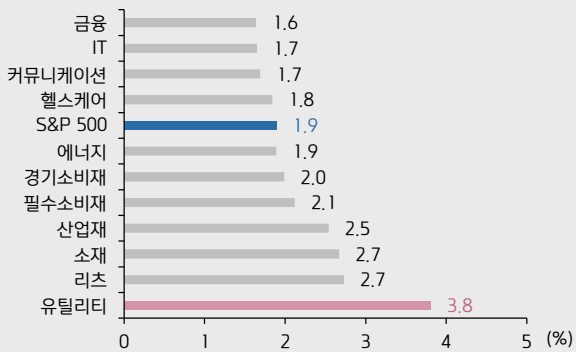
비교 항목	규제 유틸리티 (Regulated Utilities)	민자발전 사업자 (IPP)
핵심 이익 원천	**확정 계약 수요:** 요금기저(Rate Base) × 허용 ROE 구조. 대형 부하 유입으로 요금기저 연평균 8~10% 고성장	**전력 수급 희소성: PJM 용량가격 3회 연속 상한 청산 — 희소성은 있으나 상한에 묶임, 장기 전력구매계약(PPA) 프리미엄**
데이터센터 공실 발생 시	대형 부하 최소요금제로 투자 회수 (오하이오 요금제: 계약 용량의 85%, 최대 12년)	실제 데이터센터 가동 부하가 예상보다 낮아질 경우 전력 도매시장의 희소성 프리미엄이 축소될 위험에 노출
규제 경로	**주 공공유틸리티위원회(PUC):** 선거 이후 신규 대형 부하 승인 속도 및 허용 ROE 수준이 핵심 변수	**연방에너지규제위원회(FERC):** PJM 용량가격 상·하한 밴드가 29/30년 경매까지 연장되며 초과이익 상단 제한
밸류에이션·수급	P/E 16.7배(2021년 이후 20% 분위), PEG 2.2배로 필수소비재(3.5~4배)보다 저평가된 방어주. FY2 FCF −5.6%는 요금기저 성장의 차입 조달 때문	FY2 FCF 수익률 +7.6%로 현금흐름은 양호하나, 29/30년 용량가격 경매까지 가격 상한 캡(Cap)에 묶여 추가 이익 업사이드 제한
당사 판단	**ETR 최선호, ESA 확정 유틸리티 선호 / 조지아·오하이오 유틸리티는 규제 방향성 확인 시점까지 벤치마크 비중 유지**	IPP 벤치마크 비중(중립) 유지

자료: PJM, FERC, 각 사, LSEG Workspace, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

◆ P/E 20% 분위 저평가와 계약 부하 기반 요금기저 성장(연 8~10%) — 공매도·금리는 진입 변수

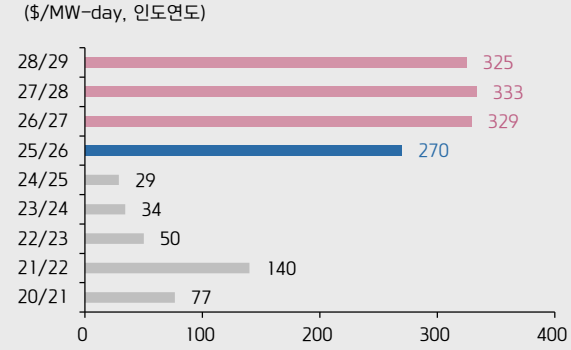
- **역사적 저평가와 진입 시점 변수**: 2026년 수익률 +2.5%, 12M Fwd P/E 16.7배(2021년 이후 20% 분위)로 역사적 저평가 구간. 공매도 잔고율 3.8%(11개 섹터 최고)는 펀더멘털 결함이 아닌 진입 타이밍 변수로, 전월 대비 감소 전환 시 목표 비중(+1.0%p)을 채우고 그전까지는 분할 매집(+0.5%p, 필수소비재 UW −1.5%p와 매칭 대응). 금리 β(−0.64) 역시 조건부 변수로 미 10년물 금리 5.0% 고착 시 OW 폭 축소
- **PJM 상한 청산 — 희소성은 IPP에서 상한에 묶임:** 용량가격 3회 연속 상한 청산(상한 미적용 시 $389 → $530 → $555/MW-day) 및 예비율 6.8GW 미달에도 IPP 초과이익은 규제 캡에 제한됨. 반면 선호 유틸리티(ETR 등)는 주력 거점이 PJM 밖(MISO, 캐롤라이나, 플로리다)인 규제 유틸리티로, 핵심 수익원은 도매가가 아닌 장기 ESA·최소요금제 기반의 요금기저 성장임(PJM 가격은 전력 희소성 지표로만 참고)
- **하우스 전략 뷰와의 정합성:** 하우스 전략(규제형 전력회사 2~4분기 유리)과 방향성 일치. 당사 OW는 장기 계약 수요가 확정된 규제·성장형(ETR 등)으로 압축한 바텀업 콜이며, 가격 상한에 묶인 IPP와 주 정부 정책 확인이 필요한 조지아·오하이오 유틸리티는 시장 비중(중립) 유지

S&P 500 섹터별 유통주식 대비 공매도 잔고(%, 10/30)



자료: LSEG Workspace, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

PJM 용량가격 (RTO)



자료: PJM BRA Report, LSEG Workspace, Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: PJM 용량가격은 RTO 청산가(UCAP), 상한 미적용 가격은 PJM 시뮬레이션

[OW ③-1] 산업재: 데이터센터 상면은 남아도 송배전 계통(Grid)은 구조적 부족 지속

◆ 2027년 신규 발주는 2029년 전력 재병목에 대비한 선제 투자 – 계통 인프라는 개별 DC 공실과 무관

- **단기 건물 여유 vs 구조적 전력망 병목**: 2027년 착공분(계획의 75%) 확정으로 데이터센터 건물(상면)은 여유로우며, 단기 공실은 차입 의존처의 입주 지연에 따른 리드타임 마찰에 불과함. 반면 전력망(계통)은 PJM 2028/29년에도 6.8GW 미달로 공급 부족이 지속되며, 인허가 중단이 미착공분(8.4GW)과 2028년 착공분을 제약해 2029년 전력 재병목이 불가피함
- **송배전 전력망 인프라의 구조적 실적 방어력**: 송배전망 투자는 규제 유틸리티의 요금기저 편입과 최소요금제로 투자비 회수가 보장돼, 개별 DC 공실 여부와 무관하게 발주가 지속됨(단, 최소요금제 완화 입법으로 유틸리티 송배전 CapEx가 삭감되는 경우는 예외). 반면 개별 착공에 직결되는 DC 전용 장비·시공사는 상면 공실 및 인허가 모라토리엄 리스크에 선제 노출됨
- **타임라인 불일치(신도시 비유)와 수주 가시성**: 입주 지연으로 일시적 미입주(공실)가 생겨도, 건설에 3년 이상 소요되는 광역 도로망(송배전망)은 목표 준공 시점에 맞춰 선제 착공되어야 하며 투자비는 전기요금(요금기저)으로 안정 회수됨. 2027년 발주 물량은 2029~2030년 인도 예정으로, 기확보된 2~3년치 수주잔고가 높은 실적 가시성을 뒷받침함

AI 인프라 밸류체인별 구축 리드타임 및 연도별 수급 병목 전망 (당사 추정)

인프라 구분 (구축 리드타임)	2025~26 · 병목: 전력	2027~28 · 상면 여유·계통 타이트	2029~30 · 병목: 전력
데이터센터 건물 (파워드셸) (리드타임 가장 짧음)	**공급 부족:** 수전(전력 연결) 대기 물량 누적	**수급 균형 (시차 발생):** 2027년 공사 확정분 준공, 차입 의존 수요처 입주 지연 시 일시 공실	**공급 부족:** 전력망 용량 한계로 인한 신규 상면 공급 제약 재발
전력 계통 (송배전 · 발전) (리드타임 가장 김)	**공급 부족:** 계통 연계 대기열 심화	**수급 타이트:** PJM 도매시장 예비율 신뢰도 기준 미달 지속	**구조적 병목 재심화:** 2028년 착공 제약(인허가)과 대형 부하 누적
전력망 장비 수주 · 인도 시차	2027년 신규 발주 물량 → 2029~2030년 현장 인도 (현재 2~3년치 수주잔고 기확보)		

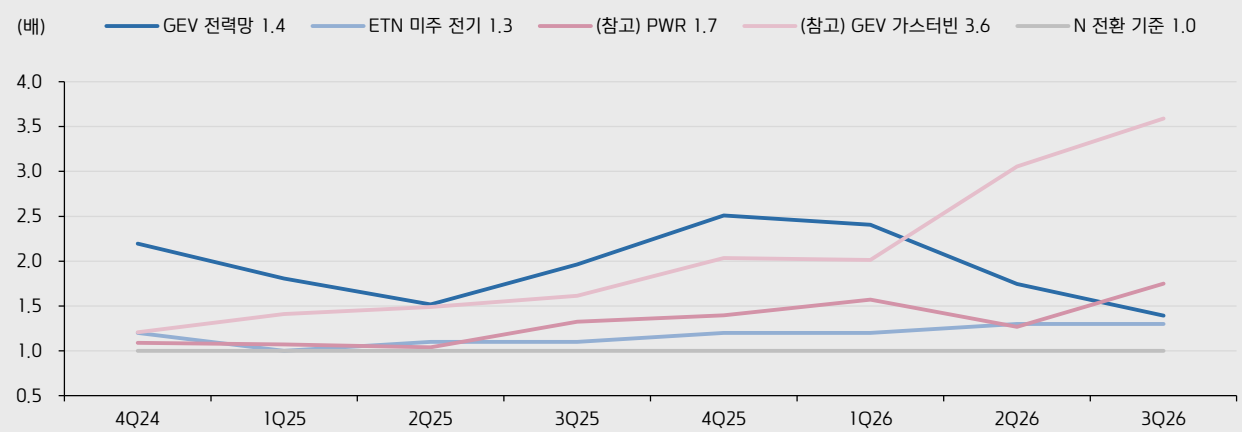
자료: PJM, 각 사, 키움증권 리서치센터

[OW ③-2] 산업재: 전력망 장비 Book-to-Bill 1.0배 상회 지속 — 선행지표는 GEV 전력망 수주

◆ 견조한 수주잔고 기반 이익 가시성 — 선호는 송배전 계통 인프라 〉 데이터센터 전용 설비

- **하위 업종 선호 순위 및 수주 모멘텀**: 산업재 내 선호도는 송배전 전력망 인프라(PWR·ETN·GEV) 〉 DC 전용 장비·시공 〉 방산(N) 〉 숏사이클 일반기계(N) 순. 3Q26 수주잔고는 GEV +45%, ETN +42%, PWR +63% YoY로 가파른 확장세 지속. 다만 섹터 상대 P/E Z-score +1.8배 및 패시브 자금 쏠림(ETF 순매수 +13%)은 단기 밸류에이션 부담 요인임
- **핵심 리스크 요인 및 투자의견 변경 조건**: 선행지표인 GEV 전력망 Book-to-Bill(B2B)은 고점(2.5배) 대비 1.4배로 둔화됐으나 확장 기준선(1.0배)을 상회 중임. GEV 전력망 및 ETN 미주 전기 B2B가 2개 분기 연속 1.0배를 하회할 경우 섹터 의견을 중립(N)으로 하향. CapEx 삭감 시에는 DC 전용 장비 둔화를 반영해 OW 폭을 축소하되 전력망(PWR·ETN·GEV)은 유지하며, 5월 말 주의회 모라토리엄·최소요금제 완화 입법이 유틸리티 송배전 CapEx 가이던스 하향으로 이어질 경우 산업재 OW도 재검토함

주요 전력망 장비 기업 분기별 Book-to-Bill(수주/매출) 추이 (배)



자료: 각 사, LSEG Workspace, Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: Book-to-Bill 산출 기준은 기업별 상이(GEV는 분기 신규수주÷매출, ETN은 최근 4개 분기 이동평균, PWR는 수주잔고 증감 역산 기준이며 인수·합병 편입분 제외)

[UW ①] IT 소프트웨어: AI 대체 리스크에 직면한 인당 과금(Seat) 앱 중심 비중축소

◆ AI 생태계 내 구조적 패자가 집중된 섹터 — 자체 현금의 MSFT와 설계 자동화(EDA)만 선별 보유

- **Seat 기반 SaaS의 잠식 리스크와 실적 하향 여지**: AI 에이전트 확산으로 기존 인당 라이선스 축소 및 사용량 기반 과금 전환 압력 가중(NOW 실적 후 −27% 급락). Seat 기반 SaaS의 12M Fwd P/E는 14.6배로 선제 압축됐으나 EPS 컨센서스 하향은 미반영 상태로, 1~2월 2027년 연간 가이던스를 기점으로 실적 삭감이 본격화될 전망
- **ORCL 중립(N) 유지, 사이버보안 밸류 과열 비선호**: ORCL은 FY27~28년 합산 FCF 적자 $610억을 차입 조달(5Y CDS 170 → 300bp)하나 이익 추정치가 상향세(+1%)여서 중립(N) 유지하되, CDS 400bp 돌파(조달 경색 현실화) 시 비선호로 하향. 사이버보안은 극단적인 멀티플 확장(P/E 39 → 64배)으로 미세한 성장 둔화에도 주가가 급락하는 취약한 구조여서 비선호 제시
- **리스크 관리 및 비중축소(UW) 완화 조건**: 레거시 SaaS 공매도 누적(CRM 4.0%, WDAY 5.2%)에 따른 숏커버링 반등 리스크 상존. 1~2월 실적 시즌에서 Seat 앱의 2027년 가이던스 상회 또는 EPS 컨센서스 상향 반전 확인 시 UW 폭 축소(단, ORCL 조달 지표는 섹터 의견과 분리 대응)

IT 소프트웨어 섹터 내 하위 업종별 선호 등급

하위 업종	등급	근거
MSFT	최선호	• 5사 중 유일한 FCF 흑자 AI 런레이트 $37B+
EDA	선호	• AI 설계 수요 연동 seat 대체 위험 낮음
IT 서비스	중립	• AI 구현 수요 vs 인력 과금 디플레이션 상쇄(P/E 17.9배)
사이버보안	비선호	• 밸류에이션 과열(P/E 39 → 64배)
ORCL	중립	• 추정치 상향 vs 조달 비용(CDS 300bp) 상쇄
seat 기반 앱	비선호 · 핵심	• AI 에이전트의 인당 라이선스 대체

자료: LSEG Workspace(I/B/E/S), Bloomberg, 각 사, 키움증권 리서치센터

주요 Seat 기반 SaaS 종목 현황

종목	P/E	공매도 %	비고
CRM	13배	1.8 → 4.0	YTD −26%, seat 압축의 대표
ADBE	9배	3.0 → 4.5	EPS 컨센서스 보합~상향
NOW	22배	1.6 → 2.9	10/29 −27%(cRPO 실망)
WDAY	15배	3.3 → 5.2	EPS 컨센서스 보합~상향

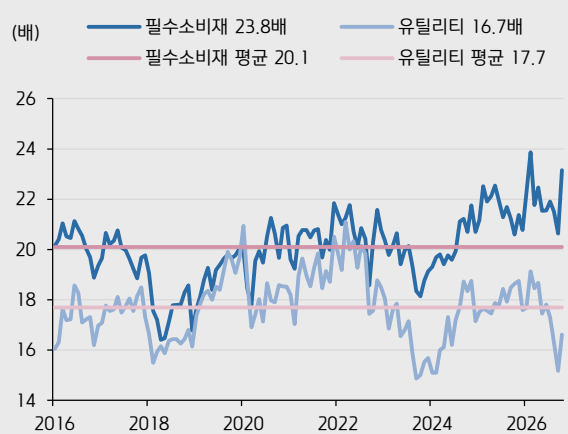
자료: LSEG Workspace(I/B/E/S), Bloomberg, 각 사, 키움증권 리서치센터
주: P/E는 12M Fwd 기준(11/09), 공매도 잔고율은 25.12.31 → 26.10.30 변화 기준

[UW ②] 필수소비재: 성장 없는 방어주를 계약 성장 방어주(유틸리티)로 교체

◆ P/E 99% 분위·PEG 3.5~4배 필수소비재를 PEG 2.2배 유틸리티로 교체 — 판가·물량 정체가 근거

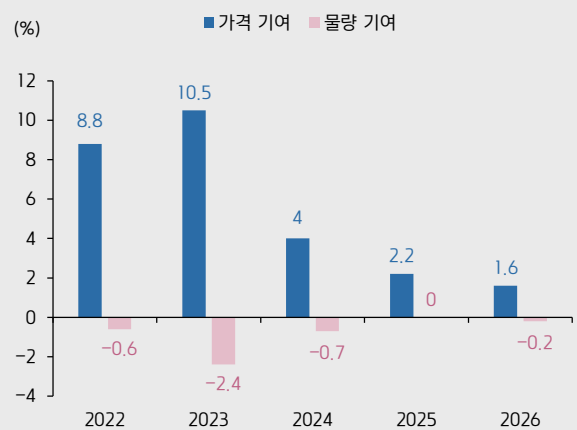
- **방어주 로테이션 (유틸리티 교체)**: 성장 둔화 대비 과도하게 고평가된 필수소비재(PEG 3.5~4.0배)를 축소하고, 확정 계약 기반의 규제 유틸리티(PEG 2.2배)로 교체 권고. 바잉 파워를 갖춘 대형 할인점·창고형 매장과 가격 전가력이 있는 담배를 선호하며, 판가 인상 한계에 봉착한 포장식품은 비선호 유지(UW 전면 적용은 2Q부터, 1Q는 전략 파트의 할인 유통 선호를 감안해 포장식품 중심 축소)
- **판가 인상 동력 소진 및 출하량 정체**: 필수소비재 섹터에 속한11개사의 유기적 성장률은 가격 기여 급감(10.5%p → 1.6%p)으로 +8.0%(23년)에서 +1.5%(26년)로 위축. K자형 소비·관세·GLP-1·PB 침투에 따른 물량 정체로 2027년 EPS 성장은 +5~7%에 그치며, 6월 말 이후 추정치 하향(-1.3%, 식품 -8%) 지속
- **투자의견 변경 조건**: 확전·고용 급랭 등 경기 침체 본격 반영 시 중립(N)으로 상향. 섹터 공매도 잔고율 중앙값 5.0% 상회 시(현재 4.0%, 시총가중 2.1%) 숏커버링 반등을 감안해 비중축소(UW) 폭 축소 대응

12M fwd P/E: 필수소비재 vs 유틸리티 (배)



자료: 각 사, Bloomberg, LSEG Workspace(I/B/E/S), 키움증권 리서치센터
주: P/E는 Bloomberg 12M fwd(1BF) 월말, PEG = 12M fwd P/E ÷ 2027년 EPS 성장률 가정(필수소비재 +5~7%, 유틸리티 +7~8%)

필수소비재 11개사의 유기적 성장: 가격 vs 물량



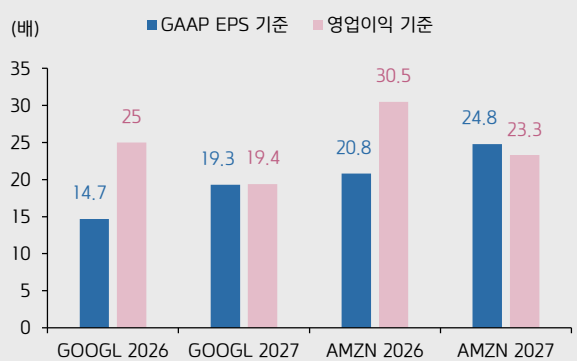
자료: 각 사, Bloomberg, LSEG Workspace(I/B/E/S), 키움증권 리서치센터
주: 유기적 성장 분해는 각 사 공시 기준

[N-1] 커뮤니케이션·경기소비재: AI 투자 수요처는 FCF 턴어라운드 확인 전까지 중립 유지

◆ 주가 동인은 적자 크기가 아닌 추정치 수정 방향 — GOOGL·META 2Q 선호, AMZN 중립

- **추정치 하향 정지 전까지 리레이팅 제한**: 주가 재평가는 실제 FCF 개선보다 가이던스 변화에 선행함. 2027년 대규모 FCF 적자(GOOGL −$620억, META −$420억) 부담 속에서 실적 추정치 하향이 멈추기 전까지 단기 리레이팅은 제한적임(매출 성장이 수반되는 한 CapEx 상향 자체는 걸림돌이 아님). 특히 추정치 하향이 멈춘 META와 달리 GOOGL은 하향 조정이 진행 중이어 정지 확인이 선행되어야 함(공급망 선별 기준인 2027년 CapEx 추정치는 양사 모두 상향 지속)
- **커뮤니케이션 상향 3단계 로드맵**: ① 1~2월 추정치 하향 정지(CapEx 가이던스 확인) → ② 1Q27 FCF 적자 폭 축소 → ③ 4Q27 FCF 저점 통과 및 2028년 CapEx 둔화 가이던스 순으로 점검. CapEx 삭감(시나리오 ①) 시에는 FCF 개선 수혜로 즉시 비중확대(OW) 1순위로 검토. 기본 경로(시나리오 ②, CapEx 유지)에서는 1단계(추정치 하향 정지) 확인 시 2분기부터 OW 상향을 검토하며, CapEx 상향(시나리오 ③) 역시 매출 가속에 따른 추정치 상향으로 동일 조건을 충족함
- **경기소비재 중립(N) 유지**: 섹터 비중의 40%인 AMZN은 OCF로 CapEx의 89%를 충당해 자체 조달 3사(73%)에 속하나, FCF −$440억 적자와 CDS 확대(65 → 96bp) 등 투자 부담으로 OW 근거가 부족함. 유가·금리는 근거가 아닌 조건부 변수로만 활용하며, WTI $75 하향 안정 및 미 10년물 금리 4.5% 조기 안착 시에만 OW 전환을 검토함

GAAP EPS vs 영업이익 기준 P/E (배)



자료: LSEG Workspace(I/B/E/S), Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 영업이익 기준 P/E = 시가총액 ÷ (영업이익 × (1 − 16%)), 11/09 기준

GOOGL vs META: 같은 적자, 다른 수정 방향

구분	알파벳 (GOOGL)	메타 (META)
2027년 FCF	−$62B	−$42B
추정치 수정 (11/9)	하향 진행 중	하향 정지
5Y CDS (6/30 → 11/09)	55 → 88bp	71 → 109bp
당사 판단	2Q 선호 (하향 정지 확인 후)	2Q 선호

자료: LSEG Workspace(I/B/E/S), Bloomberg, 키움증권 리서치센터

◆ 매크로 변수는 N 섹터의 기본 전제이자 사후 변경 조건 — OW/UW의 근거는 아님

- **기본 전제 및 조정 원칙**: 12월 연준 마지막 인상 후 동결, 미 10년물 금리 및 WTI의 1Q 고점 후 완만한 안정을 전제. 매크로는 OW/UW 결정 근거가 아니며, 기본 경로 이탈 시 설정된 임계치(금리 레벨·유가 밴드)에 따라 N 섹터 의견을 사후 조정하는 조건부 변수로만 활용함
- **전략 뷰 정합성 (에너지·금융)**: 에너지(N)는 EPS 상향(+)과 자금 이탈(−)의 상쇄로 중립을 유지하며 유가 밴드($75~115) 이탈 시에만 대응(하우스 비선호와 일치). 금융(N)은 전략 파트 선호 조건(커브 +50bp·CPI 2.5%) 충족 시 4Q 상향을 검토함

헬스케어 · 에너지 · 금융: 동인과 의견 변경 조건

섹터	(+) 동인	(−) 동인	섹터 내 선호	의견 변경 조건
헬스케어	• 영업 기준 이익 성장 +10%대 • 저베타 코어(금리 β −0.34)	• P/E 99% 분위, 상대 P/E 1.09로 2021년 이후 첫 프리미엄 • 정책 할인 해소는 이미 반영: MA 수가 +2.48%, 232조 관세 면제	• 관리의료 • 대형 제약 • 메드텍	• MA 2028 사전통지(1월 말) 실망·MFN(최혜국 약가) 확대 시 UW
에너지	• 컨센서스 EPS −15%(전망기관 유가 $78 기준)의 상향 여지 • FCF 수익률 9.1%(전 섹터 최고)	• 2026년 유입된 헤지 자금(ETF +13%) 이탈 위험 • 상대 P/E 0.65(2021년 이후 평균 0.66 수준)	• 미드스트림 〉 통합 〉 E&P	• 하우스 WTI 경로($95 → $83, 평균 $88) 전제 • $75 하회 시 UW(전략 비선호와 방향 일치), $115 재돌파 시 OW
금융	• AI 자금조달 수수료(대형 IB) 초과자본 약 $140B	• 프라이빗 크레딧 리스크, 상대 P/E z +2.5	• 자본시장·보험 〉 결제·거래소 〉 은행 〉 대체투자·소비자금융	• 프라이빗 크레딧 부실 전이 시 UW • CPI 2.5%·커브 +50bp(은행 NIM 개선) 시 4Q 은행 OW 검토

자료: CMS, LSEG Workspace(I/B/E/S), Bloomberg, 키움증권 리서치센터

[N-3] 리츠·소재: 금리 수혜 vs 공급 과잉(리츠), 구조적 구리 수요 vs 고점권 가격(소재)

◆ 투자의견 상향 조건: 리츠는 미 10년물 4.9% 하회 안착, 소재는 분쟁 조기 종식·유가 급락

- **리츠 (중립 N)**: 견조한 FFO 성장(+7~9% YoY)과 하반기 금리 하락(β −0.50)이 하단을 지지하나, 2028년 데이터센터 파워드셸 과잉 우려 및 2027년 상업용 부동산(CRE) 차환 만기 집중이 상방을 제한함. OW 전환 조건인 미 10년물 4.9% 하회는 월말 종가 2개월 연속 기준으로 보수적 판별(11/4 4.88% 일시 하회는 미충족)하며, 3Q 부채한도 X-date 전후 금리 재상승은 리스크
- **소재 (중립 N)**: 전력망·데이터센터발 구조적 구리 수요는 견조하나, LME 구리 가격($14,449/톤)이 이미 역사적 고점권임. 기본 시나리오는 추가 급등이 아닌 하방 경직성(하락 제한) 확보이며, 향후 달러 약세 전환 시 섹터 하방 지지 요인으로 작용할 전망

리츠 · 소재 섹터: 펀더멘털 상충 요인 및 투자의견 변경 조건

섹터	(+) 동인	(−) 동인	섹터 내 선호	의견 변경 조건
리츠	• FFO +7~9%(최근 수년 중 최고) • 헬스케어 리츠는 금리와 무관한 성장	• 2028년 데이터센터 파워드셸 과잉 가능성 • 2027년 집중된 상업용 부동산 대출 만기	• 헬스케어 〉 데이터센터·주거 〉 넷리스·산업 〉 오피스	• 금리 β −0.50: 10Y 4.9% 하회(월말 종가 2개월 연속) 시 OW • 10Y 5% 고착 시 UW
소재	• 전력망·데이터센터 구리 수요 • ICSG 2027년 공급 부족 전망	• 구리 가격은 이미 고점권 ('하락 폭 제한'이 전제) • 금은 2026년 −8%로 헤지 실패	• 구리·산업가스 〉 금 〉 화학·포장	• 매크로 시나리오 A (조기 종전·유가 급락·10Y 4.5%) 시 OW(구리·건자재)

자료: 세계은행, ICSG, LSEG Workspace(I/B/E/S), Bloomberg, 키움증권 리서치센터

[Top Pick] 6선: CapEx 연동·자체 현금·AI 소비 과금·확정 계약의 직접 수혜주

Top Pick 6선 (12M fwd P/E·EPS, 6/30 → 11/09)

선정 기준(3테마·4기준): 'CapEx 연동', '자체 현금 창출력', 'AI 수익화(소비 과금)', '확정 계약 인프라'를 갖춘 종목

Top Pick	투자 논리	12M fwd P/E	12M fwd EPS 변화	논리 훼손 신호
ANET 네트워킹	AI 백엔드 이더넷 전환의 최대 수혜. CapEx 추정치 유지 고객(MSFT·META)이 양대 고객, 매출은 CapEx 집행에 연동	40.6 → 32.9배	+41%	화이트박스·자체 설계 스위치 점유 확대, MSFT·META CapEx 가이던스 삭감
CIEN 광통신	800G/1.6T 코히어런트 DCI. 클라우드 직접 매출 비중 53%(+82% YoY)로 매출이 CapEx 집행에 연동	56.7 → 22.4배	+40%	클라우드 직접 매출 둔화, 통신사 CapEx 지연, 경쟁 가격 압박
APH 커넥터	AI 랙당 인터커넥트·전력 콘텐츠 증가. 매출이 건물이 아닌 랙 출하에 연동	33.1 → 23.0배	+34%	AI 랙 출하 지연, 구리 → 광 전환 가속
MSFT 소프트웨어 내 최선호	5사 중 유일한 FCF 흑자(FY27 +$29B), AI 매출이 인당(seat)이 아닌 종량제(Azure)로 인식. 남은 몫은 FY28 EPS +20%	18.5 → 25.4배	+10%	FY28 CapEx의 컨센서스($230B) 대비 큰 폭 상향, 리스 전환 확대
PWR 계통 인프라	미국 최대 송배전 시공사. 2029년 전력 재병목 대비 계통 증설, 공실·모라토리엄 노출이 작음	46.0 → 28.0배	+40%	유틸리티 송배전 CapEx 하향, 수주잔고 증가 정체
ETR 규제 유틸리티	ESA 체결 후에만 설비투자에 반영(2025년 3.5GW 이상: 구글·메타·AWS), 최소요금·해지 조항·신용 요건	23.5 → 22.3배	+6%	LPSC의 메타 2차 DC 승인(12월) 지연·조건 강화, ESA 체결 정체

자료: Bloomberg, LSEG Workspace(I/B/E/S), 키움증권 리서치센터
주: P/E·EPS는 Bloomberg 12M fwd(BEST, 6/30 → 11/09), EPS 변화는 같은 기간 12M fwd EPS 컨센서스 변화율. 후보군 제외: GEV·ETN(B2B 1.4·1.3 〈 PWR 1.7배, M&A 제외), 타 규제 유틸리티(ESA 공시 가시성 열위), EDA(CapEx·계약 비연동), GOOGL(FCF 적자·하향 중); MSFT만 자체 현금+AI 소비 과금

[시나리오 분석] 섹터 의견 조정은 매크로가 아닌 'CapEx 가이던스'와 '크레딧 조달 신호'가 결정

◆ 기본 시나리오(②, 확률 55%) 중심 운용, 강세(③) 알파 극대화, 약세(①) 선제 리스크 관리

- **시나리오 판별 핵심 분기점**: 빅테크가 2027년 CapEx 첫 가이던스를 제시하는 1~2월 4Q26 실적(ORCL 12월 FQ2)과 재확인 시점인 4월 말 1Q27 실적의 설비투자 방향성(유지·삭감·상향) 및 분기 FCF 궤적으로 3대 시나리오를 판별함
- **하우스 시장 전략과의 정합성**: 전략 파트의 분기별 증시 궤적(12월 저점 → 1Q 횡보 → 2Q 조건부 상승 → 3Q 조정 → 4Q 상승)과 일치함. 전략 파트의 2Q 선호군(AI 하드웨어 공급사 ◎, GOOGL·META·ORCL ○)으로의 이동은 당사의 '1~2월 가이던스 확인' 조건과 맞물리며, 4Q 금융 선호 조건(CPI 2.5%·커브 +50bp)도 동일하게 연동됨(리츠는 10년물 4.9% 하회로 별도 판단)

2027년 AI 자금조달 및 CapEx 경로에 따른 3대 시나리오별 시장 전개와 포트폴리오 대응

구분	시나리오 ① (Bear · 25%) 조달 경색 → CapEx 삭감	시나리오 ② (Base · 55%) CapEx 유지 · 조달 소화	시나리오 ③ (Bull · 20%) CapEx 상향 + AI 매출 가속
핵심 전개	• 스프레드 급등에 차입 의존처(네오클라우드·ORCL 등) 투자 축소 • 12월(ORCL FQ2)·1~2월·4월 실적에서 연간 CapEx 하향 조정	• 빅테크 연간 약 $1.1T 정상 집행 (자체 조달 3사 중심) • ORCL·네오클라우드는 회사채, 리스, 사모신용으로 소화	• 클라우드 +30%대 성장 및 AI 런레이트 확대로 FCF 우려 불식 • 2028년 CapEx 상향 → HW 마진 호재, 지수엔 조달 부담 (상한은 미착공분, 상향분은 가격·마진)
승자 / 패자	• 승자: 커뮤니케이션(FCF 개선), 전통 방어주 • 패자: IT HW, DC 전용 장비, IPP, 사모신용 노출 금융	• 승자: AI 공급망, 확정 계약 인프라, 자체 현금 보유사 • 패자: 차입 의존처와 그 노출 공급사, Seat 기반 SaaS	• 승자: IT HW(최대 수혜), 커뮤니케이션, 전력 인프라 • 패자: 필수소비재 등 방어주 (Seat SW는 숏커버링)
섹터 전략	• IT HW: OW → N 하향 • 커뮤니케이션: N → OW 상향 • 산업재 OW 축소(DC 전용 장비) • 필수소비재 UW 축소 · 유틸리티 OW 유지 • 금융: 사모신용 전이 시 UW	• 기본 포트폴리오 유지(IT HW·유틸리티·산업재 OW / IT SW·필수소비재 UW) • 커뮤니케이션: 1~2월 추정치 하향 정지 확인 시 2Q N → OW	• IT HW: OW 비중 추가 확대 • 커뮤니케이션: 매출 가속→추정치 상향으로 N → OW(소폭) • IT SW: UW 폭 축소 • 필수소비재: UW 유지

자료: 키움증권 리서치센터

[점검 시점] 핵심 변곡점은 1~2월 및 4월 실적 시즌 — 2대 선행 경고 신호 상시 모니터링

◆ 의견 변경은 실적 가이던스로, 매크로는 N 섹터(에너지·리츠·소재)의 전제·조건부 변수로만 활용

- **실적 시즌 투자의견 점검 일정**: 1~2월 4Q26 실적의 2027년 CapEx 첫 가이던스를 1차 점검하고 4월 말 1Q27 실적에서 재확인. CapEx 방향성(유지·삭감·상향)과 분기 FCF 궤적을 종합해 3대 시나리오를 최종 판별함
- **매크로 시나리오별 조건부 대응**: 매크로 경로(A: 조기 종전·유가 급락·10Y 4.5% / B: 확전·10Y 5% 고착)는 AI와 별개로 움직임. A: 경기소비재·소재 OW 검토. B: 유틸리티 OW 축소, 리츠 UW(4.9% 하회 시 OW), 에너지 OW(WTI $115 돌파 시 OW, $75 하회 시 UW), 필수소비재 UW 철회(경기 침체 반영 시 N 전환)
- **전력 규제 타임라인**: 텍사스 감사(12/10)·PUCT(12/17)·주의회(1~5월) 거점 주 인허가 유예가 실질 물리 병목
- **선행 경고 작동 규칙**: ① CDS 400bp/OAS 120bp, ② CapEx MoM −3%. 1개 시 HW 축소(+1.0%p), 2개 시 약세(①) 전환

2026년 11월 ~ 2027년 하반기 주요 이벤트 및 점검 타임라인

2026년 11~12월	2027년 1월 말 ~ 2월 초	2027년 4월 말~5월	2027년 7~10월
• Anthropic 상장·Nasdaq-100 편입 • ORCL FQ2·CIEN FQ4(12월 중순)·LPSC 메타 DC 승인(12월) • PJM 2029/30 입찰 • 텍사스 DC 감사 결과(12/10)·PUCT(12/17)	• 4Q26 실적: 2027년 CapEx 첫 가이던스 → 예정된 의견 변경 시점 • MA 2028 사전통지(1월 말)·ANET 4Q 실적(2월 중순) • 텍사스 주의회 개회(5월 말까지)	• B2B(GEV·ETN) 1.0배, 유틸 공매도 감소 전환 점검(매월) • 주의회 폐회(5월 말): 유틸·산업재 등급	• 사모신용 전이·필수소비재 공매도 5%·금융 4Q 조건(CPI 2.5%·커브 +50bp) 점검

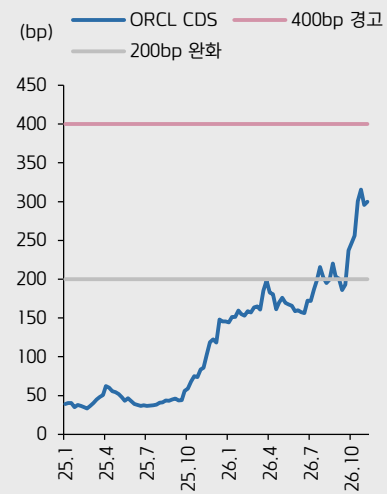
자료: 키움증권 리서치센터

[리스크 모니터] 선행 경고 신호 점등 '0개'

◆ 핵심 경고 지표 미점등(11/09 기준)으로 기본 시나리오(②) 포트폴리오 유지

– ORCL CDS 400bp 점등 시 ORCL N → 비선호·네오클라우드 비선호 강화, 200bp 하회는 조달 리스크 해소 신호(IT SW UW 완화는 seat 앱 가이던스로 별도 판단)

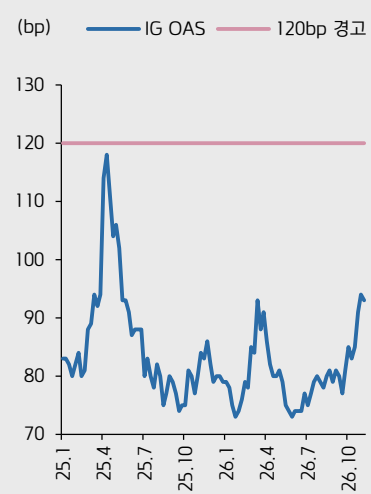
① ORCL 5Y CDS (bp, 주간)



현재: 300bp 미점등 (여유 100bp)

경고 기준선:
400bp 상회 시

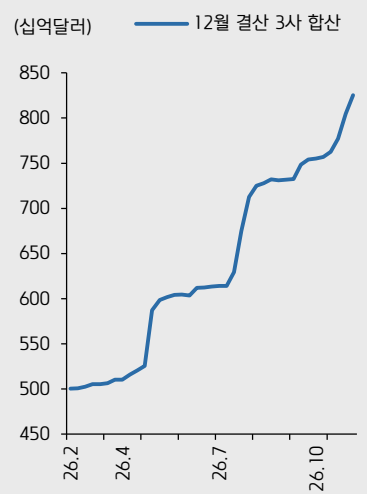
① IG OAS(bp, 주간)



현재: 93bp 미점등 (여유 27bp)

경고 기준선:
120bp 상회 시

② 2027년 CapEx 컨센서스($B)



$825B 미점등 (상향 지속)

경고 기준선:
전월 대비 −3% 이상 하향 시

자료: Bloomberg, FRED, LSEG Workspace(I/B/E/S), 키움증권 리서치센터
주: IG OAS는 ICE BofA US Corporate Index OAS(FRED, 11/06), capex는 12월 결산 3사(GOOGL·META·AMZN) I/B/E/S FY2 합산(2026년 2월 FY 전환 이후).
경고 ②는 이와 MSFT FY27 CapEx 컨센서스($196B, 11/09)를 각각 전월 대비 −3% 기준으로 판정, 경고 ①은 CDS·OAS 중 하나만 넘어도 점등

아리스타 네트웍스 (ANET)

US Equity Analyst 박기현

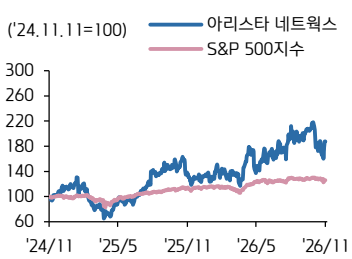
블룸버그 목표주가	USD 244.16
현재 주가 (11/9)	USD 186.17

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어&반도체
세부업종	통신 장비
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7549.94
시가총액(mln)	235,207.6
유통주식수(mln)	1,263.4
52주 최고	217.41
52주 최저	114.52
일평균거래량	6,161,871

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	42.1	-14.1	31.3	38.3
S&P 500	10.3	-3.3	2.0	12.2



◆ **기업 개요:** 아리스타 네트웍스(ANET)는 클라우드 및 AI 데이터센터용 고속 이더넷 스위치·라우터와 자체 네트워크 OS(EOS)를 공급하는 글로벌 선도 기업. 고객군은 하이퍼스케일러(MSFT·META 각 매출 비중 10%+), 네오클라우드 및 AI 스타트업, 기업 캠퍼스로 다변화되어 있음. 2026년 연간 가이던스는 매출 $12.6B(+40% YoY), AI 백엔드 부문 $3.5B 이상, 캠퍼스 부문 $1.25B 이상 제시. AI 클러스터 백엔드(스케일아웃) 네트워크의 이더넷 전환이 구조적 성장 동력

◆ **투자 포인트: 1) 건물 준공이 아닌 CapEx 집행에 직결된 매출 구조**: 동사 AI 매출은 하이퍼스케일러의 백엔드 네트워크 증설 물량에 연동되며, 양대 고객인 MSFT와 META 모두 2027년 CapEx 추정치가 유지·상향되는 수요처로 집행 가시성이 극히 높음. 2027~28년 상면 공급 여유 국면에서도 네트워크 투자는 건물 준공과 무관하게 진행된다고 판단. 리드타임 52주 부품에 대한 구매약정 $9.7B(3개 분기 전 $3.6B)를 선확보해 공급 측 병목 리스크도 완화. **2) 실적 성장 가속 대비 과도한 멀티플 압축**: 3Q26 매출 +58.5% YoY로 상장 이래 최고 성장률을 달성했고 4Q 가이던스 역시 +59% YoY로 고성장 지속. 6월 말 이후 12M fwd EPS 컨센서스가 +41% 상향되었음에도 12M Fwd P/E는 40.6배에서 32.9배로 대폭 압축됨. 실적 확인을 통해 피크아웃 우려 해소 시 리레이팅 유효. 핵심 논리 훼손 신호는 하이퍼스케일러의 자체 스위치 채택 확대, 1~2월 실적 시즌 MSFT·META의 2027년 CapEx 삭감, 이연매출 감소세 지속

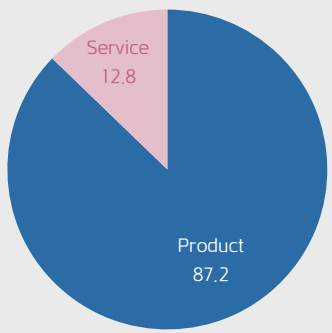
◆ **실적 및 밸류에이션**: 3Q26(9월 결산) 매출액 $3.66B(+58.5% YoY, +20.5% QoQ) 및 Non-GAAP EPS $1.20(+56% YoY)으로 가이던스와 컨센서스를 대폭 상회. Non-GAAP GPM 64.0%, OPM 49.1%(GAAP 44.9%)로 매출 성장이 가파른 영업 레버리지로 연결됨. 4Q 가이던스는 매출 $3.9~4.0B(중간값 +59% YoY), Non-GAAP OPM 48~49%, EPS $1.26~1.30 제시. 12M Fwd P/E 32.9배는 6월 말(40.6배) 및 5년 평균(34.7배)을 모두 하회

Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	7,003	9,006	13,105	18,204
영업이익	3,327	4,337	6,430	8,949
영업이익률 (%)	47.5	48.2	49.1	49.2
순이익	2,910	3,806	5,443	7,570
EPS	2.27	2.98	4.26	5.90
증가율	30.8	31.3	42.8	38.6
PER	54.5	49.6	43.8	31.6
PBR	13.9	13.3	13.3	9.3
ROE	33.1	31.4	32.9	32.6
배당지표수익률	-	-	-	-

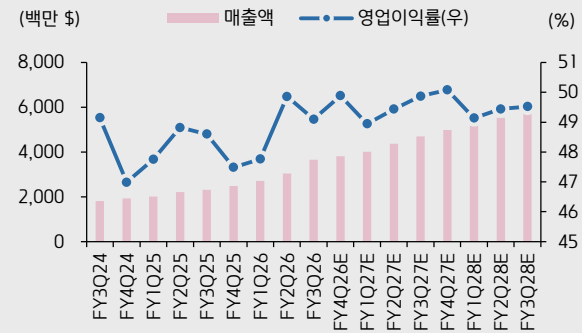
주: 컨센서스는 2026.11.09 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

ANET 사업부별 매출액 비중



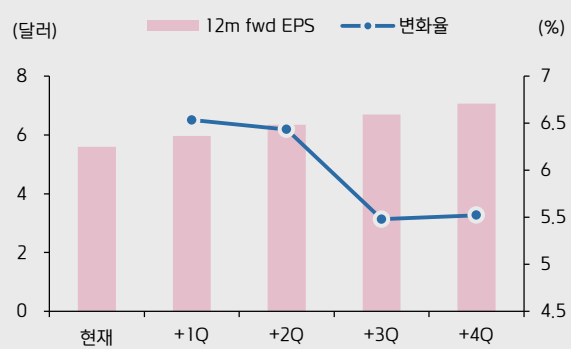
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ANET 분기 매출액 및 영업이익률 추이



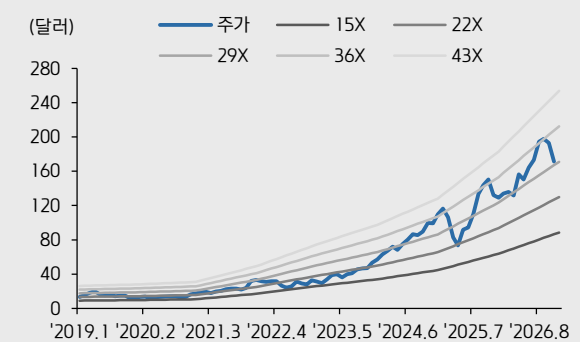
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ANET 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ANET 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

아리스타 네트웍스 (ANET)

손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	**2,948**	**4,381**	**5,860**	**7,003**	**9,006**
매출원가	1,067	1,706	2,230	2,512	3,237
매출총이익, GAAP	**1,881**	**2,676**	**3,630**	**4,491**	**5,769**
판관비	369	420	518	550	675
연구개발비	587	728	855	997	1,237
영업이익, GAAP	**925**	**1,527**	**2,257**	**2,945**	**3,856**
영업외 (이익)손실	-6	-55	-165	-320	-394
세전이익, GAAP	**1,147**	**1,824**	**2,750**	**3,647**	**4,731**
법인세비용	90	229	335	413	738
당기순이익, GAAP	**841**	**1,352**	**2,087**	**2,852**	**3,511**
EPS, GAAP	**0.685**	**1.1025**	**1.69**	**2.27**	**2.79**
희석 EPS, GAAP	**0.66**	**1.0675**	**1.645**	**2.23**	**2.75**
영업이익, 조정	**1,141**	**1,796**	**2,603**	**3,327**	**4,337**
당기순이익, 조정	**915**	**1,448**	**2,199**	**2,910**	**3,806**
EBITDA	**998**	**1,614**	**2,351**	**3,007**	**3,929**

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	**5,734**	**6,775**	**9,957**	**14,044**	**19,449**
유동자산	4,813	5,551	8,400	11,911	16,387
현금 및 현금성자산	3,408	3,024	5,008	8,303	10,743
매출채권	517	923	1,034	1,140	1,887
재고자산	650	1,290	1,945	1,835	2,247
비유동자산	922	1,225	1,557	2,133	3,062
유형자산	144	148	102	99	203
무형자산	282	388	357	331	832
부채총계	**1,756**	**1,890**	**2,738**	**4,049**	**7,078**
유동부채	1,110	1,294	1,919	2,732	5,377
매입채무	429	525	842	816	1,127
단기성부채	20	20	21	22	0
비유동부채	646	596	818	1,317	1,702
장기성부채	57	44	44	37	0
자본총계	**3,979**	**4,886**	**7,219**	**9,995**	**12,371**

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,016**	**493**	**2,034**	**3,708**	**4,372**
감가상각비, 무형자산상각비	50	63	71	62	73
운전자본 변동	3	-885	-73	937	1506
투자활동으로 인한 현금흐름	**-926**	**216**	**-687**	**-2,457**	**-3,576**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-65	-45	-34	-32	-120
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-361**	**-655**	**-84**	**-422**	**-1,596**
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자사주매입	-344	-622	-50	-363	-1545
현금증가	**-272**	**51**	**1263**	**824**	**-799**
기초현금	897	625	676	1,939	2,764
기말현금	625	676	1,939	2,764	1,965
FCF	**951**	**448**	**2,000**	**3,676**	**4,252**
FCFF	**951**	**448**	**2,000**	**3676**	**4,252**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	28.52	30.87	35.62	40.73	38.99
영업이익률	31.37	34.86	38.52	42.05	42.82
EBITDA 마진	33.86	36.84	40.13	42.93	43.62
ROE	23.04	30.51	34.49	33.14	31.40
ROA	16.06	21.62	24.95	23.77	20.97
ROIC	24.04	32.13	33.35	29.67	28.42
부채비율	1.93	1.31	0.91	0.60	0.00
순차입금비율	-83.74	-60.58	-68.46	-82.48	-86.84
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	307.10	233.76	260.91	303.91	199.81
유동비율	433.64	429.12	437.63	435.94	304.79
PER	62.70	31.46	35.83	54.55	49.56
PBR	11.12	7.62	10.19	13.95	13.31
EV/EBIT	43.94	22.37	30.32	44.55	39.91
EV/EBITDA	40.97	21.24	29.17	43.63	39.17

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

시에나 (CIEN)

US Equity Analyst 박기현

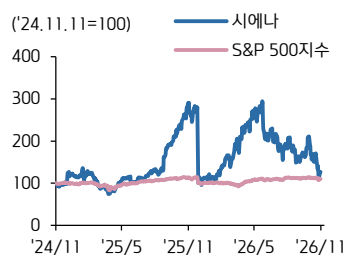
블룸버그 목표주가	515.94
현재 주가 (11/9)	269.33

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어&반도체
세부업종	통신 장비
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,549.94
시가총액(mln)	38,193.3
유통주식수(mln)	141.8
52주 최고	637.51
52주 최저	168.22
일평균거래량	2,822,176

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	15.2	-40.1	-50.9	35.2
S&P 500	10.3	-3.3	2.0	12.2



◆ **기업 개요:** 시에나(CIEN)는 코히어런트 광전송(WaveLogic), 800G 플러거블, DC 라우팅·스위칭, 네트워크 SW(Blue Planet) 공급 순수 광 네트워킹 선도사(10월 결산). FQ3 2026 매출 비중은 광전송 71%, 고객은 클라우드(53%)와 통신사로 구성. 10% 이상 고객 2사(합산 41.7%)는 모두 클라우드 사업자(비공개), 공개 앵커 고객은 META(DCOM). FY26 매출 가이던스 $6.42B(+35% YoY) 상향, 수주잔고 $7.7B(FQ2 기준)

◆ **투자 포인트: 1) DCI 트래픽 급증 및 하이퍼스케일러 CapEx 집행 연동**: AI 클러스터 분산 배치로 데이터센터 간 연결(DCI) 코히어런트 대역폭 수요 급증. 클라우드 직매출 비중 53%(+82% YoY) 확대로 통신사 투자 사이클 의존도 탈피. CapEx 추정치 유지·상향군인 META를 앵커로 한 DCOM(라우팅)의 2번째 고객 초기 수주 및 3번째 고객 검증 진행, 차세대 광전송(HyperRail)의 2027년 매출 기여 및 마진 확대 기대. 건물 준공이 아닌 트래픽·CapEx 집행을 따르는 구조로 상면(파워드셸) 공실 리스크 제한적. **2) 영업 레버리지 입증 및 과도한 멀티플 압축**: FQ3 매출 +37% 대비 판관비 증가 +5%에 불과, 조정 GPM 46.4%(+4.5%p YoY) 및 조정 EPS +215% YoY로 가파른 레버리지 시현. 6월 말 이후 12M Fwd EPS 컨센서스 +40% 상향에도 12M Fwd P/E 56.7배 → 22.4배로 급격한 디레이팅 발생. 리스크 요인은 상위 2사 고객 집중도(41.7%), 논리 훼손 신호는 클라우드 직매출 둔화, 통신사 CapEx 지연, 경쟁 가격 압박

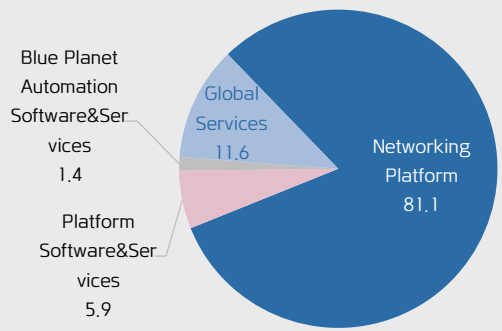
◆ **실적 및 밸류에이션**: FQ3 2026 매출액 $1.67B(+37% YoY, +6% QoQ), 조정 EPS $2.11(+215% YoY)로 컨센서스 대폭 상회. 클라우드향 매출 +82% YoY, RLS·Waveserver 라인업 각 +55%+ 성장, 플러거블 2배 이상 확대. FQ4 가이던스 매출 $1.75B(±$50M), 조정 GPM 45%(±50bp), 조정 OPM 약 20% 제시. 12M Fwd P/E 22.4배로 6월 말(56.7배) 및 5년 평균(26.1배) 하회

Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	4,015	4,770	6,429	8,466
영업이익	388	533	1,309	2,170
영업이익률 (%)	9.7	11.2	20.4	25.6
순이익	266	384	1,036	1,761
EPS	1.82	2.64	7.11	11.86
증가율	-33.1	45.1	169.2	66.9
PER	89.0	130.2	37.9	22.7
PBR	3.2	9.8	11.9	8.6
ROE	3.0	4.4	34.2	43.4
배당지표수익률	-	-	-	-

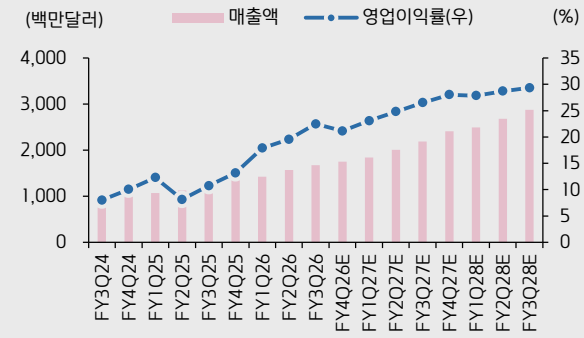
주: 컨센서스는 2026.11.09 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

CIEN 사업부별 매출액 비중



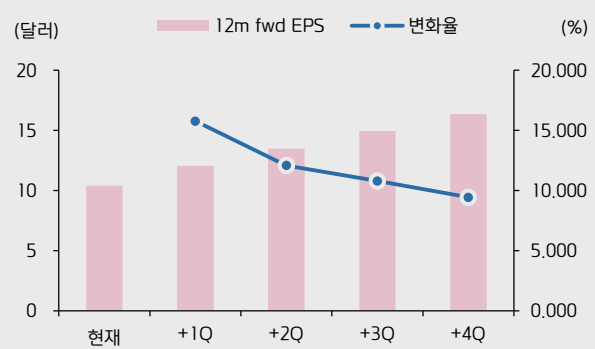
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CIEN 분기 매출액 및 영업이익률 추이



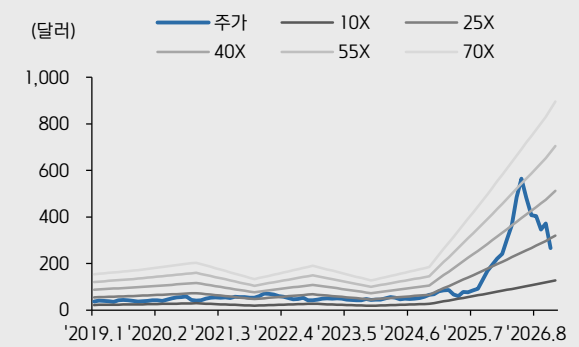
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CIEN 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CIEN 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

시에나 (CIEN)

손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	**3,621**	**3,633**	**4,387**	**4,015**	**4,770**
매출원가	1,899	2,072	2,508	2,295	2,765
매출총이익, GAAP	**1,722**	**1,560**	**1,879**	**1,720**	**2,005**
판관비	634	646	706	731	820
연구개발비	537	625	751	767	848
영업이익, GAAP	**495**	**223**	**358**	**167**	**198**
영업외 (이익)손실	33	40	34	47	41
세전이익, GAAP	**574**	**362**	**521**	**341**	**492**
법인세비용	-37	30	69	36	33
당기순이익, GAAP	**500**	**153**	**255**	**84**	**123**
EPS, GAAP	**3.22**	**1.01**	**1.71**	**0.58**	**0.87**
희석 EPS, GAAP	**3.19**	**1**	**1.71**	**0.58**	**0.85**
영업이익, 조정	**607**	**407**	**573**	**388**	**533**
당기순이익, 조정	**457**	**289**	**406**	**266**	**384**
EBITDA	**644**	**381**	**516**	**314**	**351**

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	**4,865**	**5,070**	**5,601**	**5,641**	**5,865**
유동자산	3,189	3,386	3,576	3,544	3,566
현금 및 현금성자산	1,604	1,148	1,115	1,251	1,308
매출채권	885	921	1,004	909	976
재고자산	374	947	1,051	820	826
비유동자산	1,676	1,684	2,026	2,097	2,299
유형자산	329	313	315	365	425
무형자산	377	398	650	610	745
부채총계	**1,845**	**2,357**	**2,753**	**2,825**	**3,135**
유동부채	909	1,041	932	1,000	1,308
매입채무	762	873	745	813	1,069
단기성부채	29	30	32	31	30
비유동부채	936	1,316	1,821	1,825	1,827
장기성부채	775	1,157	1,625	1,602	1,595
자본총계	**3,020**	**2,713**	**2,848**	**2,816**	**2,729**

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	**542**	**-168**	**168**	**515**	**806**
감가상각비, 무형자산상각비	132	140	142	133	140
운전자본 변동	-63	-568	-390	109	224
투자활동으로 인한 현금흐름	**-91**	**-101**	**-383**	**-306**	**-241**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-80	-91	-106	-137	-141
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-117**	**-133**	**229**	**-285**	**-406**
지급배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-10	391	485.109	-16	-16
자사주매입	-63	-470	-211	-220	-299
현금증가	**334**	**-428**	**16**	**-76**	**157**
기초현금	1,089	1,423	994	1,011	935
기말현금	1,423	994	1,011	935	1,092
FCF	**462**	**-259**	**62**	**378**	**665**
FCFF	**—**	**-219**	**131**	**446**	**736**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	13.82	4.21	5.81	2.09	2.59
영업이익률	13.68	6.13	8.15	4.15	4.14
EBITDA 마진	17.79	10.49	11.76	7.81	7.37
ROE	18.09	5.33	9.16	2.96	4.45
ROA	11.06	3.08	4.78	1.49	2.14
ROIC	14.64	4.82	6.68	2.60	3.53
부채비율	26.61	43.73	58.18	57.96	59.56
순차입금비율	-26.50	1.40	19.02	13.53	11.63
EBITDA/현금지급이자	21.57	8.90	6.11	3.39	4.12
현금비율	176.46	110.36	119.67	125.14	99.98
유동비율	350.80	325.38	383.66	354.50	272.51
PER	21.27	41.69	21.19	89.01	130.19
PBR	2.78	2.64	2.09	3.24	9.81
EV/EBIT	15.30	32.05	18.02	56.41	135.72
EV/EBITDA	11.81	18.90	12.57	30.31	77.10

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

암페놀 (APH)

US Equity Analyst 박기현

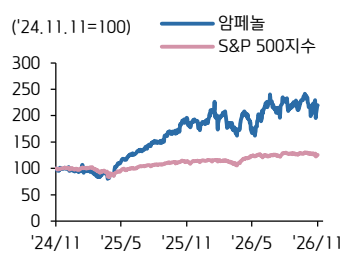
블룸버그 목표주가	108.33
현재 주가 (11/9)	80.71

Stock Data

산업분류	산업제품
세부업종	전자 장비 기기 & 부품
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,549.94
시가총액(mln)	199,294.1
유통주식수(mln)	2,469.3
52주 최고	89.93
52주 최저	59.01
일평균거래량	12,486,122

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	19.4	-7.5	26.1	16.1
S&P 500	10.3	-3.3	2.0	12.2



◆ **기업 개요:** 암페놀(APH)은 글로벌 1위 인터커넥트 솔루션 기업(커넥터·케이블·센서·인터커넥트 시스템 설계 및 제조). 사업 부문은 AI DC 핵심인 통신 솔루션(Communications Solutions, 3Q26 매출 비중 64%), 방산·항공용 Harsh Environment(20%), 산업·자동차용 Interconnect & Sensor(16%)로 구성. 2026년 1월 CommScope CCS 인수($10.5B)로 데이터센터·통신 인프라 포트폴리오 대폭 확장

◆ **투자 포인트: 1) 건물 준공 무관, 랙 출하에 직결된 데이터·전력 인터커넥트**: AI 랙당 초고속 데이터 및 전력 인터커넥트 동시 공급 1위 사업자. IT 데이터컴 매출(3Q26 비중 48%, AI 비중 약 75%)은 랙 출하량에 직접 연동. 2027~28년 데이터센터 건물(파워드셸) 공급 여유 및 공실 발생 시에도 하이퍼스케일러 CapEx 집행 시 랙 출하는 지속되어 DC 전용 장비사 대비 견고한 매출 하방 확보. 랙 내부 구리의 광 전환 속도는 리스크 요인이나 2028년 이후 본격화될 변수로 판단. **2) 고객 분산 기반 수요처 리스크 제한 및 랙당 콘텐츠 비선형 증가**: 단일 10%+ 고객 부재(FY2025 10-K)로 추정치 하향 및 차입 의존 수요처 리스크 분산. 800V 전환 및 인랙 전력 급증(132kW → 1MW)에 따른 랙당 인터커넥트 탑재 가치 비선형적 확대. 3Q26 수주 $12.2B(+99% YoY), Book-to-Bill 1.19배로 출하를 웃도는 전방 수요 확인

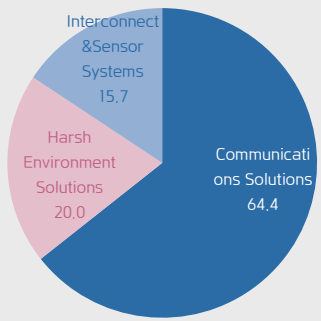
◆ **실적 및 밸류에이션:** 3Q26 매출액 $10.2B(+65% YoY, 유기적 +37%), Non-GAAP EPS $0.80(+74% YoY)으로 가이던스 상단 및 컨센서스 상회. IT 데이터컴 매출 +117% YoY(유기적 +77%), 조정 OPM 29.7%(+0.2%p YoY), FCF $1.6B 사상 최대 달성. 2026년 가이던스 매출 $36.9~37.1B(+60% YoY), EPS $2.82~2.84(+70% YoY) 상향, 배당 인상 및 $4B 자사주 매입 승인. 6월 말 이후 12M Fwd EPS 컨센서스 +34% 상향에도 12M Fwd P/E는 23.0배로 6/30(33.1배) 및 5년 평균(29.4배) 대폭 하회, 실적 지속성 확인 시 리레이팅 기대

Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	15,223	23,095	37,139	45,583
영업이익	3,303	6,050	10,860	13,572
영업이익률 (%)	21.7	26.2	29.2	29.8
순이익	2,382	4,273	7,292	9,334
EPS	0.95	1.67	2.83	3.63
증가율	25.6	76.7	69.5	28.1
PER	34.9	38.7	28.5	22.3
PBR	8.6	12.4	10.8	7.9
ROE	26.7	36.8	44.5	41.3
배당지표수익률	0.6	0.6	0.6	0.7

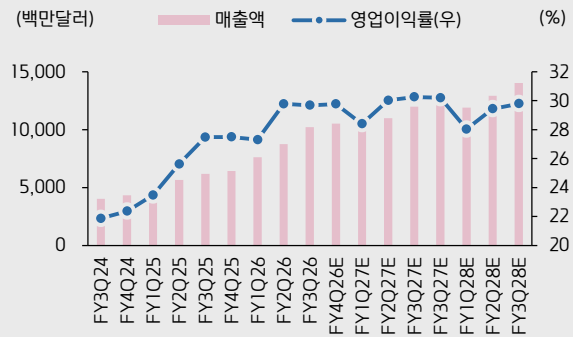
주: 컨센서스는 2026.11.09 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

APH 사업부별 매출액 비중



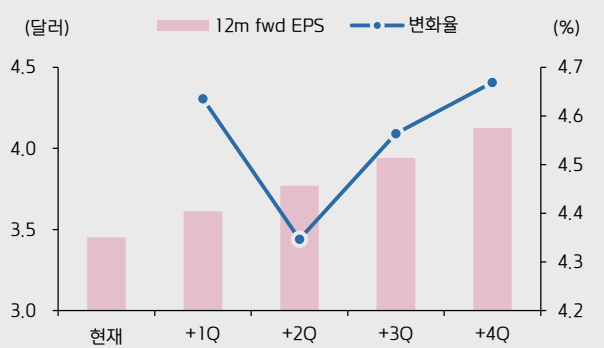
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

APH 분기 매출액 및 영업이익률 추이



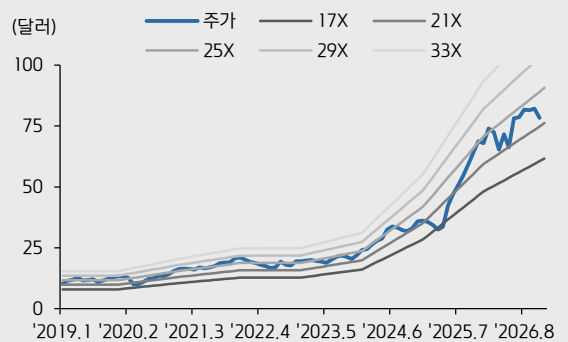
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

APH 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

APH 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

암페놀 (APH)

손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	**10,876**	**12,623**	**12,555**	**15,223**	**23,095**
매출원가	7,475	8,595	8,471	10,083	14,577
매출총이익, GAAP	**3,402**	**4,028**	**4,084**	**5,140**	**8,518**
판관비	909	1,097	1,148	1,402	1,899
연구개발비	318	324	342	453	647
영업이익, GAAP	**2,105**	**2,586**	**2,560**	**3,157**	**5,869**
영업외 (이익)손실	116	118	105	145	268
세전이익, GAAP	**2,060**	**2,467**	**2,455**	**3,012**	**5,601**
법인세비용	409	551	509	570	1,295
당기순이익, GAAP	1,591	1,902	1,928	2,424	4,270
EPS, GAAP	0.67	0.80	0.81	1.01	1.76
희석 EPS, GAAP	0.64	0.77	0.78	0.96	1.67
영업이익, 조정	2,176	2,607	2,594	3,303	6,050
당기순이익, 조정	1,548	1,865	1,870	2,382	4,273
EBITDA	2,619	3,100	3,093	4,178	7,440

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	**14,678**	**15,326**	**16,526**	**21,440**	**36,237**
유동자산	5,958	6,479	6,835	9,686	20,267
현금 및 현금성자산	1,241	1,434	1,660	3,335	11,434
매출채권	2,455	2,631	2,618	3,288	4,717
재고자산	1,894	2,094	2,167	2,546	3,425
비유동자산	8,720	8,847	9,691	11,754	15,970
유형자산	1,420	1,494	1,616	2,096	2,865
무형자산	7,134	7,180	7,927	9,461	12,817
부채총계	**8,299**	**8,232**	**8,100**	**11,584**	**22,727**
유동부채	2,447	2,676	3,153	4,084	6,803
매입채무	2,373	2,588	2,707	3,574	5,725
단기성부채	75	88	445	510	1,078
비유동부채	5,852	5,556	4,947	7,500	15,924
장기성부채	4,976	4,784	4,196	6,770	14,989
자본총계	**6,379**	**7,094**	**8,427**	**9,856**	**13,510**

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,540**	**2,175**	**2,529**	**2,815**	**5,375**
감가상각비, 무형자산상각비	396	393	406	573	922
운전자본 변동	-496	-193	150	-211	-32
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1,888**	**-731**	**-1,394**	**-2,649**	**-5,082**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-360	-384	-373	-665	-997
유, 무형자산 처분	4	6	4	8	15
재무활동으로 인한 현금흐름	**-145**	**-1,197**	**-1,012**	**1,730**	**7,423**
지급배당금	**-347**	**-477**	**-501**	**-595**	**-802**
차입금의 증가(감소)	636	-164	-293	2,627	8,520
자사주매입	-373	-545	-191	-242	-112
현금증가	**-505**	**176**	**102**	**1,842**	**7,814**
기초현금	1,702	1,197	1,373	1,475	3,317
기말현금	1,197	1,373	1,475	3,317	11,131
FCF	1,180	1,791	2,156	2,149	4,378
FCFF	1,271	1,891	2,266	2,325	4,661

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	14.63	15.07	15.36	15.92	18.49
영업이익률	19.35	20.48	20.39	20.74	25.41
EBITDA 마진	24.08	24.56	24.64	27.45	32.22
ROE	27.22	28.57	25.10	26.73	36.80
ROA	11.78	12.68	12.11	12.77	14.81
ROIC	15.40	16.47	15.55	16.39	18.78
부채비율	80.15	69.44	55.60	74.35	119.79
순차입금비율	**59.72**	**48.45**	**35.37**	**40.02**	**34.30**
EBITDA/현금지급이자	23.40	25.06	23.94	23.28	25.83
현금비율	50.73	53.59	52.66	81.67	168.08
유동비율	243.48	242.11	216.81	237.18	297.92
PER	33.93	24.64	31.47	34.92	38.74
PBR	8.31	6.46	7.11	8.58	12.36
EV/EBIT	26.67	18.82	24.29	27.74	28.94
EV/EBITDA	21.49	15.74	20.18	21.06	22.91

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

마이크로소프트 (MSFT)

US Equity Analyst 박기현

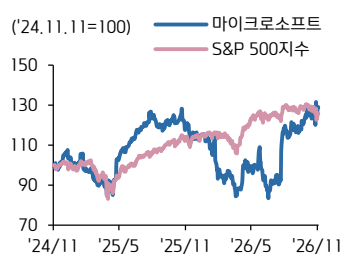
블룸버그 목표주가	641.16
현재 주가 (11/9)	545.18

Stock Data

산업분류	소프트웨어&기술서비스
세부업종	소프트웨어
거래소	NASDAQ GS
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7549.94
시가총액(mln)	4,048,612.75
유통주식수(mln)	7,426.2
52주 최고	559.15
52주 최저	349.20
일평균거래량	23,448,259

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	12.7	1.9	31.3	9.7
S&P 500	10.3	-3.3	2.0	12.2



◆ **기업 개요:** 마이크로소프트(MSFT)는 Azure 클라우드·AI 플랫폼, 생산성 SW(M365·Dynamics), 개인용 컴퓨팅(Windows, 디바이스, Xbox) 영위 글로벌 1위 소프트웨어 기업. FY27 1Q 매출 $92.3B 중 Microsoft Cloud 비중 69%($63.9B)이며, Azure($33.2B, 분기 첫 공개)가 성장 견인. OpenAI 최대 투자사 겸 모델 공급 파트너로, Copilot(유료 3,000만+ 좌석) 기반 기존 제품군 AI 번들링 가속화

◆ **투자 포인트: 1) 빅테크 5사 중 유일한 FCF 흑자 기반 자금력**: 2027년 하이퍼스케일러 CapEx $1T 상회 국면에서 타사(GOOGL·AMZN·META·ORCL)는 대규모 FCF 적자(합산 약 $183B)에 직면한 반면, 동사는 FY27 FCF +$29B로 자체 영업현금흐름(OCF) 기반 투자 지속. 차입 의존처(ORCL·네오클라우드)의 조달 경색 및 투자 둔화 리스크 속에서도 방어력 입증(CY26 CapEx 약 $170B 집행에도 FCF 흑자 유지). **2) Seat 잠식 리스크 배제, 클라우드 소비·컴퓨팅 계약 중심 AI 매출 인식**: Azure +48% 성장, 상업 RPO $677B, AI 런레이트 $37B+ 돌파로 AI 수요가 실질 소비(종량제) 매출로 직결되는 유일한 대형 SW. 에이전트 확산에 따른 인당 과금(Seat) 잠식 리스크(CRM·NOW·WDAY)에서 자유로워 IT SW 섹터 내 최선호 유지(Copilot 좌석 과금 매출 비중 미미). 추가 상방 동력은 FY28 EPS 성장(+20%, FY28 CapEx $230B 감가상각 반영 기준). 논리 훼손 신호는 예상치를 대폭 웃도는 CapEx 상향 및 외부 리스 조달 확대

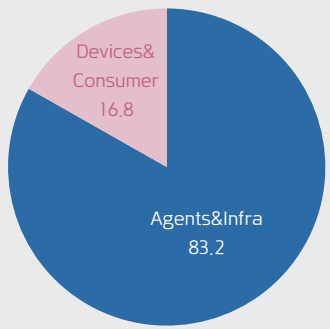
◆ **실적 및 밸류에이션:** FY1Q27 매출액 $92.3B(+19% YoY), 영업이익 $45.9B(+21%), Non-GAAP EPS $4.89로 컨센서스 상회. Azure $33.2B(+48%), CapEx $45.2B(금융리스 포함). 2Q 가이던스 매출 $96.0~97.1B(+18~19%), Azure +49~50%(cc), CapEx $50B+ 제시. 12M Fwd P/E 25.4배(6/30 18.5배)로 선제 리레이팅된 점을 고려 시, 향후 추가 주가 상승 동력은 FY28 EPS 성장(+20%)에 대한 기대감이 될 전망

Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY25	FY26	FY27E	FY28E
매출액	281,724	331,839	395,413	477,204
영업이익	128,528	155,237	185,831	222,823
영업이익률 (%)	45.6	46.8	47.0	46.7
순이익	101,832	133,749	148,909	179,085
EPS	13.64	17.95	20.03	24.04
증가율	15.6	31.6	11.6	20.0
PER	36.4	22.2	27.2	22.7
PBR	10.8	6.3	7.3	5.7
ROE	33.3	34.0	28.8	27.3
배당지표수익률	0.7	0.7	0.7	0.8

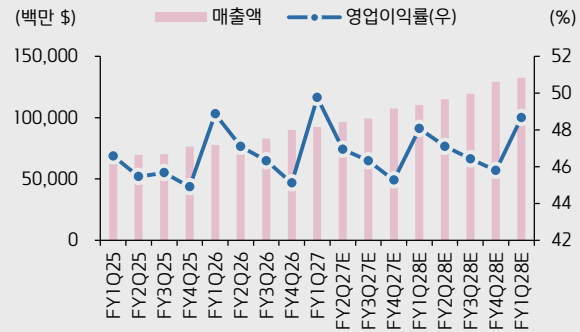
주: 컨센서스는 2026.11.09 블룸버그 기준, GAAP 기준

MSFT 사업부별 매출액 비중



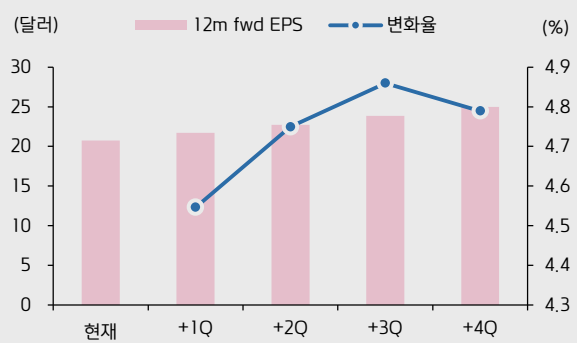
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MSFT 분기 매출액 및 영업이익률 추이



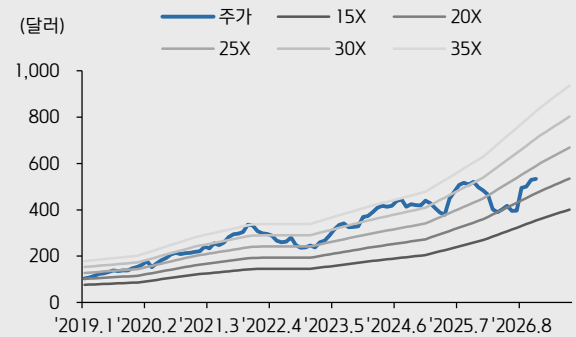
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MSFT 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MSFT 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

마이크로소프트 (MSFT)

손익계산서

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
매출액	**198,270**	**211,915**	**245,122**	**281,724**	**331,839**
매출원가	62,650	65,863	74,114	87,831	106,374
매출총이익, GAAP	**135,620**	**146,052**	**171,008**	**193,893**	**225,465**
판관비	27,725	30,334	32,065	32,877	34,666
연구개발비	24,512	27,195	29,510	32,488	35,562
영업이익, GAAP	**83,383**	**89,694**	**109,433**	**128,528**	**155,237**
영업외 (이익)손실	-333	-788	1,646	4,901	-10,697
세전이익, GAAP	**83,716**	**89,311**	**107,787**	**123,627**	**165,934**
법인세비용	10,978	16,950	19,651	21,795	32,185
당기순이익, GAAP	**72,738**	**72,361**	**88,136**	**101,832**	**133,749**
EPS, GAAP	**9.7**	**9.72**	**11.86**	**13.7**	**18**
희석 EPS, GAAP	**9.65**	**9.68**	**11.8**	**13.64**	**17.95**
영업이익, 조정	**83,383**	**89,694**	**109,433**	**128,528**	**155,237**
당기순이익, 조정	**69,447**	**73,307**	**88,136**	**101,832**	**128,786**
EBITDA	**100,304**	**105,259**	**135,275**	**168,205**	**200,739**

재무상태표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
자산총계	**364,840**	**411,976**	**512,163**	**619,003**	**758,376**
유동자산	169,684	184,257	159,734	191,131	207,710
현금 및 현금성자산	104,757	111,262	75,543	94,565	76,843
매출채권	44,261	48,688	56,924	69,905	80,876
재고자산	3,742	2,500	1,246	938	1,397
비유동자산	195,156	227,719	352,429	427,872	550,666
유형자산	87,546	109,987	154,552	229,789	337,253
무형자산	78,822	77,252	146,817	142,113	138,260
부채총계	**198,298**	**205,753**	**243,686**	**275,524**	**315,989**
유동부채	95,082	104,149	125,286	141,218	168,825
매입채무	33,728	33,256	39,577	48,644	59,895
단기성부채	6,037	8,853	14,871	11,595	18,910
비유동부채	103,216	101,604	118,400	134,306	147,164
장기성부채	72,363	70,588	82,981	100,589	109,903
자본총계	**166,542**	**206,223**	**268,477**	**343,479**	**442,387**

현금흐름표

(USD mln)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
영업활동으로 인한 현금흐름	**89,035**	**87,582**	**118,548**	**136,162**	**182,935**
감가상각비, 무형자산상각비	14,460	13,861	22,287	34,153	38,534
운전자본 변동	2,426	-108	7892	-1425	3776
투자활동으로 인한 현금흐름	**-30,311**	**-22,680**	**-96,970**	**-72,599**	**-139,500**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-23,886	-28,107	-44,477	-64,551	-115,948
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-58,876**	**-43,935**	**-37,757**	**-51,699**	**-52,546**
지급배당금	-18,135	-19,800	-21,771	-24,082	-26,445
차입금의 증가(감소)	-9,023	-2,750	575	-8,962	-3,000
자사주매입	-30,855	-20379	-15252	-16364	-20262
현금증가	**-293**	**20,773**	**-16389**	**11,927**	**-9,307**
기초현금	14,224	13,931	34,704	18,315	30,242
기말현금	13,931	34,704	18,315	30,242	20,935
FCF	**65,149**	**59,475**	**74,071**	**71,611**	**66,987**
FCFF	**66,941**	**61,070**	**76,471**	**73576**	**69,446**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026
보통주 순이익률	36.69	34.15	35.96	36.15	40.31
영업이익률	42.06	41.77	44.64	45.62	46.78
EBITDA 마진	50.59	49.67	55.19	59.71	60.49
ROE	47.15	38.82	37.13	33.28	34.04
ROA	20.82	18.63	19.07	18.00	19.42
ROIC	31.74	28.29	28.71	26.80	25.02
부채비율	47.08	38.52	36.45	32.66	29.12
순차입금비율	-15.83	-15.43	8.31	5.13	11.75
EBITDA/현금지급이자	52.79	61.92	79.57	93.45	143.39
현금비율	110.18	106.83	60.30	66.96	45.52
유동비율	178.46	176.92	127.50	135.34	123.03
PER	28.02	34.82	37.84	36.36	22.15
PBR	11.51	12.27	12.38	10.77	6.26
EV/EBIT	22.60	28.10	30.41	28.74	18.08
EV/EBITDA	18.85	23.74	24.73	22.09	14.06

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

콴타 서비시스 (PWR)

US Equity Analyst 박기현

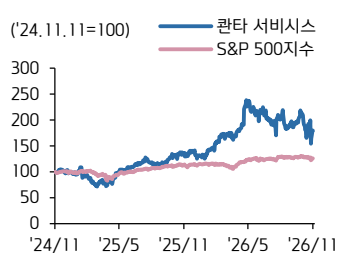
블룸버그 목표주가	788.66
현재 주가 (11/9)	591.48

Stock Data

산업분류	산업 서비스
세부업종	건설 & 엔지니어링
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,549.94
시가총액(mln)	89,122.5
유통주식수(mln)	150.7
52주 최고	788.75
52주 최저	408.36
일평균거래량	1,179,607

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	40.1	-16.2	-20.6	32.9
S&P 500	10.3	-3.3	2.0	12.2



◆ **기업 개요:** 콴타 서비시스(PWR)는 미국 최대 전력 인프라 전문 시공사. 송배전·변전 설비 시공 및 유지보수, 발전(가스·신재생·원자력), 데이터센터 전력 연계 인프라, 통신·가스 등 지하 인프라 영위. 유틸리티 고객과의 다년 MSA(종합용역계약)가 매출 기반. 최근 2년간 13건(25년 8건, 26년 5건)의 인수를 통해 철탑(모노폴) 제작 등 자재 역량을 내재화하여 공급망 병목 선제 대응

◆ **투자 포인트: 1) DC 건물 여유 속 전력 연결 병목 지속 — 비동조화된 구조적 발주 수혜**: 2027년 예정 용량(33.8GW) 중 미착공분(8.4GW)의 인허가 지연으로 2029년 전력 재병목 불가피. 리드타임 3년 이상의 송배전망은 선제 발주가 필수적. 계통 투자는 규제 유틸리티의 요금기저 및 최소요금제로 회수 보장되어 개별 DC 공실·인허가 유예와 무관하게 발주 지속(최소요금제 완화 입법에 따른 CapEx 삭감 제외). 개별 착공 스케줄에 연동되는 DC 전용 장비사 대비 견고한 하방 경직성 확보. **2) 수주잔고 $63.7B(+63% YoY) 기반 실적 가시성**: 3Q에만 수주잔고 $10B 순증, 잔여이행의무(RPO) $41.8B(전년비 2배) 달성으로 2027년 실적 가시성 확보. 고객 선수금(계약부채 $5.5B) 기반의 강력한 FCF 창출 및 2027년 두 자릿수 EPS 성장 가이던스 제시. 산업재 투자의견 변경 조건은 전력망 B2B(현재 GEV 1.4배, ETN 1.3배)의 2분기 연속 1.0배 하회이며, 유틸리티 송배전 CapEx 삭감 및 수주잔고 정체가 핵심 논리 훼손 신호

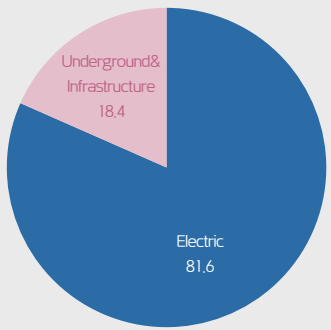
▶ **실적 및 밸류에이션**: 3Q26 매출액 $12.0B(+57% YoY), 조정 희석 EPS $6.06(+82% YoY)으로 컨센서스($5.01) 대폭 상회. OCF $1.5B, FCF $1.2B로 분기 사상 최대치 기록. 2026년 연간 가이던스 3개 분기 연속 상향(매출 $41.3~41.6B, 조정 EPS $17.90~18.30, FCF $2.5~3.0B). 6월 말 이후 12M Fwd EPS 컨센서스 +40% 상향에도 12M Fwd P/E는 46.0배에서 28.0배로 대폭 압축. 차기 분기 체크포인트는 M&A 효과를 제외한 유기적(Organic) 성장률 추이

Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	23,673	28,480	41,509	49,412
EBITDA	2,331	2,876	4,429	5,228
EBITDA 마진(%)	9.8	10.1	10.7	10.6
순이익	1,346	1,626	2,780	3,335
EPS	8.97	10.75	18.17	21.63
증가율	25.3	19.8	69.0	19.1
PER	47.6	57.3	32.6	27.3
PBR	6.4	7.1	8.1	6.6
ROE	13.3	12.7	21.3	21.4
배당지표수익률	0.1	0.1	0.1	0.1

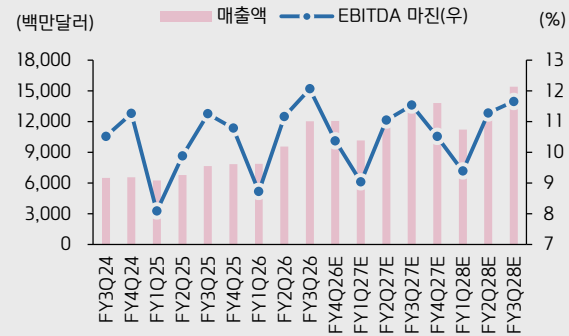
주: 컨센서스는 2026.11.09 블룸버그 기준, GAAP 기준

PWR 사업부별 매출액 비중



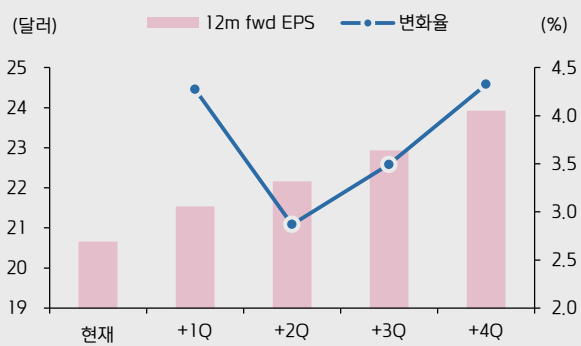
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

PWR 분기 매출액 및 EBITDA 마진 추이



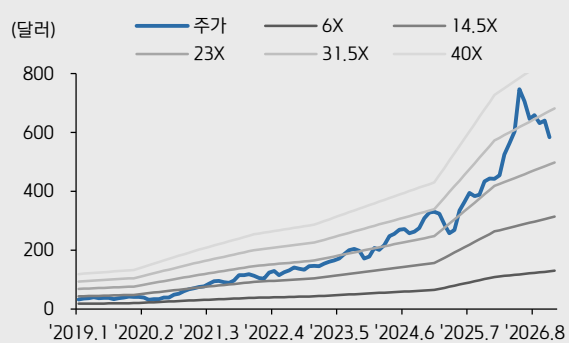
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

PWR 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

PWR 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

콴타 서비시스 (PWR)

손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	**12,980**	**17,074**	**20,882**	**23,673**	**28,480**
매출원가	11,027	14,545	17,945	20,162	24,205
매출총이익, GAAP	**1,953**	**2,529**	**2,937**	**3,511**	**4,275**
판관비	1,156	1,337	1,555	1,825	2,189
연구개발비	0	0	0	0	0
영업이익, GAAP	**664**	**872**	**1,128**	**1,346**	**1,612**
영업외 (이익)손실	41	116	116	134	222
세전이익, GAAP	**681**	**704**	**970**	**1,212**	**1,390**
법인세비용	131	192	219	285	348
당기순이익, GAAP	**486**	**491**	**745**	**905**	**1,028**
EPS, GAAP	**3.45**	**3.42**	**5.13**	**6.16**	**6.91**
희석 EPS, GAAP	**3.34**	**3.32**	**5**	**6.03**	**6.8**
영업이익, 조정	**—**	**—**	**—**	**—**	**—**
당기순이익, 조정	**715**	**938**	**1,065**	**1,346**	**1,626**
EBITDA	**1,189**	**1,464**	**1,793**	**2,198**	**2,651**

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	**12,855**	**13,464**	**16,237**	**18,684**	**24,927**
유동자산	4,733	5,536	7,677	7,851	9,903
현금 및 현금성자산	229	429	1,290	742	440
매출채권	3,400	3,675	4,411	5,171	6,847
재고자산	85	103	176	260	370
비유동자산	8,123	7,928	8,560	10,833	15,023
유형자산	2,160	2,260	2,586	3,000	3,856
무형자산	5,330	5,045	5,408	7,177	10,223
부채총계	**7,738**	**8,066**	**9,954**	**11,354**	**15,899**
유동부채	3,165	3,406	5,213	6,029	8,716
매입채무	2,255	2,153	3,061	3,722	4,579
단기성부채	107	112	613	157	878
비유동부채	4,573	4,659	4,741	5,326	7,183
장기성부채	3,895	3,864	3,851	4,322	5,541
자본총계	**5,117**	**5,399**	**6,283**	**7,330**	**9,028**

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	**582**	**1,130**	**1,576**	**2,081**	**2,230**
감가상각비, 무형자산상각비	421	645	614	742	910
운전자본 변동	-458	-230	63	246	16
투자활동으로 인한 현금흐름	**-2,899**	**-617**	**-990**	**-2,294**	**-3,831**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-387	-429	-435	-604	-713
유, 무형자산 처분	49	62,058	69,347	77,643	52
재무활동으로 인한 현금흐름	**2,361**	**-311**	**269**	**-306**	**1,275**
지급배당금	-34	-41	-48	-54	-60
차입금의 증가(감소)	2,546	-48	408,664	-831	255
자사주매입	-67	-128	0	0	-135
현금증가	**45**	**201**	**862**	**-549**	**-303**
기초현금	187	232	433	1,295	746
기말현금	232	433	1,295	746	443
FCF	**197**	**703**	**1,141**	**1,477**	**1,517**
FCFF	**251**	**793**	**1,286**	**1632**	**1,713**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	3.74	2.88	3.57	3.82	3.61
영업이익률	5.11	4.80	5.20	5.69	5.66
EBITDA 마진	9.16	8.58	8.59	9.28	9.31
ROE	10.28	9.36	12.78	13.32	12.65
ROA	4.57	3.73	5.01	5.18	4.72
ROIC	6.85	6.29	8.16	8.91	8.64
부채비율	78.29	73.85	71.17	61.21	71.81
순차입금비율	73.74	65.70	50.51	50.98	66.23
EBITDA/현금지급이자	22.55	13.81	10.20	13.21	12.20
현금비율	7.24	12.58	24.75	12.31	5.04
유동비율	149.53	162.53	147.26	130.23	113.62
PER	32.53	36.81	38.29	47.65	54.51
PBR	3.20	3.78	5.01	6.38	7.06
EV/EBIT	29.91	29.20	31.52	37.04	42.41
EV/EBITDA	16.93	16.34	19.29	22.94	26.10

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

엔터지 (ETR)

US Equity Analyst 박기현

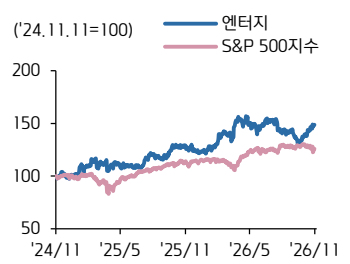
블룸버그 목표주가	121.23
현재 주가 (11/9)	111.79

Stock Data

산업분류	유틸리티
세부업종	전기 공익 사업체
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,549.94
시가총액(mln)	53,416.3
유통주식수(mln)	477.8
52주 최고	118.45
52주 최저	90.87
일평균거래량	2,764,618

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	20.9	8.7	0.2	15.0
S&P 500	10.3	-3.3	2.0	12.2



◆ **기업 개요:** 엔터지(ETR)는 아칸소·루이지애나·미시시피·텍사스 300만 고객 관할 규제 유틸리티 지주사. 발전·송배전 자산의 요금기저(Rate Base) 편입 및 규제 승인 ROE 기반 안정적 수익 구조. 멕시코만 연안의 저렴한 천연가스 및 용지 경쟁력으로 빅테크 데이터센터(META 루이지애나, GOOGL 아칸소)와 LNG·석유화학 대형 부하 집중, 5개년 설비투자(CapEx) 계획 $57B

◆ **투자 포인트: 1) 확정 계약(ESA) 기반 투자비 보장 및 규제 리스크 방어력**: 하이퍼스케일러와 전력공급계약(ESA 3.5GW+ 기체결) 완료 물량만 CapEx에 보수적으로 반영. 계약 내 최소요금제(Take-or-Pay)·해지 위약금·신용 요건으로 DC 공실 시에도 투자비 회수 담보. 데이터센터 원인자 부담 원칙에 부합하여 선거 후 주 규제당국 재편 영향권인 조지아·오하이오 유틸리티 대비 승인 불확실성 제한적(체결분만 반영해 미승인 물량 하방 리스크 차단). 2) **미반영 파이프라인 7~12GW 및 2030년 연 8%+ 실적 가시성**: 데이터센터 7~12GW, 전통 산업 3~5GW 추가 수요 협의 중(3Q GOOGL 웨스트 멤피스 확장 체결). 2030년까지 조정 EPS CAGR 8%+ 장기 가이던스 유지. 핵심 논리 훼손 신호는 12월 루이지애나 PSC의 META 2차 설비 승인 지연/조건 강화 및 ESA 신규 체결 정체

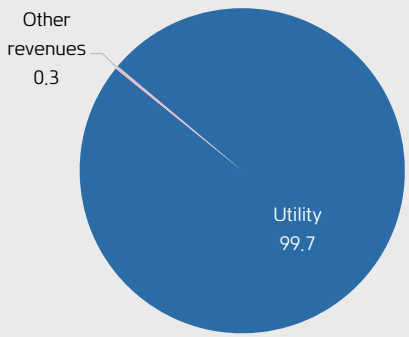
◆ **실적 및 밸류에이션:** 3Q26 조정 EPS $1.98(전년 $1.53), OCF $2.2B 기록(DC 램프업 및 산업용 피크 수요 견인). 2026년 EPS 가이던스 $4.35~4.45로 하단 상향 및 장기 성장률(CAGR 8%+) 재확인. 회사채 $1B(금리 6% 미만) 발행으로 연내 자금 조달 완료. 12M Fwd P/E 22.3배(6/30 23.5배), 12M Fwd EPS 컨센서스 +6% 안정적 상향. 섹터(16.7배) 대비 프리미엄은 미반영 대기 물량을 배제한 보수적 계획 기반의 실적 가시성에 기인. 핵심 수익원은 멀티플 확장이 아닌 연 8%+ EPS 성장이며, PEG 2배 중반으로 필수소비재(3.5~4.0배) 대비 밸류에이션 부담이 낮은 방어주

Company Earnings & Valuation

(백만 달러)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	11,880	12,947	13,971	15,249
영업이익	2,651	3,202	3,654	4,490
영업이익률 (%)	22.3	24.7	26.2	29.4
순이익	1,577	1,758	2,068	2,477
EPS	3.65	3.91	4.41	5.12
증가율	7.8	7.1	12.8	16.1
PER	24.8	22.8	25.3	21.8
PBR	2.2	2.5	2.7	2.4
ROE	7.1	11.0	10.8	11.1
배당지표수익률	2.3	2.3	2.3	2.4

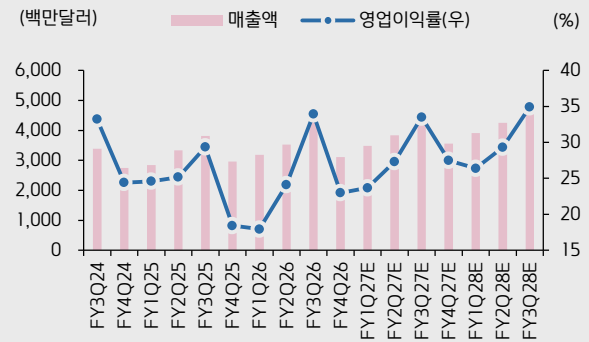
주: 컨센서스는 2026.11.09 블룸버그 기준, GAAP 기준

ETR 사업부별 매출액 비중



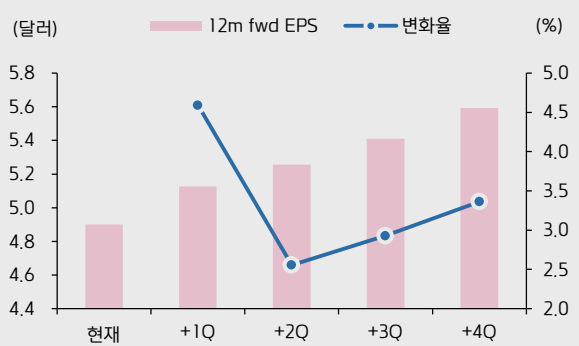
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ETR 분기 매출액 및 영업이익률 추이



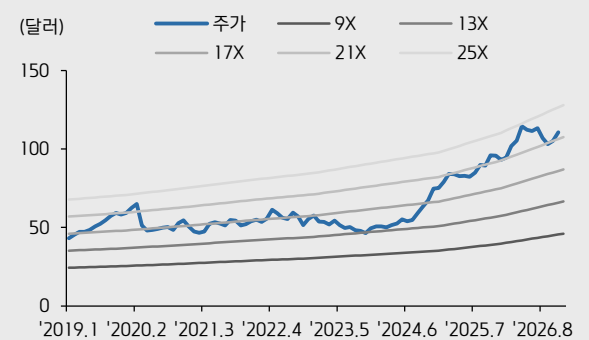
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ETR 12m fwd EPS 추이 및 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ETR 12m fwd PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

엔터지 (ETR)

손익계산서

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
매출액	**11,743**	**13,764**	**12,147**	**11,880**	**12,947**
매출원가	3,730	5,294	3,770	3,096	3,600
매출총이익, GAAP	**8,013**	**8,470**	**8,378**	**8,784**	**9,346**
판관비	—	—	—	—	—
연구개발비	—	—	—	—	—
영업이익, GAAP	**1,846**	**2,051**	**2,618**	**2,651**	**3,202**
영업외 (이익)손실	536	993	946	1,209	931
세전이익, GAAP	**1,310**	**1,058**	**1,672**	**1,442**	**2,271**
법인세비용	191	-39	-691	381	498
당기순이익, GAAP	**1,118**	**1,103**	**2,357**	**1,056**	**1,758**
EPS, GAAP	**2.785**	**2.7**	**5.57**	**2.47**	**3.98**
희석 EPS, GAAP	**2.77**	**2.685**	**5.55**	**2.45**	**3.91**
영업이익, 조정	**—**	**—**	**—**	**—**	**—**
당기순이익, 조정	**1,215**	**1,320**	**1,438**	**1,577**	**1,758**
EBITDA	**4,158**	**4,307**	**4,931**	**5,171**	**5,816**

재무상태표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
자산총계	**59,454**	**58,595**	**59,703**	**64,790**	**71,891**
유동자산	3,624	4,095	3,661	4,396	5,807
현금 및 현금성자산	443	224	133	860	1,929
매출채권	1,139	1,254	1,168	1,186	1,228
재고자산	1,196	1,331	1,612	1,797	1,842
비유동자산	55,831	54,500	56,043	60,394	66,084
유형자산	42,602	42,844	44,253	47,847	53,336
무형자산	377	377	374	368	368
부채총계	**47,529**	**45,311**	**44,741**	**49,386**	**54,657**
유동부채	6,191	6,369	6,396	6,111	7,823
매입채무	3,289	2,502	2,275	2,711	3,440
단기성부채	2,300	3,193	3,298	2,371	3,101
비유동부채	41,339	38,941	38,344	43,275	46,834
장기성부채	24,994	23,758	23,155	26,825	28,113
자본총계	**11,925**	**13,284**	**14,963**	**15,404**	**17,234**

현금흐름표

(USD mln)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
영업활동으로 인한 현금흐름	**2,301**	**2,585**	**4,294**	**4,489**	**5,151**
감가상각비, 무형자산상각비	2,243	2,190	2,244	2,444	2,537
운전자본 변동	-348	-795	9	368	153
투자활동으로 인한 현금흐름	**-6,179**	**-5,710**	**-4,629**	**-5,849**	**-7,109**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	—	—	—	—	—
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	—
재무활동으로 인한 현금흐름	**—**	**—**	**—**	**—**	**—**
지급배당금	-793	-860	-937	-1,000	-1,092
차입금의 증가(감소)	3,054	-350	-551.906	2,634	1,979
자사주매입	207	885	140	137	1173
현금증가	**-1,317**	**-218**	**-92**	**727**	**1,069**
기초현금	1,759	443	224	133	860
기말현금	443	224	133	860	1,929
FCF	**-4,115**	**-2,775**	**-555**	**-748**	**-2,919**
FCFF	**-3,402**	**—**	**—**	**99**	**-1,876**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
보통주 순이익률	9.52	7.97	19.45	8.93	13.58
영업이익률	15.72	14.90	21.55	22.32	24.73
EBITDA 마진	35.41	31.29	40.59	43.53	44.92
ROE	9.91	8.97	17.08	7.11	10.99
ROA	1.90	1.86	3.99	1.70	2.59
ROIC	4.59	4.88	7.30	4.91	5.08
부채비율	234.54	207.85	180.91	193.56	184.44
순차입금비율	225.17	201.20	175.91	183.95	169.93
EBITDA/현금지급이자	4.93	4.78	4.99	4.64	4.70
현금비율	7.15	3.52	2.07	14.07	24.66
유동비율	58.53	64.29	57.23	71.94	74.23
PER	13.25	35.47	8.85	24.81	22.83
PBR	1.96	1.83	1.47	2.16	2.47
EV/EBIT	26.96	24.68	18.35	23.00	22.21
EV/EBITDA	12.02	11.80	9.78	11.84	12.28

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2027년 중국 산업 전망

중국의 다음 수



2027년 중국 산업 전망 | 중국의 다음 수

2027년 GDP 4.5% 성장 전망. 내수 회복은 제한적이며, 추가 부양은 수출 둔화 여부에 주목

- 중국 경기는 수출이 높은 기저와 AI 제품 가격 상승세 둔화로 성장세가 낮아지고, '6장망' 투자가 이를 일부 상쇄할 전망. 소비 회복은 제한적
- 내수 부진과 M1 증가세 둔화로 PPI 상승률 하락 예상. 유가와 AI 제품 가격 상승세도 약해지면 디플레이션 압력 확대 우려
- 성장 목표 달성이 어려워지면 추가 부양은 가능. 다만 수출이 성장을 지탱하는 구간에는 대규모 정책 확대에 대한 기대를 낮출 필요

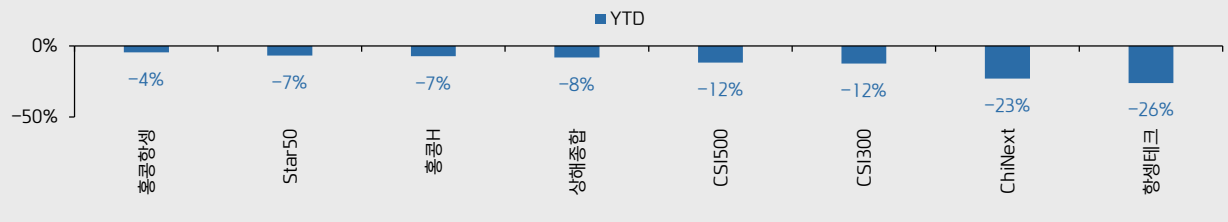
이익 둔화 부담에도 가격 매력과 산업 모멘텀은 유효. 기술주·고배당주 바벨 전략 제시

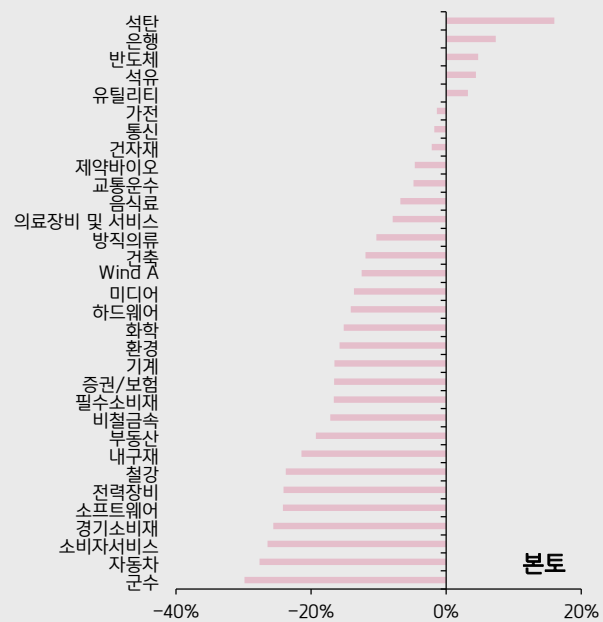
- 2027년 물가 상승세 둔화는 중국 기업의 이익 성장에도 부담. 실적 개선이 IT·소재 등 일부 업종에 집중된 가운데, 단기적으로 이익 추정치 하향이 이어지며 투자심리를 제약할 가능성. 유동성 모멘텀도 약해 당장 지수 전반의 밸류에이션 확대를 기대하기는 어려운 환경
- 다만 최근 조정으로 밸류에이션 부담이 낮아지고, 본토 증시의 리스크 프리미엄에는 경기와 이익 둔화 우려가 상당 부분 반영. 내년에도 산업 모멘텀이 이어지고, 해외 증시와의 이익 성장률 격차도 축소될 것으로 예상돼 올해와 같은 상대적 소외는 완화될 여지가 있다는 판단
- 2027년 예상 지수 밴드는 상해종합 3,250~4,450pt, 홍콩H 6,900~9,900pt 제시. 이익 모멘텀을 보유한 Star50/ChiNext 등 기술주와 저금리 환경에서 배당 매력이 부각되는 고배당주의 바벨 전략 유지

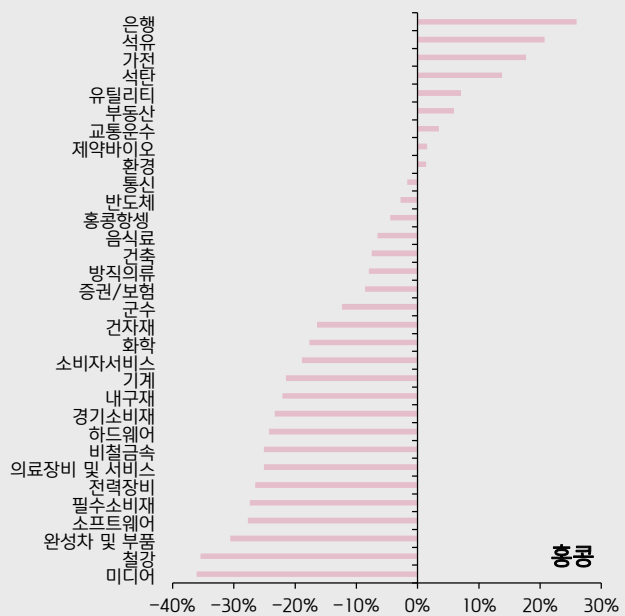
반도체 국산화와 AI 인프라 투자, 피지컬 AI 적용 확대를 중심으로 중국의 산업 모멘텀 지속 전망

- 반도체: 중국 반도체 산업 증설과 공정 고도화가 지속되는 가운데, YMTC 상장과 국산화 확대에 따른 중국 반도체 장비·소재 수혜
- AI 인프라: 국산 가속기의 성능 제약을 보완하는 SuperPOD 상용화 확대로 서버·광통신·고사양 PCB·액체냉각 수요 증가 전망
- 피지컬AI: 단계적인 상용화 속 신규 기기 개발과 기존 제품의 AI 고도화가 이어지며, 완제품 대중화에 앞선 부품 수요 확대 주목

상반기 중국 주요 지수 및 업종별 수익률

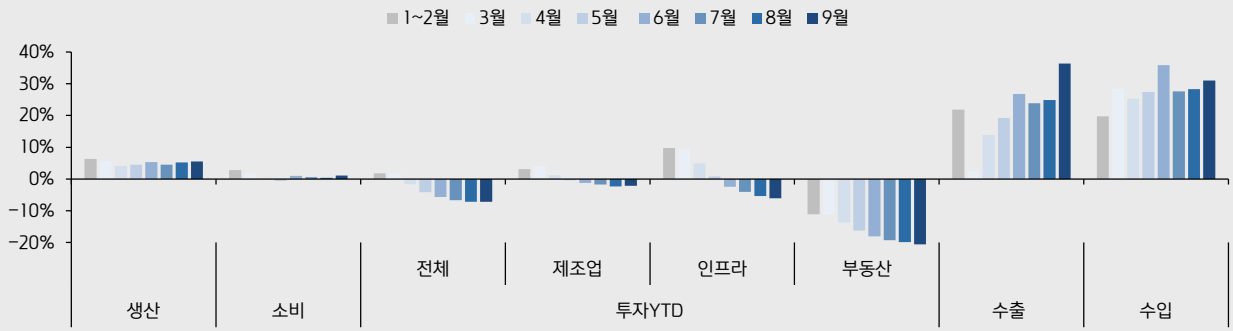






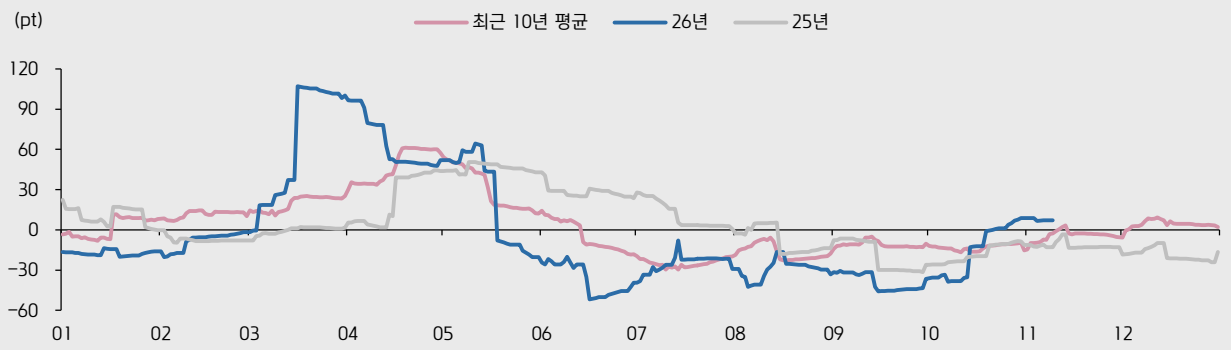
주: 2026년 11월 8일 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 주요 실물 지표 월별 증가율 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 경기 서프라이즈 지수



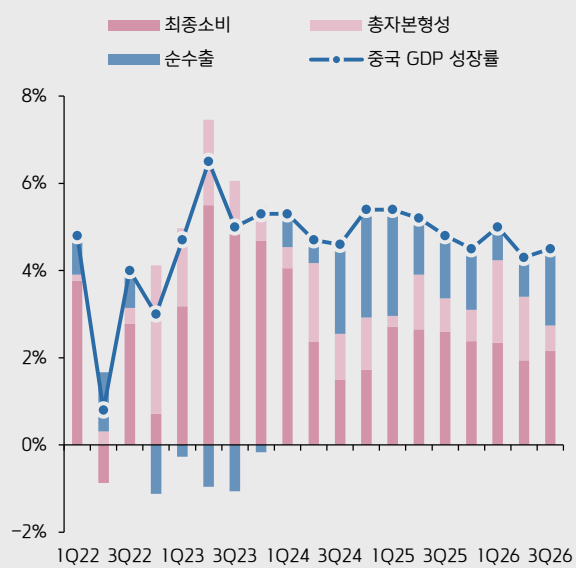
자료: Wind, 키움증권 리서치

경기 성장은 제한적, 추가 부양은 수출 둔화 여부에 주목

◆ 2027년 GDP 4.5% 성장 예상, 투자 회복이 수출 둔화를 일부 상쇄

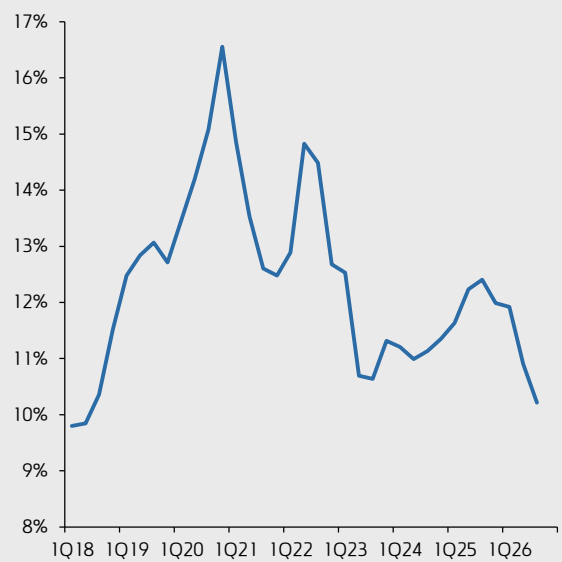
- 2027년 중국 GDP 성장률은 4.5% 수준 예상. 올해 성장을 견인했던 수출은 높은 기저와 가격 상승 둔화 영향으로 둔화 예상. '6장망' 중심의 인프라 투자 확대가 수출 둔화를 일부 상쇄할 것. 다만 소비는 여전히 부진해 경기 하방 압력 높은 상황
- 다만 중국은 2035년까지 1인당 실질 GDP를 2020년의 두 배로 확대하는 것을 목표. 중국 발개위 산하 싱크탱크인 국가정보센터 기준 목표 달성 위해서는 2026~2035년 실질 GDP는 연평균 4.2% 성장 필요. 중국 정부는 2026~2030년 연평균 4.5% 안팎의 성장을 지향할 것으로 판단

중국 GDP 성장률 및 부문별 기여도



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 광의 재정적자율 추이

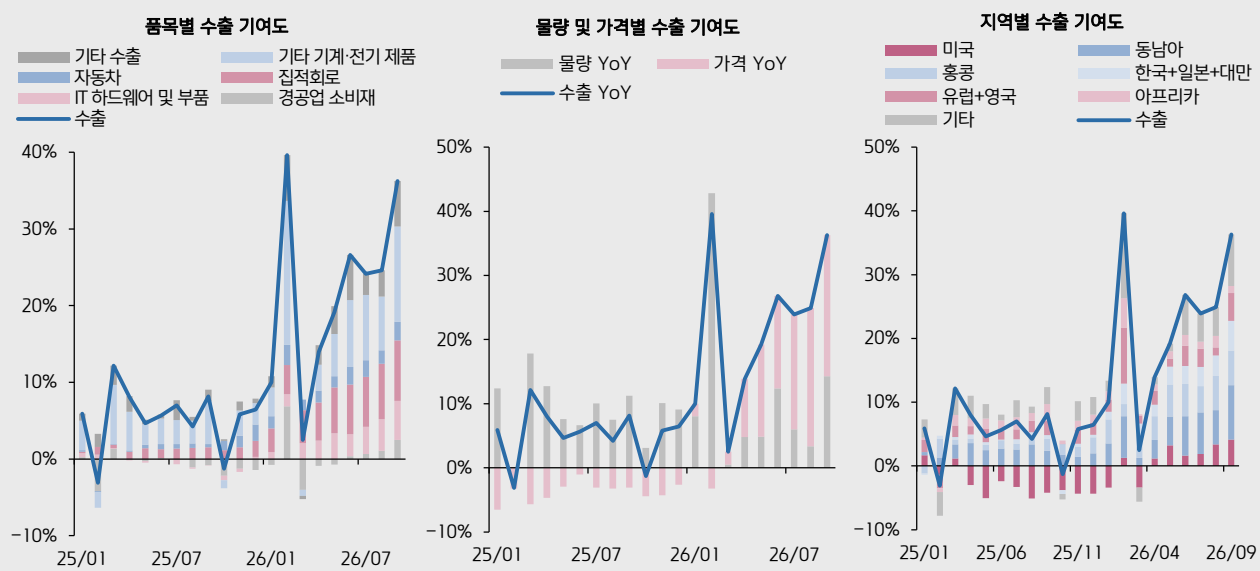


주: 최근 12개월 기준
자료: Wind, 키움증권 리서치

◆ 수출 증가율 둔화 전망

- 2026년 1~9월 중국 수출은 YoY +21%를 기록. 집적회로 및 IT 하드웨어가 전체 수출을 견인. 2027년에도 중국은 높은 제조업 경쟁력에 기반한 수출 증가가 예상되나, 높은 기저와 AI 관련 IT 제품의 가격 상승률 둔화로 성장세 둔화 예상
- 유럽의 대중 통상 압력 확대도 추가 부담 요인. 중국의 대EU 무역흑자가 확대되는 가운데 자동차·기계·전기장비 등 유럽의 주력 산업에서도 중국과의 경쟁이 심화되고 있는 상황. 전면적인 무역전쟁 가능성은 제한적이나, 유럽 시장에서 중국 수출 확대 제약 우려

중국 품목 및 지역별 수출 기여도

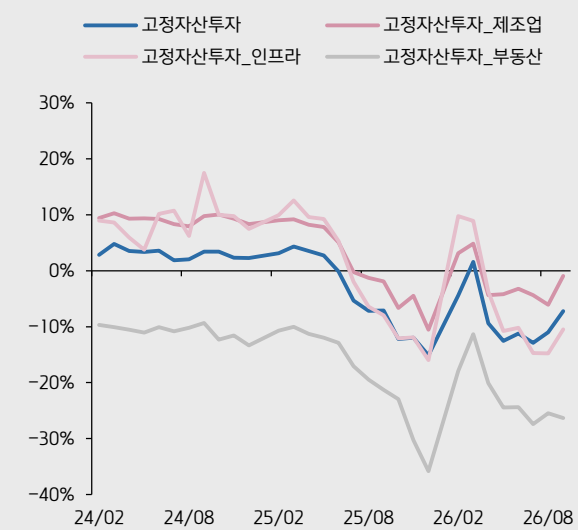


자료: 해관총서, 키움증권 리서치

◆ 2027년 '6장망' 중심으로 투자 회복 기대

- 부동산 투자 부진이 지속되는 가운데 '6장망' 중심의 인프라 투자가 2027년 고정자산투자 회복을 주도할 전망. 지난 4월 정치국회의에서 중국은 수자원망, 신형 전력망, 컴퓨팅망, 차세대 통신망, 도시 지하 배관망, 물류망 등 '6장망'의 계획과 건설을 강화하고, 착공 여건을 갖춘 사업의 집행을 앞당길 것을 강조한 바 있음
- 15차 5개년 계획 기간 관련 투자 규모는 25~30조 위안, 2027년 투자 증가분을 최소 1조 위안으로 추산. 이는 2025년 GDP의 약 0.7%에 해당하는 규모로, 부동산 투자 감소와 수출 둔화에 대응하는 주요 내수 보완 수단이 될 것으로 기대. 향후 정책금융 자금이 실제 착공과 공사 집행으로 얼마나 빠르게 이어지는지 확인이 중요할 것

중국 고정자산투자 YoY 추이



주: 추정치
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 '6장망' 인프라 투자 계획

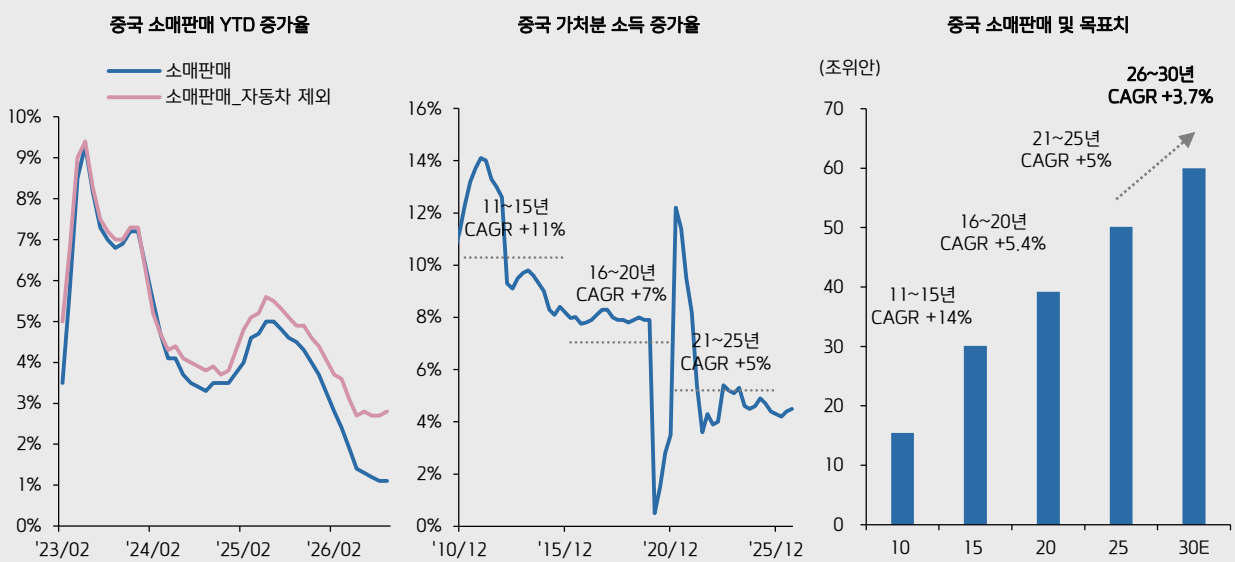
분야	14차 5개년 (2021~2025년)	15차 5개년 (2026~2030년)
수력	5.68조 위안	6조 위안 이상
신형 전력망	3.53조 위안 초과	5조 위안 이상
도시 지하 배관	약 1.9조 위안	약 5조 위안
컴퓨팅		4조 위안
차세대 통신	3.7조 위안	3.8조 위안
물류		약 2.5조 위안

자료: 중국정부, 키움증권 리서치

◆ 2027년 소비 회복과 부양 기대는 제한

- 15차 5개년 계획은 가계소득을 GDP와 비슷한 속도로 늘리는 것을 목표로 제시. 경제성장률이 낮아지는 만큼 소득 증가세도 둔화될 전망. 부동산 가격 하락과 고용 불확실성이 소비심리를 위축시키고, 자동차·가전도 보조금으로 앞당겨진 수요가 부담으로 남아 있어 소비 회복 여력은 제한적
- 경기 부진 시 소비 지원이 확대될 수 있으나, 정부가 제시한 중기 성장 목표도 높지 않음. 2030년 소매판매 60조 위안 목표는 2026~2030년 연평균 약 3.7% 증가에 해당. 소비의 빠른 반등과 대규모 부양에 대한 과도한 기대는 경계할 필요

중국 내수 현황 및 향후 정부 성장 목표

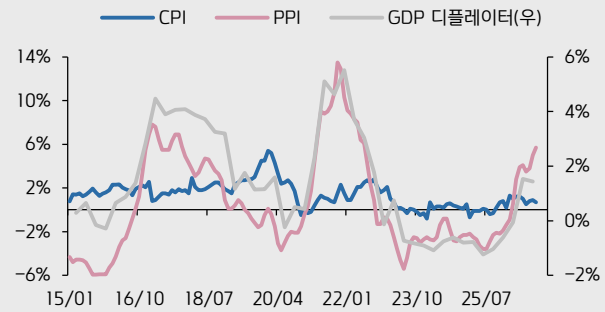


자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

◆ 연중 물가 상승세 둔화 예상. 디플레이션 우려

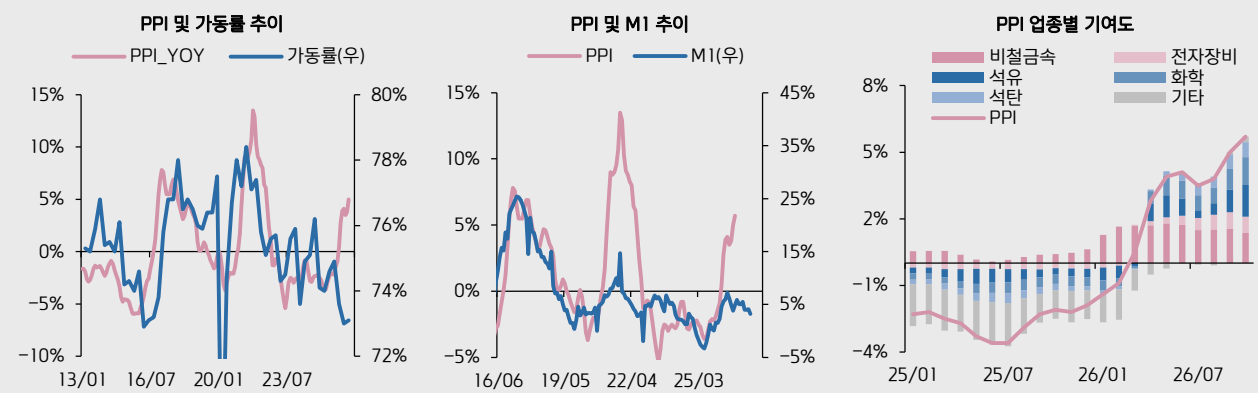
- 3Q26 산업 가동률은 73% 낮은 수준으로 내수 부진과 공급과잉 부담 지속. 2027년 내수 부진과 PPI의 주요 선행지표인 M1 증가세 둔화로 PPI 상승률은 낮아질 전망
- 올해 물가를 견인한 유가가 중동 긴장 완화로 하락하고, AI 관련 비철금속·전자장비 가격의 상승세도 약해지면 높은 기저와 맞물려 물가 둔화 폭이 커질 수 있다는 판단
- 이에 따른 명목성장률 하락은 기업 매출과 재정수입 회복을 제한하며 디플레이션 압력 확대 예상

중국 CPI/PPI 및 GDP 디플레이터 추이



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 PPI 증가율 및 관련 지표



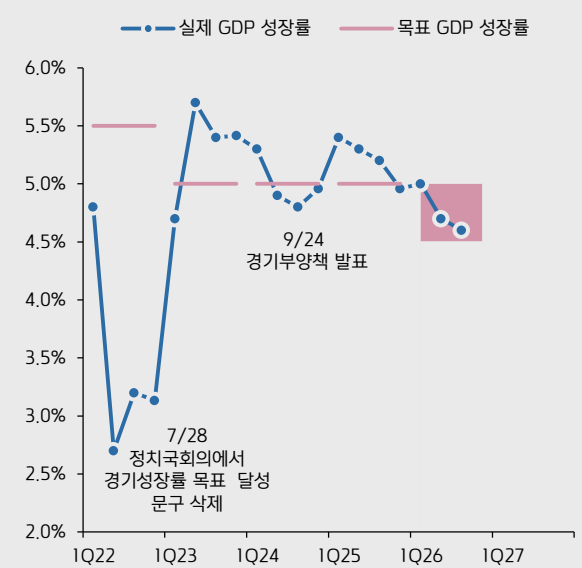
자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

경기 성장은 제한적, 추가 부양은 수출 둔화 여부에 주목

◆ 추가 부양 여력은 충분, 정책 확대 여부는 수출 둔화에 주목

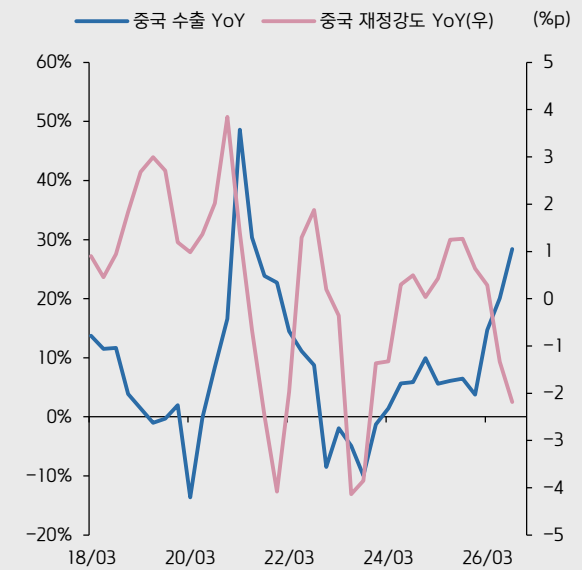
- 2027년에도 성장 목표 달성이 어려워질 경우 대규모 추가 부양에 나설 여력이 있다고 판단. 2024년 9·24 정책 전환 당시에도 성장 목표 달성에 대한 우려가 커지면서 통화·부동산·자본시장 지원이 강화된 바 있음
- 다만 수출이 성장을 뒷받침하고 정부 목표 달성이 가능한 구간에는 대규모 부양을 서두를 유인이 크지 않다는 판단. 내수 부진만으로 정책 확대를 기대하기보다, 수출 둔화로 성장 목표 달성에 부담이 커지는지 확인할 필요

중국 경제성장률(YTD) 및 정부 목표



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 수출 증가율 및 재정강도 추이



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

◆ 물가 상승세 둔화로 기업이익 성장 부담

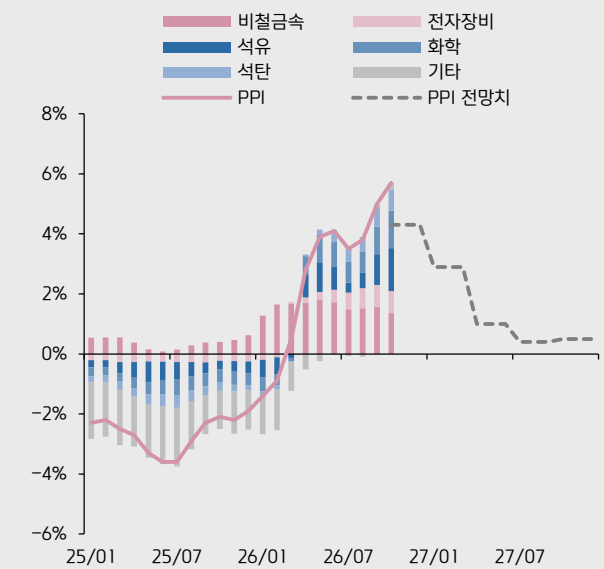
- 2025년에 이어 올해도 디플레이션 완화에 힘입어 본토 상장기업의 이익 증가세 지속
- 다만 3분기에는 높은 원가 부담으로 이익 증가세가 둔화되는 모습이 나타나기 시작. 2027년에는 연중 PPI 상승률도 낮아질 것으로 예상되며, 기업이익 성장에 부담으로 작용할 전망

중국 PPI 및 본토상장 기업 순이익 증가율 추이



자료: 국가통계국, 키움증권 리서치

중국 PPI 추이 및 예상치

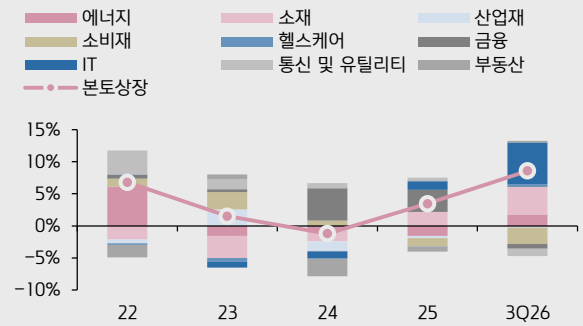


자료: 국가통계국, Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

◆ 이익 회복은 일부 업종에 집중, 추정치 하향 압력

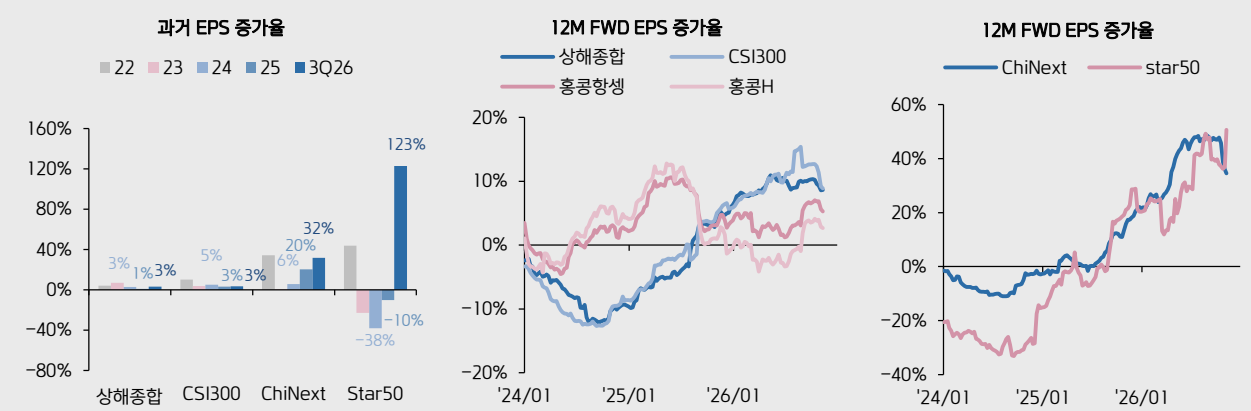
- 3분기 제한적인 가격 전가로 인해 기업의 수익성 둔화가 나타남. 전체 이익 증가도 IT·소재 중심으로 집중돼, 실적 개선이 여타 업종으로 확산되지 못하는 모습
- 주요 지수의 12개월 선행 EPS 증가율도 최근 낮아지며 이익 모멘텀이 약화되고 있는 상황. 수요 회복 지연과 비용 부담으로 당분간 이익 추정치의 하향 조정이 이어질 가능성

중국 본토상장 기업 순이익 증가율 및 업종별 기여도



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 주요 지수 EPS 증가율 및 전망



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

기업 이익 성장 둔화 예상

본토 지수 및 주요 업종 매출/이익 추정치 및 변동

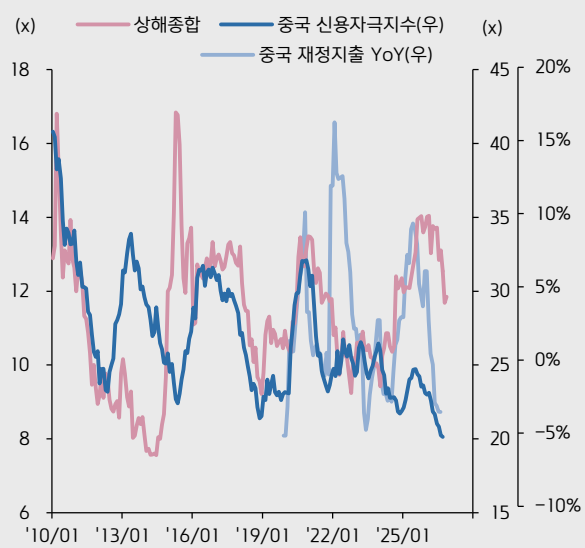
		매출		순이익		27년 매출 추정치 변동		27년 순이익 추정치 변동	
		26E	27E	26E	27E	1M	3M	1M	3M
상해종합		7%	0%	19%	15%	-1%	-1%	3%	2%
CSI300		8%	7%	12%	13%	-1%	-1%	-2%	-2%
ChiNext		38%	26%	61%	44%	-1%	0%	0%	0%
Star50		11%	27%	191%	53%	0%	0%	1%	4%
CSI500		7%	2%	39%	23%	-1%	-2%	-3%	-3%
Wind A		9%	-2%	25%	22%	-2%	-2%	-2%	-3%
에너지	석유	8%	-1%	31%	3%	-1%	-1%	1%	2%
	석탄	16%	1%	36%	14%	0%	-1%	-1%	-2%
소재	화학	19%	-4%	113%	23%	-2%	-4%	-3%	-4%
	비철금속	24%	-2%	87%	13%	-2%	-2%	-3%	-3%
	건자재	-1%	-19%	75%	128%	-2%	-4%	-5%	-4%
	철강	-1%	-20%	-54%	563%	-7%	-8%	-14%	-16%
산업재	전력장비	17%	0%	44%	68%	-4%	-5%	-7%	-9%
	기계	14%	-4%	38%	33%	-1%	-1%	-2%	-2%
	교통운수	7%	-6%	20%	14%	2%	1%	6%	6%
	방산	2%	4%	11%	68%	-6%	-6%	-6%	-6%
	건축	-5%	-5%	-12%	28%	-2%	-4%	-6%	-8%
소비재	자동차	11%	4%	8%	33%	-2%	-3%	-8%	-9%
	내구재	6%	-18%	-38%	173%	-4%	-7%	-8%	-11%
	가전	3%	2%	11%	8%	-2%	-3%	-6%	-6%
	방직의류	-1%	-9%	44%	22%	-5%	-7%	-1%	-5%
	음식료	2%	-1%	-18%	54%	-2%	-3%	-5%	-6%
헬스케어	헬스케어	5%	-14%	37%	18%	-1%	-1%	-2%	-2%
금융	은행	5%	5%	2%	5%	0%	0%	0%	0%
	증권/보험	2%	6%	-1%	9%	-5%	-5%	-11%	-11%
IT	소프트웨어	7%	-35%	221%	198%	-8%	-15%	-7%	-13%
	하드웨어	33%	15%	102%	58%	0%	0%	2%	4%
	반도체	87%	26%	504%	52%	-3%	-2%	-2%	-1%
통신	통신	1%	-6%	-1%	10%	-1%	-2%	-1%	-2%
유틸리티	유틸리티	3%	-12%	-4%	3%	0%	-2%	-2%	-4%
부동산	부동산	-16%	-27%	적지	적지	0%	1%	적지	적지

자료: Wind 컨센서스, 키움증권 리서치

◆ 유동성 모멘텀 둔화, 추가 밸류에이션 확대 여력 제한

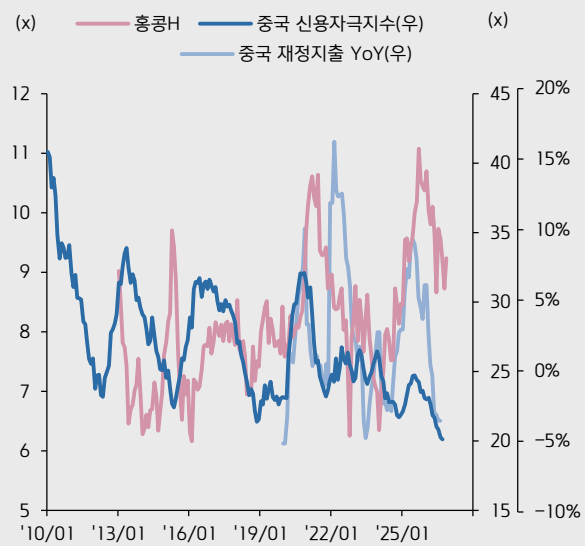
- 신용자극지수 하락과 재정지출 증가세 둔화로 밸류에이션 상승을 뒷받침할 유동성 모멘텀 약화
- 최근 주가 조정으로 PER이 낮아졌으나, 신용과 재정의 확장세가 회복되기 전까지 밸류에이션 반등을 기대하기 어렵다는 판단

상해종합 12M PER 및 중국 유동성 관련 지표 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩H 12M PER 및 중국 유동성 관련 지표 추이

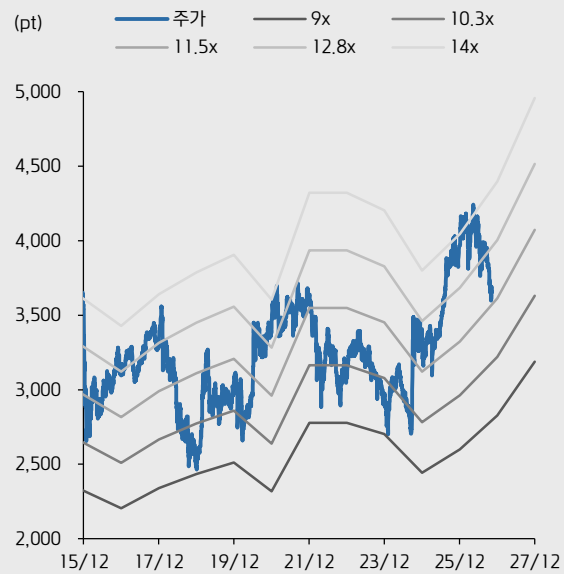


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

◆ 2027년 예상 밴드: 상해종합 3,250~4,450pt, 홍콩H 6,900~9,900pt

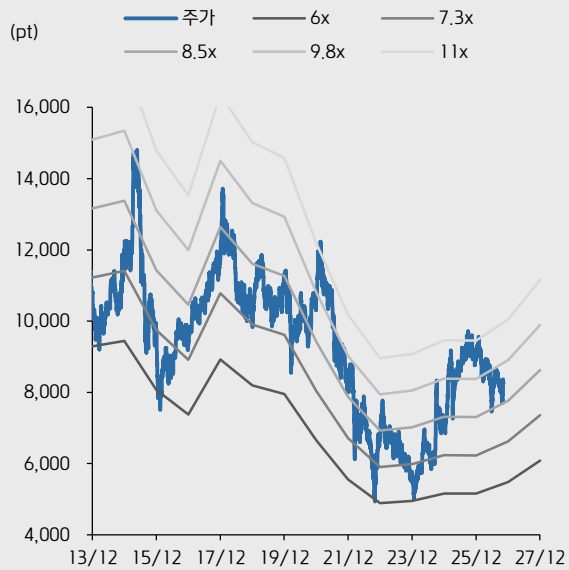
- 2027년 상해종합 예상 밴드는 3,250~4,450pt로 제시. 2027년 이익 증가율 7%를 가정하고, 최근 10년 평균 대비 -1~+1표준편차에 해당하는 PER 10~13배를 적용
- 2027년 홍콩H 예상 밴드는 6,900~9,900pt로 제시. 2027년 이익 증가율 10%를 가정하고, 최근 10년 평균 대비 -1~+2표준편차에 해당하는 PER 7~10배를 적용. 글로벌 자금 흐름과 투자심리 변화에 민감한 역외시장 특성을 고려해 밸류에이션 적용 범위를 확대

상해종합 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

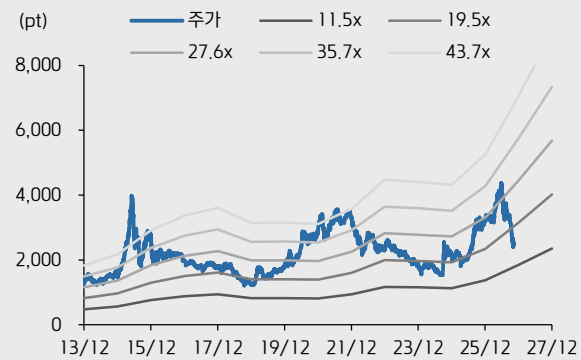
홍콩H PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

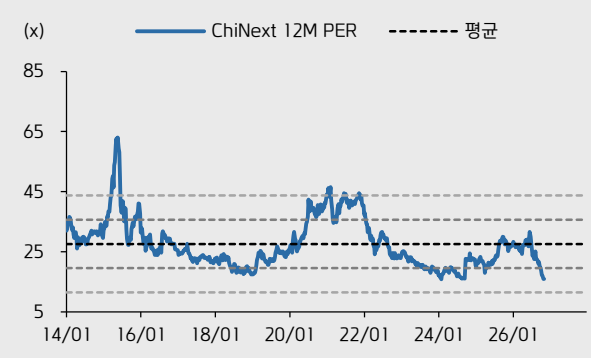
2027년 예상 밴드: 상해종합 3,250~4,450pt, 홍콩H 6,900~9,900pt

ChiNext PER 밴드



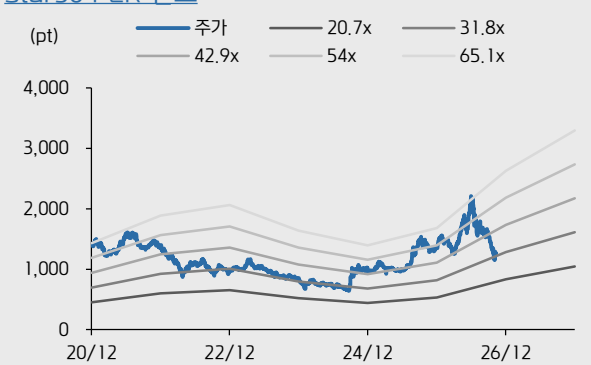
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

ChiNext 12M FWD PER



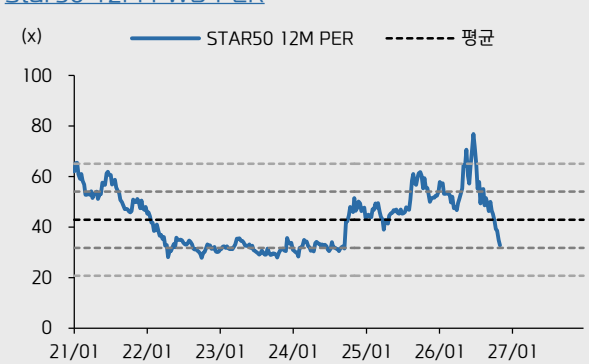
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Star50 PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Star50 12M FWD PER

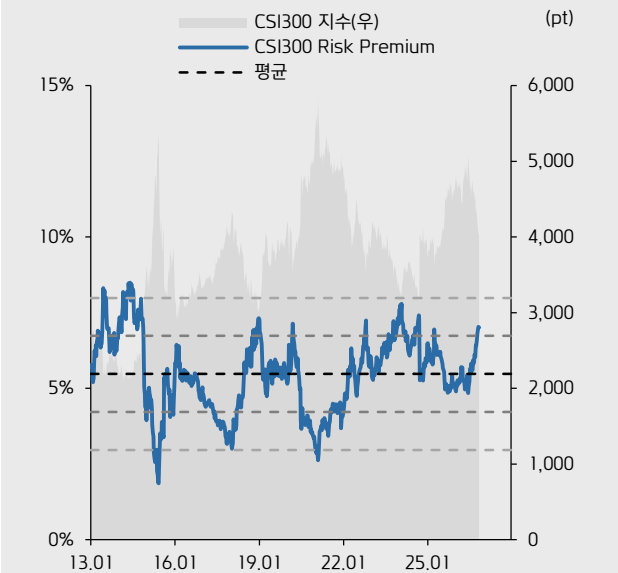


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

◆ 높아진 리스크 프리미엄, 불확실성 완화 시 반등 여력

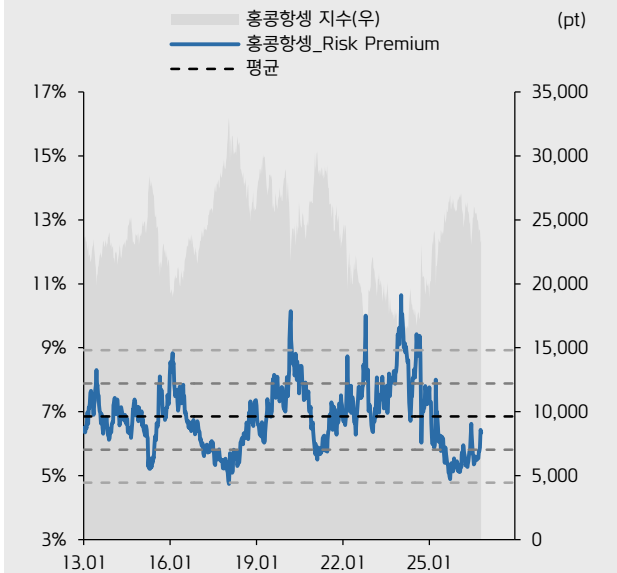
- 최근 주가 조정으로 CSI300의 리스크 프리미엄은 역사적 평균 대비 +1표준편차 이상으로 확대. 2018년 미·중 무역분쟁, 2022년 제로 코로나·부동산 침체 당시와 유사한 수준으로, 경기와 기업이익 둔화에 대한 상당한 위기 우려가 주가에 반영된 것으로 판단
- 향후 이익 전망의 불확실성이 줄고 투자심리 안정되면, 리스크 프리미엄 축소와 함께 본토 증시의 탄력적인 주가 회복 기대

CSI300 리스크 프리미엄



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

홍콩항셍 리스크 프리미엄

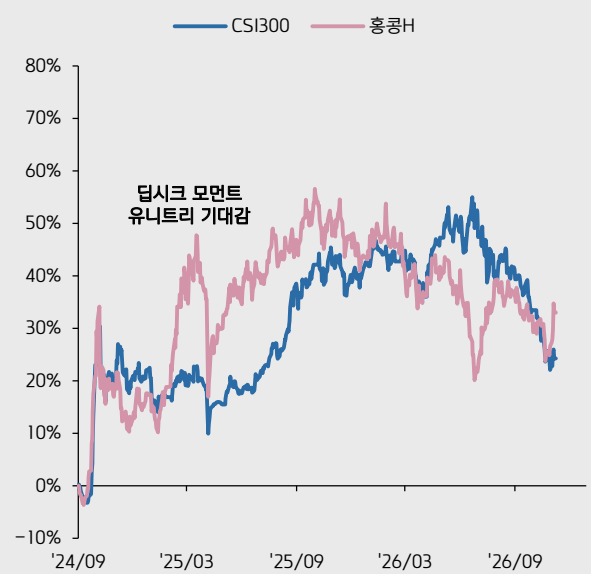


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

◆ 산업 혁신 지속, 새로운 'OOO 모먼트'에 주목

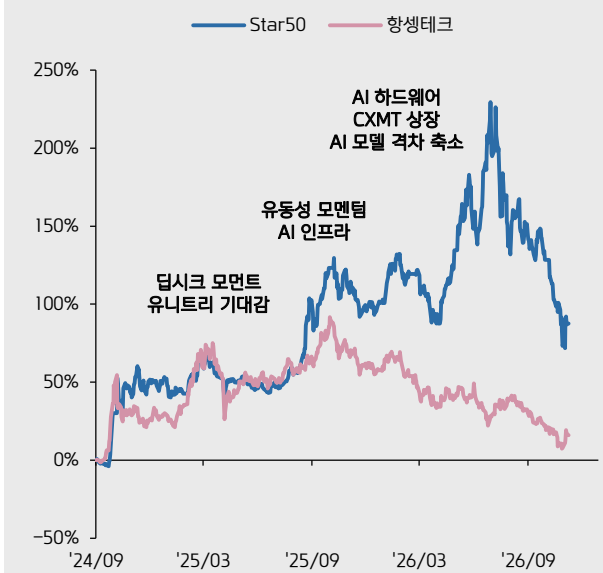
- 최근 2년간 딥시크, 유니트리의 등장, 반도체 국산화, 중국 AI 모델의 글로벌 프론티어 모델 경쟁 등이 증시의 상승 동력으로 작용. 거시경제 회복이 더딘 가운데서도 중국의 기술 경쟁력을 재평가하는 계기가 반복적으로 나타났음
- 2027년에도 휴머노이드, AI 에이전트, 화웨이 SuperPOD 등을 중심으로 새로운 성장 기대가 형성될 가능성. 기술 발전의 속도와 상용화 시점을 예단하기는 어려우나, 중국의 산업 혁신이 새로운 모멘텀을 촉발할 것으로 기대

CSI300 및 홍콩H 2024년 9월 이후 누적 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Star50 및 항셍테크 2024년 9월 이후 누적 수익률

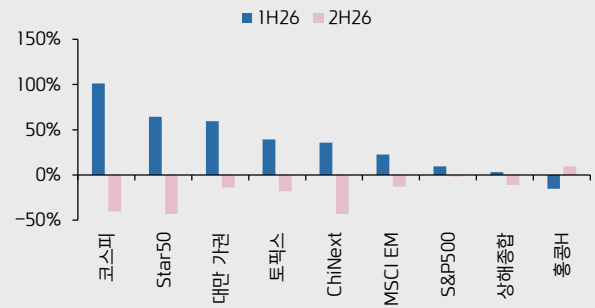


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

◆ 해외 증시와 이익 성장률 격차 축소 예상

- 올해 중화권 증시는 한국, 일본 등 주요 아시아 증시 대비 부진한 성과 기록. 일부 기술주를 제외하면 AI 수요 확대가 시장 전반의 이익 개선으로 이어지지 못하면서, 해외 증시와의 이익 성장률 격차가 주가에도 반영된 것으로 판단
- 블룸버그 컨센서스 기준 2027년 중국과 신흥국 간 이익 성장률 격차가 축소될 것으로 예상. 올해와 같은 상대적 소외는 완화될 전망. 다만 중국 기업의 이익 추정치도 하향 조정되고 있어, 중국 기업의 이익 모멘텀 확인이 중요

글로벌 주요 지수 주가 수익률



주: 2026년 하반기는 11월 8일 종가 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MSCI China 및 MSCI EM 주가 및 이익 성장 상대 강도 추이 및 전망

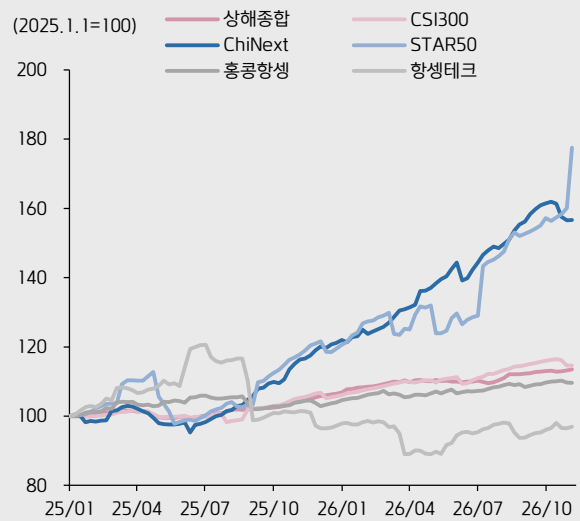


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

◆ 2027년에도 기술주와 고배당주 바벨 전략

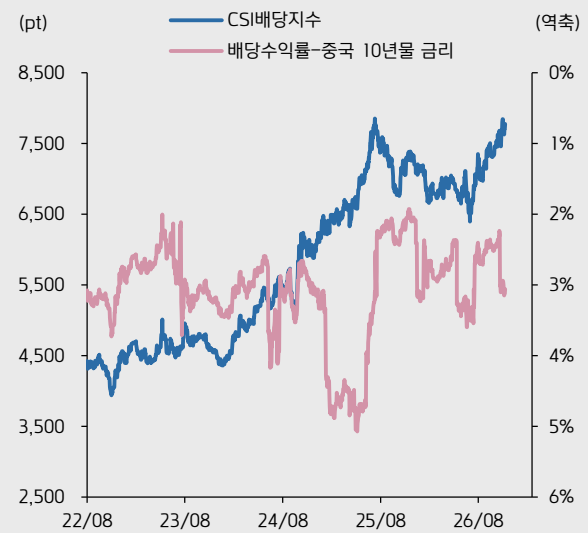
- 2027년 기업이익 성장 둔화와 제한적인 밸류에이션 확대 여력을 고려해 기술주와 고배당주를 병행하는 바벨 전략 제시
- 기술주는 Star50·ChiNext를 중심으로 시장 대비 높은 이익 모멘텀을 유지. AI 투자와 반도체 국산화 등 구조적 수요가 실적을 뒷받침하는 기업을 중심으로 접근할 필요
- 고배당주는 낮은 금리 환경에서 배당 매력이 지속될 전망. 최근 주가 상승에도 국채금리 대비 배당수익률 격차가 높은 수준을 유지하고 있어 중장기 투자 수요를 뒷받침할 것. 안정적인 현금흐름과 배당 지급 여력을 갖춘 기업을 통해 배당수익을 확보하고 시장 변동성에 대응하는 전략이 유효

중국 주요 지수 12M FWD EPS 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

CSI배당지수 주가 및 배당 프리미엄 추이

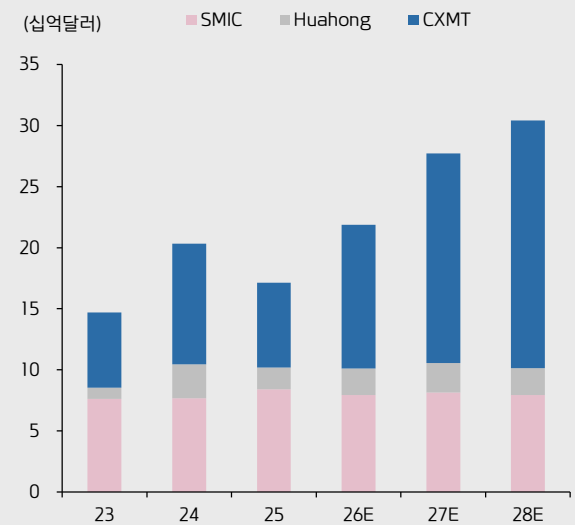


자료: Wind, 키움증권 리서치

◆ 중국 반도체 증설 사이클, 2027년에도 지속

- CXMT는 2026년 7월 과창판 상장 이후 허페이·베이징 기존 FAB와 상하이 신규 FAB를 중심으로 증설 추진. 12인치 DRAM 생산능력은 2026년 말 35만 장, 2027년 말 42만 장으로 확대 전망. YMTC는 우한 3공장의 2026년 말 가동 개시 및 2027년 생산능력 확대를 추진하는 동시에, 우한 4공장 착공 예정
- SMIC는 2026년 월 4만 장의 생산능력 추가를 계획하고 있으며, 2027년에도 상하이 린강·톈진 시칭 등 신규 FAB 투자를 지속할 전망. Hua Hong은 우시 Fab 9A 증설에 이어 2026년 9월부터 Fab 9B 장비 반입을 시작했으며, 2027년 신규 라인 가동 및 장비 설치 본격화 예정

중국 파운드리 및 메모리 기업 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

중국 주요 메모리 및 파운드리 기업 증설 현황 및 계획

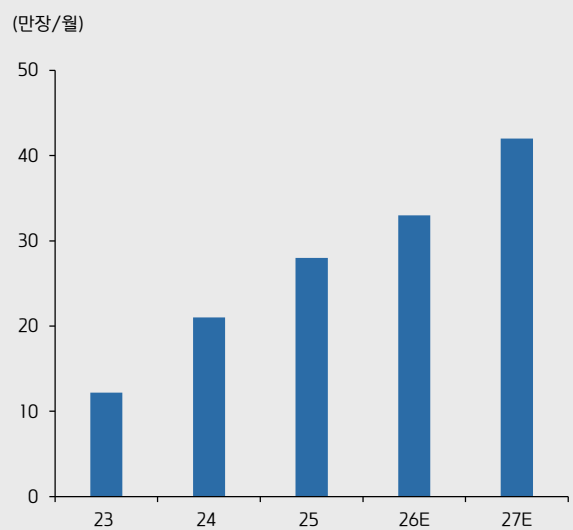
기업	2026년 증설 계획	2027년 증설 계획
CXMT	- 8.5만 장/월 증설 - 연말 총 35만 장/월 전망	- 7만 장/월 증설 전망 - 연말 총 42만 장/월 예상 - 상하이 1기 초기 가동 및 허페이·베이징 증설
YMTC	- Fab3 연말 가동 개시 예정 - 단계적 증설 계획	- Fab3 월 5만장→10만장 전망 - Fab 4 신규 착공, 최종 설계 CAPA 10만 장/월
SMIC	- 4만 장/월 증설 - 기존 Fab 추가 장비 도입	- 린강 2기·시칭 2기 건설 추진
Hua Hong	- Fab 9A 월 8.3만 장 목표 - Fab 9B 장비 반입 시작	- Fab 9B 1Q27 초기 가동 전망

자료: SemiAnalysis, CSIS, Reuters, SMIC, 키움증권 리서치

◆ YMTC, IPO를 통한 투자 재원 확보와 장비 국산화 확대 기대

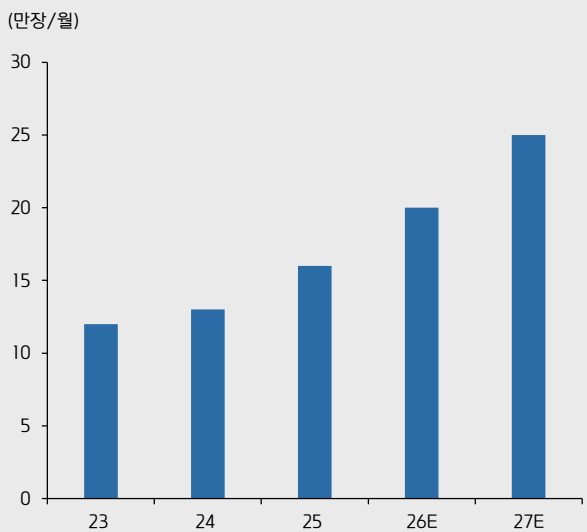
- 2024~2026 년 과창판 기업은 IPO 신청서 접수부터 최종 상장까지 평균 267일 소요. YMTC 는 지난 8 월 말 상장 신청서를 접수했으며, 최근 상장 지연 가능성이 제기되고 있는 상황. CXMT 역시 연초 한 차례 심사가 일시 중단되며 상장이 다소 지연된 바 있으나, IPO 신청서 접수부터 최종 상장까지 208일 소요. 이를 감안하면 YMTC는 2027 년 초 상장 예상
- YMTC는 IPO를 통해 330억 위안 조달 계획. 이 중 208억 위안(63%)은 기존 3D NAND 양산라인의 공정·장비 업그레이드, 122억 위안(37%)은 차세대 메모리 R&D에 배정. 기존 라인 고도화와 우한 신규 FAB 증설이 병행되는 가운데, IPO 자금 확보가 중장기 장비투자 확대를 뒷받침할 전망. 우한 4공장의 경우 300단 이상 3D NAND 생산을 목표로 하며, 국산 장비 조달 비중 60~70% 추진

CXMT DRAM 생산능력 추이 및 전망



자료: Trendforce, 키움증권 리서치

YMTC NAND 생산능력 추이 및 전망



자료: Trendforce, 키움증권 리서치

중국 반도체 증설 사이클, 장비 및 소재 주목

중국 반도체 밸류체인

핵심부품

정밀금속 / 챔버	쿼츠 / 세라믹	실리콘 / ESC	진공펌프 / 밸브	RF / 플라즈마	가스 / 온도제어
Fortune Precision (688409.CH) Sprint Precision (688605.CH)	Feilihua (300395.CH) KEMA (301611.CH)	ThinkonSemi (688233.CH) KFMI (300666.CH)	Hanbell (002158.CH) Kinglai (300260.CH)	Injet Electric (300820.CH) Hengyunchang (688785.CH)	GenTech (688596.CH) Jingyi Automation (688652.CH)

반도체 장비

세정	산화·열처리	박막증착	노광	식각	이온주입	평탄화	계측·검사	후공정 테스트
ACM Research (ACMR.US) NAURA (002371.CH)	NAURA (002371.CH) E-Town Semi (688729.CH)	NAURA (002371.CH) AMEC (688012.CH) Piotech (688072.CH)	SMEE (비상장)	NAURA (002371.CH) AMEC (688012.CH)	Vital Deeptech (600641.CH) SiCarrier (비상장)	Hwatsing (688120.CH)	Skyverse (688361.CH) Jingce (300567.CH) Secote (603283.CH)	Changchuan (300604.CH) AccoTest (688200.CH) Powertech (301369.CH)

제조

파운드리	메모리	OSAT
SMIC (0981.HK) Hua Hong (1347.HK)	CXMT (688825.CH) YMTC (비상장)	JCET (600584.CH) Tongfu Micro (002156.CH) Huatian Tech (002185.CH)

자료: 키움증권 리서치

◆ 중국 AI 서버, 칩의 한계를 시스템으로 보완

- 중국은 단일 칩 성능 및 공급의 제약을 더 많은 국산 가속기의 연결로 보완. 중국산 가속기를 연결하는 SuperPOD 아키텍처 확대. 다수의 가속기를 고대역폭·저지연 인터커넥트로 결합해 하나의 컴퓨터처럼 작동시키며, 개별 칩의 성능 격차를 시스템 차원에서 보완
- 다만 연결 규모가 커질수록 통신 대기와 전력 소모가 증가하므로, 칩을 늘리는 능력보다 효율적으로 함께 작동시키는 능력이 중요. 이에 따라 칩 사양뿐만 아니라 실제 처리량, 가동 안정성 및 토큰당 비용 등이 중요하고 연산 성능을 결정하는 광통신, 고사양 PCB, 액체냉각 등의 중요성 부각

화웨이 및 엔비디아 컴퓨팅 파워 비교



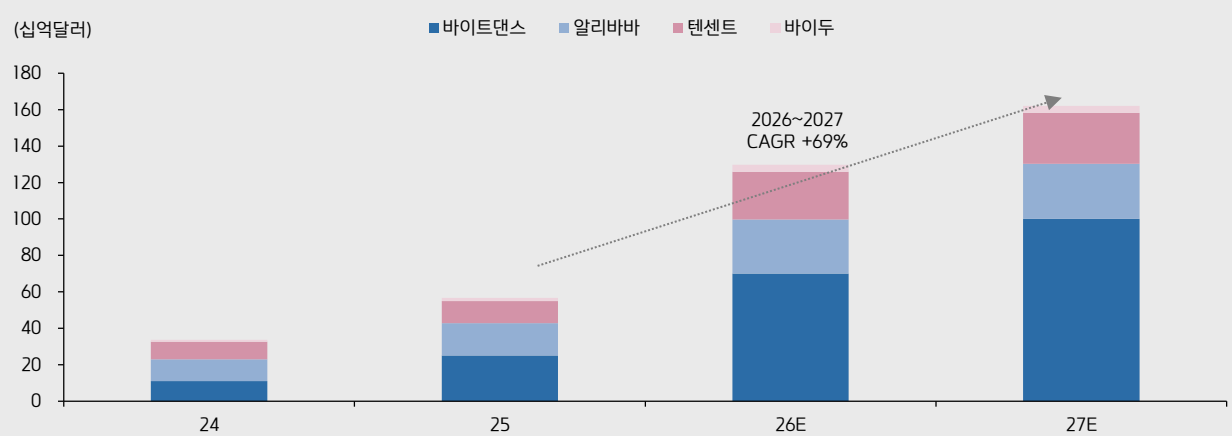
기업	NVIDIA		Huawei	
비교 대상	GB300 NVL72	Vera Rubin NVL72	Atlas 950	Atlas 960
고속 연결 가속기 수	72 GPU	72 GPU	1,024 NPU	4,096 NPU
시스템 FP8 연산능력	0.36 EFLOPS	1.26 EFLOPS	1.0 EFLOPS	8.0 EFLOPS
가속기당 환산 FP8	5.0 PFLOPS	17.5 PFLOPS	약 0.98 PFLOPS	약 1.95 PFLOPS
고속 연결 기술	NVLink 5	NVLink 6	UnifiedBus	UnifiedBus + NPO
공급현황	공급 중	공급 중	공급 중	제품 발표 960DT 1Q27 목표

자료: 화웨이, 엔비디아, 키움증권 리서치

◆ SuperPOD, 기술 로드맵에서 매출로 전환

- 2026년 9월 기준 화웨이의 Ascend 910C SuperPOD의 누적 구축 규모는 1,000세트를 돌파했으며, Atlas 950도 상용화 진입. 국산 가속기와 고속 인터커넥트를 결합한 시스템의 상업적 활용 가능성을 확인했다는 판단. 향후 NPO 기반 Atlas 960E 공개와 Ascend 960DT 및 960PR의 2027년 1분기·3분기 공급 준비 목표를 바탕으로 차세대 제품 전환 추진
- 화웨이가 상용화의 선례를 보이면서 SuperPOD 아키텍처 확산. Alibaba는 자체 AI 칩과 인터커넥트를 결합한 Panjiu AL128을 공개하고, 2026년 3분기부터 SuperPOD의 본격적인 상용 배치를 추진. 차세대 Zhenwu V900은 2027년 1분기 양산·상용 출시를 계획하며, 칩·네트워크·시스템의 통합 고도화 지속
- 양산 확대가 서버·시스템 업체의 매출로 전환. Huaqin의 3Q26 데이터 사업 매출은 224.6억위안(+228% YoY), 이 중 SuperPOD 매출은 61.9억위안 기록. Sugon도 고성능 컴퓨팅 장비 판매 증가에 힘입어 같은 분기 매출 47.7억위안(+60.7%) 달성

중국 빅테크 기업 CAPEX 추이 및 전망



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

중국 AI, 결집의 힘. AI 인프라 주목

중국 AI 서버 밸류체인

운영 주체

기업

Alibaba (BABA.US)
Tencent (0700.HK)
Baidu (BIDU.US)
ByteDance (비상장)
Z.AI (2513.HK)
MINIMAX (0100.HK)
Kuaishou (1024.HK)
Huawei (비상장)

통신사

China Mobile (600941.CH)
China Telecom (601728.CH)
China Unicom (600050.CH)

정부

서버 시스템

서버 / 랙

Huawei (비상장)
xFusion (비상장)
Inspur (000977.CH)
Huaqin (603296.CH)
H3C (000938.CH 자회사)
Sugon (603019.CH)
ZTE (000063.CH)

핵심 반도체 및 부품

GPU / AI 가속기

Huawei (비상장)
Cambricon (688256.CH)
MetaX (688802.CH)
Moore Threads (688795.CH)
Enflame (688801.CH)
Biren (6082.HK)
Iluvatar CoreX (9903.HK)
T-Head (Alibaba 자회사)
Kunlunxin (Baidu 자회사)

CPU

Hygon (688041.CH)

메모리

CXMT (688825.CH)
YMTC (비상장)

스위치

Huawei (비상장)
H3C (000938.CH 자회사)
Huaqin (603296.CH)
ZTE (000063.CH)
Ruijie (301165.CH)

광트랜시버

Accelink (002281.CH)
HGTECH (000988.CH)

광섬유

YOFC (601869.CH)
Hengtong (600487.CH)
ZTT (600522.CH)

PCB / CCL

Shennan (002916.CH)
WUS (002463.CH)
DSBJ (002384.CH)
Kinwong (603228.CH)
FastPrint (002436.CH)
Shengyi Tech (600183.CH)

커넥터 / MPO

Huafeng (688629.CH)
JONHON (002179.CH)
T&S (300570.CH)
EverPro (300548.CH)
SDGI (000070.CH)

액체냉각

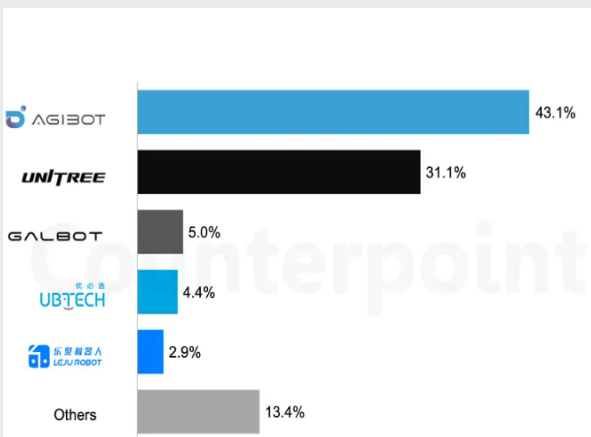
Envicool (002837.CH)
Goaland (300499.CH)
Shenling (301018.CH)

자료: 키움증권 리서치

◆ 피지컬 AI, 기술 진전 속 상용화는 단계적으로 확산

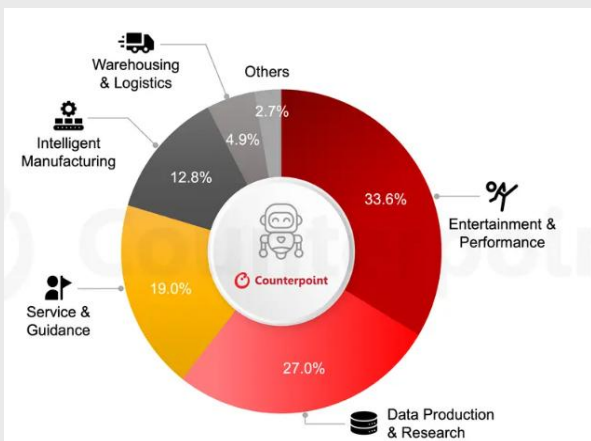
- AI 기술이 개선되면서 활용 범위가 콘텐츠 생성에서 현실 작업 수행으로 확대. 모델 경량화와 온디바이스 AI 반도체의 발전은 이러한 지능을 기기 안에서 실행할 수 있는 기반을 제공. 최근 애플의 HALO는 시뮬레이션으로 학습한 휴머노이드가 처음 접하는 실제 공간에서 자연어 지시에 따른 단일 작업을 수행하며 91% 성공률 기록
- 다만 작업을 이해하는 능력과 현장에서 안정적으로 수행하는 능력 사이에는 여전히 간극 존재. Counterpoint 기준 2026년 상반기 글로벌 휴머노이드 출하량은 2.2만 대(YoY +300%)를 기록했으며, 그중 공연·오락과 연구·데이터 수집용이 합계 60% 이상 차지. 제조업과 창고·물류용은 각각 13%, 5% 수준으로 생산 현장 중심의 활용은 아직 제한적인 단계로 판단. 2027년에는 범용 로봇의 일괄적인 보급보다 청소·운반·검사 등 범위가 명확한 작업부터 도입이 확대되는지 주목 필요

1H26 글로벌 휴머노이드 출하량 점유율



자료: Counterpoint, 키움증권 리서치

1H26 글로벌 휴머노이드 어플리케이션 비중

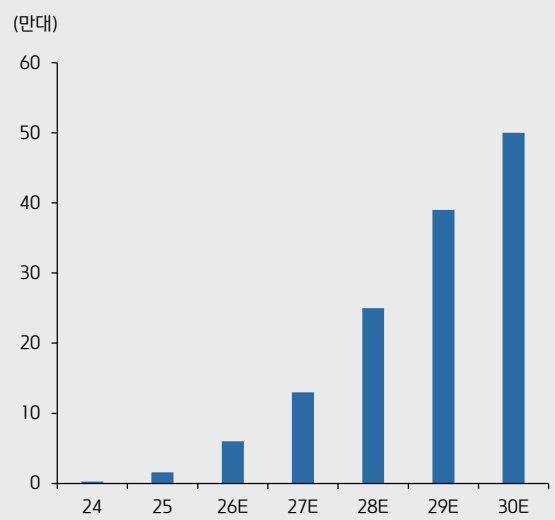


자료: Counterpoint, 키움증권 리서치

◆ 신규 기기 개발과 기존 제품의 AI 고도화로 관련 부품 수요 확대 예상

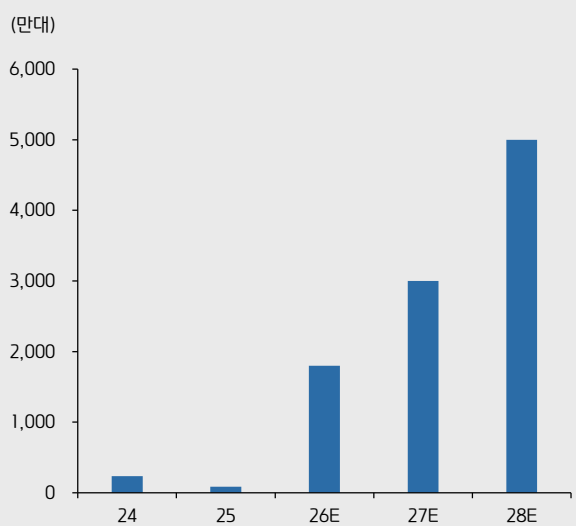
- 최종 수요와 주력 제품의 불확실성에도 AI 적용 확대를 위한 개발·검증은 지속될 전망. 로봇 학습에 필요한 동작·자세·접촉 데이터 확보는 3D 카메라·동작 추적 장비·힘·촉각 센서 수요를, AI 안경 등 신규 기기 개발은 저전력 반도체·카메라·음성 처리 부품 수요를 견인할 것. 완제품의 대중화에 앞서 데이터 수집과 제품 개발 과정에서 발생하는 부품 수요에 주목
- 기존 청소·물류 로봇과 산업용 장비의 AI 기능 강화는 제품당 반도체·센서 탑재 금액을 높이는 요인. 영상 이해, 음성 인식, 작업 판단 기능 구현을 위해 메인 프로세서(SoC)의 성능 향상과 AI 보조 프로세서 및 센서 추가 탑재가 필요해 완제품 판매량이 정체돼도 부품 매출은 증가할 가능성

글로벌 휴머노이드 출하량 추이 및 전망



자료: Yano Research, 키움증권 리서치

글로벌 AI 글래스 판매량 추이 및 전망



자료: Wellsenn XR, 키움증권 리서치

피지컬 AI, 상용화에 앞서는 부품 수요

중국 피지컬 AI 밸류체인

완제품·시스템 통합

휴머노이드·사족

Unitree (688836.CH)
UBTECH (9880.HK)
AgiBot (비상장)
Galbot (비상장)
Fourier (비상장)
Deep Robotics (비상장)
Leju (비상장)

산업·협동 로봇

Midea / KUKA (000333.CH / 0300.HK)
Estun (002747.CH)
Dobot (2432.HK)
Inovance(300124.CH)

플랫폼·완성차 기업

Alibaba (BABA.US / 9988.HK)
Tencent (0700.HK)
XPeng (XPEV.US/9868.HK)
BYD (002594.CH / 1211.HK)
GAC (601238.CH / 2238.HK)

주요 반도체 및 부품

단말·제어 반도체

Rockchip (603893.CH)
SigmaStar (301536.CH)
Fortior (688279.CH)

영상·3D 비전

OmniVision (603501.CH)
Orbbec (688322.CH)
Hesai (2525.HK / HSAI.US)
RoboSense (2498.HK)

힘·촉각 센서

Keli (603662.CH)
Hanwei (300007.CH)
Joyson (600699.CH / 0699.HK)

모터·구동

Moons' (603728.CH)
Wolong (600580.CH)
Kinco (688160.CH)

액추에이터

Sanhua (002050.CH)
Tuopu (601689.CH)

감속기

LeaderDrive (688017.CH)
Shuanghuan (002472.CH)
KDL (002850.CH)
ZD (002896.CH)

스크루·베어링

Hengli (601100.CH)
XCC (603667.CH)
CSB (300718.CH)
Glorymica (603119.CH)

로봇 손

Zhaowei (003021.CH)
Leadshine (002979.CH)

자료: 키움증권 리서치

2027년 중국주식 관심종목 리스트

모멘텀	기업명	종목코드	업종	시가총액 (십억USD)	주가 수익률		투자포인트
					3M	YTD	
반도체 국산화	SMIC	0981.HK	파운드리	77	-30%	-36%	• 중국의 견조한 AI 수요 속 화웨이 공급 확대 본격화로 수혜 기대 • AI 주변칩 및 국산화 수요 확대에 따른 이익 성장 전망
	NAURA	002371.CH	반도체 장비	59	-28%	19%	• 중국 반도체 증설 사이클, 2027년에도 지속. YMTC 상장 모멘텀 기대 • 중국 반도체 투자 확대 사이클 속 밸류에이션 리레이팅 전망
	AMEC	688012.CH	반도체 장비	35	-36%	35%	• 중국 반도체 증설 확대와 국산화에 따른 장비 수요 증가 • 식각 장비 경쟁력 강화와 증착 장비 확대로 성장 동력 다변화
AI 인프라	알리바바	BABA.US	플랫폼	262	-20%	-28%	• 중국 AI 시장 성장 수혜. 클라우드 성장 가속 전망 • 퀵커머스 적자 축소가 이익 턴어라운드에 기여할 것
	Cambricon	688256.CH	ASIC	79	-24%	-6%	• 중국의 AI 투자 확대와 국산화 기조가 중국산 AI 칩의 중장기 수요 뒷받침 • 공급 제약 완화와 출하량 확대 관련 시그널 확인 시 높은 주가 탄력성 기대
	생이테크놀로지	600183.CH	CCL	26	-49%	-1%	• SuperPOD 확산에 따른 고사양 CCL 비중 상승과 수익성 개선 예상 • 높은 이익 성장에도 12M FWD PER 14배로 밸류에이션 매력적
피지컬 AI	삼화	002050.CH	액추에이터	21	-11%	-38%	• 기술 진전 속 휴머노이드 상용화 단계적으로 확산. 시장 초기 부품 주목 • 액추에이터 양산 확대, 로봇 사업의 실적 가시화 기대
	루이신마이크로	603893.CH	온디바이스 AI	15	3%	19%	• 피지컬 AI 초기, 다양한 기기의 개발 및 업그레이드에 따른 부품 수요 수혜 • 메인 및 보조 프로세서 동반 공급으로 제품당 반도체 탑재 금액 확대

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

생이테크놀로지(600183.CH)

China Strategy 박주영

현재주가 (11/9)	CNY 70.68

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	전자 부품
거래소	Shanghai
상대지수	SHASHR
벤치마크 현재주가	3,838.4
시가총액(mln)	171,682.0
유통주식수(mln)	2,429.0
52주 최고	191.88
52주 최저	51.20
일평균거래량	70,036,415

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-1.0	-43.1	-13.8	13.0
상하이 A주	-7.8	-4.0	-12.4	-8.7



◆ 투자포인트 1. 중국 AI 투자 지속에 따른 인프라 수요 확대

- 미국의 AI 투자 속도 둔화 여부와 별개로 중국의 AI 투자는 지속될 것. 서버 등 관련 인프라 수요 증가 기대

◆ 투자포인트 2. SuperPOD 확산에 따른 고사양 CCL 비중 상승과 수익성 개선

- 중국은 단일 칩 성능 및 공급의 제약을 더 많은 국산 가속기의 연결로 보완. 중국산 가속기를 연결하는 SuperPOD 아키텍처 확대. 이는 고속 전송과 신호 손실 최소화를 위한 고사양 CCL 수요 증가로 이어질 전망. 생이테크놀로지는 M7 이상 제품의 출하량이 매월 증가하며 제품 믹스 개선

◆ 투자포인트 3. 높은 이익 성장에도 12M FWD PER 14배로 밸류에이션 매력적

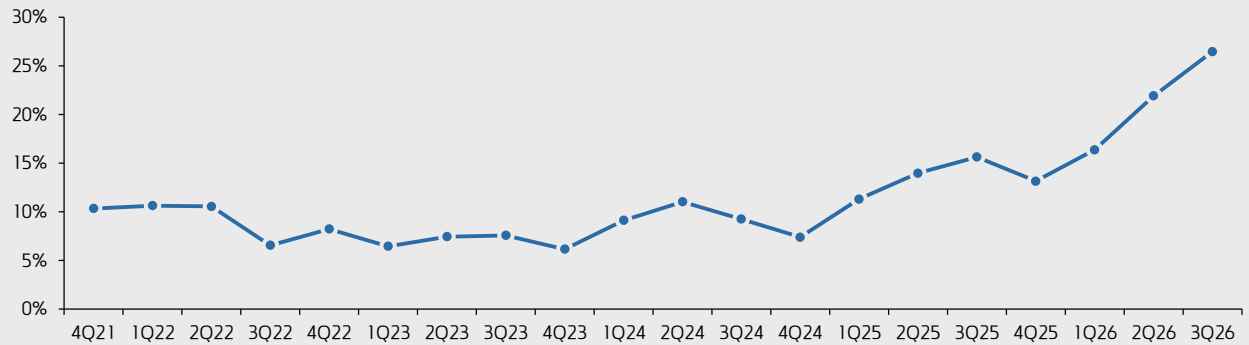
- 현재 주가는 12M FWD PER 14배에서 거래 중으로 최근 10년 저점 수준에 위치해 밸류에이션 매력적. 최근 AI 투자 관련 노이즈에도 불구하고 2027년 매출 및 순이익 모두 YoY 50% 수준 증가가 예상되는 만큼 투자 매력 높다는 판단

Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	16,586	20,388	28,431	47,849	69,560
영업이익	1,347	2,088	4,388	10,871	17,001
OPM(%)	8.1	10.2	15.4	22.7	24.4
순이익	1,164	1,739	3,334	8,948	13,679
PER(배)	36.6	32.5	51.4	20.2	13.2
PBR(배)	3.1	3.9	10.4	6.7	4.9
ROE(%)	8.5	12.0	21.1	42.3	49.6
배당수익률(%)	2.5	1.9	0.6	N/A	N/A

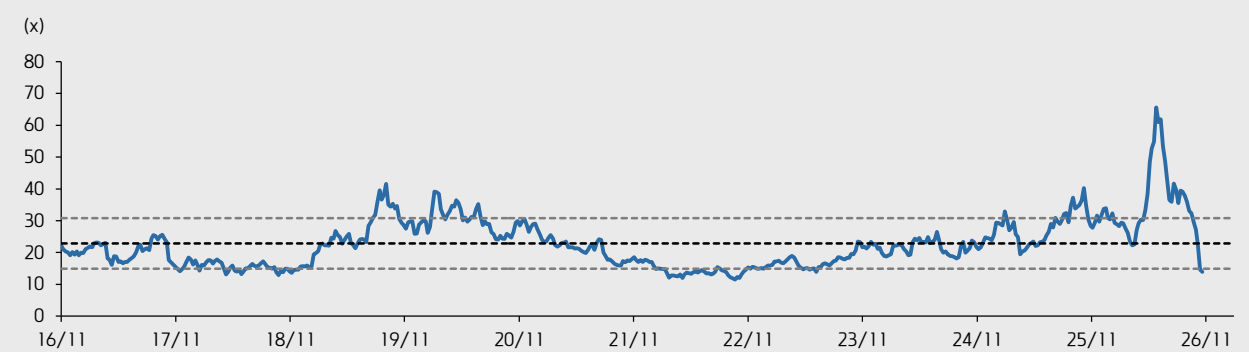
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

생이테크놀로지 순이익률



자료: 생이테크놀로지, 키움증권 리서치

생이테크놀로지 12M FWD PER 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

NAURA(002371.CH)

China Strategy 박주영

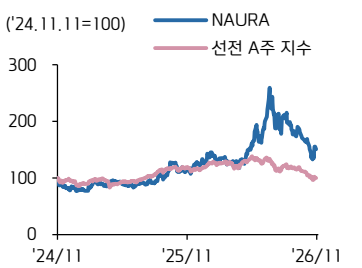
현재주가 (11/9)	CNY 654.77

Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체
세부업종	반도체 장비
거래소	Shenzhen
상대지수	SZASHR
벤치마크 현재주가	2,232.6
시가총액(mln)	518,867.8
유통주식수(mln)	725.7
52주 최고	968.00
52주 최저	325.50
일평균거래량	12,515,550

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	18.7	-8.3	0.7	31.7
선전 A주	-15.7	-10.0	-25.8	-15.6



◆ 투자포인트 1. 미국 중간 선거 이후 중국 반도체 국산화 모멘텀 확대

- 민주당의 양원 장악 이후에도 대중 견제 기조는 유지될 전망. 중국과의 전략적 경쟁은 미국 내 초당적 의제인 만큼 의회 권력의 변화가 대중 압박 완화로 이어질 가능성은 낮다는 판단. 트럼프 대통령은 대중 압박을 강화하면서도 관세와 일부 규제 제외를 협상 수단으로 활용해 중국과 타협을 모색. 다만 민주당의 양원 장악 이후 청문회·감독 강화와 추가 입법 추진은 이러한 거래 방식을 제약. 중국의 구매 확대나 공급 보장을 대가로 규제 예외를 제공하는 데 정치적 부담이 커지면서, 트럼프의 협상 의지와 별개로 실제 양보 가능한 범위가 축소될 가능성

◆ 투자포인트 2. YMTC 상장 모멘텀 앞두고 관심 늘릴 필요

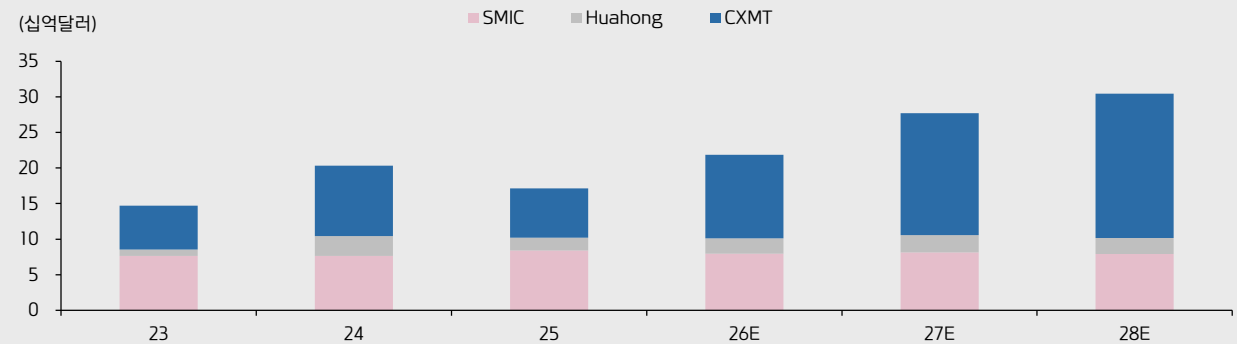
- 2024~2026년 과창판 기업은 IPO 신청서 접수부터 최종 상장까지 평균 267일 소요. YMTC는 지난 8월 말 상장 신청서를 접수했으며, 최근 상장 지연 가능성이 제기되고 있는 상황. CXMT 역시 연초 한 차례 심사가 일시 중단되며 상장이 다소 지연된 바 있으나, IPO 신청서 접수부터 최종 상장까지 208일 소요. 이를 감안하면 YMTC는 2027년 초 상장 예상. NAURA 는 연초 CXMT 상장 지연 우려 등으로 12M FWD PER이 30배까지 하락한 바 있으며, 현재 38배에서 거래 중. 중국의 반도체 국산화 및 YMTC 모멘텀 앞두고 관심을 점진적으로 늘릴 필요

Company Earnings & Valuation

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

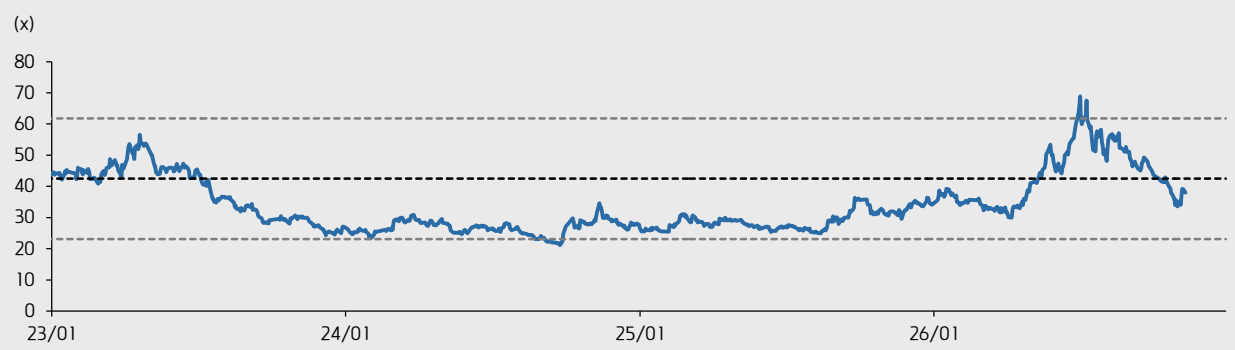
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 파운드리 및 메모리 기업 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

NAURA 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알리바바 (BABA.US)

China Strategy 박주영

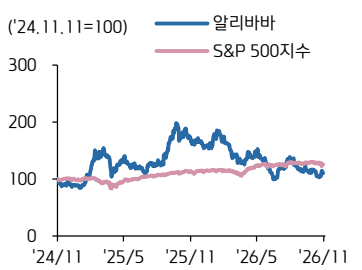
현재주가 (11/9)	USD 105.38

Stock Data

산업분류	플랫폼
세부업종	이커머스
거래소	New York
상대지수	SPX
벤치마크 현재주가	7,549.9
시가총액(mln)	1,924,219.7
유통주식수(mln)	2,396.9
52주 최고	192.67
52주 최저	91.99
일평균거래량	12,314,780

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	1Y
절대	-27.4	-5.4	-24.8	-36.6
S&P 500	10.3	-3.3	2.0	12.2



◆ 투자포인트 1. 중국 AI 시장 성장 수혜. 클라우드 성장 가속 전망

▪ 중국 AI 투자 확대에 따른 실적 수혜는 지속되는 중. 2분기 알리바바 클라우드 매출은 YoY +45%로 성장세 확대. 조정 EBITA 마진도 YoY +4%p 개선. AI 투자 확대로 CAPEX 가 677 억위안(YoY +75%)까지 증가하고 FCF 가 적자 전환된 점은 단기 부담이나 경영진은 현재 AI 투자 회수기간이 3 년 이내이며 자체 칩 비중 및 가동률 상승에 따라 추가 단축될 수 있다고 강조. 향후 3년 클라우드 매출은 연평균 47% 성장 기대

◆ 투자포인트 2. 퀵커머스 적자 축소가 알리바바 이익 턴어라운드에 기여 전망

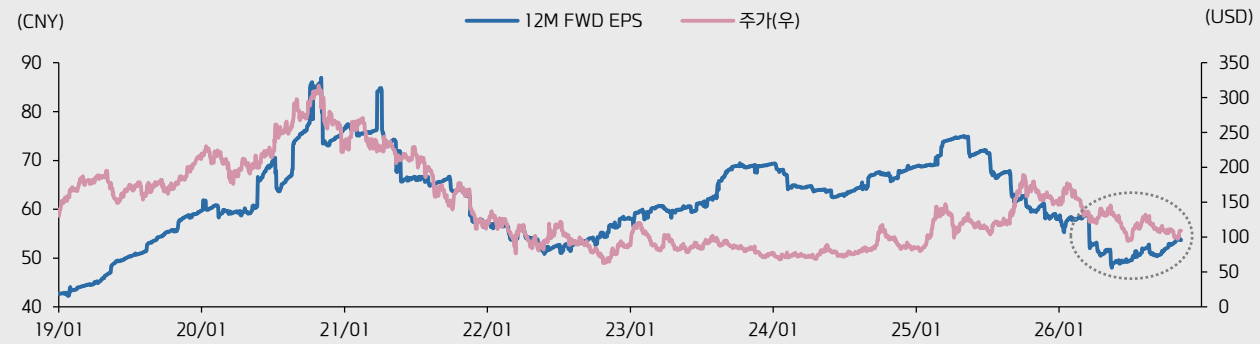
▪ 내년도 커머스 부문의 외형성장은 제한적이나, 경쟁완화에 따른 퀵커머스 적자 축소가 알리바바 전체 이익 성장을 점진적으로 견인할 것으로 예상. 지난 2분기 실적 발표 이후 알리바바 12M FWD EPS는 퀵커머스 적자 축소 기대감으로 상향 조정되는 중. 현재 주가는 12M FWD PER 14 배에서 거래 중으로 밸류에이션 매력적이라는 판단. AI 모멘텀을 기반으로 추가적인 밸류에이션 리레이팅 여력이 존재

Company Earnings & Valuation

(단위: 백만CNY)	FY24	FY25	FY26	FY27E	FY28E
매출액	941,168	996,347	1,023,670	1,123,067	1,267,513
EBITDA	191,668	202,325	113,483	166,038	228,139
EBITDA Margin(%)	20	20	11	15	18
순이익	157,479	158,122	60,658	106,379	149,314
PER(배)	10.2	14.8	43.6	16.1	11.7
PBR(배)	1.3	2.3	2.0	1.4	1.3
ROE(%)	8.1	13.0	10.2	8.4	11.1
배당수익률(%)	1.4	0.8	0.8	N/A	N/A

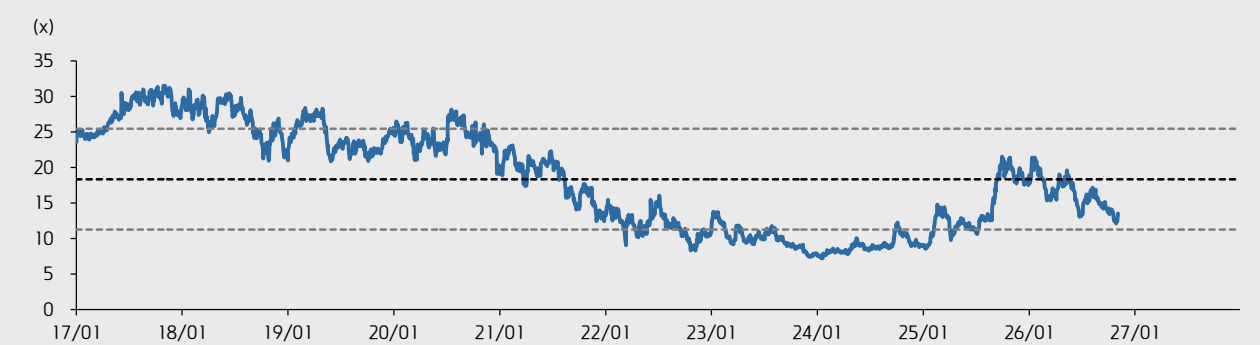
주) Non-GAAP 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알리바바 12M FWD EPS 및 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

알리바바 12M FWD PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2027년 ETF 산업 전망

The Playbook



2027년 ETF 산업 전망 | The Playbook

Part 1. ETF 산업 전망 – Signal & Impact

- 2026년 글로벌 ETF 시장은 21조 달러, 미국 ETF 시장은 16조 달러를 돌파. 국내 ETF 시장은 500조원을 향해가는 중으로 **전체 공모시장에서 ETF 비중은 50% 상회.** 향후에도 ▲투자 패러다임 변화, ▲장기 투자 채널을 통한 구조적 자금 유입, ▲운용사 간 상품 경쟁과 전략 다변화, ▲규제 및 시장 인프라 개선 등이 중장기 성장 동력으로 작용

- **ETF 시장의 양적 성장과 상품구조 고도화**에 따라 금융시장 전반에 미치는 **영향력도 확대**. 개인의 자산관리와 기관의 포트폴리오 운용 수단을 넘어, 기초자산 수급과 증시 자금흐름 전반에 영향을 미치는 주된 요인으로 부상. 이에 따라 자금 유출입, 신규 출시, 정기 리밸런싱 등 ETF가 보내는 신호(Signal)에 대한 해석도 더욱 중요해지고 있음. 변화하는 시장 구조와 ETF가 금융시장에 미치는 영향(Impact)을 점검하고, 향후 투자 활용 측면에서의 시사점을 모색할 필요

Part 2. ETF 투자 포트폴리오 – The Playbook

- **AI** : AI 투자를 둘러싼 의심과 증명의 반복 속에서 AI가 창출해내는 이익의 귀속 범위가 확장되어갈 가능성에 주목. AI 사이클은 지속되겠으나, 시장의 평가 기준은 투자 규모에서 실제 가동률과 수익화 능력, 자본 효율성으로 이동할 전망. AI 투자 수익성 검증과 함께 반도체·전력·네트워크 중심의 수혜가 소프트웨어·플랫폼 등 AI 활용 산업으로 확산되는 과정에서 새로운 투자 기회를 모색할 필요

- **Build-out** : 2027년 분점 정부 출범으로 미국 정책은 신규 입법보다 예산 협상과 의회 감독, 행정부의 기존 정책 집행을 중심으로 전개될 전망. 미-중 패권 전쟁이 지속되는 가운데 미국의 산업 경쟁력 강화와 고용 창출 필요성을 고려하면 AI 및 전략 산업 육성의 중요성은 유지될 것으로 예상. 헬스케어·방산·금융 등 정책 민감 산업 역시 재정 및 규제 방향에 따라 세부 섹터별 수혜가 차별화 될 것

- **Resilience** : 높은 금리가 자본조달의 병목으로 작용하는 가운데 유가 향방은 여전히 인플레이션과 금리 전망의 핵심 변수. 지정학적 긴장 완화에 따른 유가 안정을 기본 시나리오로 가정하기엔 여전히 불확실성이 상존하나 미국의 정책 구도 변화와 물가 기저효과, 경기 여건 등 감안 시 금리의 추가 상승 압력은 점차 완화될 여지. 매크로 환경 변화에 따라 기존 주도 자산군/권역에서 수익원 다변화가 점차 요구될 전망



Part 1.

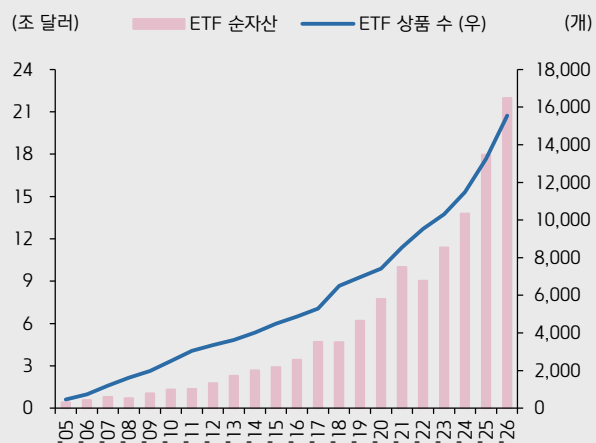
ETF 산업 전망: Signal & Impact

ETF, Wrapper Revolution

◆ 글로벌 ETF 시장 확장 추세 지속

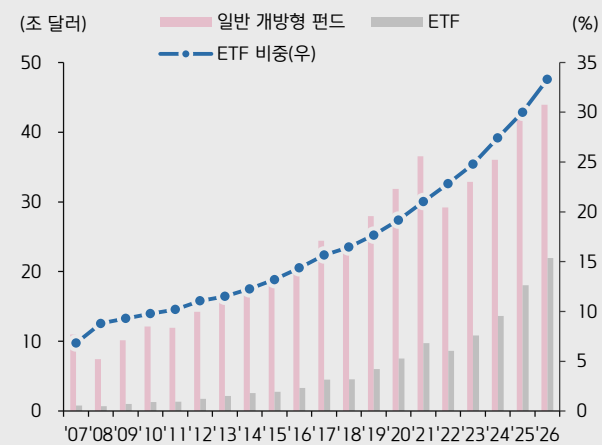
- 글로벌 자산운용 산업이 ETF 중심의 구조적 재편을 경험하는 중
- 2026년 9월 말 글로벌 ETF 운용자산은 약 22조 달러(Morningstar 기준, 최근 10년 연평균 성장률 약 21%), 상품 수는 1.6만+ 개로 확대. ETF는 단순한 패시브 투자수단을 넘어 액티브·옵션·대체자산 등으로 투자영역을 넓히며 자산운용 산업의 핵심 플랫폼으로 부상
- 즉, ETF 시장의 성장은 신규 자금 유입을 넘어 기존 펀드 산업의 자금 이동과 상품 공급구조 변화로 확산. 앞으로도 전통 운용사들의 ETF 시장 진입, 뮤추얼펀드의 ETF 전환 및 ETF 클래스 도입, 액티브·전략형 상품 혁신이 성장 동력으로 작용할 전망

글로벌 ETF 순자산 규모 및 상품 수



주) 2026년은 9월 말 기준
자료: Morningstar, 키움증권 리서치

글로벌 펀드 vs. ETF (AuM 기준)



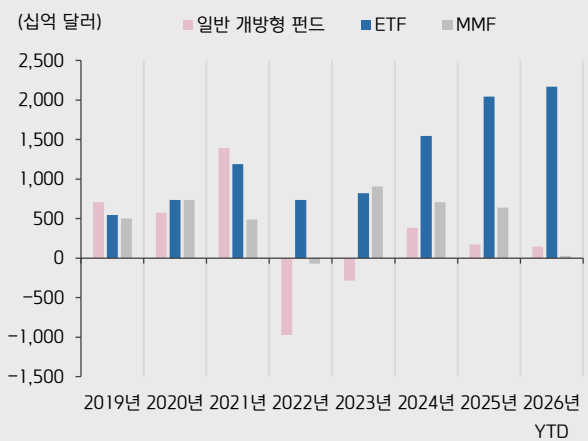
주) 2026년은 9월 말 기준, FoF/피더펀드/MMF 제외. ETF 비중
= ETF ÷ (일반 개방형 펀드 + ETF)
자료: Morningstar, 키움증권 리서치

ETF, Wrapper Revolution

◆ 글로벌 ETF로의 자금유입 지속

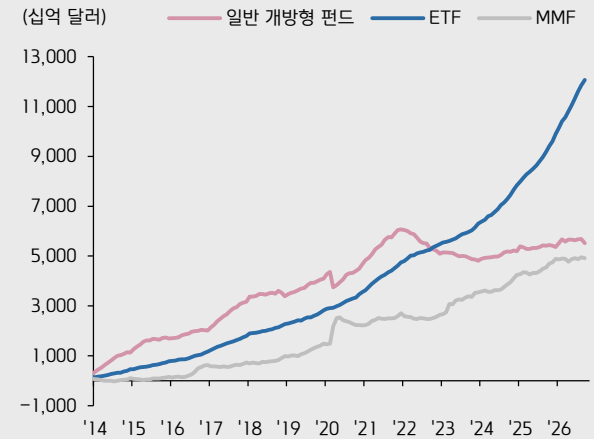
- 2026년 변동성 높은 증시 환경에서도 글로벌 ETF 연간 순유입은 4년 연속 확대(2023~2026)
- 9월 말까지 누적 순유입은 약 2.2조 달러로 이미 2025년 연간치를 상회. 같은 기간 일반 개방형 펀드 순유입은 약 1,460억 달러에 그침

글로벌 펀드 및 ETF 연간 자금순유입



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2026.9월 말 기준, FoF/피더펀드 제외

글로벌 펀드 및 ETF, MMF 누적 자금순유입



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2026.9월 말 기준, FoF/피더펀드 제외

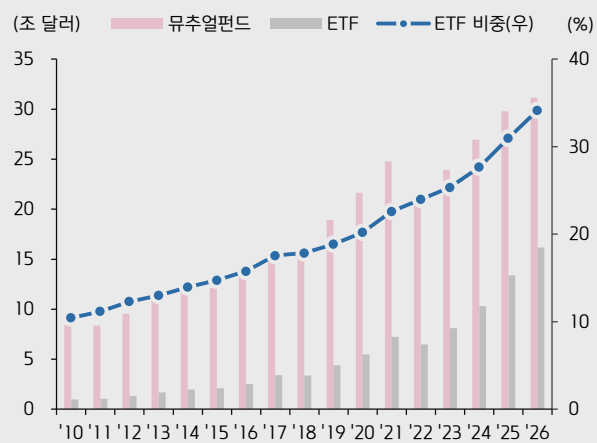
ETF, Wrapper Revolution

◆ 미국, 글로벌 ETF 시장을 선도

- 미국은 **혁신과 다양성, 규제 완화를 통해 ETF 시장 생태계 선도.** 선진적인 제도 및 인프라 환경으로 안정적/효율적 시장 운용이 가능하며, 특히 2019년 SEC의 6c-11* 도입이 시장 혁신 가속화로 이어짐
- 결과적으로 2026년 9월 기준 미국 전체 펀드 자산에서 ETF가 차지하는 비중은 약 35%로 2020년 3월 이후 해당 흐름 가속화. 블룸버그는 해당 비중이 2032년 50%를 넘어설 것으로 전망

* 300+의 개별 Exemptive order를 단일 규칙으로 통합하면서 ETF 출시 비용·시간 대폭 단축 (3~6개월 → 수주). 또한 Custom basket 허용으로 ETF-뮤추얼펀드 간 세금 효율성의 차별화를 가져왔으며 인덱스/액티브 ETF 간 규제 차이 해소

미국 뮤추얼펀드 vs. ETF (AuM 기준)



주) 2026년은 9월 말 기준, FoF/피더펀드, MMF 제외
자료: Morningstar, 키움증권 리서치

글로벌 ETF 설정 지역별 현황

설정 지역	운용자산 (AuM)		ETF 상품 수	
	(bln $)	비중(%)	개수	비중(%)
미국	16,081	73.1	5,522	35.5
아일랜드	2,799	12.7	3,748	24.1
일본	857	3.9	306	2.0
룩셈부르크	669	3.0	1,263	8.1
캐나다	568	2.6	1,779	11.4
한국	332	1.5	1,171	7.5
호주	148	0.7	348	2.2
독일	137	0.6	223	1.4
스위스	93	0.4	230	1.5
프랑스	86	0.4	122	0.8
전체	**21,983**		**15,550**	

주) 2026년 9월 말 기준, FoF/피더펀드 제외
자료: Morningstar, 키움증권 리서치

미국 ETF의 Game Changer, Rule 6c-11

미국 ETF의 Game Changer : Rule 6c-11 도입

심사기간, 예산 및 운용비용 | **공시 요구 사항**

ETF 상장심사

개별 면제조치 해당 O

- 개별 면제조치를 받았다는 전제하에 새로운 ETF를 추가로 상장하게 될 경우
- 대략 $5만~$6만의 예산과 90~120일의 기간 소요

개별 면제조치 해당 X

- 개별 면제조치 적용이 안된 상태에서 신규로 ETF 시장에 진입하게 될 경우
- 대략 $10만+의 예산과 6개월의 기간 소요

ETF 운용비용

운용 비용

- ETF 운용은 개방형 뮤추얼 펀드 대비 약간 저렴한 수준
- 투자 고문 및 보조 고문 수수료를 제외한 총 운용 비용은 $20만 미만

ETF 공시 방법

Rule 6c-11 적용

- Rule 6c-11은 환매 가능한 증권 (Redeemable Securities)
- 아래 적용 제외 대상 外 모든 ETF 상품이 Rule 6c-11에 적용

Rule 6c-11 적용 제외

- 단위투자신탁 (UIT ETFs)
- 예외 자산군 Ex) 통화, 헤지, 배당 등 (Share Class ETFs)
- 모자형 ETF (Master Feeder ETFs)
- 불투명 액티브 ETF

항목별 공시 방안

Rule 6c-11 적용 ETF 공시방안

- 정해진 양식에 따라 운용(발행)사 홈페이지에 일별 포트폴리오를 공개
- 운용 정책과 전략, 리스크 관련 중요사항을 홈페이지에 공시
- 운용(발행)사 홈페이지에는 해당상품의 프리미엄, 할인, Bid-Ask 스프레드, NAV 등 운용 정보를 공시
- 추가적으로 지정참가회사(AP)와의 모든 서면 계약서 사본과 AP와 교환된 바스켓에 관한 정보를 공개해야 함

- 미국 SEC는 2019년 9월 Rule 6c-11을 채택, 2020년 12월 23일 전면 시행. 이는 미국 ETF 시장의 구조적 전환점이 되었음
- Rule 6c-11 이전에는 모든 ETF가 SEC로부터 개별 Exemptive order를 받아야 했음. SEC는 25년간 300건 이상의 개별 면제 명령을 발급했는데, 이 과정에서 발급 시기에 따라 조건이 상이해 ETF 간 규제 불균형이 발생
- 이 요건은 ETF 출시의 비용과 시간을 증가시키는 주요 장애물이었으며, Rule 6c-11의 채택으로 대부분의 ETF가 개별 면제 신청 없이 시장에 진입할 수 있게 됨
- 이후 다양한 발행사들이 시장에 진입하며 ETF 수가 폭발적으로 증가했고, Single-stock, 버퍼 ETF와 같은 구조화/옵션 ETF, 액티브 ETF 등 상품 다양화가 가능해 짐. MF → ETF 전환 사례도 매년 증가 (MF → ETF 전환은 '25년 연간 50건+, 누적 170건으로 $1,250억에 이름)

자료: 키움증권 리서치

미국 ETF의 Game Changer, Rule 6c-11

◆ 미국 ETF의 Game Changer : Rule 6c-11 도입

미국 Rule 6C-11 도입(2020년)과 ETF 영향

구분	세부 항목	이전 (Exemptive Order 체제)	이후 (Rule 6c-11)
1. 진입장벽 해소	ETF 출시 절차	- SEC에 개별 exemptive order(면제 명령) 신청 필요 - 25년간 300건 이상의 개별 면제 발급 → 발급 시기에 따라 조건이 상이하여 ETF 간 규제 불균형 발생	- 일정 조건(일별 PDF 공개, Custom basket 정책 등) 충족 시 별도 면제 없이 즉시 시장 진입 가능 - 수백 건의 개별 면제를 단일 규칙으로 대체
	신규 ETF 출시 수 (연간)	2019년: ~162개 2020년: ~204개	2021년: ~287개 2022년: ~317개 2023년: ~458개 2024년: ~693개 2025년: 1,180개 (사상 최고치) → 시행 전 대비 매년 빠르게 증가
	신규 출시 중 액티브 ETF 비중	소수	2025년 기준 신규 출시의 85%가 액티브 ETF (~1,000개)
	발행사 생태계	- 대형 발행사(BlackRock, Vanguard, State Street) 중심 - 면제 취득에 필요한 법률 비용·시간이 중소형 운용사의 진입장벽으로 작용	- 중소형 운용사 및 뮤추얼펀드 전문 운용사의 ETF 시장 진입 활발 - 액티브 ETF Top 4(Dimensional, JP Morgan, Capital Group, American Century) 점유율 45%로 패시브(87%) 대비(Blackrock, Vanguard, State Street, Invesco) 분산된 경쟁 구조
	Custom Basket 보편화	- 2006년 이전 설립된 일부 ETF만 사용 가능 - 이후 설립 ETF는 Pro rata basket(비례 바스켓)만 허용 → 초기 대형 발행사의 경쟁 우위 요인	모든 ETF가 서면 정책·절차를 마련하면 사용 가능 → 발행사 간 경쟁 공정성 확보

자료: 키움증권 리서치
주) SEC, SEC DERA, Morningstar, American Century, BlackRock, Columbia Business Law Review

미국 ETF의 Game Changer, Rule 6c-11

◆ 미국 ETF의 Game Changer : Rule 6c-11 도입

미국 Rule 6C-11 도입(2020년)과 ETF 영향

구분	세부 항목	이전 (Exemptive Order 체제)	이후 (Rule 6c-11)
2. 액티브·패시브 규제 구분 폐지	규제 차등	- 개별 exemptive order 체제에서 패시브형과 액티브형에 서로 다른 조건 부과 (예) 액티브형에 분기별 추가 보고 요건 등	- 인덱스형·액티브형에 동일한 규제 조건 적용 - 포트폴리오를 투명하게 공개하면 운용 전략(패시브 추종 vs 재량 운용)에 무관하게 동일한 규칙 적용
	액티브 ETF 종목 수 증가	2020년 355개 (전체의 20%)	- 2025년 2,656개 (전체의 56%), 5년간 약 650% 증가 (연평균 50%) - 2025년 중 패시브 ETF 종목 수 추월
	액티브 ETF AUM 증가	2020년 $211B (전체의 ~4%)	- 2025년 $1,513B (전체의 ~11%), 5년간 약 616% 증가 (연평균 48%) - 같은 기간 패시브 AUM은 연평균 18% 성장
	자금흐름	-	- 액티브 뮤추얼펀드에서는 자금 유출 지속되는 가운데 액티브 ETF로는 유입 - 2020~2025년 미국 액티브 뮤추얼펀드에서 $2.46조 순유출 vs. 액티브 ETF로는 $3.67조 순유입
	뮤추얼펀드 →ETF 전환 가속	개별 면제 체제에서 전환 절차 비표준화	- Rule 6c-11이 ETF 운영의 표준화된 프레임워크를 제공하면서 전환 절차 체계화 - Dimensional, JP Morgan, Capital Group 등 대형 뮤추얼펀드 운용사의 ETF 시장 진입 활발

자료: 키움증권 리서치
주) SEC, SEC DERA, Morningstar, American Century, BlackRock, Columbia Business Law Review

미국 ETF의 Game Changer, Rule 6c-11

◆ 미국 ETF의 Game Changer : Rule 6c-11 도입

미국 Rule 6C-11 도입(2020년)과 ETF 영향

구분	세부 항목	이전 (Exemptive Order 체제)	이후 (Rule 6c-11)
3. 시장 미시구조 개선	IIV 공시	15초 간격 장중 추정 NAV(IIV) 공시 의무	- Rule 6c-11 적용 ETF에 대해 IIV 공시 의무 폐지 - 대신 매일 개장 전 전체 포트폴리오 공개 → AP·MM이 자체적으로 정확한 intraday NAV 산출
	프리미엄/ 디스카운트 공시	개별 exemptive order에 따라 공시 수준 상이	표준화된 공시 의무: · 웹사이트에 프리미엄/디스카운트 이력 테이블 및 차트 게시 · 7영업일 간 프리미엄/디스카운트 2% 초과 시 괴리 요인 설명 의무
	거래소 상장규정	- 패시브형·액티브형에 대해 별도 상장기준 적용 - 포트폴리오 유동성 요건, 최소 구성종목 수(13~20개) 등	CBOE, Nasdaq, NYSE Arca 모두 신규 상장규정 채택: · 패시브형/액티브형 구분 폐지 · IIV 공시 의무 폐지 · 포트폴리오 유동성 요건 제거 · 최소 구성종목 수 요건 제거
4.연속적 규제 혁신의 촉매	반투명 ETF 승인 (2019~2020)	-	- Rule 6c-11 도입과 같은 시기에 Precidian, Fidelity, T. Rowe Price 등의 반투명 구조를 개별 승인 - 포트폴리오 공개 방식의 스펙트럼 확대
	ETF Share Class 승인 (2025)	- Vanguard만 특허 기반으로 패시브 펀드에 ETF share class 운용	- Vanguard 특허 만료(2023.5) 후 80개+ 운용사가 신청 - 2025년 SEC가 Dimensional을 시작으로 수십 개 운용사에 승인 - 기존 뮤추얼펀드에 ETF 클래스 추가 가능 → 액티브 펀드에도 적용

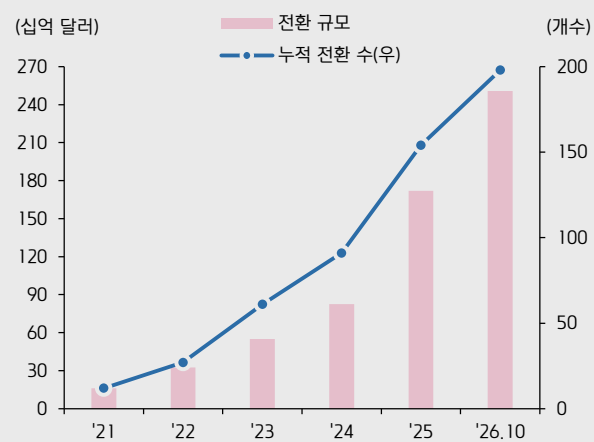
자료: 키움증권 리서치
주) SEC, SEC DERA, Morningstar, American Century, BlackRock, Columbia Business Law Review

미국 ETF의 Game Changer, Rule 6c-11

◆ 멀티 클래스(Multi-share Class) 혁신과 ETF 시장 확장

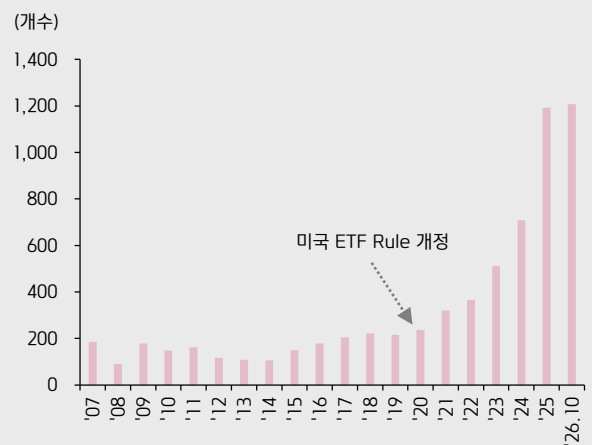
- 미국 뮤추얼펀드의 ETF 클래스 도입 논의가 본격화 된 끝에 '25년 11월 SEC는 마침내 뮤추얼펀드에 ETF 클래스 추가를 공식 승인
- 첫 승인 대상은 Dimensional Fund Advisors(DFA)이었으며, 이후 블랙록, JP모건, 모건스탠리, PIMCO 등 다수 운용사도 신청 허용. 당시 조치는 2023년 Vanguard社 특허 만료 이후 가능해졌으며, 약 80개+ 운용사에서 자사 펀드에 대한 ETF 클래스 신청 접수
- 투자자에겐 비용 절감·세제 효율·유동성 제고를, 운용사에겐 신규 펀드 설계 없이 ETF 라인업을 확보해 경쟁력을 제고할 수 있는 기회

미국 뮤추얼펀드 → ETF 전환 상품 AuM



자료: Morningstar, 키움증권 리서치

미국 연도별 ETF 출시 수



자료: Morningstar, 키움증권 리서치

Rule 6c-11 도입과 혁신 – 액티브 ETF 시장 발전

◆ 미국 액티브 ETF (vs. 한국 액티브 ETF)

- 미국은 1. 비교지수, 2. PDF 공개 방식, 3. 분산투자 규제, 4. 최소 구성종목 수 등에서 한국과 차이를 보임

미국 vs. 한국 ETF 규제 비교 (1)

구분	세부 항목	미국	한국
1. 비교지수 요건	비교지수 연동 의무	없음. 포트폴리오를 매일 투명하게 공개하면 비교지수 연동 여부와 무관하게 운용 가능	자본시장법상 ETF는 '상장지수집합투자기구'로서 가격 또는 지수에 연동해야 함 (자본시장법 §234①(1))
	상관계수 규제	없음. 벤치마크 대비 성과를 투자설명서(Prospectus)에 공시하되, 포트폴리오 구성을 구속하는 정량적 규제는 없음	패시브: 기초지수와 상관계수 0.9 이상 액티브: 비교지수와 상관계수 0.7 이상 (금융투자업규정 §7-26④)
	운용 재량	자율. Non-diversified 등록 시 집중투자(high-conviction)* 전략 가능 *최대 편입비중, 최소 편입종목 수 요건 면제	비교지수 범위 내에서 제한적 재량. → '26년 중 상관계수 폐지를 위한 자본시장법 개정안 발의 추진 예고
	투자자 보호 방식	사후적·시장 기반: 일별 PDF 전량 공개 → 차익거래 메커니즘 → 프리미엄/디스카운트 공시 (7영업일간 2% 초과 시 설명 의무)	사전적·정량 규제: 상관계수 유지 의무 + 일별 PDF 공개
2. PDF 공개 방식	(1) 완전 투명형 (Fully Transparent)	매일 개장 전 웹사이트에 전체 보유종목 공개 Rule 6c-11에 의거 별도 Exemptive order 없이 운용 가능 현재 대다수 액티브 ETF가 이 구조를 채택	국내 모든 ETF는 매일 PDF(구성종목 내역)를 전량 공개. 투명형만 허용되는 구조
	(2) 반투명·비투명형 (Semi/Non-Transparent)	실제 포트폴리오 대신 Proxy portfolio 또는 제한적 정보를 매일 공개, 전체 포트폴리오는 분기 1회 이상 공개 단, Rule 6c-11 적용 범위 밖으로, SEC 개별 exemptive order 필요	해당 없음. 비투명·반투명 구조 미도입
	승인된 반투명 모델 (미국)	① Precidian ActiveShares (APR 모델) ② T. Rowe Price / Fidelity / Natixis·NYSE (Proxy Portfolio 모델) ③ Blue Tractor (Shielded Alpha 모델)	-

자료: 키움증권 리서치
주) SEC Rule 6c-11, 1940 투자회사법, IRC §851, 자본시장법, 금융투자업규정, 유가증권시장 상장규정

Rule 6c-11 도입과 혁신 – 액티브 ETF 시장 발전

미국 vs. 한국 ETF 규제 비교 (2)

구분	세부 항목	미국	한국
3. 분산투자 규제	3-1. 투자회사법 / 자본시장법 기반		
	규제 체계	1940 투자회사법 Section 5(b)(1)에 따라 펀드 등록 시 Diversified / Non-diversified 중 선택	최소 10종목 이상으로 구성해야 함 (KRX 유가증권시장 상장규정)
	적용 방식	선택적. Non-diversified 등록 시 포트폴리오 집중도 제한 없음 → 많은 액티브 ETF가 non-diversified로 등록해 집중 투자 전략 구사	강제적. 모든 ETF에 일률 적용
	패시브 ETF 동일종목 최대비중	Diversified 등록 시: 총 자산 75%에 대해 종목당 5% 한도 (나머지 25%는 종목당 25%까지 가능) Non-diversified 등록 시: 1940년 투자회사법상 제한 없음 (단, RIC 자격 유지를 위한 단일종목 25% 한도는 별도 적용)	30%. 단, 지수 비중이 30% 초과 시 그 비중까지 추가 특례 (KRX 유가증권시장 상장규정)
	액티브 ETF 동일종목 최대비중	상동 (액티브·패시브 구분 없음)	상동 (액티브·패시브 구분 없음)
	3-2. 세법 기반 분산투자 규제 (RIC 테스트)		
	규제 목적	ETF가 법인세 면제(pass-through 과세)를 받기 위한 Regulated Investment Company(RIC) 자격 유지 조건 상품 설계를 직접 규제하는 상장규정이 아닌 세법상 인센티브	해당 없음 (한국 ETF 과세 체계는 미국 RIC 구조와 상이)
	50% 테스트	총 자산의 최소 50%를 다음 중 하나로 구성 · 현금 및 미국 정부증권 · 다른 RIC(펀드)의 증권 · 단일 발행자 비중 5% 이하인 증권 → 이 영역에서는 최소 10개 이상 종목으로 분산 필요	–
	25% 테스트	나머지 50% 영역에서는 5% 제한 없이 자유로우나, 단일 발행자에 총 자산의 25%를 초과하여 투자 불가 → 미국 ETF의 사실상 단일종목 최대한도 25%	–
	위반 시 효과	RIC 자격 상실 → 펀드 수준에서 법인세 부과 (상장폐지가 아닌 세제 불이익)	–
4. 최소 구성종목 수	현행 규정	Rule 6c-11 도입 후 별도 요건 없음	10종목 이상 (거래소 유가증권시장 상장규정)
	단일종목 ETF	허용. 2022년부터 단일종목 레버리지/인버스 ETF 다수 상장	'26년 5월부터 국내 우량주 기초 단일종목 레버리지 ETF 출시 (자본시장법 시행령, 금투업규정 개정)

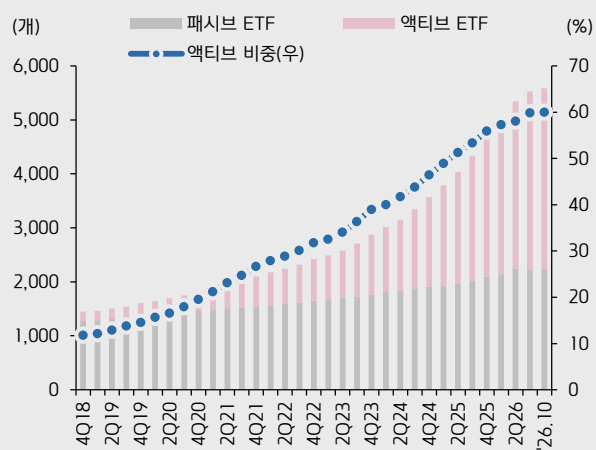
자료: 키움증권 리서치
주) SEC Rule 6c-11, 1940 투자회사법, IRC §851, 자본시장법, 금융투자업규정, 유가증권시장 상장규정

Rule 6c-11 도입과 혁신 – 액티브 ETF 시장 발전

◆ 영역을 넓혀가고 있는 미국 액티브 ETF

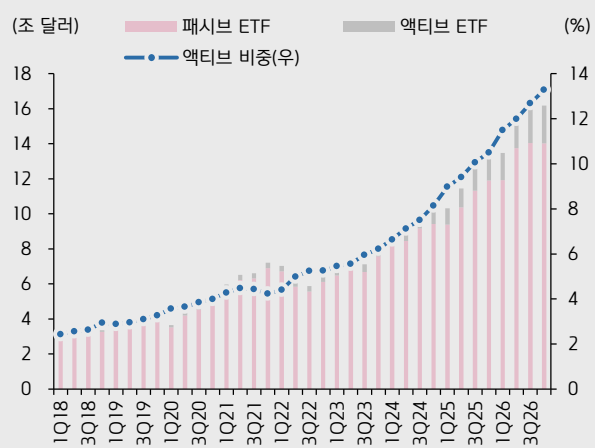
- 이 가운데 미국 액티브 ETF 시장은 '26년 10월 말 기준 상품 수 3,351개(전체의 60%), 운용자산 2조1,475억 달러(비중 13.3%)로 확대
- '08~'19년까지 액티브 ETF는 전체 ETF 자산의 1%에 불과한 틈새 시장이었으나, '19년 말 SEC의 ETF 룰 채택으로 출시 절차가 간소화된 뒤 판도가 뒤바뀌었고 이후 성장세 가속화
- 이 외 ▲펀드 대비 비용 및 세후 성과 측면에서의 경쟁력, ▲유통채널 변화(모델 포트폴리오, RIA 채널 등에서 ETF 채택 확대) 등도 액티브 ETF 시장 성장동력으로 작용

미국 액티브 ETF 상품 수 (vs. 패시브 ETF) 및 비중



자료: Morningstar, 키움증권 리서치

미국 액티브 ETF AuM (vs. 패시브 ETF) 및 비중



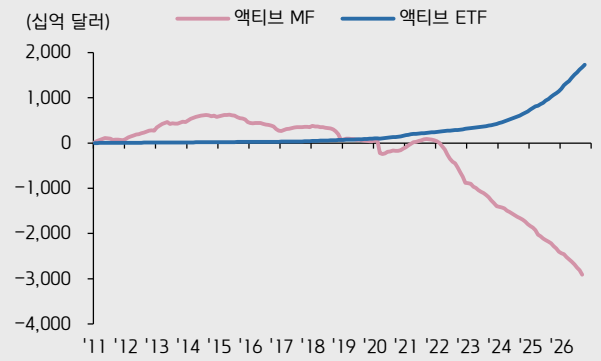
자료: Morningstar, 키움증권 리서치

Rule 6c-11 도입과 혁신 – 액티브 ETF 시장 발전

◆ 영역을 넓혀가고 있는 미국 액티브 ETF

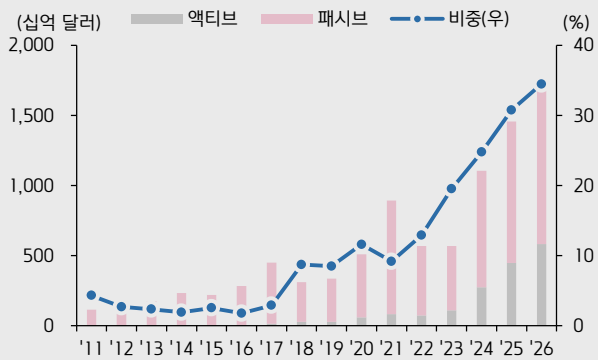
- 연초 이후 ETF 시장으로 순유입된 자금의 1/3 이상을 액티브 유형이 차지. 액티브 펀드와 비교했을 때도 액티브 펀드에서의 자금 유출이 지속되고 있는 반면 액티브 ETF로는 자금 유입세
- 자산군별로는 주식형 비중이 63%이며 이는 채권형 중심인 국내 액티브 ETF 시장과 차이 (우리나라는 채권형 및 기타 유형 비중이 각각 50.5%, 24.1%이며 주식형 비중은 약 25%)

미국 액티브 펀드 vs. 액티브 ETF 자금 순유입



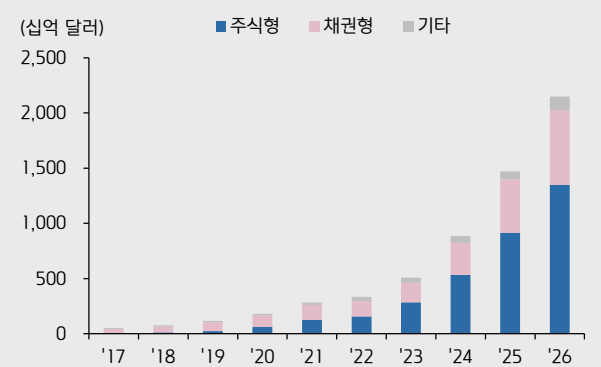
자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2026년은 10월말 기준

미국 액티브 ETF 연간 자금 순유입 vs. 패시브 ETF



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2026년은 10월말 기준

미국 액티브 ETF 자산군별 규모



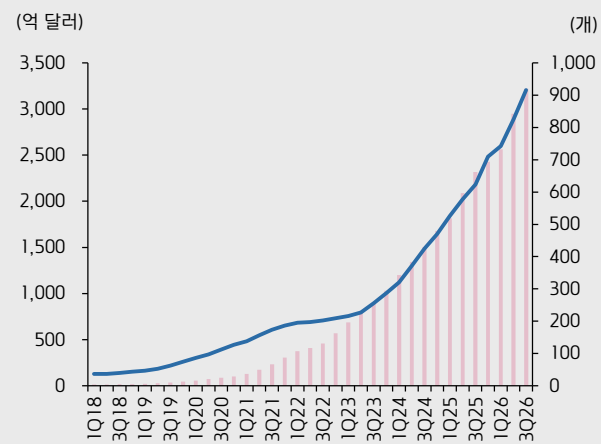
자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2026년은 10월말 기준

Rule 6c-11 도입과 혁신 – 옵션 기반 ETF 시장 확장

◆ 특히 옵션 기반 ETF 시장이 빠르게 확장 중

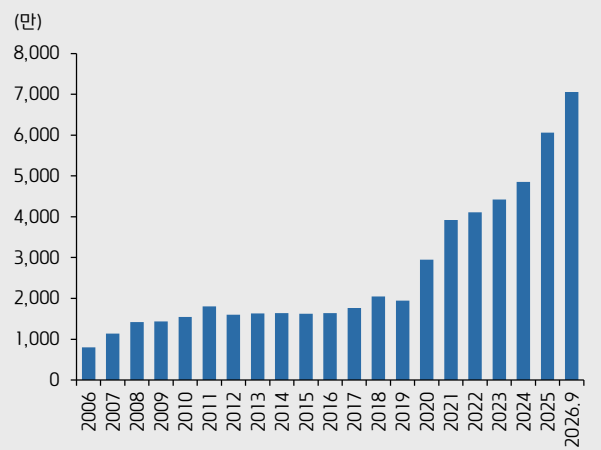
- 미국 옵션 ETF 시장은 '26.9월 말 $3,220억까지 확대(▲Derivative Income, ▲Defined-Outcome, ▲Hedged 등 유형 해당)
- 특히 ▲Defined-Outcome ETF는 AuM $996.2억(YoY +33.4%), 상품 수 544개로 빠르게 확장 (vs. '22년 말 상품 수 146개, AUM $185억). 이들은 전통 채권의 일부를 대체하는 전략적 수단으로도 부상 중. 특히 전세계 공급망 재편, 미국의 관세 정책 등으로 구조적 고금리, 고물가, 고변동성 환경이 지속되고 있으며, 이러한 가운데 ETF 투자자들은 **옵션 결합 ETF를 활용해 일드(Yield) 창출, 하방 보호(Buffered), 리스크 헤지** 등 추구
- 미국 옵션 거래량은 일평균 기준 2026년 9월 7,060만 계약으로1937년 관련 데이터 집계 이래 최고치를 기록했으며, 5년 전인 2020년 대비해서는 140% 증가

미국 옵션 ETF 시장 확장세



자료: Morningstar, 키움증권 리서치

미국 옵션시장 일평균 거래량 (계약 수)



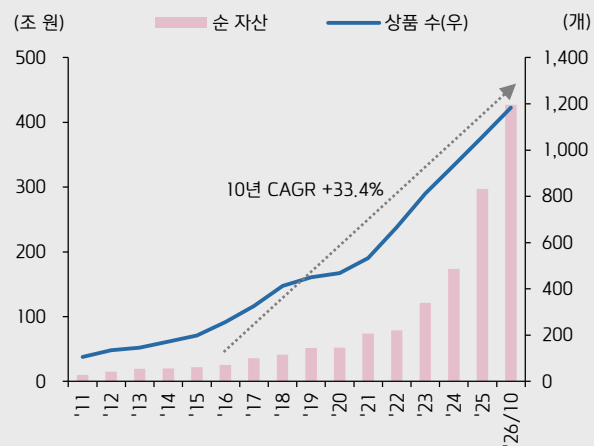
자료: OCC, 키움증권 리서치

한국 ETF 시장, 2026년 폭발적인 외형 성장 경험

◆ 500조를 향해 가는 국내 ETF 시장

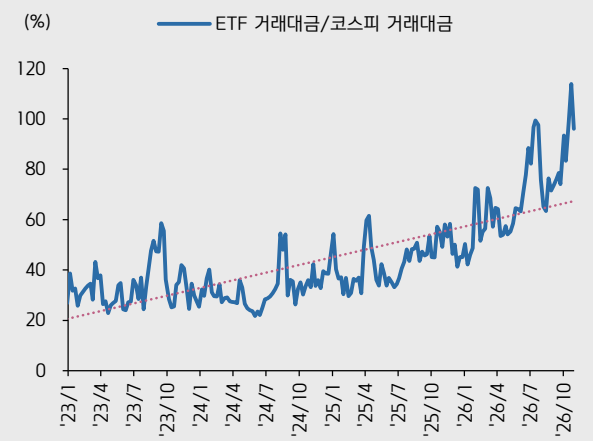
- 국내 ETF 순자산은 '26년 6월 533조원으로 정점을 기록한 뒤 증시 조정과 함께 10월 말 430조원으로 감소. 다만 '25년 말(297조원) 대비로는 여전히 +44% 수준이며 10년간 연평균으로는 33%의 고성장세 기록
- 국내 증시 대비 ETF **일평균 거래대금 비중도 올해 70%**를 기록하며 시장 내 영향력 빠르게 확대
  - '24년 연평균 33% → '25년 연평균 44% → '26년 1~4월 평균 70%

국내 ETF 순자산 및 상품 수 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

코스피 거래대금 대비 ETF 거래대금



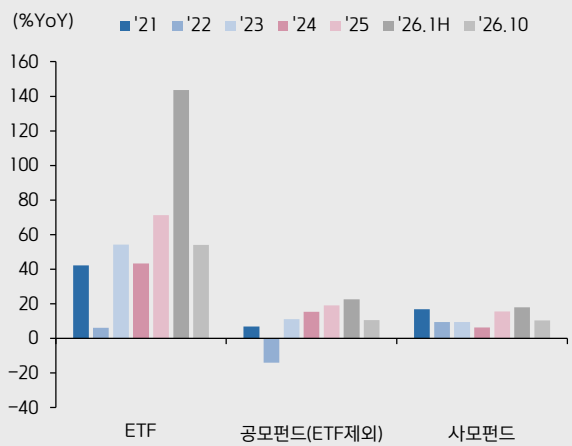
자료: FnGuide, 키움증권 리서치
주) 주간 누적 거래대금

머니무브 중심에 선 ETF

◆ 국내 공모펀드 시장은 ETF 중심으로 성장

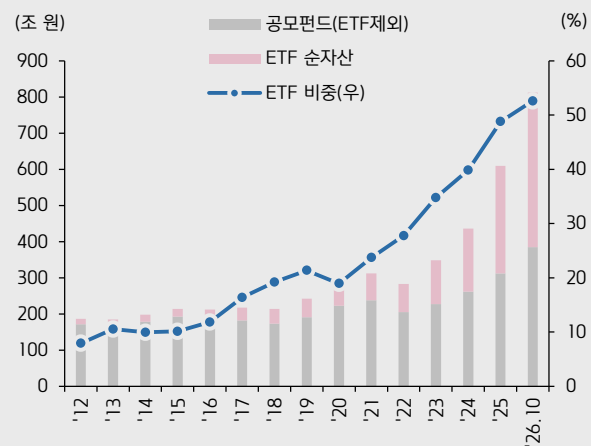
- 2010년대 후반, 코로나 팬데믹을 지나며 **국내 공모펀드의 중심은 일반 펀드에서 ETF로 빠르게 이동 중**
  - 현재 공모펀드 내 ETF 비중(순자산총액 기준)은 50%를 넘어섬 ('13년 10% → '19년 20% → '26.10월 53%)
- **자금 흐름이 ETF 중심으로 재편되는 흐름은 되돌릴 수 없는 변화**로, 지난 몇 년 다수의 운용사들이 ETF 시장 진입 또는 계획. 특히 액티브 운용사들의 시장 진출, 비즈니스 확대가 눈에 띔

국내 ETF, 공/사모펀드 자산 증가율



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치

국내 공모펀드 시장 내 ETF 비중



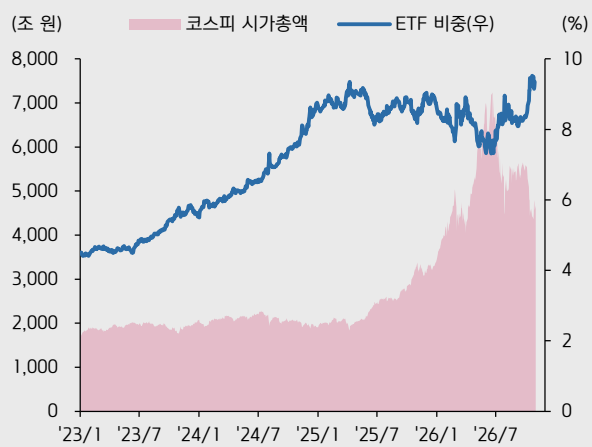
자료: KRX, 키움증권 리서치

머니무브 중심에 선 ETF

◆ 1,000조 시대를 향하여

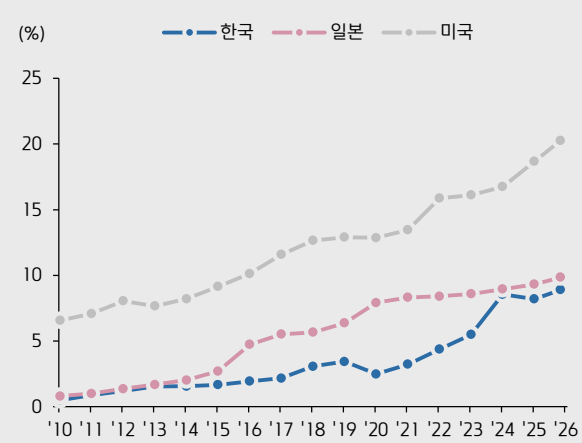
- 최근의 가파른 시장 확장에도 불구, **코스피 시가총액 대비 ETF 비중은 9%에 불과**하며 추가 확장 여력 충분하다고 판단

국내 증시 시가총액 대비 ETF 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

미국, 일본 vs. 한국 증시 시가총액 대비 ETF 비중



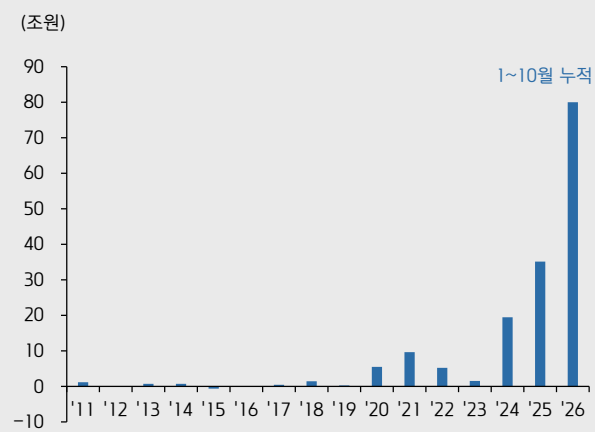
자료: Morningstar, Bloomberg, JPX, KRX, 키움증권 리서치
주) 2026.10월 말 기준, 현지통화 기준

머니무브 중심에 선 ETF

◆ 그 어느때보다도 개인투자자 관심이 집중되었던 ETF 시장

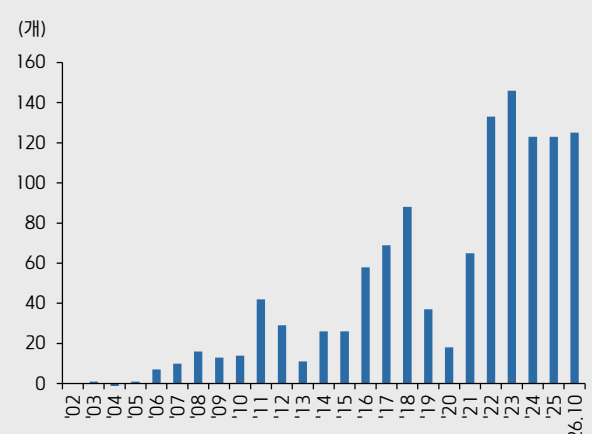
- **우리나라 ETF 시장의 핵심 투자 주체는 개인투자자**로 올해 1~10월 개인들은 ETF 80조원 순매수, 지난해 연간(35.2조원)의 2.3배로 역대 최대
  - 다만 월평균 순매수 강도는 상반기 61.9조원 대비 하반기 18.2조원으로 둔화
- **투자자 관심 증가에 따라 상품 공급도 확대.** 올해 신규 상장 ETF는 10월까지 125개로 2024, 2025년 연간 출시 수를(각 123개) 이미 상회

개인투자자 국내 ETF 누적 순매수 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치

연간 ETF 신규 상품 수



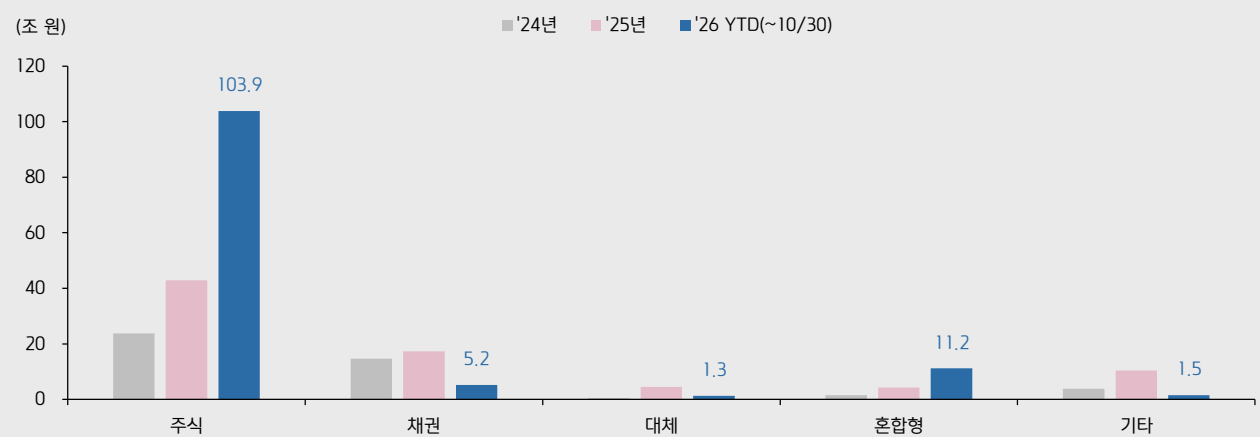
자료: FnGuide, 키움증권 리서치

머니무브 중심에 선 ETF

◆ 주식형 ETF 중심으로 자금유입

- 올해 1~10월 국내 상장 ETF 자산군별 자금유입 현황을 보면 주식 〉 혼합(주식+채권 등) 〉 채권 〉 대체 순. 주식으로의 자금 유입액이 기타 자산군 대비 압도적으로 컸음
- 특히 올해 '주식'으로의 쏠림이 더욱 강화되는 양상이나 최근 1달 간으로는 채권 및 채권혼합형으로 분산 경향 확대
  - 2026년 1~10월: 주식형 103.9조원 vs. 채권형 5.2조원, 그 외 14.0조원
  - 2025년: 주식형 42.8조원 vs. 채권형 17.3조원, 그 외 19.2조원

국내 상장 ETF 자산군별 자금순유입 현황



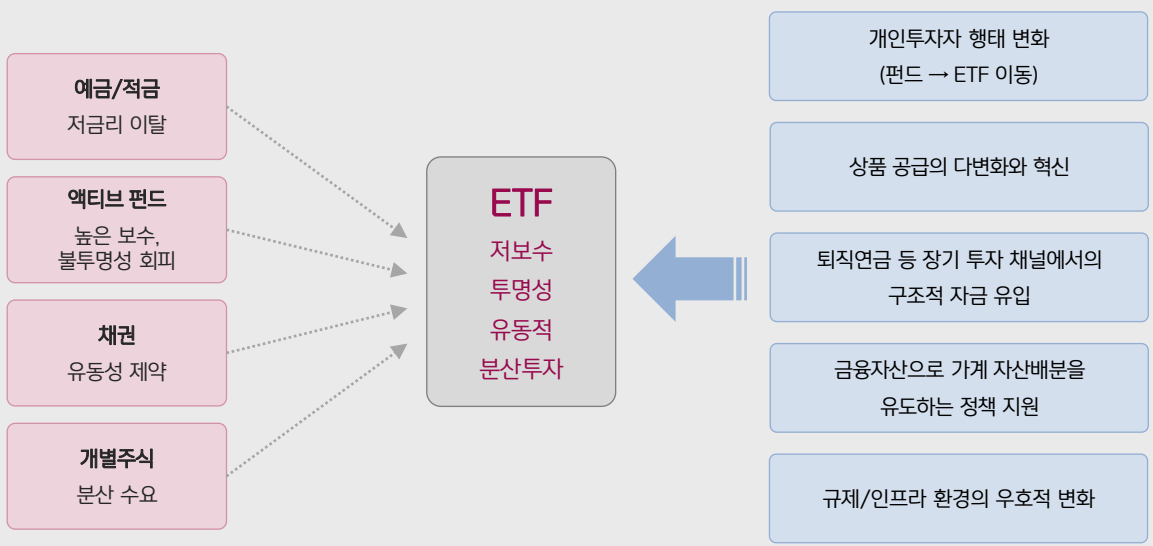
자료: Fund Doctor, 키움증권 리서치
주1: 대체 = 커머디티형 + 해외특별자산(탄소배출권 등) + 부동산형/해외부동산형
주2: 기타 = 기타/해외기타(TDF, 만기매칭형, 인버스, 미분류 등)

머니무브 중심에 선 ETF

◆ 향후 ETF 확장을 이끌 요소

▲개인투자자 행태 변화(펀드 → ETF 이동), ▲상품 공급의 다변화와 혁신, ▲금융자산으로 가계 자산배분을 유도하는 정책 지원, ▲퇴직연금 등 장기 투자 채널에서의 구조적 자금 유입, ▲규제/인프라 환경의 우호적 변화 등

ETF는 정책들의 발현 수단으로 핵심 역할을 담당



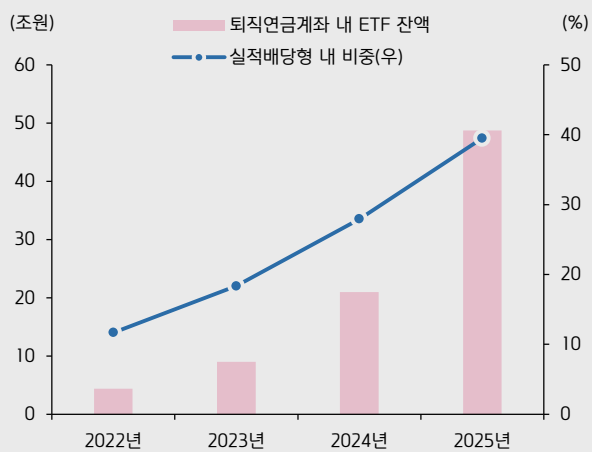
자료: 키움증권 리서치

한국 ETF 시장 Trend

◆ 한국 ETF 시장 Trend 1. ETF 활용 다변화 (1)

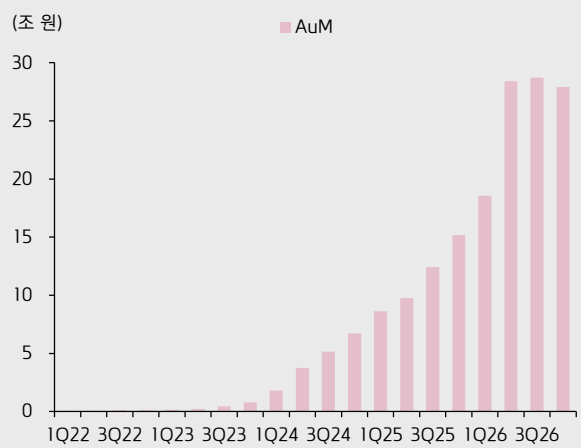
- **Wealth Management** : 개인들의 자산 관리용 ETF 투자 확대. 그 중에서도 연금 등 절세계좌에서의 ETF 투자 수요 지속. 퇴직연금계좌 내 ETF 잔액은 '25년 말 48.7조원으로 전년(21.0조원) 대비 132% 증가하며 3년 연속 두 배 이상 성장('22년 말 4.4조원 대비 약 11배). 실적배당형 적립금 내 ETF 비중도 '22년 11.7%에서 '25년 39.6%로 높아지며 퇴직연금의 핵심 운용 수단으로 자리매김
- **Option-based** : 데일리/위클리 옵션, 타겟 프리미엄 등 2세대 커버드콜에 이어 '25년 3월 국내 최초 버퍼 ETF까지 상장되며 옵션 결합 ETF 라인업 다변화. 국내 옵션 결합 ETF 순자산은 '26년 10월 말 27.9조원으로 작년 말(15.2조원) 대비 84% 증가. 다만 2분기 말 28.4조원 도달 이후에는 28조원 내외에서 순자산 증가세가 정체된 모습

퇴직연금계좌 ETF 잔액 및 실적배당형 내 비중



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치

국내 옵션 결합(커버드콜/버퍼) ETF AuM



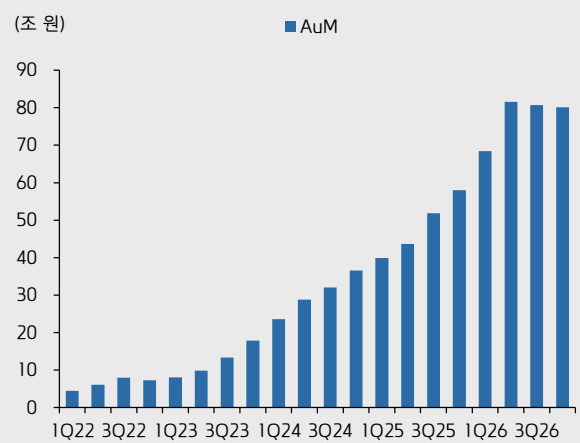
자료: KRX, 키움증권 리서치

한국 ETF 시장 Trend

◆ 한국 ETF 시장 Trend 1. ETF 활용 다변화 (2)

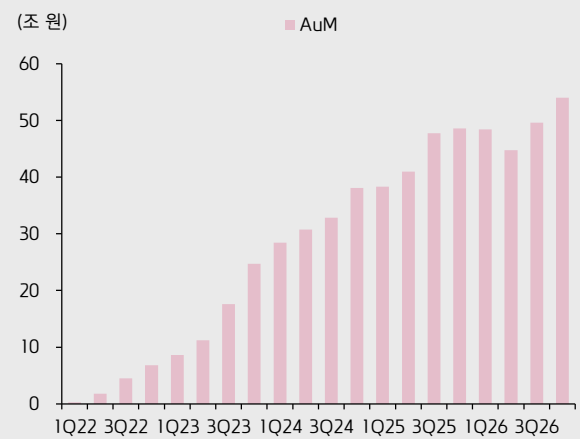
- **Outcome-Driven**: 정기적인 현금흐름을 추구하는 월배당 ETF 순자산은 '26년 10월 말 80.1조원으로 작년 말(58.0조원) 대비 22.1조원(+38%) 증가, '22년 1분기 말(4.4조원) 대비로는 약 18배 확대. 신규 월배당 ETF 상장과 기존 ETF의 월분배 전환이 맞물리며 성장했으나, 옵션 결합 ETF와 마찬가지로 2분기 말(81.6조원) 이후에는 80조원 내외에서 횡보
- **Money Market** : 머니마켓·금리형·초단기채 등 단기자금 ETF 순자산은 '26년 10월 말 54.0조원으로 역대 최대. 증시 강세가 이어진 2분기 말 44.7조원까지 감소했으나 하반기 증시 조정 국면과 맞물려 4개월 만에 9.3조원 증가. '25년 5월 국내 최초 미국 머니마켓 ETF 상장 이후 달러 파킹 수요까지 더해지며 대기자금 운용 수단으로서의 활용도 지속

국내 월배당 ETF AuM



자료: KRX, 키움증권 리서치

꾸준한 단기자금 ETF 활용 수요



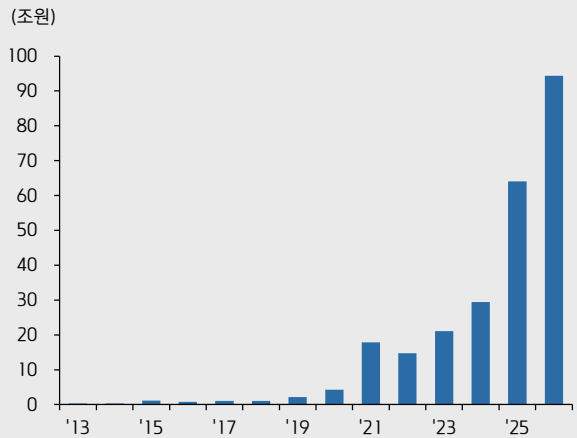
자료: KRX, 키움증권 리서치
주) 머니마켓, 금리형, 초단기채 ETF

한국 ETF 시장 Trend

◆ 한국 ETF 시장 Trend 2. 테마 ETF는 여전히 테크 중심

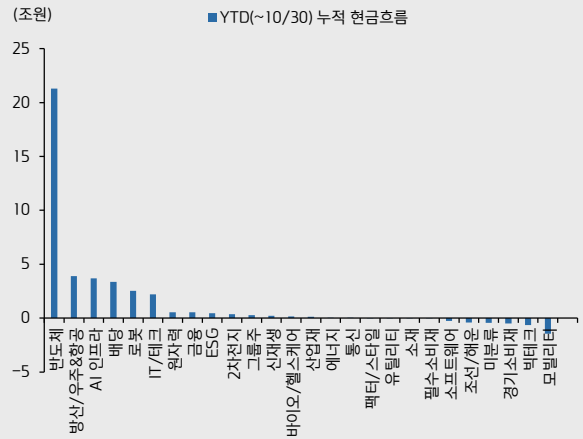
- 2020년 이후 자산운용사들은 **개인투자자들이 선호하는 다양한 상품들을 경쟁적으로 공급** 중
- 특히 과거 지수형 ETF 중심의 시장에서 현재는 AI/우주 등 성장 테마형 ETF에서부터 커버드콜/고배당 등 인컴 기반 월배당 ETF, 자산배분형 ETF까지 시장 다변화 지속
- 올해 1~10월 섹터/테마 ETF로의 자금유입 중 반도체가 21.3조원으로 54%를 차지하며 쏠림 심화. 이어 방산/우주(3.9조원), AI 인프라(3.7조원), 배당(3.4조원), 로봇(2.5조원) 순으로 유입된 반면 모빌리티(-1.4조원), 빅테크(-0.7조원), 경기소비재·조선/해운(각 -0.5조원, -0.4조원) 등에서는 자금 유출

국내 테마형 ETF AuM



자료: KRX, 키움증권 리서치

국내 상장 ETF 섹터/테마별 자금 순유입



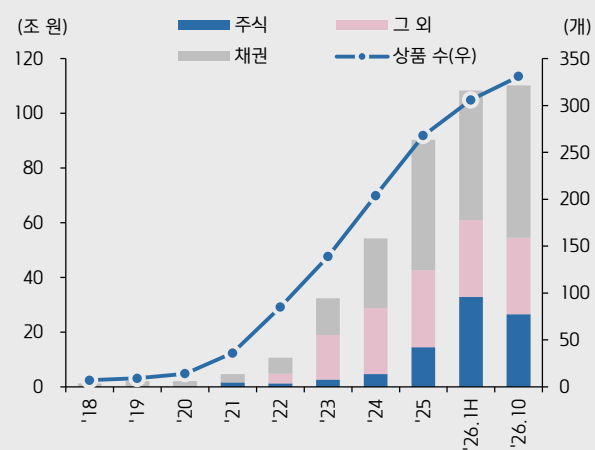
자료: FundDoctor, 키움증권 리서치

한국 ETF 시장 Trend

◆ 한국 ETF 시장 Trend 3. 액티브 ETF 시장 확장

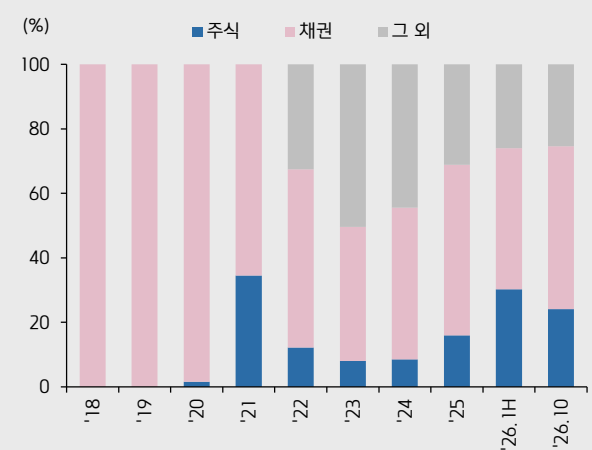
- 국내도 공모 운용사들의 ETF 시장 진입이 확대되고 채권(만기매칭형) 및 해외주식형, 자산배분형 등 상품 전략이 다변화되는 과정에서 액티브 ETF 순자산 빠르게 성장
- '26년 10월 말 국내 액티브 ETF는 331개(올해 63개 신규 출시), 순자산 약 110조원으로 전체 ETF 시장의 약 26% 차지. 금액은 늘었지만 반도체 등 국내주식형 패시브 ETF가 더 빠르게 커지면서 시장 내 비중은 '25년 1분기(약 35%) 대비 오히려 하락
- 자산군별로는 채권형이 '26년 10월 말 55.7조원(비중 50.5%)으로 여전히 최대. 주식형은 작년 말 14.4조원에서 상반기 말 32.8조원으로 2.3배 급증했으나 하반기 26.6조원으로 감소한 반면, 채권형은 같은 기간 8.3조원 늘며 비중 재확대. 파킹형·TDF·채권혼합 등 그 외 기타 유형은 28조원 내외(25.4%)에서 정체

한국 액티브 ETF 자산군별 규모



자료: KRX, 키움증권 리서치

국내 액티브 ETF 내 자산군별 비중



자료: KRX, 키움증권 리서치

향후 변화 점검 포인트

◆ 완전한 액티브 ETF 도입 추진 여부

- 금융당국은 연초 **'완전한 액티브 ETF' 도입** 추진을 예고. 현행 자본시장법상 액티브 ETF는 기초지수와 상관계수가 최소 0.7이 유지되어야 하는데, 해당 규정을 없앨 경우 지수 연동 요건에 얽매이지 않고 종목과 비중을 자율적으로 구성할 수 있게 되는 것
  - 국내 상장 ETF(상장'지수'집합투자기구)는 자본시장법상(234조) '**지수 변화에 연동하여 운용하는 것'을 전제**로 하며, **액티브 ETF는 지수 변화를 '초과'하여 운용하는 것이 목표**
- 단일종목 레버리지 ETF 이후 투자자 보호 논의가 우선되면서 관련 논의는 사실상 잠정 중단되었으며 '27년 중 재개 여부를 점검할 필요. 그 사이 상관계수(0.7) 미달로 상장폐지가 결정된 액티브 ETF는 6개로 증가
- 미국(및 선진국)은 액티브 ETF에 대해서는 별다른 제약을 두지 않으며, 미국은 액티브 전략을 주로 혁신 테마나 시세추종형, 패시브 전략으로는 구현이 어려운 파생상품 기반 ETF에 적극 활용

자본시장법상(234조) ETF의 정의

자본시장과 금융투자업에 관한 법률
[시행 2026. 3. 17.] [법률 제21061호, 2025. 9. 16., 일부개정]

제234조(상장지수집합투자기구) ① 제34조제1항제1호 · 제2호, 제87조제3항(제186조제2항에서 준용하는 경우를 포함한다), 제88조, 제147조, 제172조, 제173조 및 제235조부터 제237조까지의 규정은 다음 각 호의 요건을 모두 갖춘 집합투자기구(이하 이 조에서 "상장지수집합투자기구"라 한다)에는 적용하지 아니한다. <개정 2009.2.3, 2013.5.28>

1. 기초자산의 가격 또는 기초자산의 종류에 따라 다수 종목의 가격수준을 종합적으로 표시하는 지수의 변화에 연동하여 운용하는 것을 목표로 할 것. 이 경우 기초자산의 가격 또는 지수는 대통령령으로 정하는 요건을 갖추어야 한다.
2. 수익증권 또는 투자회사 주식의 환매가 허용될 것
3. 수익증권 또는 투자회사 주식이 해당 투자신탁의 설정일 또는 투자회사의 설립일부터 30일 이내에 증권시장에 상장될 것

자료: 국가법령정보센터

지수요건 없는 액티브 ETF 도입 계획('26.1)

4. 지수요건 없는 액티브 ETF 도입

현재 **미국 등 주요국**에서는 **지수연동 요건이 없는**('Actively Managed') 완전한 **액티브 ETF가 일반화***되어 있으나, **국내**에서 ETF는 「**자본시장과 금융투자업에 관한 법률**(이하 '자본시장법')」상 '상장지수집합투자기구'로서 가격 또는 지수에 연동**해야 하므로 지수연동 요건이 없는 완전한 **액티브 ETF 운용이 불가능**하다.

* (미국) '25년 상장된 ETF 중 84%, '25년말 전체 종목 중 54%가 완전한 액티브 ETF

** 기초지수와의 상관계수에 따라 ①패시브 ETF(0.9 이상), ②(부분) 액티브 ETF(0.7~0.9)로 구분

이를 개선하여 **국내에서도 지수연동 요건이 없는 완전한 액티브 ETF** 도입을 위해 **자본시장법 개정**을 추진한다. 조속히 법안 마련에 착수하여 **'26년 상반기** 중 국회에서 개정 법안을 발의할 수 있도록 **지원**할 계획이다.

자료: 금융위원회

Signal & Impact

◆ Signal & Impact

- ETF 영향 확대에 따라 자금 유출입, 신규 상품 출시, 지수 리밸런싱 등 ETF가 보내는 신호(Signal)의 해석이 더욱 중요해지고 있음. 변화하는 ETF 시장 구조와 금융시장에 미치는 영향(Impact)을 점검하고, 향후 투자 활용 측면에서의 시사점을 모색할 필요

최근 투자자들을 당혹스럽게 했던 ETF 시장 이슈

이슈	현상	임팩트
❶ ETF 수급 쏠림	– 특정 테마/섹터 ETF 수급 쏠림으로 1) 개별종목 급등락, 2) 테마 움직임 동조화	• 펀더멘털과 무관한 주가 움직임으로 포트폴리오 대응 난이도 상승 • 섹터/테마 내 종목 간 상관성 섹터/테마 내 종목 간 상관성 높아지며 롱-숏, 헤지 전략의 어려움
❷ ETF 정기 리밸런싱	– 메가 ETF들의 정기 리밸런싱 과정에서 일부 편입 종목에서 단기 대량 매매 발생	• 리밸런싱 대상 종목들에서 일시적 수급 충격 발생 • 해당 충격의 정도는 종목별 유동성에 따라 비대칭. 중소형 종목일수록 ETF 리밸런싱에 따른 영향이 커짐
❸ 단일종목 ETF	– 특정 종목으로의 수급 쏠림과 상품 구조 특성에 따른 변동성 증폭	• 일간 리밸런싱, 방향성 매매 특성 상 기초자산 변동성이 커질 때 리밸런싱 물량도 커짐 • 상품의 비선형성에 따라 특히 하락폭이 클수록 매도물량이 많아짐

자료: 키움증권 리서치

Signal & Impact 1) ETF 매수 쏠림과 종목 변동성

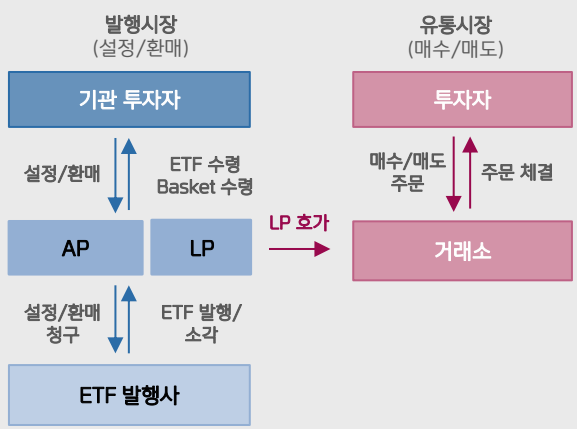
이슈	현상	임팩트
❶ ETF 수급 쏠림	- 특정 테마/섹터 ETF 수급 쏠림으로 1) 개별종목 급등락, 2) 테마 움직임 동조화	• 펀더멘털과 무관한 주가 움직임으로 포트폴리오 대응 난이도 상승 • 섹터/테마 내 종목 간 상관성 섹터/테마 내 종목 간 상관성 높아지며 롱-숏, 헤지 전략의 어려움

**** ETF 매매 메커니즘:**

① 개인 ETF 매수 → LP/AP ETF 매도(공급) → 현/선물 헤지 매수 → LP의 ETF 재고 소진 시 AP는 운용사에 ETF 추가 설정

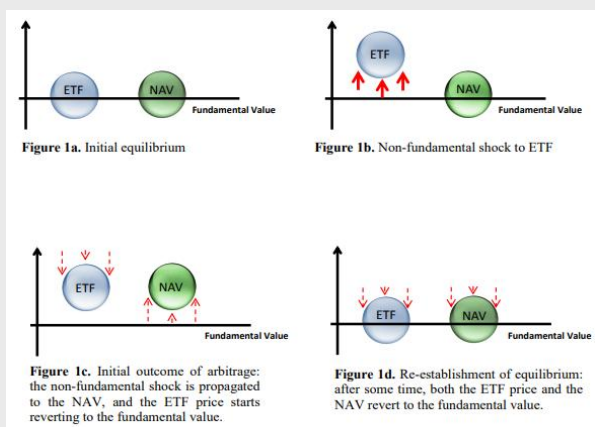
② 장중 ETF NAV-시장가 괴리 확대 → 유동성 공급 활동에 의한 ETF 매도 + 현/선물 헤지 매수

ETF 시장 구조: 발행시장과 유통시장



자료: 키움증권 리서치

ETF가 주식가격 변동성에 영향을 미치는 경로



자료: Ben-David, Franzoni, Moussawi (2018)

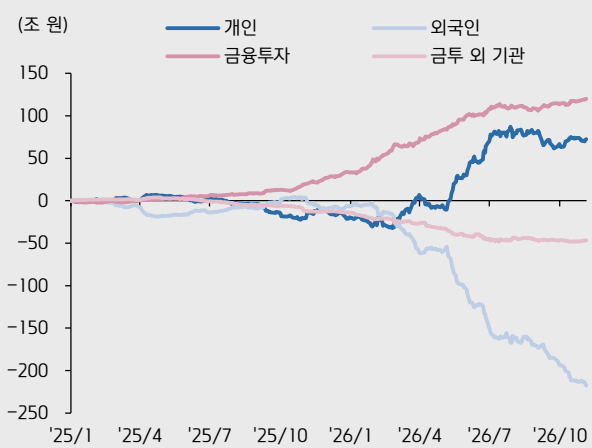
Signal & Impact 1) ETF 매수 쏠림과 종목 변동성

◆ ETF, Wag the Dog?

- ETF 유입 자금이 LP/AP 채널을 통해 개별주식 등락으로 연결될 수 있는 고유의 메커니즘이 상반기 우리 시장을 흔들었음
- ETF 설정 확대가 주요 동인 중 하나로 작용한 **금융투자* 순매수가** 2025년 이후 누적 약 120조원(10월 말, 코스피+코스닥 기준)으로 외국인, 개인, 기타 기관 등을 제치고 1위를 차지
- 투자자들의 ETF 매수 쏠림이 발생하는 구간에서는 ETF 경로의 영향력이 높아질 수밖에 없음. ETF 매수 규모가 클수록, AP의 현/선물 헤지 매수도 늘어나기 때문

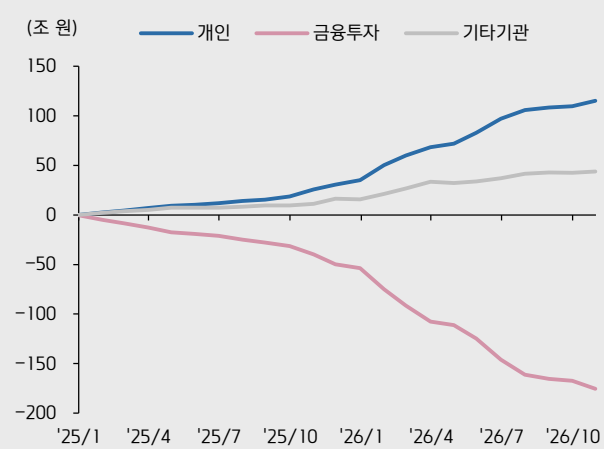
*증권사의 자기매매 동향. 즉, 증권사가 자기자본으로 시장에서 직접 매매하는 모든 거래 포함. ▲ETF LP/AP의 설정·해지 과정에서의 현물 바스켓 매수/매도(헤지) ▲현선물 차익거래 ▲증권사 PI(자기자본투자) 주식 투자 ▲프로그램 비차익매매 (인덱스 리밸런싱 등) 모두 해당

투자주체별 KS+KQ 누적 순매수 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치
주) 2025년 1월 이후 누적

투자주체별 국내 ETF 누적 순매수 추이



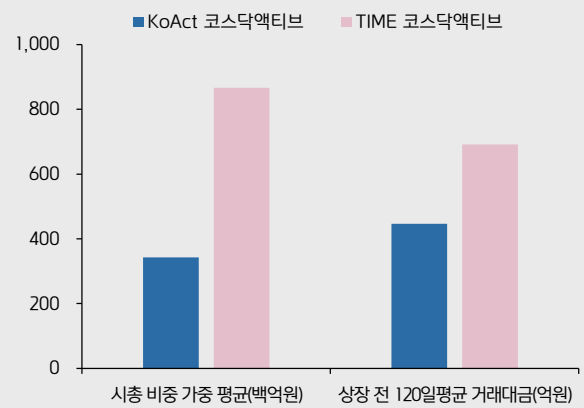
자료: FnGuide, 키움증권 리서치
주) 2025년 1월 이후 누적

Signal & Impact 1) ETF 매수 쏠림과 종목 변동성

◆ 코스닥 액티브 ETF 출시 사례 점검

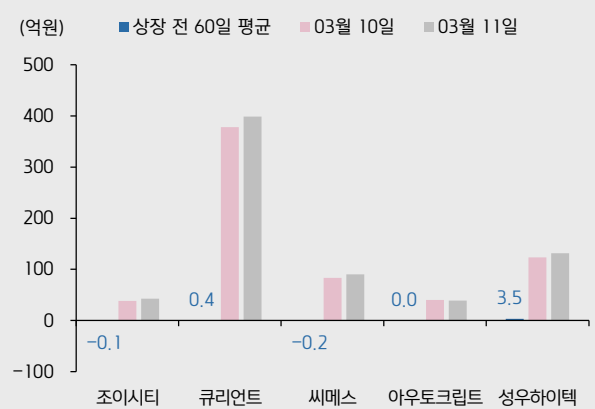
- 실제로 3월 10일 상장한 코스닥 액티브 ETF 2종(KoAct 코스닥액티브, TIME 코스닥액티브)에 **2일만에 1조원 넘는 대규모 개인 순매수 유입 (초기 설정액 각 500억 수준)**
- 상장 초기 대규모 매수세에 따라 편입 종목들의 수급 영향이 두드러졌음. 특히 시가총액 및 유동성 낮았던 종목들의 경우 금융투자 순매수와 주가 수익률 간 상관관계가 짙게 나타남

상장 당시 가중평균 시가총액 및 상장 전 120일 평균 거래대금



자료: FnGuide, 키움증권 리서치
주) 가중치는 편입비중

KoAct 코스닥액티브 금투순매수 강도 상위 5종목의 금투 순매수 비교

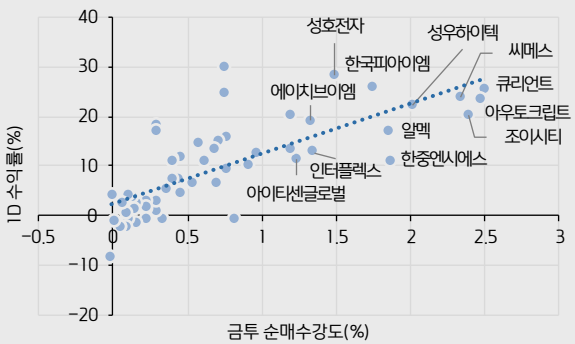


자료: FnGuide, 키움증권 리서치

Signal & Impact 1) ETF 매수 쏠림과 종목 변동성

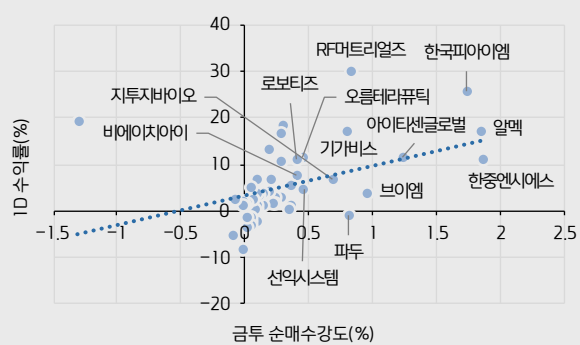
* 삼성액티브자산운용, 타임폴리오자산운용 양사의 각 코스닥 액티브 ETF 내 편입종목들 간 상관관계 비교

3/10 KoAct 금투 순매수 강도&수익률



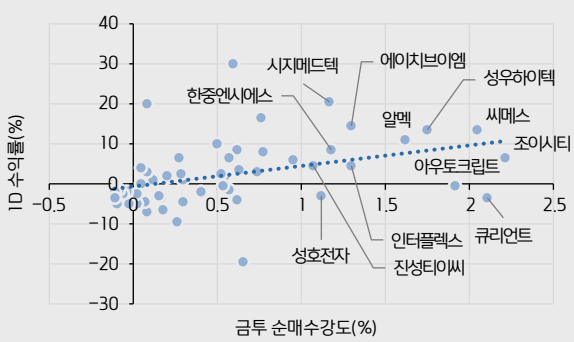
자료: FnGuide, 키움증권 리서치
주) 금투 순매수강도=금투 순매수대금/전일 시총

3/10 TIME 금투 순매수 강도&수익률



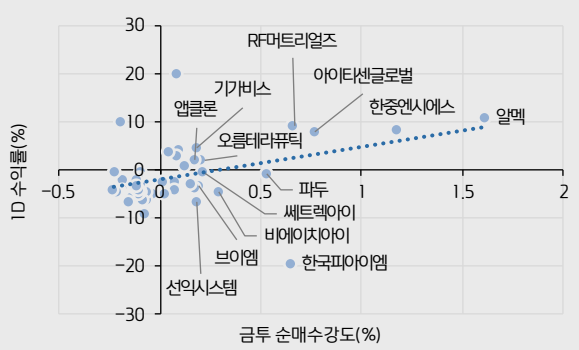
자료: FnGuide, 키움증권 리서치
주) 금투 순매수강도=금투 순매수대금/전일 시총

3/11 KoAct 금투 순매수 강도&수익률



자료: FnGuide, 키움증권 리서치
주) 금투 순매수강도=금투 순매수대금/전일 시총

3/11 TIME 금투 순매수 강도&수익률



자료: FnGuide, 키움증권 리서치
주) 금투 순매수강도=금투 순매수대금/전일 시총

Signal & Impact 2) ETF 리밸런싱

영향	현상	임팩트
❷ ETF 정기 리밸런싱	– 메가 ETF들의 정기 리밸런싱 시 신규 편출입 종목, 일부 비중 조정 확대 종목에서 대량 매매 발생	• 리밸런싱 대상 종목들에서 일시적 수급 충격 발생 • 해당 충격의 정도는 종목별 유동성(거래대금)에 따라 비대칭. 중소형 종목일 수록 ETF 리밸런싱에 따른 영향이 커짐

**** ETF 리밸런싱:**

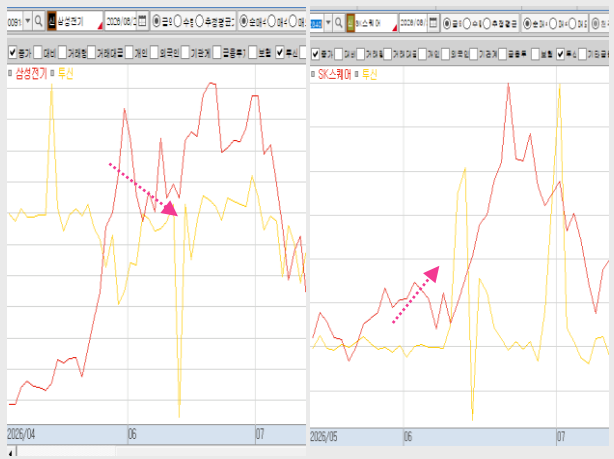
"정기변경 적용일"과 실제 ETF가 종가 동시호가에서 주식을 사고파는 "수급 발생일"은 하루 차이가 날 수 있음. 실무에서 리밸런싱은 통상 변경 반영일 직전 거래일 종가에 진행

메가 ETF 리밸런싱에 따른 종목 간 임팩트 차이

종목	ETF (리밸런싱 수행월)	순매매 (억원)	임팩트	순매매/ 유동시총
SK하이닉스	KODEX 반도체 (26.09)	-11,032	-17%	-0.1%
SK스퀘어	HANARO K-반도체 (26.06)	+10,275	+84%	+0.8%
삼성전기	HANARO K-반도체 (26.06)	-8,158	-31%	-0.7%
ISC	TIGER 반도체TOP10 (26.04)	+3,773	+500%	+12.8%
동진쎄미켐	TIGER 반도체TOP10 (26.04)	-2,032	-630%	-13.6%
피에스케이	SOL AI반도체TOP2+ (26.07)	+2,601	+226%	+8.8%
티에스이	KODEX 반도체 (26.09)	+1,045	+321%	+9.1%

자료: 각사, FnGuide, 키움증권 리서치

삼성전기 **매도** 리밸런싱 / SK스퀘어 **매수** 리밸런싱 사례



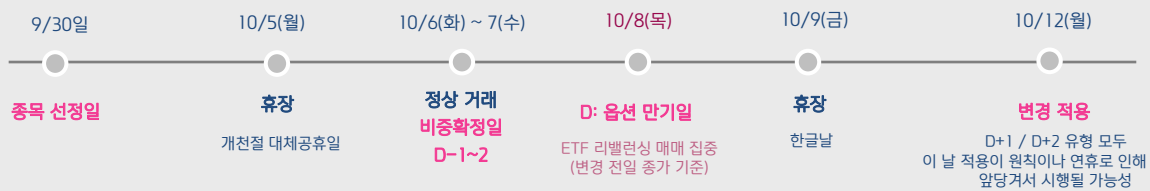
자료: 키움증권

Signal & Impact 2) ETF 리밸런싱 – Case study

◆ 옵션만기일을 기점으로 ETF 정기 리밸런싱 영향 민감도 확대

- 가장 최근에는 10월 8일(옵션 만기일)을 기점으로 다수 ETF들이 정기 리밸런싱 진행. 리밸런싱은 통상 **종목 선정**(직전월 마지막 거래일) → **비중 확정**(옵션만기일D 종가 전후) → **ETF 리밸런싱 매매 수행**(지수 변경일 전 영업일) → **지수 변경 반영** (D+1~2영업일)의 순서로 진행
- 종목당 Cap 초과된 삼성전자 비중이 축소되고, SK하이닉스·SK스퀘어·소부장 등 비중이 상향 조정될 가능성에 관심이 확대된 바 있음

(예시) 10월 정기 리밸런싱 대상 주요 국내주식형 ETF 및 일정



코드	ETF명	AUM(억원)	기초지수	변경월	변경일
A396500	**TIGER 반도체TOP10**	102,124	FnGuide 반도체TOP10	4/10	D+2
A0167A0	**SOL AI반도체TOP2플러스**	57,791	FnGuide AI반도체 TOP2 플러스(PR)	1/4/7/10	D+2
A305540	TIGER 2차전지테마	9,171	WISE 2차전지 테마	1/4/7/10	D+1
A0177R0	**TIGER 반도체TOP10커버드콜액티브**	8,344	FnGuide 반도체 TOP10 Capped(PR)	4/10	D+2
A488080	**TIGER 반도체TOP10레버리지**	6,924	FnGuide 반도체TOP10레버리지(2x)(PR)	4/10	D+2
A0148J0	TIGER 코리아휴머노이드로봇산업	6,374	KEDI 코리아 휴머노이드로봇산업(PR)	1/4/7/10	D+1
A0091P0	TIGER 코리아원자력	6,115	iSelect 코리아 원자력(PR)	1/4/7/10	D+2
A462010	TIGER 2차전지소재Fn	5,173	FnGuide 2차전지소재(PR)	1/4/7/10	D+2
A463250	TIGER K방산&우주	4,808	iSelect K방산&우주	1/4/7/10	D+2
A0190C0	RISE 현대차고정피지컬AI	4,544	KEDI 현대차고정피지컬AI	1/4/7/10	D+3

주) AUM 상위 10개 종목 한정. 2026.09.30 기준
자료: 각사, 키움증권 리서치

Signal & Impact 2) ETF 리밸런싱 – 과거 백테스팅

◆ 메가 ETF 리밸런싱 백테스팅으로 본 시장 영향

- 향후에도 ETF 정기 리밸런싱과 시장 영향에 대한 관심이 높아질 수 있는 점을 고려해 관련 영향 분석
- 분석 대상 ETF는 2026.09.30 기준 순자산 1조원 이상 국내주식형 ETF 中 1)시장지수 추종·2)레버리지/인버스·3) 커버드콜(19종)을 제외한 반도체/IT 테마 ETF 9종 + 기타 전략/테마 ETF 6종 총 15종

분석대상 15종 ETF 개요

ETF	코드	기초지수	정기변경 주기	비중 상한	최근 회차	순자산 (억원)
TIGER 반도체TOP10	396500	FnGuide 반도체 TOP10	반기 · 4·10월	상위 2종목 25% 고정, 하위 종목도 25% 상한	26.10	102,124
KODEX 반도체	091160	KRX 반도체	연 1회 · 9월	종목당 20% (CAP Level)	26.09	60,046
SOL AI반도체TOP2플러스	0167A0	FnGuide AI반도체TOP2플러스	분기 · 1·4·7·10월	TOP2 각 25%, 나머지 15%	26.10	57,791
KODEX AI반도체TOP2플러스	395160	FnGuide AI반도체 TOP2+	반기 · 6·12월	상위 2종목 25%, 나머지 25% · 월말 30% 초과 시 27%로 수시 조정	26.06	41,069
HANARO Fn K-반도체	395270	FnGuide K-반도체	반기 · 6·12월	종목당 25% · 매월 만기 30% 초과 시 수시 조정	26.06	37,170
TIGER 200 IT	139260	코스피 200 정보기술	반기 · 6·12월	종목당 20% (CAP Level)	26.06	27,220
TIGER 반도체	091230	KRX 반도체	연 1회 · 9월	종목당 20% (CAP Level)	26.09	14,776
ACE AI반도체TOP3+	469150	FnGuide AI반도체 TOP3+	분기 · 3·6·9·12월	상위 3종목 25% · 월말 5일 연속 30% 초과 시 수시 조정	26.09	13,120
SOL AI반도체소부장	455850	FnGuide AI반도체 소부장	반기 · 6·12월	종목당 20% · 월말 30% 초과 시 수시 조정	26.06	12,158
KODEX 삼성그룹	102780	FnGuide 삼성그룹	반기 · 6·12월	종목당 25%	26.06	33,405
KODEX AI전력핵심설비	487240	iSelect AI전력핵심설비	반기 · 6·12월	종목당 20%	26.06	31,820
PLUS 고배당주	161510	FnGuide 고배당주	반기 · 6·12월	없음	26.06	23,645
TIGER 코리아TOP10	292150	FnGuide 코리아 TOP10	반기 · 3·9월	종목당 25%	26.09	18,895
KODEX 2차전지산업	305720	FnGuide 2차전지 산업	분기 · 3·6·9·12월	1위 20%, 나머지 15%	26.09	18,660
TIGER 코리아AI전력기기TOP3플러스	0117V0	KEDI 코리아AI전력기기TOP3플러스	반기 · 6·12월	TOP3 25%, 나머지 20%	26.06	10,015

주) 순자산 기준일: 2026.09.30
자료: 각사, FnGuide, 키움증권 리서치

Signal & Impact 2) ETF 리밸런싱 – 과거 백테스팅

분석 프레임

1 PDF 수량 변화 포착
일별 PDF CU당 종목 수량 변화

▶

2 순매매 추정
Δ수량 × CU 수 × 매매일 종가
(CU 수 = 순자산 ÷ CU 평가액)

▶

3 임팩트 산출
순매매 ÷ 20일/60일 평균 거래대금
(첫 매매일 전 영업일 기준)

▶

4 교차 검증
방법론 일정 vs 실제 매매일
동시 매매 ETF 합산

15개	57회	1,351건	23.09~26.10
분석 대상 ETF	정기변경 회차	종목-회차 관측치	분석 기간
국내주식형 中 반도체 및 기타 섹터/테마형	ETF별 최대 4회차 분석	편입·편출·비중조정	PDF 수집 2026.10.15

분석 대상 2026.09.30 기준 순자산 1조원 이상 국내주식형 ETF 中 1)시장지수 추종·2)레버리지·3)커버드콜(19종)을 제외한 반도체/IT 테마 ETF 9종 + 기타 전략/테마 ETF 6종 총 15종 – 전체 목록 p.40

집계 제외 현금관리성 비례 조정 · 기업행위로 보이는 단일종목 변동 · 본 매매일의 10% 미만 소량 매매

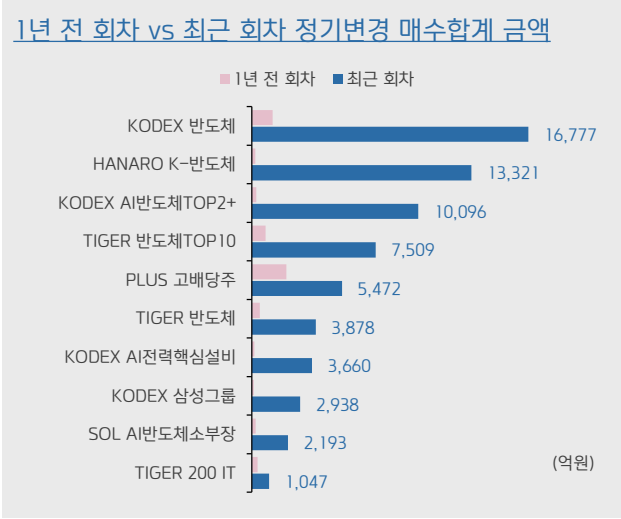
합산 범위 동시 매매 합산은 분석 대상 15개 ETF 안에서만 — 같은 지수를 쓰는 레버리지·커버드콜·인덱스펀드는 미포함 (실제 수급은 이보다 큼)

자료: 각사, FnGuide, 키움증권 리서치

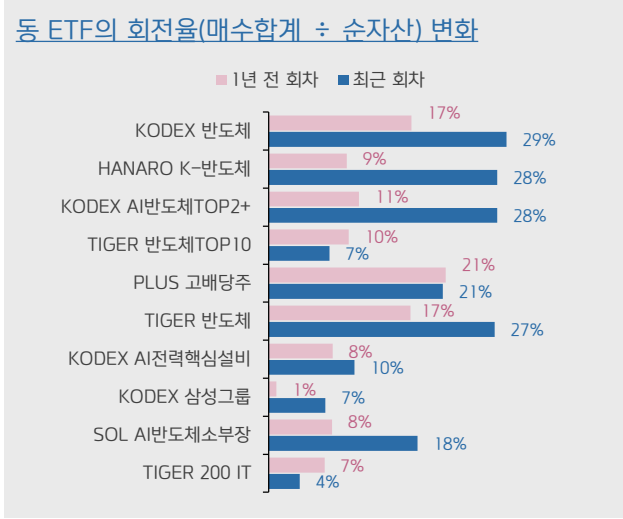
Signal & Impact 2) ETF 리밸런싱 – 과거 백테스팅

◆ ETF 리밸런싱 임팩트, 1년 사이 큰 폭 증가

- 상위 10개 ETF 리밸런싱 매수합계 총액, 1년 새 11배 증가 (6,013억원 → 6.69조원). 동 기간 ETF 순자산* 5.5조원 → 40.4조원으로 7배 이상 증가 *순자산은 각 ETF별 비중확정일 기준
- 증가는 반도체 ETF가 주도 – 순자산 급증 + 주도주의 상한(Cap) 초과. HANARO K-반도체 222억원 → 1.33조원 · KODEX AI반도체 TOP2+ 280억원 → 1.01조원 · KODEX 반도체 1,263억원 → 1.68조원



주) 분석대상 15개 ETF 중 1년 전 동일회차 데이터가 있는 10종으로 비교
자료: 각사, FnGuide, 키움증권 리서치

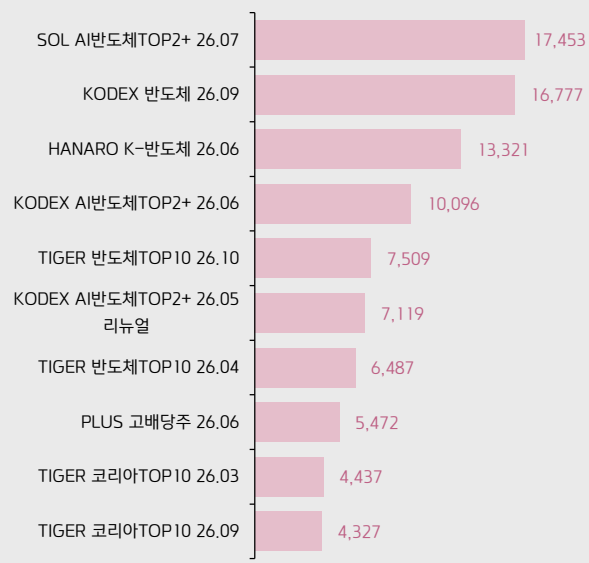


주1) 분석대상 15개 ETF 중 1년 전 동일회차 데이터가 있는 10종으로 비교
주2) 순자산 기준일: 각 ETF별 비중 확정일 (ex.TIGER 반도체TOP10은 2026.10.07)
자료: 각사, FnGuide, 키움증권 리서치

Signal & Impact 2) ETF 리밸런싱 – 과거 백테스팅

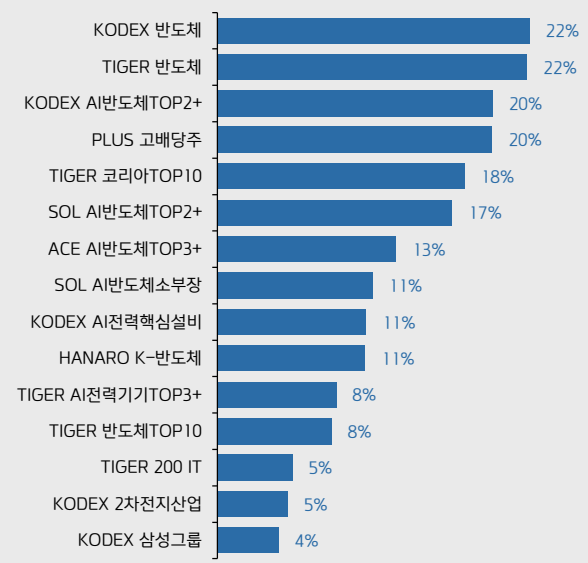
◆ ETF 리밸런싱 임팩트, ETF 절대 규모보다 '지수 설계 방법'이 중요

2026년 정기변경 매수합계금액 Top 10개 회차(억원)



자료: 각사, FnGuide, 키움증권 리서치

ETF별 평균 회전율(최근 최대 4회)



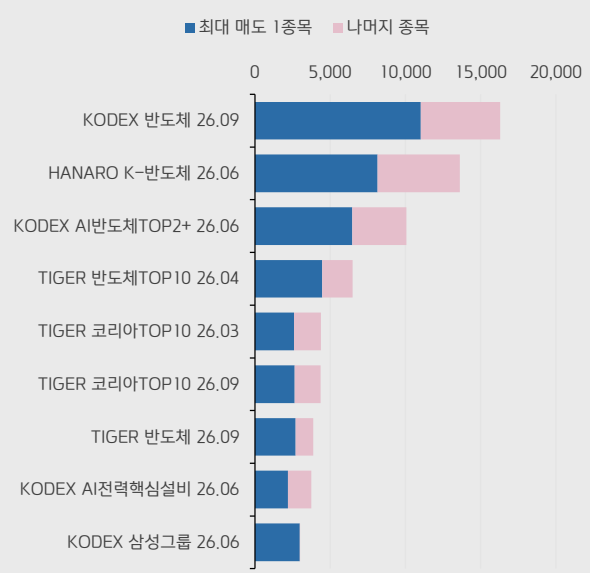
자료: 각사, FnGuide, 키움증권 리서치

Signal & Impact 2) ETF 리밸런싱 – 과거 백테스팅

◆ 상한(Cap) 키맞추기: 랠리한 주도주 매도 & 나머지 매수

- 2026년 리밸런싱 매도금액이 1,000억원 이상이었던 18번의 정기변경 중 12번은 전체 매도 금액의 절반 이상이 1종목에서 발생
- KODEX 반도체 SK하이닉스 37.7% → 18.8%(1.1조원 매도), KODEX AI반도체TOP2+ 삼성전기 38.4% → 17.9%(6,480억원 매도)
- 정기변경 = 구조적 **역추세 매매**(오른 대형주 매도 → 중소형 매수) – 주도주 랠리가 강할수록 다음 회차 매도 압력도 확대

회차별 매도: 최대 1종목 vs 나머지(억원)



자료: 각사, FnGuide, 키움증권 리서치

최대 매도 종목의 비중 변화

ETF (회차)	종목	비중 변화	전체 매도금액 내 비중
KODEX 반도체 (26.09)	SK하이닉스	**37.7% → 18.8%**	68%
HANARO K-반도체 (26.06)	삼성전기	26.8% → 16.9%	60%
KODEX AI반도체TOP2+ (26.06)	삼성전기	**38.4% → 17.9%**	64%
TIGER 반도체TOP10 (26.04)	SK하이닉스	30.2% → 25.9%	69%
TIGER 코리아TOP10 (26.03)	SK하이닉스	**36.8% → 24.6%**	59%
TIGER 코리아TOP10 (26.09)	SK하이닉스	**38.3% → 24.7%**	60%
TIGER 반도체 (26.09)	SK하이닉스	**37.7% → 18.6%**	70%
KODEX AI전력핵심설비 (26.06)	LS ELECTRIC	26.2% → 19.8%	59%
KODEX 삼성그룹 (26.06)	삼성전자	31.9% → 26.9%	100%

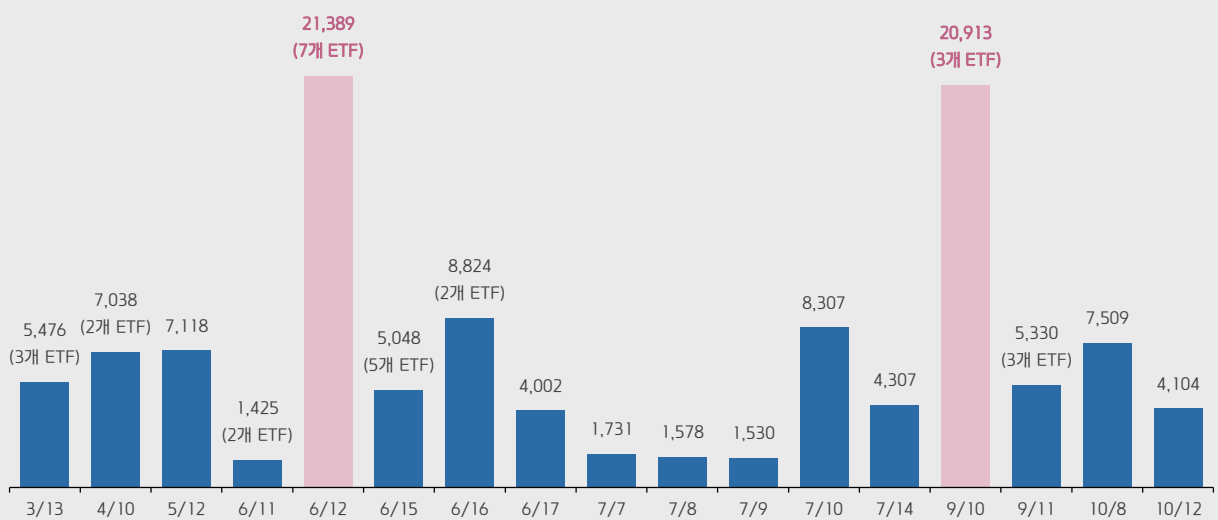
자료: 각사, FnGuide, 키움증권 리서치

Signal & Impact 2) ETF 리밸런싱 – 과거 백테스팅

◆ 다수 ETF의 리밸런싱이 D일 기준으로 진행 → 특정일 수급 쏠림 경향

- 국내 많은 ETF들이 선물옵션 만기일(매월 둘째 목요일) 종가로 새 비중을 확정하고, 1~2영업일 뒤 지수 변경을 적용하는 스케줄을 따름. 즉, 지수는 달라도 매매일이 다수 겹침
- 실제 올해는 하루에 2조원 넘는 매매가 2차례 발생. 6/12(금) 7종 ETF 매수 2.14조원·매도 2.17조원, 9/0(옵션만기일) KRX 반도체 2종+2차전지 매수 2.09조원 → 다음 집중 구간은 12월 만기일인 12/10(목) 직후인 12/11일(금)

2026년 매매일별 정기변경 매수 합계(억원)



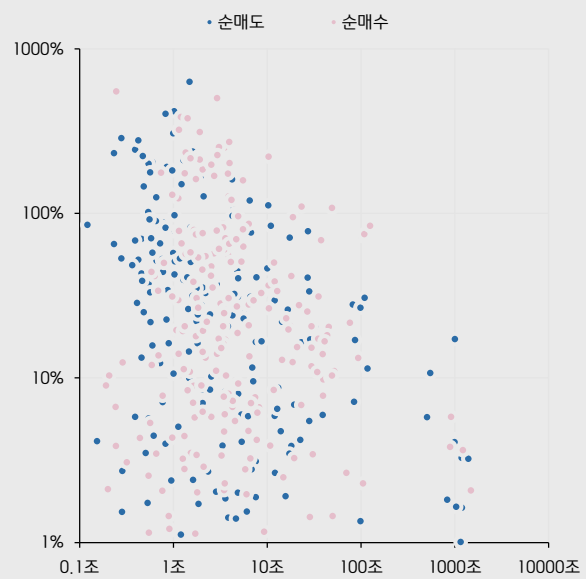
주) 매수 1,000억원 이상 매매일
자료: 각사, FnGuide, 키움증권 리서치

Signal & Impact 2) ETF 리밸런싱 – 과거 백테스팅

◆ ETF 리밸런싱 임팩트는 매매 금액보다 종목별 유동성(거래대금)에 따라 비대칭

- 대형주는 매매 금액이 커도 임팩트를 시장이 흡수하지만 중소형 편입·편출 종목은 리밸런싱에 따른 파급효과 증폭
- **SK하이닉스의 1.1조원은 17%** (당시 20일 평균 거래대금 6.4조원) **vs. ISC +3,773억원은 500%** (평균 거래대금 755억원)

유동시총(x축)이 클 수록 임팩트(y축)는 줄어듦



주) 각 점은 2026년 정기 리밸런싱에서 ETF 1개가 종목 한 개를 사고 판 기록
자료: FnGuide, 키움증권 리서치

리밸런싱 절대 금액 vs. 임팩트 비대칭 사례

종목	ETF (회차)	순매매 (억원)	임팩트	순매매/ 유동시총
SK하이닉스	KODEX 반도체 (26.09)	-11,032	-17%	-0.1%
SK스퀘어	HANARO K-반도체 (26.06)	+10,275	+84%	+0.8%
삼성전기	HANARO K-반도체 (26.06)	-8,158	-31%	-0.7%
ISC	TIGER 반도체TOP10 (26.04)	+3,773	+500%	+12.8%
동진쎄미켐	TIGER 반도체TOP10 (26.04)	-2,032	-630%	-13.6%
피에스케이	SOL AI반도체TOP2+ (26.07)	+2,601	+226%	+8.8%
티에스이	KODEX 반도체 (26.09)	+1,045	+321%	+9.1%

자료: 각사, FnGuide, 키움증권 리서치

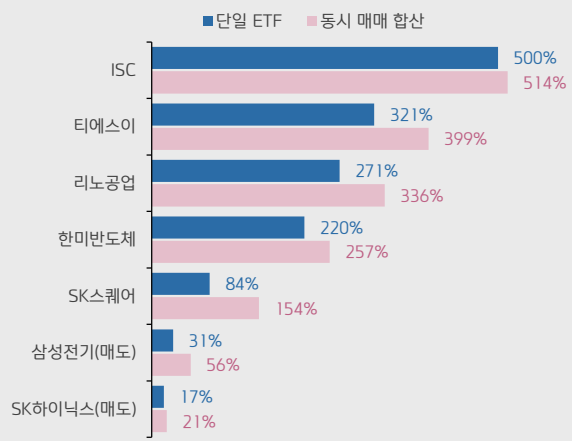
Signal & Impact 2) ETF 리밸런싱 – 과거 백테스팅

◆ 동일 지수(또는 비슷한 규칙의 지수)를 따르는 ETF가 동일 종목 매매 → 종목 단위로 임팩트 확대

- 6월 SK스퀘어는 HANARO K-반도체(+10,275억원)와 KODEX AI반도체TOP2+(+8,684억원)에 동시 편입 및 비중 확대 → 합산 +1.9조원, 평균 거래대금의 154%
- 9/10 KRX 반도체 2종(KODEX·TIGER)은 같은 지수를 따르며 동일 매매 발생 → 임팩트는 티에스이 321% → 399%, 리노공업 271% → 336%로 확대

◆ 레버리지·커버드콜·인덱스펀드까지 더하면 실제 기계적 수급은 이보다 클 것으로 추정

단일 ETF vs 동시 매매 합산 임팩트



자료: 각사, FnGuide, 키움증권 리서치

지수 엔진별 ETF 묶음 (분석 대상 내)

지수 엔진	분석 대상 ETF
KRX 반도체	KODEX 반도체 / TIGER 반도체
FnGuide 반도체 계열	TIGER 반도체TOP10 / SOL,KODEX AI반도체TOP2+ / HANARO K-반도체 / ACE AI반도체TOP3+ / SOL 소부장
AI 전력설비	KODEX AI전력핵심설비 / TIGER AI전력기기TOP3+
대형 시총형	TIGER 코리아TOP10 / TIGER 200 IT / KODEX 삼성그룹
기타	PLUS 고배당주 · KODEX 2차전지산업

자료: 각사, FnGuide, 키움증권 리서치

Signal & Impact 2) ETF 리밸런싱 – 12월 정기변경 추정

◆ 12월 ETF 리밸런싱에 KRICS 분류 첫 적용

- 한국거래소, 기존 GICS를 대체하는 한국 산업구조 특화 분류체계(KRICS) 도입. 12월 정기변경부터 코스피200·코스닥150·섹터지수에 첫 적용. (KRICS를 적용한 지수 최종 편출입 결정은 11월 중 발표 예상)
- 해당 변경을 반영해 12월 리밸런싱을 진행하는 국내주식형 ETF들에도 평소대비 편출입 변화 및 종목 영향이 더 커질 것으로 예상
  - 리밸런싱 대상 33종 ETF 전체 85.6조원 중 코스피200·코스닥150 추종(200 IT 포함) 18종이 64.8조원(75.7%) 차지

2026년 12월 정기변경 대상 ETF

구분	ETF	기초지수	예상 매매일	순자산(억원)
반도체 테마(4종)	KODEX AI반도체TOP2플러스	FnGuide AI반도체 TOP2+	12/11	29,818
	HANARO Fn K-반도체	FnGuide K-반도체	12/15~12/16	25,317
	SOL AI반도체소부장	FnGuide AI반도체 소부장	12/11	9,036
	ACE AI반도체TOP3+	FnGuide AI반도체 TOP3+	12/11	7,758
시장 섹터(1종)	TIGER 200 IT	코스피 200 정보기술	12/10	18,321
코스피200 기반(14종)	KODEX 200	코스피 200	12/10	208,869
	TIGER 200	코스피 200	12/10	85,994
	KODEX 200TR	코스피 200 TR	12/10	60,753
	KODEX 200타겟위클리커버드콜	코스피 200 타겟 15% 위클리 커버드콜	12/10	50,443
	KODEX 레버리지	코스피 200 레버리지	12/10	41,393
	RISE 200	코스피 200	12/10	35,717
	ACE 200	코스피 200	12/10	14,112
	KIWOOM 200TR	코스피 200 TR	12/10	13,576
	PLUS 200	코스피 200	12/10	11,791
	SOL 200TR	코스피 200 TR	12/10	8,155
	KODEX 코스피100	코스피 100	12/10	7,656
	RISE 200위클리커버드콜	코스피 200 위클리 커버드콜 ATM	12/10	7,123
	KIWOOM 200	코스피 200	12/10	6,060
	SOL 200타겟위클리커버드콜	코스피 200 타겟 15% 위클리 커버드콜	12/10	5,285
코스닥150 추종(3종)	KODEX 코스닥150	코스닥 150	12/10	38,136
	KODEX 코스닥150레버리지	코스닥 150 레버리지	12/10	24,114
	TIGER 코스닥150	코스닥 150	12/10	10,794
섹터·테마(5종)	KODEX AI전력핵심설비	iSelect AI전력핵심설비	12/11	20,625
	KODEX 2차전지산업	FnGuide 2차전지 산업	12/10~12/14	17,675
	KODEX 2차전지산업레버리지	FnGuide 2차전지 산업	12/10~12/14	6,672
	PLUS K방산	FnGuide K-방위산업	12/11	6,422
	TIGER 코리아AI전력기기TOP3플러스	KEDI 코리아AI전력기기TOP3플러스	12/15	6,366
배당·그룹·ESG(6종)	KODEX 삼성그룹	FnGuide 삼성그룹	11/30~12/4	27,538
	PLUS 고배당주	FnGuide 고배당주	12/15	22,154
	TIGER 은행고배당플러스TOP10	FnGuide 은행고배당플러스TOP10	12/11	9,524
	KODEX 금융고배당TOP10타겟위클리커버드콜	코스피 200 금융 고배당 TOP 10 위클리 커버드콜	12/10~12/14	8,531
	RISE ESG사회책임투자	KRX ESG 사회책임경영(S)	12/10	5,184
	TIGER 현대차그룹플러스	MKF 현대차그룹+ FW	12/11	5,035
합계 (33종)				855,947

주) 2026.11.05 종가 기준, 순자산 5,000억원 이상 국내주식형(액티브·인버스·단일종목 레버리지 제외)
자료: 각 지수 방법론, KRX, FnGuide, 키움증권 리서치

Signal & Impact 2) ETF 리밸런싱 – 12월 정기변경 추정

◆ 코스피 200·코스닥 150, 산업군 재분류에 따른 편출입 변화

- 지수 산출 근거에 따르면 코스피200은 기존 종목의 경우 산업군 내 순위가 기존 구성종목 수의 110%(코스닥150은 120%) 이내면 잔류, 신규 종목은 산업군 누적 시가총액 85% 이내이면서 순위가 기존 구성종목 수의 90% 이내여야 편입(코스닥150은 60%/80% 이내)
- 즉, 산업군 변경에 따라 편출입 결과가 달라질 수 있음. 가령 OCI는 소재 중 25위(잔류 기준 38위)에서 에너지화학 20위(잔류 기준 18위)로 이동하며 편출 가능성 확대. 반면, SK네트웍스는 산업재(누적 시가총액 97%)에서 소비재(82%)로 이동하며 편입 가능성 부각. 잔여 종목은 산업군 구분 없이 시총 순위로 충원(코스닥150 헬스케어 4종)

KRICS 적용에 따른 코스피200·코스닥150 편출입 예상 (12/10 매매 추정)

지수	판정	종목	6개월(120일) 평균 시가총액 (억원, 10/30 기준)	기존 GICS 기준	KRICS 기준	예상 매매 (억원)	평소 거래 대금 대비
코스피 200	편출	OCI	7,903	소재 25위 (잔류 기준 38위)	에너지화학 20위 (잔류 기준 18위)	-48	-2.3배
	편출	영풍	7,785	소재 27위 (잔류 기준 38위)	정보기술 22위 (잔류 기준 15위)	-27	-1.8배
	편출	대한유화	6,865	소재 28위 (잔류 기준 38위)	에너지화학 21위 (잔류 기준 18위)	-58	-2.1배
	편출	TKG휴켐스	6,552	소재 29위 (잔류 기준 38위)	에너지화학 22위 (잔류 기준 18위)	-63	-8.7배
	편출	대상	6,257	필수소비재 24위 (잔류 기준 25위)	소비재 46위 (잔류 기준 41위)	-63	-4.2배
	편입	효성	28,071	산업재 48위 (누적 94%)	정보기술 15위 · 빈 자리 채움	+242	+8.5배
	편입	현대지에프홀딩스	22,144	자유소비재 20위 (누적 89%)	소비재 25위 (누적 77%)	+77	+2.2배
	편입	SK네트웍스	15,939	산업재 59위 (누적 97%)	소비재 30위 (누적 82%)	+106	+2.5배
	편입	한국쉘석유	6,590	에너지 6위 (누적 98%)	소재 20위 (누적 80%)	+59	+5.6배
코스닥 150	편출	유진로봇	5,596	자유소비재 4위 (잔류 기준 10위)	산업재 32위 (잔류 기준 31위)	-68	-2.4배
	편출	엔켐	5,504	소재 10위 (잔류 기준 15위)	산업재 33위 (잔류 기준 31위)	-138	-4.2배
	편출	큐렉소	3,867	필수소비재 5위 (잔류 기준 7위)	헬스케어 54위 (잔류 기준 34위)	-83	-6.0배
	편입	리브스메드	10,385	헬스케어 27위 (누적 68%)	헬스케어 26위 · 빈 자리 채움	+250	+1.8배
	편입	알지노믹스	10,075	헬스케어 28위 (누적 68%)	헬스케어 27위 · 빈 자리 채움	+181	+2.8배
	편입	동국제약	9,237	헬스케어 31위 (누적 71%)	헬스케어 30위 · 빈 자리 채움	+250	+1.6배
	편입	큐리언트	8,606	헬스케어 32위 (누적 71%)	헬스케어 31위 · 빈 자리 채움	+213	+6.9배

주) 10/30 심사 데이터(심사기간 5/1~10/30 일평균, 121거래일)로 같은 규칙을 GICS·KRICS 분류에 각각 적용한 시뮬레이션. 매매는 12월 대상 ETF 합산
자료: KRX, FnGuide, Quantiwise, 키움증권 리서치
- 잔류(기존 종목): 거래대금 요건 충족 + 순위 N×110% 이내(코스닥150 120%). 누적 85% 안에 들면 순위와 무관하게 잔류. N=산업군 기존 구성종목 수
- 편입(신규 종목): 누적 시가총액 85%(코스닥150 60%)이내 + 순위 N×90%(코스닥150 80%) 이내인 경우
- 종목 수 조정: 200개(150개) 미달 시 산업군 무관하게 시가총액 순으로 채움(코스닥150은 시총 300위 밖 소형주 제외 자리 포함)

Signal & Impact 2) ETF 리밸런싱 – 12월 정기변경 추정

◆ 코스피200 IT 지수 사례로 본 섹터지수 리밸런싱 영향

- 섹터지수 중에서는 코스피200IT 지수 편출입에 주목. 코스피200 IT 지수 추종하는 TIGER 코스피200 IT 순자산이 1.8조원으로 영향력 ↑
- 삼성SDI(KRICS 산업재), LG전자(KRICS 소비재) 편출에 따른 매도가 전체의 약 90%를 차지할 것으로 추정되며, 편출로 남은 13.1%는 신규 편입 종목과 기존 종목 매수에 활용. 효성(+247%), 포스코DX(154%), LG(82%), 삼성SDS(58%)에서 매수 확대 예상
- SK스퀘어(KRICS 복합기업)는 '지주회사는 주요 자회사 업종을 따른다'는 각주 유지를 가정. 그러나 편출된다면 매도 약 3,847억원(현 가정 대비 추가 3,664억원), 전체 교체 규모는 6,381억원으로 확대 가능

KRICS 도입에 따른 코스피200 IT지수 구성 변화 예상

종목명	기존 (GICS) →	KRICS	200 IT 예상
삼성SDI	정보기술	산업재	편출
LG전자	자유소비재 (KRX 재량으로 IT)	소비재	편출
효성	산업재	정보기술	편입 (코스피200 신규)
대덕전자	정보기술	정보기술	편입 (코스피200 신규)
LG	산업재 (지주회사 각주)	정보기술	유지 (각주 없이도)
SK스퀘어	산업재 (지주회사 각주)	산업재 (복합기업)	유지 (각주 유지 가정)
삼성전자	정보기술	정보기술	유지
영풍	소재	정보기술	해당 없음 (코스피200 편출)

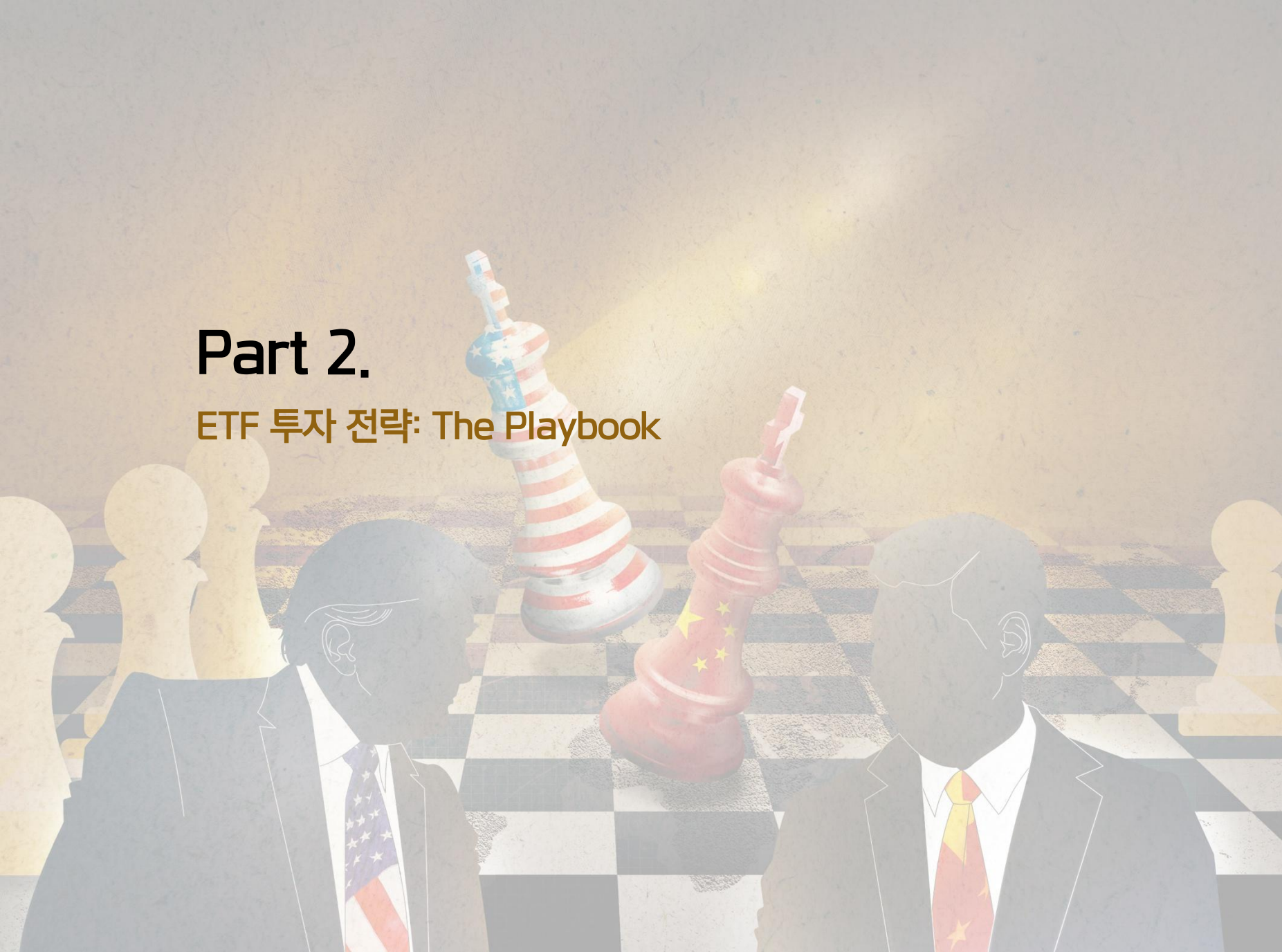
자료: KRX(KRICS 종목분류 2026.10.30, GICS 산업분류), 키움증권 리서치

TIGER 200 IT 12월 예측 (12/10 매매)

종목	판정	비중 (현재 → 목표)	매매금액 (억원)	임팩트
삼성SDI	편출	8.8% → 0.0%	-1,604	-40%
LG전자	편출	4.4% → 0.0%	-802	-64%
SK스퀘어	유지(각주)	21.0% → 20.0%	-183	-3%
대덕전자	편입	0.0% → 1.2%	+215	+13%
효성	편입	0.0% → 0.4%	+70	+247%
삼성전기	유지(상한)	14.9% → 20.0%	+942	+10%
삼성전자	유지(상한)	18.3% → 20.0%	+317	+1%
삼성SDS	유지	2.2% → 3.5%	+233	+58%
LG	유지	2.4% → 3.5%	+201	+82%
포스코DX	유지	0.3% → 0.7%	+69	+154%

- 교체 규모 2,717억원(매수 = 매도). 매수 1위 삼성전기(+942억원, 14.9% → 상한 20%)
- 코스피200 잔여 자리 효성(2.81조원) vs 한화비전(2.72조원) 근소 차. 둘 다 KRICS 상 정보기술이라 순위가 바뀌면 200 IT 편입 종목도 바뀜
- **LG전자는 과거 KRX 재량으로 200 IT 소속 → 재량 유지 시 잔류(매도 802억원 감소)**

주) 11/05 종가 기준. 임팩트 = 매매금액/20일 평균거래대금
자료: 각 지수 방법론, KRX, FnGuide, 키움증권 리서치



Part 2.

ETF 투자 전략: The Playbook

2026년 Review : 주요 자산군별 수익률

- 2026년 글로벌 금융시장은 높은 변동성 속에서 자산군간 차별화가 심화되었음. 고금리/고물가 환경 속에서 원자재가 가장 높은 수익률을 기록했으며, 신흥국 및 선진국 주식도 견조한 성과를 기록했지만 섹터 및 스타일간 로테이션은 매우 빠르게 나타남. 금과 채권은 금리 변동성에 따라 과거 대비 부진
- 2027년에도 자산 가격들의 높은 변동성은 이어지겠으며, 자산군/국가별 다변화 요구가 커질 것으로 예상

주요 자산군별 연간 수익률 (%)

2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 YTD
현금 +0.1	리츠(부동산) +24.4	금 +24.8	탄소배출권 +106.7	원자재 +18.6	선진국-주식 +13.7	금 +26.7	금 +63.7	원자재 +50.3
금 -1.9	선진국-주식 +19.1	탄소배출권 22.6	원자재 +41.4	현금 +0.0	금 +12.7	신흥국-하이일드채 +4.5	신흥국-주식 +30.8	신흥국-주식 +11.6
선진국-국채 -2.9	금 +17.9	신흥국-주식 +15.2	리츠(부동산) +36.6	금 -0.8	리츠(부동산) +7.1	신흥국-주식 +4.0	선진국-주식 +27.9	선진국-주식 +8.2
선진국-하이일드채 -8.8	신흥국-주식 +14.9	선진국-국채 +10.9	선진국-주식 +9.6	선진국-하이일드채 -16.0	선진국-하이일드채 +6.8	선진국-주식 +1.3	탄소배출권 +20.8	리츠(부동산) +6.2
리츠(부동산) -10.1	신흥국-국채 +10.2	선진국-주식 +5.9	현금 -0.1	선진국-주식 -17.1	신흥국-주식 +6.1	리츠(부동산) +0.8	선진국-국채 +8.4	현금 +0.4
신흥국-국채 -10.5	원자재 +10.1	선진국-하이일드채 +1.8	선진국-하이일드채 -2.9	신흥국-하이일드채 -18.8	선진국-국채 +5.6	현금 +0.0	신흥국-국채 +8.1	탄소배출권 -1.1
신흥국-하이일드채 -11.2	선진국-하이일드채 +8.3	신흥국-국채 +1.2	금 -4.1	선진국-국채 -22.2	신흥국-국채 +5.3	신흥국-국채 -0.0	신흥국-하이일드채 +6.3	선진국-국채 -3.5
원자재 -12.8	신흥국-하이일드채 +6.6	현금 +0.1	신흥국-주식 -5.5	신흥국-주식 -22.4	신흥국-하이일드채 +3.9	선진국-하이일드채 -0.4	선진국-하이일드채 +4.7	신흥국-하이일드채 -4.2
선진국-주식 -16.5	선진국-국채 +3.5	신흥국-하이일드채 -2.0	신흥국-국채 -5.9	신흥국-국채 -22.4	탄소배출권 +0.1	원자재 -3.0	원자재 +4.6	신흥국-국채 -4.4
신흥국-주식 -17.1	현금 0.0	원자재 -7.8	신흥국-하이일드채 -7.1	탄소배출권 -28.3	현금 -0.1	선진국-국채 -7.0	현금 -0.1	선진국-하이일드채 -5.6
탄소배출권 -	탄소배출권 -	리츠(부동산) -8.5	선진국-국채 -9.6	리츠(부동산) -28.9	원자재 -10.6	탄소배출권 -19.7	리츠(부동산) -0.7	금 -10.2

주) 2026년은 10월 말 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

❶ AI	**투자 확대에서 실질적 성과 검증으로, 이익의 확산과 새로운 주도주**	▪ AI CapEx 확장을 둘러싼 의심과 증명이 반복되는 가운데, 2027년에는 AI 투자가 실제 기업 이익과 생산성 개선으로 연결되는 과정에 주목. AI 사이클은 지속되겠으나, 시장의 평가 기준은 투자 규모에서 수익화 능력과 자본 효율성으로 이동할 전망 ▪ 반도체·전력·네트워크 등 인프라 투자 수요가 이어지는 동시에 소프트웨어·플랫폼·AI 활용 산업으로 이익 성장의 저변이 확대될 가능성. 다만 데이터센터 전력·인허가 제약과 자본조달 부담이 신규 설비투자의 속도를 차별화할 수 있는 만큼, AI 핵심 기술에 대한 익스포저를 유지하되 실제 수주·매출 전환, 현금흐름 개선이 확인되는 기업 중심으로 투자 대상 다변화 필요
❷ Build-out	**정책 연속성 여부와 산업 지형 변화 점검**	▪ 2027년 미국은 AI 인프라 확충, 제조업 리쇼어링, 전력망 현대화, 국방·항공우주 투자 등 중장기 산업 투자 사이클이 이어지는 국면에 위치. 미·중 기술패권 경쟁과 공급망 재편, 전력 수요 증가 및 노후 인프라 교체가 정책 변화와 무관하게 투자 수요를 뒷받침할 전망 ▪ 다만 2027년 분점정부 출범에 따라 재정확대가 제약되고 예산 집행이 지연될 수 있어 산업별 투자 속도는 차별화될 가능성. 정책 수혜 자체보다 수주잔고의 매출 전환에 주목하며, 전력망·산업재·민간 항공우주·헬스케어 등 실수요 기반 산업에서 투자기회 발굴 필요
❸ Resilience	**매크로 환경 변화와 자산배분 전략**	▪ 2027년 미국 증시는 기업이익 성장과 AI 생산성 개선이 상승 동력으로 작용하겠으나, 여전히 고금리와 인플레이션·재정 불확실성이 밸류에이션 확장을 제약하는 환경 예상 ▪ 국제유가는 중동 지정학적 위험과 공급 정상화 여부에 따라 물가 및 통화정책 경로를 좌우할 주요 변수. 재정확대 제약과 경기 둔화는 금리 안정 요인이지만, 누적 재정적자·국채 공급 부담과 관세발 물가 압력은 장기금리의 구조적 하락을 제한할 가능성 ▪ 자산배분 측면에서는 기업이익 성장에 기반한 미국 주식의 선별적 비중확대 기조 유지한 가운데 비미국 지역으로의 분산 동시 진행할 필요. 채권은 중기 국채·투자등급 회사채가 선호되며 하이일드·리츠는 중립적으로 접근하되 금리 안정 및 신용 개선여부에 따라 비중 조절. 현금흐름이 안정적인 인프라·배당성장 자산과 금의 분산 편입을 통해 인컴 확보와 물가·지정학적 위험에 대한 대응력을 강화할 필요

자료: 키움증권 리서치

2027년 ETF 관심 유니버스

분류	티커	ETF 명	미국 상장 Peer ETF	국내 상장 Peer ETF	AUM ($mln)	보수 (%)	수익률 (%) 1M	YTD
Core	QQQ	Invesco QQQ Trust ETF	QQQM	TIGER 미국나스닥100, KODEX 미국나스닥100	464,030	0.18	-13.6	+6.8
	QUAL	iShares MSCI USA Quality Factor ETF	SPHQ, JQUA		48,634	0.15	-3.2	+10.4
	IVV	iShares Core S&P 500 ETF	SPY, VOO, SPYM	TIGER 미국S&P500, RISE 미국S&P500	875,241	0.03	-5.6	+7.8
	SCHD	Schwab US Dividend Equity ETF	DGRO, COWZ	TIGER 미국배당다우존스, ACE 미국배당퀄리티	121,768	0.06	+7.1	+28.2
AI	SOXX	iShares Semiconductor ETF	FTXL, PSI, SMH, SOXQ, XSD	TIGER 미국필라델피아반도체나스닥 PLUS 글로벌HBM반도체	37,534	0.33	-30.5	+36.0
	CLOU	Global X Cloud Computing ETF	SKYY, FCLD	TIGER 미국클라우드컴퓨팅INDXX	372	0.68	-11.0	+14.3
	IHAK	iShares Cybersecurity and Tech ETF	HACK, CIBR, BUG, WCBR	TIGER 글로벌AI사이버보안	1,194	0.47	-6.1	+38.0
	FDN	First Trust Dow Jones Internet Index Fund	PNQI	1Q 미국AI테크플랫폼TOP10	4,821	0.49	-12.2	-3.2
	GRID	First Trust NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infra ETF	XLU, JXI, ZAP, VOLT	KODEX 미국S&P500유틸리티, RISE 미국AI전력인프라액티브	10,782	0.56	-16.3	+0.8
	IBOT	VanEck Robotics ETF	ROBO, IBOT, HUMN, DRIV	KoAct 글로벌AI&로봇액티브 PLUS 글로벌휴머노이드로봇액티브	97	0.47	-13.0	+11.0
	SRVR	Pacer Data & Infrastructure Real Estate ETF	DTCR, IDGT	RISE 글로벌데이터센터리츠(합성)	287	0.49	-3.8	-2.5
Build-out	XHS	State Street SPDR S&P Health Care Services ETF	IHF, IHE, XLV, IBB, IXJ	1Q 미국메디컬AI ETF, TIME 글로벌바이오액티브	245	0.35	+6.9	+35.3
	EUAD	Select STOXX Europe Aerospace & Defense ETF	ITA, NATO, SHLD	TIME 글로벌우주테크&방산액티브, ACE 유럽방산TOP10	953	0.50	-5.6	-8.2
	AIRR	First Trust RBA Amer Industrial Renaissance ETF	PAVE, RSHO, MADE	ACE 미국중심중소형제조업	8,204	0.69	-13.3	-4.6
	ICLN	iShares Global Clean Energy ETF	HYDR, TAN, PBW	PLUS 태양광&ESS, RISE 글로벌수소경제	2,138	0.38	-6.2	+0.1
	IAI	iShares US Broker-Dealers & Securities Exch ETF	XLF, KBWB, ARKF	KODEX 미국S&P500금융, KODEX 미국금융테크액티브	13	0.38	0.0	-0.9
Resilience	VGK	Vanguard FTSE Europe ETF	IEUR, EUFN	TIGER 유로스탁스배당30	305	0.06	+0.8	+4.4
	BBJP	JPMorgan BetaBuilders Japan ETF	EWJ, FLJH, DXJ	TIGER 일본니케이225, TIGER 일본반도체FACTSET	188	0.19	-10.6	+8.6
	KSTR	KraneShares China Technology & Semiconductor STAR 50 Index ETF	CQQQ, PGJ, CNXT	KODEX 차이나과창판STAR50(합성) TIGER 차이나반도체FACTSET	3	0.65	-19.0	-3.2
	SGOV	iShares 0-3 Month Treasury Bond ETF	SHV, BIL	TIGER 미국초단기(3개월이하)국채	1,164	0.09	0.0	+0.1
	IEI	iShares 3-7 Year Treasury Bond ETF	IEF	KODEX 미국10년국채선물	170	0.15	+1.7	-3.4
	GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	IAU, GLD	ACE KRX금현물, KODEX 금액티브, SOL 국제금	316	0.10	-2.5	-5.8
	BCI	abrdn Bloomberg All Commodity Strat K-1 Free ETF	PDBC		33	0.26	-5.8	+26.2

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준

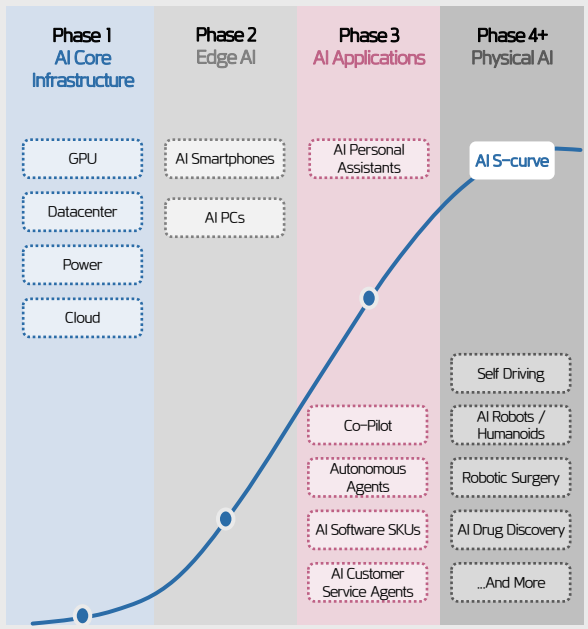
추천 테마 ① AI

❶ AI

AI 투자의 결실,
이익의 확산과 새로운 주도주

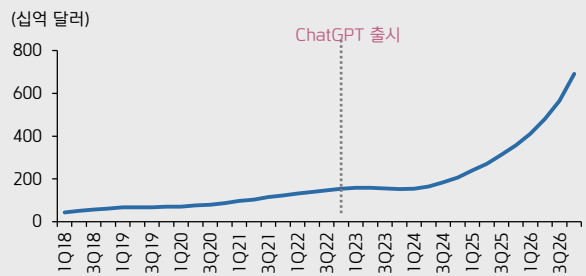
- AI 투자를 둘러싼 의심과 증명의 반복 속에서 AI가 창출해내는 이익의 귀속 범위가 확장되어갈 가능성에 주목. AI 사이클은 지속되겠으나, 시장의 평가 기준은 투자 규모에서 실제 가동률과 수익화 능력, 자본 효율성으로 이동할 전망. AI 투자 수익성 검증과 함께 반도체·전력·네트워크 중심의 수혜가 소프트웨어·플랫폼 등 AI 활용 산업으로 확산되는 과정에서 새로운 투자 기회를 모색할 필요

AI 사이클은 현재 진행 중



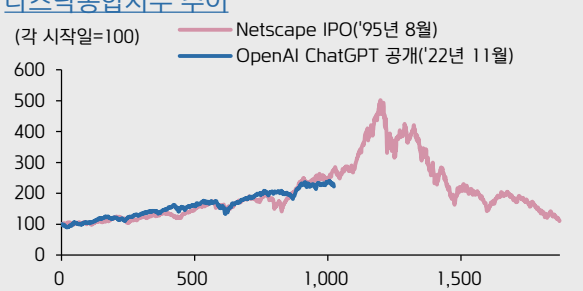
자료: Coatue, 키움증권 리서치

미국 하이퍼스케일러 자본지출



자료: Nvidia, 키움증권 리서치

나스닥종합지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

① AI : 종합 / 빅테크

AI 종합/빅테크 ETF

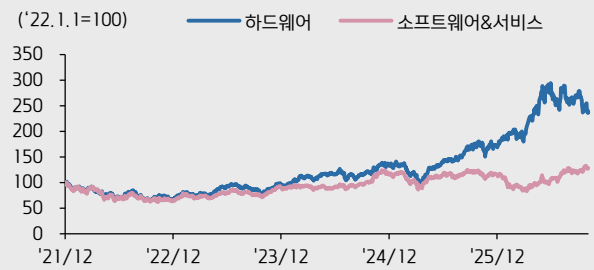
상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM ($mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오	주요종목 (비중 順,%)		
						1M	YTD	Top10 %	1	2	3
미국	AI 종합	BAI	iShares AI Innovation and Tech Active ETF	10,584	0.55	-31.9	+1.7	44.0	NVDA US 6.1%	MU US 5.4%	TSM US 5.3%
		ARTY	iShares Future AI & Tech ETF	3,250	0.47	-24.9	+26.6	42.1	AMD US 5.3%	2330 TT 4.8%	NVDA US 4.7%
		CHAT	Roundhill Generative AI & Technology ETF	1,424	0.75	-29.6	+14.6	49.1	NVDA US 8.0%	GOOGL US 6.7%	MSFT US 6.3%
		IGPT	Invesco AI and Next Gen Software ETF	1,112	0.57	-27.1	+26.6	58.8	META US 9.5%	AMD US 9.0%	GOOGL US 8.6%
		THNQ	Robo Global Artificial Intelligence ETF	410	0.68	-22.4	+23.1	24.4	TEM US 2.8%	AMZN US 2.5%	ADSK US 2.5%
		AIVC	Amplify Bloomberg AI Value Chain ETF	108	0.59	-25.7	+32.4	28.7	IBM US 3.2%	AMZN US 3.0%	AAPL US 3.0%
	IT 종합 빅테크	VGT	Vanguard Information Technology ETF	135,193	0.09	-16.4	+15.2	63.6	NVDA US 17.6%	AAPL US 15.9%	MSFT US 11.2%
		MAGS	Roundhill Magnificent Seven ETF	5,001	0.30	-8.6	+2.4	74.2	TSLA US 16.0%	AMZN US 15.9%	MSFT US 15.7%
		XLK	State Street Technology Select Sector SPDR ETF	110,122	0.08	-18.4	+14.4	65.4	AAPL US 16.9%	NVDA US 14.7%	MSFT US 13.4%
		IYW	iShares U.S. Technology ETF	22,616	0.37	-16.7	+13.7	67.2	AAPL US 18.5%	NVDA US 16.2%	MSFT US 14.7%
		FTEC	Fidelity MSCI Information Technology Index ETF	194	0.08	-16.5	+15.1	65.0	AAPL US 18.8%	NVDA US 16.5%	MSFT US 13.3%
		IGM	iShares Expanded Tech Sector ETF	96	0.39	-18.5	+9.9	58.4	AAPL US 10.7%	MSFT US 10.7%	NVDA US 8.0%
한국	AI 종합	456600	TIME 글로벌AI인공지능액티브	15,160	0.80	-25.2	+29.2	51.7	MSFT US 5.5%	AMZN US 5.3%	ACN US 5.2%
		466950	TIGER 글로벌AI액티브	4,378	0.79	-27.5	+4.1	45.9	MSFT US 8.6%	AMZN US 7.2%	GOOGL US 4.7%
		485690	RISE 미국AI밸류체인TOP3Plus	622	0.01	-25.5	+0.5	79.4	NVDA US 15.9%	GOOGL US 15.3%	MRVL US 11.2%
		480310	TIGER 글로벌온디바이스AI	435	0.49	-25.1	+26.4	80.9	ARM US 11.3%	AAPL US 10.0%	QCOM US 9.9%
		495940	RISE 미국AI테크액티브	419	0.50	-22.7	+17.2	63.9	MSFT US 9.7%	AAPL US 9.2%	AMZN US 9.0%
		461340	HANARO 글로벌생성형AI액티브	362	0.60	-21.7	+29.8	58.5	MSFT US 11.3%	AMZN US 8.5%	NVDA US 8.3%
		0190M0	KIWOOM 미국AI테크하이베타	124	0.49	-41.0	-51.2	51.4	SPCX US 10.8%	MU US 10.5%	SNDK US 6.1%
	IT 종합 빅테크	465580	ACE 미국빅테크TOP7 Plus	12,347	0.30	-9.5	-0.6	97.1	AAPL US 17.4%	MSFT US 17.2%	AMZN US 17.0%
		485540	KODEX 미국AI테크TOP10	2,682	0.30	-15.4	-9.3	99.7	NVDA US 18.6%	MSFT US 17.8%	GOOGL US 15.8%
		490090	TIGER 미국AI빅테크10	1,858	0.30	-12.1	-3.9	99.7	AAPL US 20.7%	NVDA US 17.4%	MSFT US 16.4%
		287180	PLUS 미국나스닥테크	408	0.50	-20.2	+7.1	27.8	ROP US 3.0%	APP US 2.9%	TRI US 2.8%
		491090	KODEX 미국테크TOP3플러스	234	0.30	-12.6	-1.7	99.9	AAPL US 27.8%	NVDA US 22.5%	GOOGL US 17.8%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준

① AI : SW·플랫폼, 사이버 보안, 클라우드

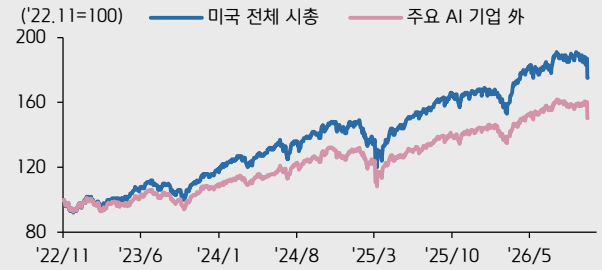
- AI 관련 매출이 직접 발생하는 기업뿐 아니라 AI 도입으로 비용 절감, 수익성 개선이 동반되는 기업에서 기회 요인을 찾을 수 있음. 2027년은 AI 생산성과 매출 개선이 이미 확인되는 초기 소프트웨어 공급 기업 및 AI 응용 기업의 수혜가 지속될 전망. 소프트웨어 내에서는 가격 결정력이 낮아질 수 있는 SaaS 보다 AI 도입을 지원하는 보안, 데이터 인프라 및 에이전트 관련 기업들의 차별화 예상
- 생성형AI 상용화가 지속되면서 일정 성능을 달성하기 위한 추론 비용 역시 시간이 지남에 따라 빠르게 감소 중. AI 응용을 통해 생산성과 효율을 높이는 산업군도 동반 수혜 예상 (바이오/물류/금융/제조 등). 단순 CapEx 확장 보다, 이를 얼마나 가시적인 수익으로 전환, 창출해 낼 수 있는 것인가가 중요

미국 하드웨어 vs. 소프트웨어 주가 흐름



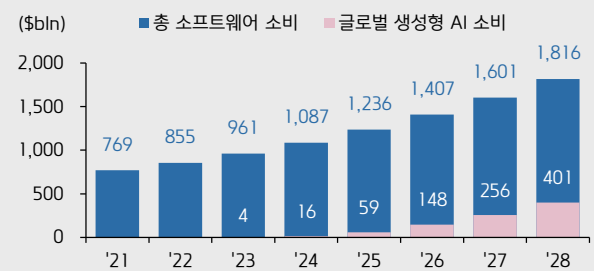
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 증시 시가총액 vs. 주요 AI 기업 와



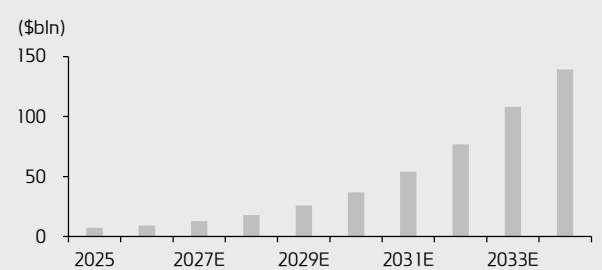
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

전체 SW 소비에서 Gen AI SW가 차지하는 비중



자료: Morgan Stanley

Agentic AI 시장 규모



자료: Fortune Business Insights, 키움증권 리서치

① AI : SW·플랫폼, 사이버 보안, 클라우드

SW·플랫폼/사이버보안/클라우드 ETF

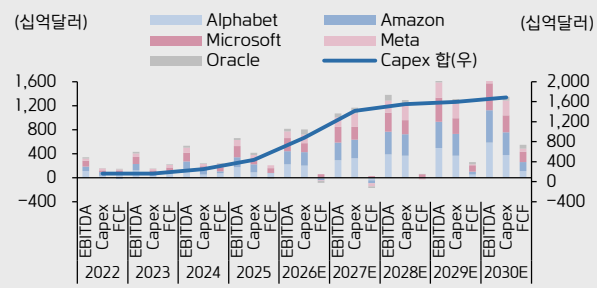
상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM ($mn, 억원)	보수 (%)	수익률(%)		포트폴리오 Top10 %	주요종목(비중 順,%)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	SW 플랫폼 인터넷	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF	12,434	0.38	-11.0	-6.4	59.1	MSFT US 9.4%	PLTR US 8.2%	PANW US 8.1%
		CHAT	Roundhill Generative AI & Technology ETF	1,424	0.75	-29.6	+14.6	49.1	NVDA US 8.0%	GOOGL US 6.7%	MSFT US 6.3%
		IGPT	Invesco AI and Next Gen Software ETF	1,112	0.57	-27.1	+26.6	58.8	META US 9.5%	AMD US 9.0%	GOOGL US 8.6%
		FDN	First Trust Dow Jones Internet Index Fund	4,677	0.49	-12.2	-3.2	62.3	AMZN US 11.3%	META US 10.3%	CSCO US 8.2%
		PNQI	Invesco Nasdaq Internet ETF	520	0.60	-3.1	-7.3	61.5	AAPL US 9.0%	META US 8.9%	MSFT US 8.7%
	사이버 보안	CIBR	First Trust NASDAQ Cybersecurity ETF	15,745	0.58	-15.8	+27.4	53.8	CRWD US 8.3%	CSCO US 7.5%	PANW US 7.2%
		HACK	Amplify Cybersecurity ETF	3,176	0.60	-13.2	+37.9	51.5	AVGO US 6.1%	CRWD US 5.6%	CSCO US 5.5%
		BUG	Global X Cybersecurity ETF	1,984	0.50	-10.6	+43.0	62.0	OKTA US 8.5%	CRWD US 7.2%	PANW US 6.4%
		IHAK	iShares Cybersecurity and Tech ETF	1,149	0.47	-6.1	+38.0	51.0	NTSK US 6.7%	QLYS US 6.0%	ZS US 5.2%
		WCBR	WisdomTree Cybersecurity Fund	197	0.45	-13.2	+49.9	53.1	ZS US 6.7%	S US 6.1%	NTSK US 5.9%
	클라우드	SKYY	First Trust Cloud Computing ETF	3,017	0.60	-14.4	+12.6	34.3	IBM US 4.1%	MSFT US 4.1%	P US 4.0%
		CLOU	Global X Cloud Computing ETF	368	0.68	-11.0	+14.3	47.8	SNOW US 6.2%	PAYC US 6.2%	WDAY US 5.1%
		FCLD	Fidelity Cloud Computing ETF	133	0.39	-16.1	+27.8	37.4	MSFT US 5.5%	CRM US 4.4%	APP US 4.2%
한국	SW 플랫폼	481180	SOL 미국AI소프트웨어	1,139	0.45	-15.0	-5.1	73.4	MSFT US 12.2%	PLTR US 9.7%	SAP US 9.1%
		0102A0	TIGER 미국AI소프트웨어TOP4Plus	558	0.49	-18.0	-32.7	99.2	PLTR US 24.8%	CRM US 17.4%	ORCL US 15.1%
		461340	HANARO 글로벌생성형AI액티브	362	0.60	-21.7	+29.8	58.5	MSFT US 11.3%	AMZN US 8.5%	NVDA US 8.3%
		0041D0	KODEX 미국AI소프트웨어TOP10	442	0.45	-19.0	-24.1	99.2	PLTR US 20.5%	PANW US 16.9%	CRM US 15.9%
		412770	TIGER 글로벌AI플랫폼액티브	560	0.79	-23.3	-24.6	53.4	MSFT US 10.8%	AMZN US 6.9%	TIGER 글로벌 AI액티브 6.6%
		0258B0	1Q 미국 AI테크플랫폼TOP10	142	0.49	-5.6	-5.6	100.0	MSFT US 24.4%	GOOGL US 22.9%	AMZN US 16.8%
		0227L0	HANARO 미국에이전틱AI TOP2+	97	0.45	-14.3	-10.3	96.7	MSFT US 28.2%	GOOGL US 20.8%	META US 10.8%
		0241D0	KODEX 미국AI에이전트액티브	363	0.80	-24.0	-24.0	74.5	META US 16.7%	PLTR US 15.1%	PANW US 15.0%
		0050E0	PLUS 미국AI에이전트	41	0.45	-1.7	-16.6	88.8	CRWD US 12.5%	IBM US 11.8%	SAP US 10.5%
	사이버 보안	418670	TIGER 글로벌AI사이버보안	822	0.49	-8.4	+33.0	62.6	OKTA US 8.5%	CRWD US 7.1%	PANW US 6.4%
	클라우드	371450	TIGER 글로벌클라우드컴퓨팅INDXX	180	0.49	-9.8	+5.8	31.6	SNOW US 3.7%	PAYC US 3.7%	ZS US 2.9%
		0127R0	RISE 미국AI클라우드인프라	137	0.40	-44.6	-9.0	100.0	NBIS US 18.7%	CRWV US 18.3%	ANET US 11.4%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준

① AI : 인프라 – 반도체, 네트워크/광통신

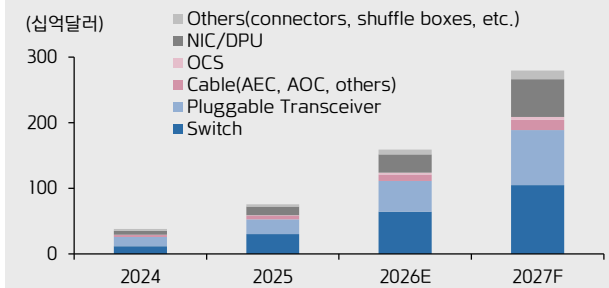
- 하이퍼스케일러의 AI 투자 확대에 따른 FCF 부담이 현실화되면서, 시장의 관심은 CapEx 규모에서 수익화 시점과 자본 효율성으로 이동. 3Q26 메타·알파벳·아마존이 모두 FCF 적자를 기록한 가운데, 4개 빅테크의 연간 CapEx는 약 7,400억 달러에 이를 전망. '27~28년 AI 매출 성장과 FCF 회복을 얼마나 빠르게 입증할 수 있을지가 향후 밸류에이션의 핵심 변수
- 2027년에도 일부 HSP 의 FCF 부담은 지속될 전망이나, 클라우드·AI 서비스 매출 확대와 투자 효율화에 따라 점진적인 개선 가능성에 주목. 또한 이미 확보된 수주와 증설 계획을 바탕으로 반도체 소부장의 실적 가시성은 유지될 것으로 보이며, AI 클러스터 고도화에 따른 고속 네트워크·광통신 수요도 지속될 전망. 특히 AI 인프라의 병목이 연산성능뿐 아니라 메모리 대역폭, 데이터 전송속도, 전력 효율로 확산되면서 HBM·첨단 패키징, 고속 이더넷, 광트랜시버·CPO 등으로 성장 기회 다변화 예상. AI 에이전트 확산도 GPU뿐 아니라 CPU, DRAM, NAND 등 반도체 수요 증가로 저변을 확대할 전망

주요 HSP CapEx/EBITDA/FCF 추이 및 컨센서스



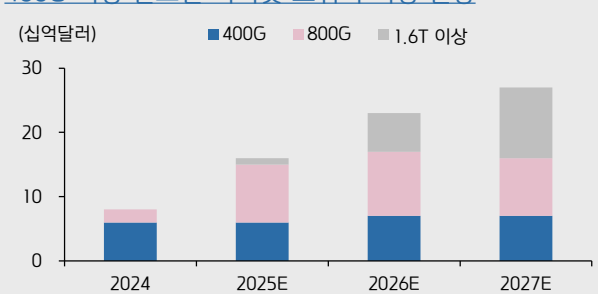
자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

AI 네트워크 및 연결 시장 매출 전망치, '24-27



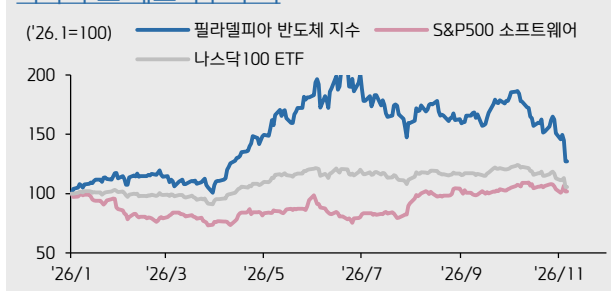
자료: Trendforce(26.11), 키움증권 리서치

400G 이상 밴드별 이더넷 스위치 시장 전망



자료: 650 Group, 키움증권 리서치

미국 주요 테크지수 추이



자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

① AI : 인프라 – 반도체

반도체 ETF

상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM ($mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오	주요종목 (비중 順,%)		
						1M	YTD	Top10 %	1	2	3
미국	반도체	SMH	VanEck Semiconductor ETF	59,638	0.35	-23.1	+28.8	68.7	NVDA US 20.7%	TSM US 10.0%	TXN US 5.9%
		SOXX	iShares Semiconductor ETF	34,918	0.33	-26.8	+36.0	62.7	AMD US 9.5%	NVDA US 8.4%	AVGO US 7.9%
		DRAM	Roundhill Memory ETF	14,888	0.65	-31.3	+41.5	85.6	삼성전자 19.6%	SK하이닉스 15.7%	-
		SOXQ	Invesco PHLX Semiconductor ETF	2,495	0.19	-25.4	+32.4	61.4	NVDA US 12.5%	AVGO US 9.8%	MU US 7.1%
		PSI	Invesco Semiconductors ETF	1,793	0.55	-31.0	+30.7	49.1	TXN US 7.0%	ADI US 6.4%	AMD US 6.2%
		FTXL	First Trust Nasdaq Semiconductor ETF	925	0.60	-25.5	+42.8	61.5	QCOM US 9.3%	NVDA US 8.1%	AVGO US 7.6%
		SMHX	VanEck Fabless Semiconductor ETF	215	0.35	-23.6	+23.3	73.1	NVDA US 20.0%	AVGO US 12.6%	AMD US 7.2%
한국	글로벌 반도체	381180	TIGER 미국필라델피아반도체나스닥	43,303	0.49	-27.8	+20.2	61.3	NVDA US 12.7%	AVGO US 10.1%	MU US 7.0%
		442580	PLUS 글로벌HBM반도체	10,804	0.50	-34.4	+58.7	90.8	삼성전자 27.0%	SK하이닉스 26.3%	MU US 22.6%
		423170	SOL 글로벌AI반도체탑픽액티브	1,848	0.55	-28.1	+35.5	81.5	2330 TT 20.8%	삼성전자 20.6%	SK하이닉스 17.1%
		0151S0	KODEX 미국AI반도체TOP3플러스	1,429	0.49	-32.7	+4.4	99.5	NVDA US 26.2%	AVGO US 23.1%	INTC US 14.5%
		479620	SOL 미국AI반도체칩메이커	626	0.45	-29.5	+27.6	98.3	AVGO US 22.9%	NVDA US 22.6%	MU US 16.4%
		0174B0	KoAct 글로벌AI메모리반도체액티브	651	0.50	-37.2	-8.2	69.0	MU US 14.7%	삼성전자 13.5%	SK하이닉스 13.3%
		0225V0	KODEX 미국CPU반도체TOP10	293	0.55	-36.6	-27.8	99.3	AMD US 30.2%	ARM US 22.8%	INTC US 20.2%
		0224D0	KIWOOM 미국CPU반도체TOP4+	60	0.49	-29.2	-22.2	99.6	AMD US 24.9%	QCOM US 19.1%	INTC US 16.9%
		0181B0	HANARO 미국AI메모리반도체TOP4+	674	0.45	-38.6	-41.6	98.7	MU US 15.4%	WDC US 15.2%	STX US 14.4%
		0246X0	SOL 글로벌DRAM반도체플러스	627	0.45	-33.6	-34.0	99.6	삼성전자 27.8%	SK하이닉스 25.3%	MU US 24.4%
		0233N0	RISE 글로벌AI낸드메모리반도체	97	0.45	-38.8	-35.8	100.0	삼성전자 22.3%	SK하이닉스 19.7%	SNDK US 13.7%
		473490	KIWOOM 글로벌AI반도체	352	0.40	-21.9	+23.5	93.9	TSM US 19.8%	AMD US 19.5%	NVDA US 19.3%
		491830	TIGER 미국AI반도체팹리스	284	0.49	-29.7	+12.3	99.5	NVDA US 28.0%	AVGO US 19.4%	AMD US 16.0%
		494340	ACE 글로벌AI맞춤형반도체	198	0.45	-35.5	+9.3	93.9	AVGO US 25.2%	ARM US 18.4%	INTC US 15.0%
		396520	TIGER 차이나반도체FACTSET	4,301	0.49	-13.4	+1.2	78.6	688981 CH 11.4%	CXMT Corp 11.1%	688256 CH 9.6%
		0162L0	KODEX 차이나AI반도체TOP10	741	0.55	-26.2	-16.3	99.9	CXMT Corp 17.8%	688041 CH 13.5%	688256 CH 13.3%
		469160	ACE 일본반도체	163	0.45	-28.8	+13.9	53.0	6758 JP 5.8%	7751 JP 5.5%	6920 JP 4.8%
	한국 반도체	039500	TIGER 반도체TOP10	64,692	0.45	-34.7	+24.1	99.4	삼성전자 27.9%	SK하이닉스 26.1%	SK스퀘어 24.7%
		0167A0	SOL AI반도체TOP2플러스	36,244	0.45	-36.4	+15.2	99.7	삼성전자 28.3%	SK하이닉스 26.6%	SK스퀘어 15.4%
		395160	KODEX AI반도체TOP2플러스	27,300	0.45	-34.4	+50.2	97.9	삼성전자 27.8%	SK하이닉스 23.5%	SK스퀘어 23.1%
		395270	HANARO Fn K-반도체	23,127	0.45	-34.5	+82.8	92.8	삼성전자 27.3%	SK하이닉스 24.8%	SK스퀘어 20.9%
		469150	ACE AI반도체TOP3+	7,746	0.30	-36.7	+50.1	78.5	삼성전자 27.3%	한미반도체 24.8%	SK하이닉스 23.8%
		455850	SOL AI반도체소부장	8,173	0.45	-45.3	+2.0	73.4	한미반도체 17.4%	주성엔지니어링 11.3%	이수페타시스 8.7%
		388420	RISE 비메모리반도체액티브	1,529	0.50	-41.9	+11.0	87.7	삼성전자 23.6%	SK하이닉스 6.8%	삼성전기 6.4%
		0182R0	1Q K반도체TOP2+	2,367	0.20	-35.2	-30.3	100.0	삼성전자 29.9%	SK하이닉스 27.4%	SK스퀘어 20.4%
		0093A0	RISE AI반도체TOP10	1,251	0.20	-39.1	+37.9	100.0	삼성전자 18.0%	SK하이닉스 16.8%	SK스퀘어 11.5%
		471760	TIGER AI반도체핵심공정	1,556	0.45	-48.1	-24.4	89.4	삼성전기 26.4%	LG이노텍 17.5%	주성엔지니어링 15.7%
		0239Z0	PLUS AI반도체소부장액티브	439	0.63	-39.5	-24.9	66.8	한양디지텍 9.2%	인텍플러스 8.5%	케이씨텍 7.4%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준

① AI : 인프라 – 네트워크/광통신

데이터센터 리츠, 네트워크/광통신 ETF

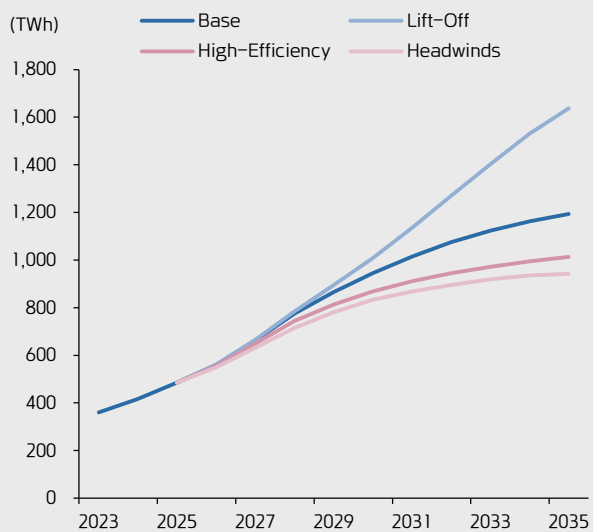
상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM ($mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10 %	주요종목 (비중 順,%)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	데이터센터 리츠 / 네트워크	DTCR	Global X Data Center & Digital Infrastructure ETF	1,898	0.50	-10.5	+17.9	76.3	AMT US 15.7%	DLR US 13.5%	EQIX US 13.3%
		IDGT	iShares US Digital Infra & Real Estate ETF	336	0.39	-15.3	+18.0	66.1	AMT US 11.4%	EQIX US 10.0%	SBAC US 8.9%
		SRVR	**Pacer Data & Infrastructure Real Estate ETF**	279	0.49	-3.8	-2.5	76.2	AMT US 17.5%	EQIX US 16.1%	DLR US 15.3%
		RACK	VanEck Data Center Supply Chain ETF	50	0.50	-25.8	-28.2	44.8	APH US 5.3%	PEG US 5.2%	CEG US 5.0%
		TRFK	Pacer Data and Digital Revolution ETF	915	0.49	-29.5	+14.4	57.7	NVDA US 11.1%	AVGO US 10.0%	MU US 7.9%
		EYES	Corgi Data & Surveillance ETF	1	0.35	-6.7	+9.1	56.8	PLTR US 14.3%	MSI US 7.8%	DDOG US 6.2%
	광통신	LAZR	Tema Photonics & Optical ETF	144	0.75	-45.0	-47.1	71.4	LITE US 15.8%	ANT US 13.3%	AIXA GR 9.9%
		LYTE	Roundhill Photonics & Optics ETF	113	0.65	-48.6	-45.5	96.6	COHR US 20.7%	LITE US 19.3%	CEIN US 9.81%
		FOTO	Tuttle Capital Pure Play Photonics ETF	79	0.75	-38.1	-48.0	40.6	LITE US 7.2%	IPGP US 7.1%	FN US 6.96%
		PHOX	Aura AI Photonics ETF	2	0.60	-43.4	-41.6	59.8	COHR US 8.0%	CRDO US 7.3%	300308 CH 7.3%
한국	데이터센터 리츠 / 네트워크	0142D0	TIGER 미국AI데이터센터TOP4Plus	590	0.49	-40.7	-28.1	99.4	NBIS US 21.9%	ORCL US 21.6%	CRWV US 12.9%
		375270	**RISE 글로벌데이터센터리츠(합성)**	78	0.40	-3.9	-5.4	100.0	-	-	-
		0222F0	마이티 AI데이터센터밸류체인	102	0.37	-30.0	-20.7	82.9	삼성SDI 14.7%	NAVER 12.7%	삼성전자 9.8%
		367760	RISE 네트워크인프라	4,192	0.45	-42.7	+66.3	100.0	삼성전자 25.3%	SK하이닉스 21.6%	삼성전기 19.3%
	광통신	0173Y0	KODEX 미국AI광통신네트워크	2,645	0.55	-45.2	-28.5	99.7	CIEN US 22.0%	LITE US 20.3%	COHR US 19.5%
		021980	KoAct 광통신&위성네트워크액티브	71	0.50	-41.3	-19.2	62.0	우리로 9.4%	RF머트리얼즈 7.6%	오이솔루션 6.7%
		0215T0	HANARO 미국AI광통신TOP10	46	0.45	-47.9	-45.2	99.8	LITE US 15.9%	COHR US 14.3%	GLW US 12.0%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준

① AI : 에너지

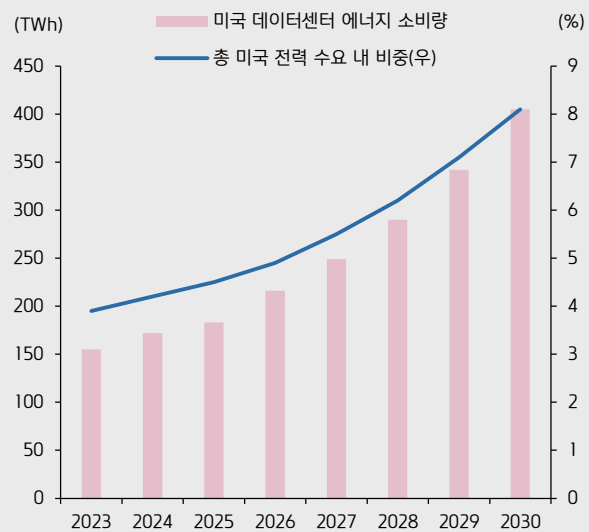
- AI 투자 사이클의 핵심 병목이 '전력'에 있음은 지난 2~3년간 확인. 이제는 AIDC가 촉발한 전력 수요 자체보다 필요한 시점과 장소에 안정적으로 전력을 공급할 수 있는 능력(Time-to-Power)이 새로운 경쟁우위로 부상할 전망. 발전용량 확보뿐 아니라 송배전망 접속, 전력기기 조달, 인허가 등 실제 전력 공급까지의 소요기간이 중요해지는 국면
- Agentic AI 확산과 Physical AI 상용화로 전력 수요의 구조적 성장세가 이어지겠지만, 수요 증가가 관련 기업의 이익 성장으로 직결되지는 않을 전망. 투자매력도는 수주잔고의 매출 전환율, 발전설비 상업운전 개시 시점(COD), 장기 전력구매계약(PPA)의 가격·기간, 프로젝트별 투자자본수익률(ROIC)에 따라 차별화될 가능성. 특히 하이퍼스케일러의 FCF 부담이 커진 만큼 전력 공급의 경제성과 자본 효율성에 대한 검증도 강화될 것으로 예상
- 발전원 측면에서는 단기 전력 확보와 안정적 공급이 가능한 태양광+ESS, 연료전지, 가스발전 등에 주목. 동시에 계통연결 능력의 희소가치가 높아지면서 변압기·고압 송전설비·배전기기뿐 아니라 전력망 운영·관리 SW, 전력변환 및 에너지관리 시스템 등으로 수혜가 확대될 가능성

2035년까지 글로벌 DC 전력 소비 시나리오별 전망



자료: IEA (2026.4), "Key Questions on Energy and AI", 키움증권 리서치

총 미국 전력 수요 내 데이터센터 비중 증가세



자료: RMI, EIA(2024.3), 키움증권 리서치

① AI : 에너지 – 전력

AI 전력 인프라 종합 ETF

상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM ($mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오	주요종목 (비중 順,%)		
						1M	YTD	Top10 %	1	2	3
미국	그리드 송배전	XLU	State Street Utilities Select Sector SPDR ETF	23,445	0.08	+4.8	+1.0	58.9	NEE US 13.5%	SO US 7.9%	DUK US 7.4%
		JXI	iShares Global Utilities ETF	348	0.39	+4.6	+5.3	43.6	NEE US 8.2%	IBE SM 6.8%	SO US 4.8%
		GRID	FT NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infra ETF	10,332	0.56	-16.3	+0.8	57.3	JCI US 8.7%	PWR US 8.2%	ETN US 7.8%
		PAVE	Global X US Infrastructure Development ETF	12,955	0.47	-6.4	+7.0	34.5	FAST US 3.9%	EMR US 3.8%	DE US 3.7%
	AI 전력 인프라	VOLT	Tema Electrification ETF	946	0.75	-14.7	+10.3	57.3	APH US 6.6%	BELFB US 6.3%	NEE US 6.3%
		ZAP	Global X US Electrification ETF	426	0.50	-2.7	+6.4	43.2	NEE US 4.5%	D US 4.5%	ED US 4.4%
		POWR	iShares US Power Infrastructure ETF	434	0.39	-5.5	+3.1	45.6	NEE US 6.7%	PWR US 5.5%	ETN US 5.2%
		ELFY	ALPS Electrification Infrastructure ETF	154	0.50	-11.6	+1.7	11.1	NXT US 1.3%	BKH US 1.2%	TTEK US 1.1%
		POW	VistaShares Electrification Supercycle ETF	55	0.75	-25.0	+5.1	39.4	PWR US 5.5%	ETN US 4.8%	PRY IM 4.2%
	DC 리츠	DTCR	Global X Data Center & Digital Infrastructure	1,898	0.50	-10.5	+17.9	76.3	AMT US 15.7%	DLR US 13.5%	EQIX US 13.3%
		SRVR	Pacer Data & Infrastructure Real Estate ETF	279	0.49	-3.8	-2.5	76.2	AMT US 17.5%	EQIX US 16.1%	DLR US 15.3%
한국	그리드 송배전	463640	KODEX 미국S&P500유틸리티	109	0.34	+7.7	-5.8	54.4	NEE US 11.8%	SO US 6.9%	DUK US 6.5%
		489860	KIWOOM 글로벌전력GRID인프라	113	0.97	-14.8	-6.3	68.4	JCI US 9.0%	ABBN SW 8.3%	PWR US 8.2%
	AI 전력 인프라	487230	KODEX 미국AI전력핵심인프라	9,480	0.53	-32.6	-17.6	98.9	GEV US 18.7%	BE US 17.4%	VRT US 15.5%
		0176E0	RISE 미국AI전력인프라액티브	600	0.49	-28.7	-26.9	85.3	GEV US 10.6%	VRT US 8.9%	PWR US 8.7%
		486450	SOL 미국AI전력인프라	1,585	0.55	-21.8	-22.6	65.9	NEE US 10.2%	VRT US 9.2%	CEG US 8.3%
		491010	TIGER 글로벌AI전력인프라액티브	4,375	0.55	-31.8	-6.4	55.7	VRT US 9.4%	BE US 9.4%	ENR GR 4.9%
		475070	KoAct 글로벌친환경전력인프라액티브	262	0.57	-20.6	-3.7	57.7	BE US 7.8%	ETN US 7.3%	GEV US 6.9%
		487240	KODEX AI전력핵심설비	18,661	0.46	-45.3	-10.5	96.1	LS ELECTRIC 20.7%	효성중공업 19.8%	HD현대일렉트릭 14.5%
		0101N0	RISE AI전력인프라	4,216	0.26	-40.2	+9.0	82.0	LG에너지솔루션 9.4%	삼성SDI 9.3%	서진시스템 8.7%
		0117V0	TIGER 코리아AI전력기기TOP3플러스	5,730	0.45	-45.4	-12.0	99.6	LS ELECTRIC 25.9%	효성중공업 24.9%	HD현대일렉트릭 18.1%
		491820	HANARO 전력설비투자	867	0.42	-45.3	-11.2	94.8	LS ELECTRIC 20.6%	효성중공업 19.7%	HD현대일렉트릭 14.4%
		0209Z0	ACE 코리아AI전력TOP10	150	0.41	-42.8	-51.6	99.8	LS ELECTRIC 19.1%	HD현대일렉트릭 18.6%	효성중공업 18.0%
	DC 리츠	375270	RISE 글로벌데이터센터리츠(합성)	78	0.58	-3.9	-5.4	100.0	-	-	-

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준

① AI : 에너지 – 전력

발전원별 에너지 ETF

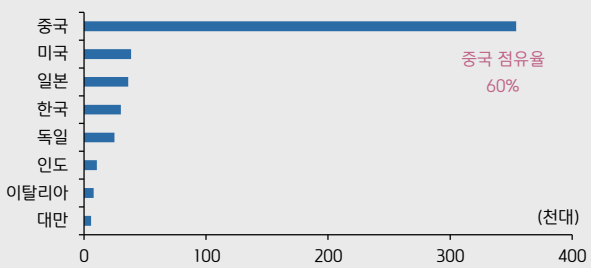
상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM ($mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10 %	주요종목 (비중 順, %)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	신재생 ESS 연료전지	ICLN	iShares Global Clean Energy ETF	2,117	0.38	-6.2	+0.1	52.5	NXT US 9.9%	FSLR US 9.3%	IBE SM 6.7%
		PBW	Invesco WilderHill Clean Energy ETF	305	0.63	-11.9	-14.1	21.4	ARRY US 3.0%	NXT US 2.5%	JKS US 2.1%
		CTEC	Global X ClimateTech ETF	21	0.50	-12.9	-5.7	54.7	NXT US 6.4%	TT US 6.2%	GEV US 5.8%
		TAN	Invesco Solar ETF	1,138	0.70	+2.7	-7.2	62.4	NXT US 13.0%	FSLR US 9.9%	ENLT IT 7.4%
		HYDR	Global X Hydrogen ETF	65	0.50	-27.0	+3.4	69.5	BE US 14.6%	두산퓨얼셀 9.0%	PLUG US 8.6%
		LIT	Global X Lithium & Battery Tech ETF	1,105	0.75	-14.3	-6.1	57.3	RIO US 19.2%	ALB US 5.6%	300014 CH 4.7%
		IBAT	IShares Energy Storage & Materials ETF	51	0.47	-22.4	+16.1	56.1	AI FP 8.0%	APD US 7.7%	BAS GR 7.2%
	원자력	URA	Global X Uranium ETF	4,454	0.69	-22.6	-24.3	62.2	CCO CN 22.1%	U-U CN 8.6%	NXE CN 6.6%
		NLR	VanEck Uranium and Nuclear ETF	2,931	0.52	-19.2	-28.8	66.8	PEG US 9.7%	CEG US 9.4%	FORTUM FH 8.0%
		URNM	Sprott Uranium Miners ETF	1,715	0.75	-17.9	-24.8	81.1	CCO CN 19.1%	U-U CN 17.8%	NXE CN 13.3%
한국	신재생 ESS 연료전지	475070	KoAct 글로벌친환경전력인프라액티브	262	0.57	-20.6	-3.7	57.7	BE US 7.8%	ETN US 7.3%	GEV US 6.9%
		419420	KODEX 미국클린에너지나스닥	82	0.61	-15.7	-14.6	67.7	QCLN US 23.1%	TSLA US 6.7%	MPWR US 6.4%
		399580	RISE 글로벌클린에너지	85	0.75	-7.1	-5.5	54.8	ICLN US 21.5%	NXT US 8.4%	FSLR US 8.0%
		457990	PLUS 태양광&ESS	1,844	0.51	-27.8	+36.9	91.6	한화솔루션 24.3%	OCI홀딩스 18.6%	삼성SDI 12.4%
		419650	PLUS 글로벌수소&차세대연료전지	127	0.79	-22.3	-14.1	54.0	BE US 8.5%	NEL NO 6.2%	NCH2 GR 6.1%
		417450	RISE 글로벌수소경제	102	0.67	-21.5	+9.5	63.9	PLUG US 8.6%	SHEL US 7.3%	두산퓨얼셀 6.9%
		394670	TIGER 글로벌리튬&2차전지SOLACTIVE(합성)	1,346	0.55	-14.6	-13.7	19.5	-	-	-
	원자력	442320	RISE 글로벌원자력	1,547	0.48	-27.5	-31.9	95.2	CEG US 27.0%	GEV US 25.5%	CCJ US 9.9%
		0051G0	SOL 미국원자력SMR	1,105	0.55	-24.0	-43.6	80.4	CEG US 24.2%	CCJ US 15.9%	VST US 10.5%
		0007G0	PLUS 글로벌원자력밸류체인	339	0.48	-17.6	-29.3	99.1	BWXT US 19.4%	CCJ US 18.3%	FLR US 16.0%
		0098F0	KODEX 원자력SMR	1,861	0.52	-36.4	-9.4	97.8	현대건설 21.2%	한전기술 18.1%	두산에너빌리티 17.7%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준

① AI : Physical AI

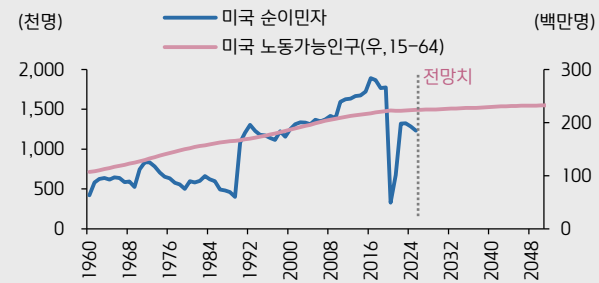
- 2026년까지 생성형 AI가 데이터센터 중심의 연산 인프라 투자를 견인했다면, 2027년에는 AI가 현실 세계를 인식하고 판단하며 행동하는 Physical AI의 상용화 진전이 새로운 투자 기회를 제공할 것으로 기대. 즉 Physical AI 경쟁이 로봇 제조사 개별 기술을 넘어, 모델·시뮬레이션·엣지 연산·제어 소프트웨어를 아우르는 플랫폼 경쟁으로 확장될 수 있음
- 로봇, 자율주행, 물류 자동화, 휴머노이드가 핵심 시장으로 특히 초기에는 반복 작업과 운영환경이 표준화된 공장·물류시설에서 상용화가 진전될 것. 실적 가시성도 완성 로봇보다는 일부 핵심부품과 기존 자동화 인프라가 우위를 보일 것이며 휴머노이드도 높은 성장률을 보이겠으나 낮은 설치 기반으로 상용화까지에는 시간이 소요될 전망

2025년 주요국 산업용 로봇 설치 대수



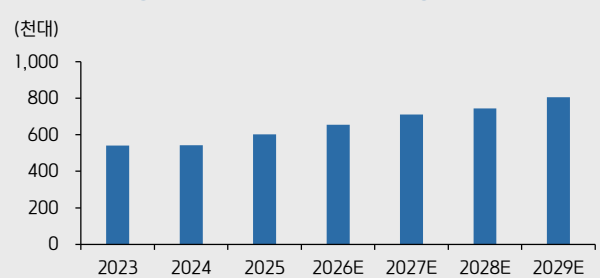
자료: IFR, World Robotics 2026, 키움증권 리서치

미국 순 이민자 및 노동가능인구



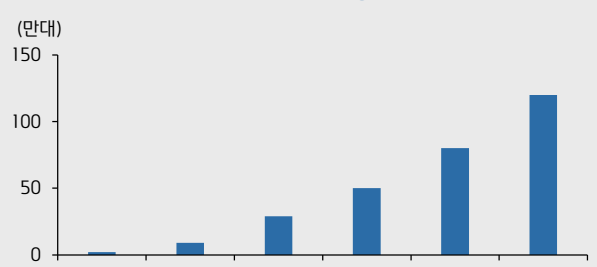
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

글로벌 산업용 로봇 연간 설치 대수 전망



자료: IFR, World Robotics 2026, 키움증권 리서치

글로벌 휴머노이드 연간 판매 전망



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

① AI : Physical AI

Physical AI ETF

상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM ($mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%) 1M	YTD	포트폴리오 Top10 %	주요종목 (비중 順, %) 1	2	3
미국	자율주행 전기차 배터리	ARKQ	ARK Autonomous Technology & Robotics ETF	1,645	0.75	-17.6	-8.6	56.5	TSLA US 12.3%	SPCX US 9.8%	NVDA US 5.6%
		IDRV	iShares Self-Driving EV and Tech ETF	120	0.48	-8.3	-18.7	44.9	삼성SDI 5.1%	LG에너지솔루션 5.0%	TSLA US 5.0%
		DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF	292	0.68	-16.0	-3.7	28.7	MSFT US 5.0%	7203 JP 3.6%	TSLA US 3.2%
		LIT	Global X Lithium & Battery Tech ETF	1,105	0.75	-14.3	-6.1	57.3	RIO US 19.2%	ALB US 5.6%	300014 CH 4.7%
	로봇	IQM	Franklin Intelligent Machines ETF	66	0.50	-29.3	-6.1	45.1	NVDA US 8.8%	TSM US 6.6%	AAPL US 5.6%
		ROBO	Global X Global Robotics & Automation ETF	1,761	0.95	-16.0	+1.1	18.1	ISRG US 2.5%	PTC US 2.0%	6954 JP 1.9%
		IBOT	VanEck Robotics ETF	93	0.47	-13.0	+11.0	42.1	EMR US 6.5%	6861 JP 5.4%	NVDA US 5.1%
		KOID	KraneShares Global Humanoid Robotics and Physical AI Index ETF	320	0.69	-13.6	+0.4	24.9	688836 CH 3.2%	002472 CH 2.7%	603662 CH 2.6%
		HUMN	Roundhill Humanoid Robotics ETF	84	0.75	-11.5	-11.3	48.0	AGLT US 5.8%	6324 JP 4.65%	688017 CH 4.58%
한국	자율주행 전기차	457480	ACE 테슬라밸류체인액티브	6,528	0.29	-13.5	-28.3	51.2	TSLA US 24.7%	TSLL US 13.0%	1810 HK 3.9%
		394660	TIGER 글로벌자율주행&전기차SOLACTIVE	833	0.49	-16.5	-13.0	28.7	MSFT US 5.0%	7203 JP 3.6%	TSLA US 3.2%
		429980	SOL 한국형글로벌전기차&2차전지액티브	69	0.55	-19.4	-6.6	48.8	TSLA US 9.5%	AMD US 6.2%	300750 CH 5.4%
		385520	KODEX 자율주행액티브	243	0.50	-29.4	+4.2	38.9	삼성SDI 4.9%	삼성전자 4.7%	현대글로비스 4.4%
		466930	SOL 자동차TOP3플러스	1,382	0.45	-21.8	+22.5	99.1	기아 28.1%	현대모비스 27.4%	현대차 20.8%
		387280	TIGER 퓨처모빌리티액티브	115	0.77	-27.2	-3.4	64.1	LG에너지솔루션 9.3%	삼성SDI 9.3%	현대글로비스 8.5%
		364980	TIGER 2차전지TOP10	6,383	0.40	-19.8	-0.5	100.0	LG에너지솔루션 27.5%	삼성SDI 25.4%	POSCO홀딩스 23.3%
	로봇	471040	KoAct 글로벌AI&로봇액티브	1,848	0.50	-33.1	+0.6	43.8	AMZN US 7.3%	MSFT US 7.2%	PLTR US 7.0%
		0035T0	PLUS 글로벌휴머노이드로봇액티브	752	0.45	-21.8	-13.6	47.5	TSLA US 9.2%	삼성전자 7.1%	로보티즈 4.5%
		0036R0	RISE 미국휴머노이드로봇	964	0.40	-14.0	+10.3	71.7	ISRG US 9.9%	MDT US 8.1%	TSLA US 8.1%
		0075V0	PLUS 미국로보택시	38	0.49	-13.0	-38.0	81.0	UBER US 14.3%	LYFT US 11.2%	AMZN US 9.9%
		0186L0	KoAct 미국로봇피지컬AI액티브	163	0.50	-25.2	-27.0	58.7	AMZN US 8.7%	TSLA US 8.0%	AMD US 7.9%
		445290	KODEX 로봇액티브	8,342	0.50	-25.9	-9.4	64.5	삼성전자 8.6%	로보티즈 8.5%	NAVER 7.6%
		469070	RISE AI&로봇	2,875	0.40	-26.0	-35.7	51.5	LG씨엔에스 8.0%	로보티즈 5.3%	LG전자 5.2%
		0177X0	ACE K휴머노이드로봇산업TOP2+	787	0.45	-29.0	-29.4	93.8	현대차 21.2%	로보티즈 20.3%	에스피지 14.0%
		0053L0	TIGER 차이나휴머노이드로봇	2,374	0.49	+0.1	-36.8	72.1	XPEV US 9.7%	300124 CH 8.7%	9880 HK 8.6%
		0048K0	KODEX 차이나휴머노이드로봇	1,336	0.45	-1.1	-36.1	61.1	300124 CH 7.7%	688017 CH 6.7%	300750 CH 6.2%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준

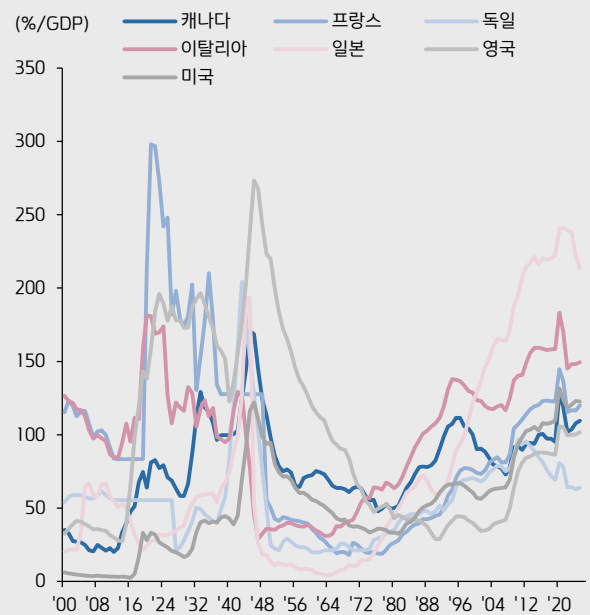
추천 테마 ② Buildout

❷ Buildout

정책 연속성 여부와 산업 지형 변화 점검

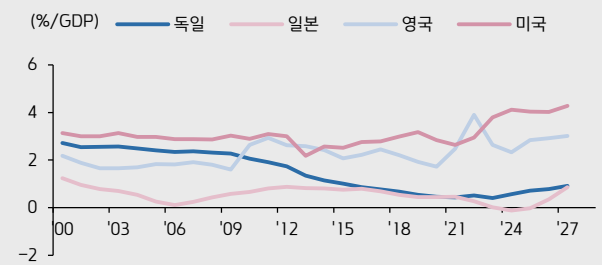
- 2027년 분점 정부 출범으로 미국 정책은 신규 입법보다 예산 협상과 의회 감독, 행정부의 기존 정책 집행을 중심으로 전개될 전망. 미-중 패권 전쟁이 지속되는 가운데 미국의 산업 경쟁력 강화와 고용 창출 필요성을 고려하면 AI 및 전략 산업 육성의 중요성은 유지될 것으로 예상. 헬스케어·방산·금융 등 정책 민감 산업 역시 재정 및 규제 방향에 따라 세부 섹터별 수혜가 차별화 될 것

주요국 GDP 대비 재정적자



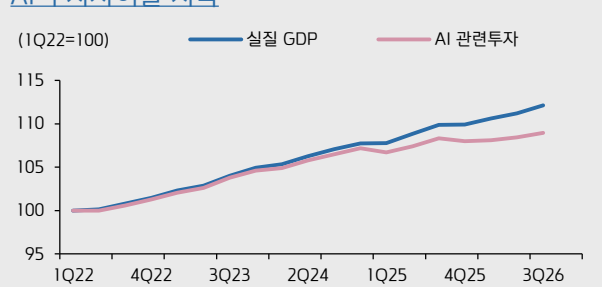
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주요국 GDP 대비 순이자지출



자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

AI 투자사이클 지속



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

② Buildout : 헬스케어

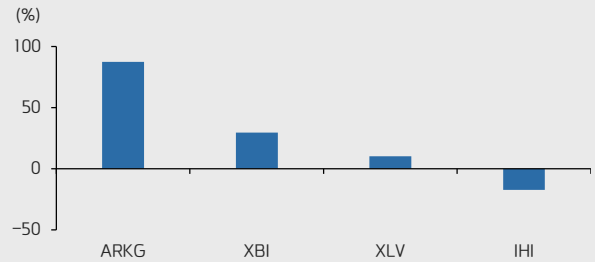
- 2026년 헬스케어 업종은 AI/반도체주 조정 및 물가, 금리 변동성 국면에서 방어주로 역할을 수행. 2027년에는 신약 혁신, 정책 불확실성 완화, 보험·의료서비스 수익성 회복에 투자 초점이 맞춰질 수 있음. 다만 섹터 전반의 상승보다는 보험자(Payer), 의료공급자(Provider), 신약 개발사, 의료기기 기업 간 이익 차별화가 커질 가능성에 주목
- 비만치료제·항암제 성장은 유효하지만 약가 규제와 특허만료가 부담. 보험주는 의료손해율 개선, 의료기기는 시술량 증가가 실제 이익으로 연결되는지가 관건. 또한 AI는 후보물질 탐색·단백질 설계·임상시험 등 신약개발 생산성을 높이는 신규 투자 축
- 한편, 민주당의 상/하원 탈환으로 ACA 보조금 연장 및 Medicaid 삭감 완화에 대한 부분 합의를 기대해볼 수 있으며, 보험 가입자 감소를 억제하고 병원의 미수금·무보험 진료 부담을 낮추는 효과 기대. 세부 섹터 별 선호도는 병원 〉 보험 〉 제약/바이오

주요 민주당 당선자 의료 공약

이름	당선 직책	공약
로이 쿠퍼	노스캐롤라이나 상원	Medicaid·ACA 의료 접근성 보호, 의료비 부담 완화
제임스 탈라리코	텍사스 상원	전 연령 Medicare 가입 허용, 공공보험 선택권
애브덜 엘사이드	미시간 상원	Medicare for All
트로이 잭슨	메인 상원	Medicare for All
애덤 해밀턴	캔자스 상원	연방 Medicaid 삭감 철회, 농촌 병원 보호
애니 앤드루스	사우스캐롤라이나 상원	공공보험 선택지, Medicaid·Medicare 보호, 농촌 병원 유지
페기 플래너건	미네소타 상원	Medicare for All
케이샤 랜스 보텀스	조지아 주지사	Medicaid 확대, 농촌 의료시설 지원
롭 샌드	아이오와 주지사	Medicaid 민영화 종료 및 비영리 관리체계 전환

자료: Citi, 키움증권 리서치

2026년 주요 헬스케어 ETF 연초 이후 수익률



자료: 키움증권 리서치, 주) 2026-09-30 기준, 배당 재투자 가정 총수익률

보조금 협상 시나리오와 병원·보험사 영향

시나리오	가능성	병원	보험사
전면 복원	낮음	무보험 환자 대폭 감소, 최대 수혜	가입자 회복, 단 마진 정상화 이후라 증분 제한
부분·한시 연장	Base 시나리오	가입 상실 속도 둔화 → 수가 우호적	중립~소폭 긍정
협상 결렬	중간	HR1 전제와 동일, 추가 악화 제한	Medicaid 노출 큰 보험사 부담

자료: Bloomberg Intelligence, 키움증권 리서치

② Buildout : 헬스케어

헬스케어 ETF

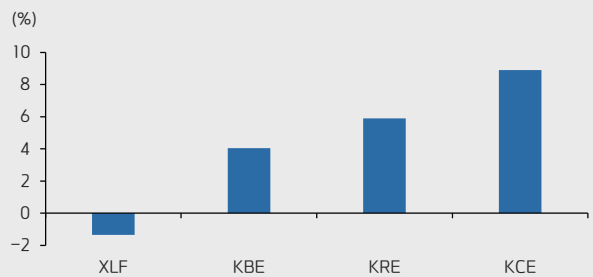
상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM ($mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10 %	주요종목 (비중 順, %)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	제약/바이오	IHE	iShares U.S. Pharmaceuticals ETF	1,610	0.38	+8.4	+25.7	81.5	LLY US 26.0%	JNJ US 22.3%	VTRS US 4.8%
		PPH	VanEck Pharmaceutical ETF	1,074	0.36	+9.9	+15.2	71.6	LLY US 22.3%	MRK US 12.4%	NVO US 5.5%
		FTXH	First Trust Nasdaq Pharmaceuticals ETF	1,181	0.60	+7.4	+31.8	56.2	LLY US 8.0%	ABBV US 7.8%	JNJ US 7.1%
		IBB	iShares Biotechnology ETF	10,938	0.44	+5.2	+26.6	52.1	GILD US 9.1%	AMGN US 8.5%	VRTX US 7.9%
		XBI	State Street SPDR S&P Biotech ETF	10,217	0.35	+0.9	+24.8	18.4	MRNA US 2.7%	EXEL US 1.8%	AMGN US 1.8%
		FBT	FT NYSE Arca Biotechnology Index Fund	2,968	0.55	+0.5	+28.9	39.3	GMAB US 4.8%	ADMA US 4.1%	REGN US 4.0%
		ARKG	ARK Genomic Revolution ETF	1,952	0.75	-12.2	+56.9	59.3	TEM US 10.4%	TXG US 7.7%	TWST US 7.7%
		IDNA	iShares Genomics Immunology&Healthcare ETF	353	0.47	+3.5	+61.6	51.6	MRNA US 14.4%	GMAB DC 6.0%	TWST US 4.9%
	의료기기/서비스	IHI	iShares U.S. Medical Devices ETF	3,994	0.37	+13.1	-7.3	76.4	ABT US 17.7%	ISRG US 14.9%	MDT US 11.6%
		IHF	iShares U.S. Healthcare Providers ETF	1,523	0.38	+6.0	+23.6	73.0	UNH US 21.6%	CVS US 11.1%	ELV US 9.6%
		XHS	State Street SPDR S&P Health Care Services ETF	241	0.35	+6.9	+35.3	21.3	SGRY US 2.7%	OPCH US 2.2%	ACHC US 2.2%
	종합	XLV	State Street Health Care Select Sector SPDR ETF	49,585	0.08	+10.6	+19.4	60.3	LLY US 16.3%	JNJ US 9.8%	ABBV US 7.6%
		VHT	Vanguard Health Care ETF	20,968	0.09	+9.1	+18.5	51.8	LLY US 12.9%	JNJ US 8.8%	ABBV US 6.5%
		IXJ	iShares Global Healthcare ETF	4,660	0.38	+11.4	+16.0	47.3	LLY US 11.1%	JNJ US 6.8%	ABBV US 5.3%
한국	제약/바이오	497510	ACE 글로벌빅파마	96	0.30	+13.0	+11.8	83.1	LLY US 20.9%	JNJ US 14.6%	ABBV US 11.5%
		497520	ACE 일라이일리밸류체인	86	0.45	+13.9	+11.4	81.0	LLY US 27.8%	LONN SW 10.4%	4519 JP 8.5%
		476310	RISE 글로벌비만산업TOP2+	56	0.35	+13.9	-1.5	93.1	LLY US 29.4%	NVO US 26.6%	ABBV US 9.8%
		476690	TIGER 글로벌비만치료제TOP2Plus	323	0.45	+13.6	+3.3	99.4	LLY US 27.6%	NVO US 20.8%	ABBV US 10.9%
		490330	KoAct 미국치매&뇌질환치료제액티브	46	0.50	+0.8	+6.9	72.2	LLY US 15.3%	BIIB US 13.7%	JAZZ US 13.0%
		0083S0	1Q 미국메디컬AI ETF	284	0.49	-13.8	-6.9	97.8	TEM US 22.8%	MRNA US 20.9%	MRK US 14.6%
		483020	KIWOOM 의료AI	63	0.49	+5.3	-28.6	87.0	셀트리온 25.2%	삼성바이오로직스 24.6%	SK바이오팜 20.0%
		485810	TIME 글로벌바이오액티브	143	0.80	+6.0	+12.5	49.5	LLY US 12.2%	JNJ US 5.5%	MRNA US 4.7%
		483030	KIWOOM 미국블록버스터바이오테크의약품+	55	0.49	+10.7	+11.7	80.3	LLY US 10.5%	MRK US 10.3%	ABBV US 10.1%
	의료기기/서비스	307510	TIGER 의료기기	47	0.50	-18.8	-44.3	59.1	파마리서치 12.1%	루닛 8.3%	씨젠 7.6%
		464610	SOL 의료기기소부장Fn	88	0.45	-14.3	-40.1	81.3	대웅제약 11.3%	파마리서치 11.1%	휴젤 10.4%
	종합	453640	KODEX 미국S&P500헬스케어	666	0.25	+10.2	+9.8	57.3	LLY US 15.7%	JNJ US 9.4%	ABBV US 7.3%
		266420	KODEX 헬스케어	641	0.09	-8.1	-29.9	71.8	셀트리온 26.7%	삼성바이오로직스 15.3%	알테오젠 10.0%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준

② Buildout : 금융

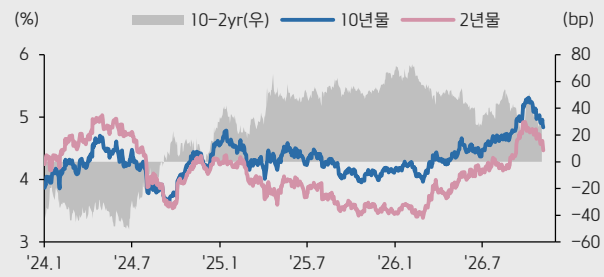
- 2027년 금융산업은 전통금융의 수익성 회복과 디지털 금융 인프라의 상업화가 중첩되는 시기로 판단. 은행에서는 대출 성장과 조달비용·신용비용의 균형, 자본시장에서는 IB·자산관리·거래소 수수료 확대, 결제에서는 스테이블 코인과 기존 네트워크의 통합이 핵심
- 특히 디지털 금융산업의 투자 무게중심은 암호화폐 가격 자체보다, 실물 금융자산의 발행·유통·결제·담보관리 전반에 블록체인이 적용되면서 발생하는 생산성 개선과 신규 수익원으로 이동할 전망. 은행·브로커리지·결제 인프라를 핵심으로 구성하고, 토큰화·가상자산 관련 기업을 성장자산으로 보완하는 접근이 유효
- 또 한편 내년 Agentic AI가 본격 확산된다면 기존 카드 네트워크들은 글로벌 결제망과 보안 서비스를 동시에 보유하고 있어 거래 자동화 확대에 따른 결제량 증가, 고부가가치 서비스 수익화까지 기대해볼 수 있음

2026년 주요 금융 ETF 연초 이후 수익률



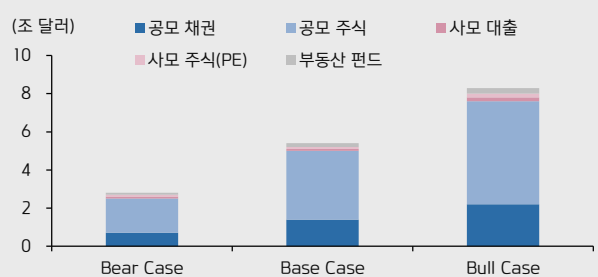
주) 2026-09-30 기준, 배당 재투자 가정 총수익률, 자료: 키움증권 리서치

미국 장단기 금리 및 스프레드



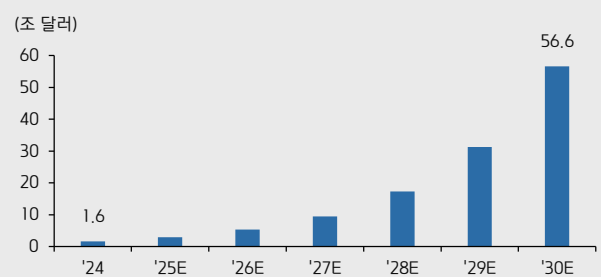
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2030년 토큰화 시장 전망



자료: RWA.xyz, 키움증권 리서치

글로벌 스테이블코인 결제 시장 전망



자료: Bloomberg Intelligence, 키움증권 리서치

② Buildout : 금융

금융 ETF

상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM ($mn, 억원)	보수 (%)	수익률(%)		포트폴리오 Top10%	주요종목(비중 順,%)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	금융	XLF	**State Street Financial Select Sector SPDR ETF**	52,827	0.08	+5.8	+4.4	57.1	BRK/B US 13.1%	JPM US 11.0%	V US 8.9%
		FXO	First Trust Financial AlphaDEX Fund	1,071	0.60	+5.0	+7.3	17.8	CHYM US 1.8%	CINF US 1.8%	ACGL US 1.8%
		IXG	iShares Global Financials ETF	702	0.38	+1.8	+7.7	31.2	BRK/B US 6.8%	JPM US 5.7%	V US 4.6%
	은행	KBWB	Invesco KBW Bank ETF	6,496	0.35	+0.0	+4.0	59.2	WFC US 8.4%	JPM US 8.2%	MS US 7.4%
		KBE	State Street SPDR S&P Bank ETF	1,526	0.35	+3.1	+8.6	10.2	CBC US 1.1%	RKT US 1.0%	FCNCA US 1.0%
		KRE	State Street SPDR S&P Regional Banking ETF	4,209	0.35	+3.0	+11.4	11.7	GBCI US 1.2%	TCBI US 1.2%	UCB US 1.2%
	보험	IAK	iShares U.S. Insurance ETF	491	0.38	+7.4	+9.2	67.2	PGR US 13.6%	CB US 13.1%	TRV US 8.5%
		KBWP	Invesco KBW Property & Casualty Insurance ETF	306	0.35	+12.1	+9.7	60.9	TRV US 8.2%	MRSH US 8.2%	CB US 8.2%
	자본시장/ 브로커리지	KCE	SPDR S&P Capital Markets ETF	442	0.35	+0.7	+4.3	19.5	DFIN US 2.2%	TW US 2.0%	MORN US 2.0%
		IAI	**iShares U.S. Broker-Dealers & Securities Exchanges ETF**	1,262	0.38	+0.0	-0.9	74.7	GS US 17.3%	MS US 14.8%	SCHW US 8.8%
	핀테크 블록체인	FINX	Global X FinTech ETF	150	0.68	-2.6	-17.8	52.9	XYZ US 7.7%	PYPL US 7.6%	FISV US 6.0%
		IPAY	Amplify Digital Payments ETF	151	0.75	+5.6	-3.2	56.2	V US 7.0%	MA US 7.0%	PYPL US 5.9%
		BPAY	**iShares FinTech Active ETF**	9	0.55	-2.1	-10.1	41.4	GPN US 5.2%	XYZ US 4.8%	CHYM US 4.8%
		ARKF	ARK Blockchain & Fintech Innovation ETF	702	0.75	-10.5	-12.2	55.7	XYZ US 9.8%	SHOP CN 8.5%	CRCL US 5.8%
		LEGR	FT Indxx Innovative Transaction & Process ETF	123	0.65	-1.5	+8.8	13.3	WMT US 1.4%	HDB US 1.4%	SPGI US 1.4%
		BLOK	Amplify Blockchain Technology ETF	817	0.70	-20.6	-13.5	31.7	FIGR US 4.3%	HOOD US 3.9%	XYZ US 3.37%
		BKCH	Global X Blockchain ETF	168	0.50	-33.6	-27.3	73.4	COIN US 16.0%	CRCL US 14.6%	BMNR US 12.1%
한국	금융	453650	KODEX 미국S&P500금융	477	0.25	+7.1	-3.2	53.8	BRK/B US 12.4%	JPM US 10.4%	V US 8.4%
	대형은행	0013P0	RISE 미국은행TOP10	122	0.20	-2.8	-9.8	100.0	JPM US 21.1%	BAC US 14.5%	MS US 12.3%
	핀테크	0028X0	KODEX 미국금융테크액티브	132	0.45	+3.6	-8.7	75.7	V US 9.8%	MA US 9.7%	CME US 8.8%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준

② Buildout : 우주항공/방산

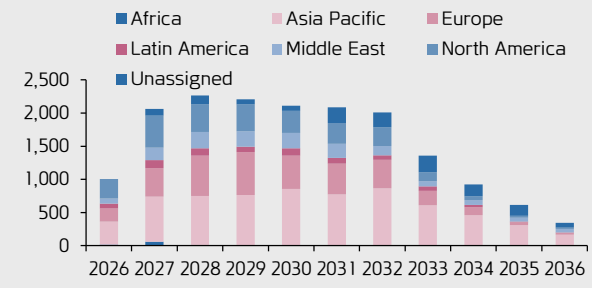
- 2027년 글로벌 방산업은 무기 재고 보충과 재무장 수요로 중장기 성장 기반을 유지할 전망이나, 미국은 중간선거 이후 국방예산 협상과 조달 집행 지연이 실적 불확실성을 높이는 요인
- 미국 방산주는 기존 수주잔고와 생산능력 확대가 매출·현금흐름으로 연결되는 미사일·요격체계 업체 중심으로 접근할 필요. 유럽은 NATO 지출 확대와 역내 조달 강화가 구조적 성장 동력이나, 높은 투자 부담과 이미 반영된 성장 기대를 고려한 선별 접근이 요구
- 산업재 내에서는 전통 방산 플랫폼보다 글로벌 항공엔진·부품 애프터마켓, 유럽 방산전자·정밀무기, 미국 요격체계 생산업체를 우선 검토할 만. 특히 항공엔진은 군사·민간 항공 수요와 장기간 누적되는 정비서비스를 통해 국방예산 의존도를 낮출 수 있음

유럽 및 미국 방산주 주가



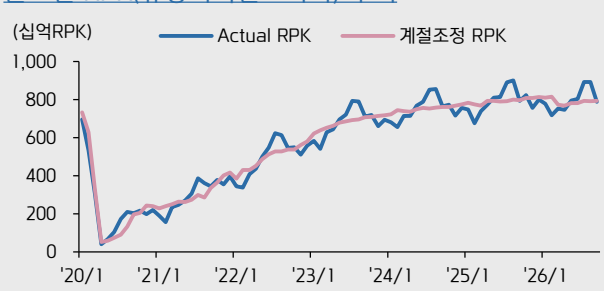
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

지역·연도별 항공기 인도 대수 전망 (대수)



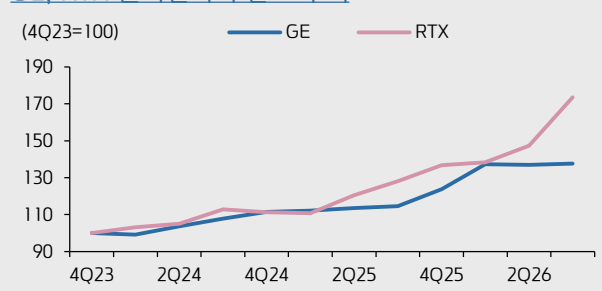
자료: Cirium, 키움증권 리서치

글로벌 RPK(유상여객킬로미터) 추이



자료: IATA, 키움증권 리서치

GE, RTX 분기별 수주잔고 추이



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

② Buildout : 우주항공/방산

우주항공/방산 ETF

상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM ($mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10%	주요종목 (비중 順,%)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	방산 우주항공 드론	ITA	iShares U.S. Aerospace & Defense ETF	11,709	0.38	-0.6	-3.6	76.7	GE US 21.7%	RTX US 16.5%	BA US 7.0%
		PPA	Invesco Aerospace & Defense ETF	7,211	0.58	-1.9	-2.2	62.3	GE US 9.5%	RTX US 9.3%	LMT US 9.0%
		XAR	State Street SPDR S&P Aerospace & Defense ETF	4,984	0.35	-4.1	-7.1	32.9	KRMN US 3.6%	SARO US 3.4%	LMT US 3.4%
		ROKT	State Street SPDR S&P Kensho Final Frontiers ETF	138	0.45	-9.0	+13.5	37.3	FET US 4.2%	LMT US 4.1%	RTX US 4.0%
		EUAD	Select STOXX Europe Aerospace & Defense ETF	902	0.50	-5.6	-8.2	23.6	RYCEY US 21.0%	EADSY US 19.3%	SAFRY US 18.9%
		NATO	Themes Transatlantic Defense ETF	85	0.35	-2.2	-6.4	61.5	GE US 8.5%	RTX US 8.4%	RR/ LN 7.3%
		WDEF	WisdomTree Europe Defense Fund	75	0.45	-1.9	-7.9	62.6	BA/ LN 10.1%	HO FP 10.0%	RHM GR 8.3%
		SHLD	Global X Defense Tech ETF	5,932	0.50	-3.1	-10.2	66.9	PLTR US 10.1%	RTX US 9.6%	LMT US 9.6%
		ARKX	ARK Space & Defense Innovation ETF	637	0.75	-14.5	-1.9	59.5	SPCX US 10.8%	LHX US 7.6%	DE US 6.3%
		FITE	State Street SPDR S&P Kensho Future Security ETF	142	0.45	-10.6	+19.5	22.4	RPD US 2.9%	QLYS US 2.4%	ZS US 2.2%
		NASA	Tema Space Innovators ETF	857	0.75	-25.7	-23.4	68.1	SPCX US 25.5%	RKLB US 10.0%	VSAT US 5.1%
		UFO	Procure Space ETF	435	0.75	-12.0	+0.9	55.7	SPCX US 14.8%	SIRI US 5.9%	GRMN US 5.5%
		MARS	Roundhill Space & Technology ETF	38	0.75	-19.5	-13.5	68.4	SPCX US 25.6%	RKLB US 9.0%	GSAT US 6.1%
		JEDI	Defiance Drone And Modern Warfare ETF	119	0.99	-23.8	-20.9	49.7	ONDS US 8.2%	RDW US 6.8%	LUNR US 5.0%
		DRNZ	REX Drone ETF	83	0.65	-25.0	-33.3	67.7	AVAV US 14.5%	ONDS US 13.6%	NXSN IT 13.1%
한국	방산 우주항공 드론	478150	TIME 글로벌우주테크&방산액티브	1,865	0.80	-6.4	-17.0	52.2	GE US 10.4%	RTX US 10.3%	LMT US 7.0%
		496770	PLUS 글로벌방산	275	0.45	+0.9	-11.1	99.6	HO FP 10.4%	LDO IM 10.3%	NOC US 10.3%
		440910	WON 미국우주항공방산	439	0.35	-6.7	-17.9	32.8	LMT US 3.5%	TXT US 3.4%	LHX US 3.4%
		494840	TIGER 미국방산TOP10	401	0.45	+5.5	-7.4	99.9	LMT US 22.2%	RTX US 22.0%	GD US 18.4%
		0102X0	ACE 유럽방산TOP10	50	0.35	-3.0	-10.1	93.3	KOG NO 23.4%	RR/ LN 17.8%	RHM GR 14.5%
		449450	PLUS K방산	6,140	0.45	-37.3	-39.2	98.5	한화에어로스페이스 24.6%	한국항공우주 19.2%	한화오션 17.1%
		0183J0	TIGER 미국우주테크	7,896	0.49	-32.2	-49.9	99.7	SPCX US 28.9%	RKLB US 14.0%	LUNR US 12.8%
		0131V0	1Q 미국우주항공테크	2,965	0.49	-14.3	-27.8	88.0	SPCX US 15.2%	JOBY US 14.6%	GE US 11.7%
		0167Z0	KODEX 미국우주항공	2,424	0.55	-33.1	-49.1	96.8	SPCX US 29.0%	RKLB US 22.5%	ASTS US 10.1%
		0180V0	ACE 미국우주테크액티브	1,062	0.80	-28.0	-43.7	68.2	SPCX US 23.0%	RKLB US 17.9%	PL US 5.5%
		0181L0	SOL 미국우주항공TOP10	425	0.45	-32.2	-50.9	98.7	SPCX US 29.1%	RKLB US 22.5%	VSAT US 10.8%
		0227K0	RISE 미국우주위성통신	64	0.40	-35.0	-31.8	100.0	SPCX US 31.9%	LITE US 16.6%	CIEN US 13.7%
		0207Z0	KIWOOM 미국우주데이터센터인프라	109	0.49	-27.9	-47.3	81.2	SPCX US 28.2%	RKLB US 21.1%	AMZN US 9.5%
		0207G0	SOL 우주항공밸류체인	373	0.45	-41.7	-51.8	99.6	에이치브이엠 15.3%	인텔리안테크 14.5%	스피어 13.1%
		0144M0	KODEX 미국드론UAM TOP10	152	0.49	-14.1	-45.4	99.2	JOBY US 25.3%	BETA US 15.1%	ACHR US 14.4%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준

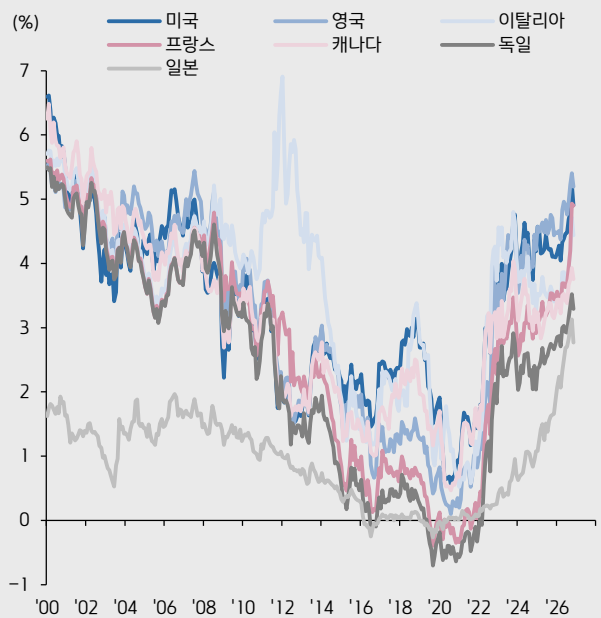
③ Resilience

❸ Resilience

매크로 환경 변화와 자산배분

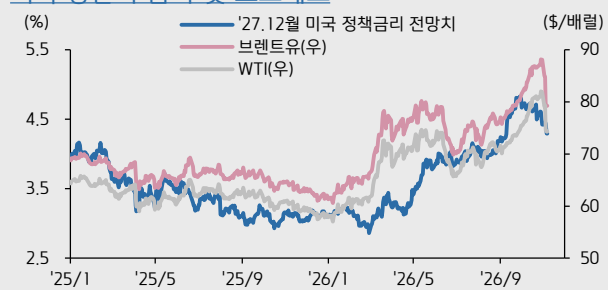
- 높은 금리가 자본조달의 병목으로 작용하는 가운데 유가 향방은 여전히 인플레이션과 금리 전망의 핵심 변수. 지정학적 긴장 완화에 따른 유가 안정을 기본 시나리오로 가정하기엔 여전히 불확실성이 상존하나 미국의 정책 구도 변화와 물가 기저효과, 경기 여건 등 감안 시 금리의 추가 상승 압력은 점차 완화될 여지. 매크로 환경 변화에 따라 기존 주도 자산군/권역에서 수익원 다변화가 점차 요구될 전망

G7 10년물 국채금리 추이



자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

미국 장단기 금리 및 스프레드



자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

미국 PCE 디플레이터

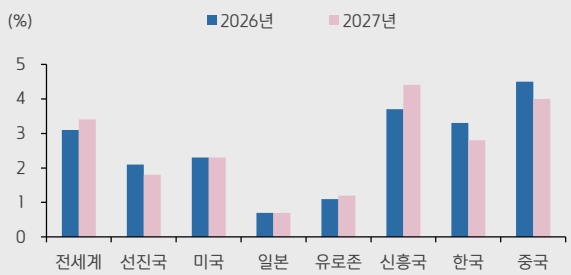


자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

③ Resilience : 지역 다변화

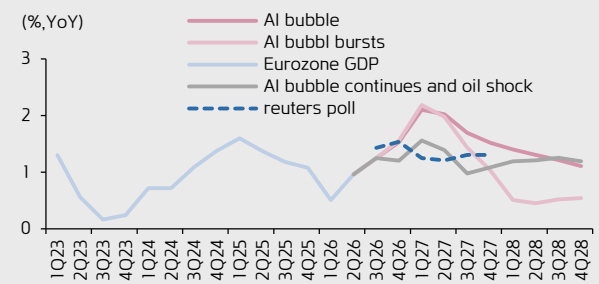
- 2026년 글로벌 증시는 인플레이션 재확산과 긴축적 금융여건 속에서도 AI 투자 확대와 기업이익 성장에 따라 국가별 차별화 진행. 2027년은 지정학적 긴장 완화와 물가 안정에 따른 완만한 경기 회복이 기대되는 가운데 대부분 금리인상을 마무리할 것으로 전망. 다만 AI 투자사이클 중반부에 들어서면서 국가별 투자 집행 속도와 밸류체인 별 수익화 차별화가 심화되겠으며, 정책 여력에 따른 기업이익 성장의 격차가 국가별 증시 성과를 좌우할 전망
- 유럽은 경기 회복력을 시험할 전망으로 여전히 더딘 제조업 회복과 긴축적인 통화정책 하에서 금융주/항공주의 상대 매력 부각 전망. 일본은 금리 정상화와 엔화 강세 가능성이 공존하는 가운데, AI 투자 확대에 따른 반도체 장비·소재 수요가 성장 동력. 중국은 내수 및 부동산 부진에도 반도체, AI, 첨단 제조업 중심의 정책 지원이 지속될 수 있어 지수 전반보다 업종별 성장 모멘텀에 주목하며, 연초 고배당 중심 방어적 대응 이후 실적 개선이 확인되는 반도체 등 테크 비중 확대 전략 유효

IMF 경제성장률 전망치



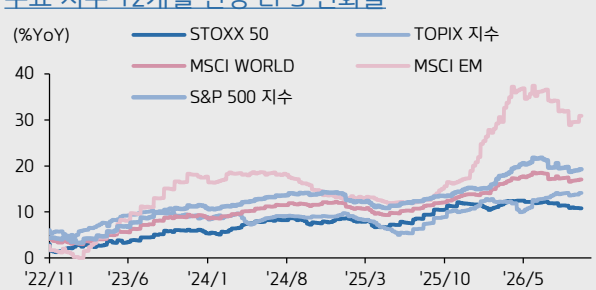
자료: IMF, 키움증권 리서치

유로존 GDP 경로



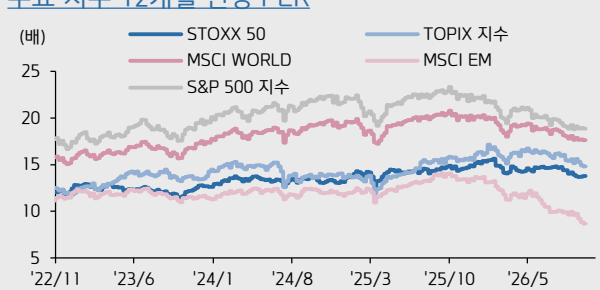
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

주요 지수 12개월 선행 EPS 변화율



자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

주요 지수 12개월 선행 PER



자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

③ Resilience : 지역 다변화

기타 국가별 ETF

상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM ($mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10 %	주요종목 (비중 順,%)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	선진	VGK	Vanguard FTSE Europe ETF	29,530	0.06	+0.8	+4.4	19.2	ASML NA 4.5%	HSBA LN 2.2%	ROP SW 1.9%
		IEUR	iShares Core MSCI Europe ETF	9,589	0.10	+0.8	+4.5	19.3	ASML NA 3.4%	ROP SW 2.2%	HSBA LN 1.9%
		EUAD	Select STOXX Europe Aerospace & Defense ETF	902	0.50	-5.6	-8.2	23.6	RYCEY US 21.0%	EADSY US 19.3%	SAFRY US 18.9%
		EUFN	iShares MSCI Europe Financials ETF	2,982	0.49	-2.6	+3.7	43.4	HSBA LN 8.8%	ALV GR 5.6%	SAN SM 5.0%
		EWJ	iShares MSCI Japan ETF	22,612	0.49	-11.1	+9.3	30.1	8306 JP 4.6%	7203 JP 4.2%	6758 JP 3.2%
		DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund	6,748	0.48	-8.0	+17.4	29.8	-	-	-
	신흥	ASHR	Xtrackers Hvst CSI 300 China A Shares ETF	1,292	0.65	-6.6	-7.2	22.6	600519 CH 4.0%	300750 CH 2.9%	601318 CH 2.5%
		KSTR	KraneShares SSE STAR Market 50 ETF	277	0.65	-19.0	-3.2	54.0	688256 CH 10.4%	688012 CH 8.0%	688008 CH 7.9%
		MCHI	iShares MSCI China ETF	5,853	0.59	-0.6	-13.6	43.2	700 HK 13.7%	9988 HK 9.5%	939 HK 4.7%
		KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF	4,761	0.69	+1.4	-26.9	61.7	700 HK 10.1%	9988 HK 8.8%	PDD US 8.4%
		CQQQ	Invesco China Technology ETF	1,869	0.65	-10.7	-22.7	54.7	3690 HK 12.3%	PDD US 12.1%	700 HK 11.2%
한국	선진	0082F0	HANARO 유럽방산	65	0.35	-3.6	-10.7	87.3	AIR FP 10.3%	BA/ LN 10.2%	HO FP 9.7%
		245350	TIGER 유로스탁스배당30	262	0.35	+3.1	-1.1	45.4	RAND NA 6.0%	OMV AV 5.5%	ABN NA 5.3%
		241180	TIGER 일본니케이225	3,402	0.35	-17.7	+7.5	47.2	9983 JP 10.3%	6857 JP 10.0%	8035 JP 7.0%
		238720	ACE 일본Nikkei225(H) (합성/환헷지)	401	0.30	-19.2	+15.8	56.0	1321 JP 13.0%	9983 JP 7.3%	6857 JP 7.1%
		465660	TIGER 일본반도체FACTSET	367	0.49	-40.0	-1.0	77.3	6857 JP 15.0%	6920 JP 10.4%	8035 JP 9.1%
		464920	PLUS 일본반도체소부장	261	0.50	-31.2	+5.0	92.9	4063 JP 19.3%	6857 JP 18.8%	8035 JP 18.4%
	신흥	192090	TIGER 차이나CSI300	1,124	0.63	-5.1	-13.2	22.2	600519 CH 3.8%	300750 CH 3.0%	601318 CH 2.5%
		414780	TIGER 차이나과창판STAR50(합성)	2,025	0.09	-17.2	-9.9	4.5	-	-	-
		310080	RISE 중국MSCI China(H)	103	0.60	-0.7	-16.3	38.2	700 HK 12.9%	9988 HK 8.9%	939 HK 4.3%
		0043Y0	TIMEFOLIO 차이나AI테크액티브	2,413	0.80	-27.3	-3.3	51.2	2383 TT 5.1%	2409 TT 4.8%	9988 TT 4.7%
		0047A0	TIGER 차이나테크TOP10	1,520	0.49	-16.8	-20.7	98.5	1810 HK 16.9%	9988 HK 14.4%	1211 HK 12.3%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준

③ Resilience : 자산군 다변화

채권/자산배분형/팩터 ETF

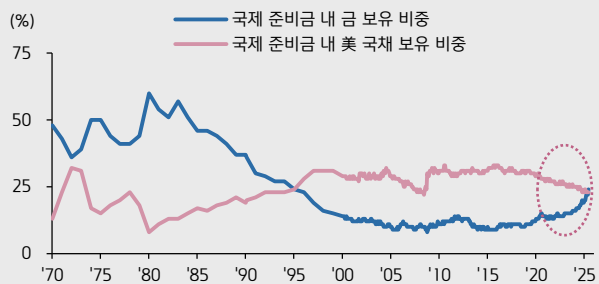
상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM ($mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10 %	주요종목 (비중 順,%)		
						1M	YTD		1	2	3
미국	채권	SGOV	iShares 0-3 Month Treasury Bond ETF	116,403	0.09	+0.0	+0.1	64.5	-	-	-
		IEI	iShares 3-7 Year Treasury Bond ETF	17,051	0.15	+1.7	-3.4	23.3	-	-	-
		IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF	44,616	0.15	+3.1	-4.5	85.9	-	-	-
		VCSH	Vanguard Short-Term Corp Bond ETF	45,921	0.03	+0.8	-2.4	2.4	-	-	-
		LQD	iShares iBoxx USD IG Corp Bond ETF	32,624	0.14	+2.3	-5.1	1.5	-	-	-
	자산배분	HGER	Harbor Commodity All-Weather ETF	4,724	0.68	-5.3	+36.3	82.9	-	-	-
		RLY	State Street® Multi-Asset Real Ret ETF	1,387	0.50	-1.5	+15.3	99.7	GNR US 28.2%	CERY US 23.7%	GII US 22.7%
		RAAX	VanEck Real Assets ETF	1,376	0.55	-6.7	+9.2	50.9	PIT US 22.0%	OUNZ US 19.9%	XOM US 2.0%
	팩터	QGRW	WisdomTree US Quality Growth Fund	3,130	0.28	-11.7	+6.5	57.9	NVDA US 11.3%	MSFT US 10.9%	AMZN US 7.9%
		SCHD	Schwab US Dividend Equity ETF	120,128	0.06	+7.1	+28.2	41.1	PG US 4.4%	HD US 4.3%	TXN US 4.3%
		DGRO	iShares Core Dividend Growth ETF	44,692	0.08	+4.2	+15.0	26.9	MSFT US 3.1%	AAPL US 3.1%	ABBV US 3.1%
		COWZ	Pacer US Cash Cows 100 ETF	19,262	0.49	+2.3	+15.4	22.0	ACN US 2.9%	GILD US 2.3%	MO US 2.3%
한국	채권	0046A0	TIGER 미국초단기(3개월이하)국채	4,052	0.09	+1.0	-5.8	100.0	-	-	-
		308620	KODEX 미국10년국채선물	1,064	0.09	+4.2	-7.7	50.1	-	-	-
		332620	PLUS 미국장기우량회사채	161	0.32	+6.1	-11.8	39.7	-	-	-
	자산배분	461490	RISE 글로벌자산배분액티브	2,713	0.01	-0.2	-1.7	98.1	-	-	-
	팩터	458730	TIGER 미국배당다우존스	46,481	0.01	+9.1	+19.6	41.1	PG US 4.4%	HD US 4.3%	TXN US 4.3%
		0046Y0	ACE 미국배당퀄리티	517	0.15	-1.6	+0.7	49.8	MSFT US 8.2%	NVDA US 7.1%	AAPL US 4.5%
		465670	TIGER 미국캐시카우100	197	0.25	+10.4	+17.9	21.3	ACN US 2.8%	CAH US 2.2%	INTU US 2.2%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준

③ Resilience : 원자재

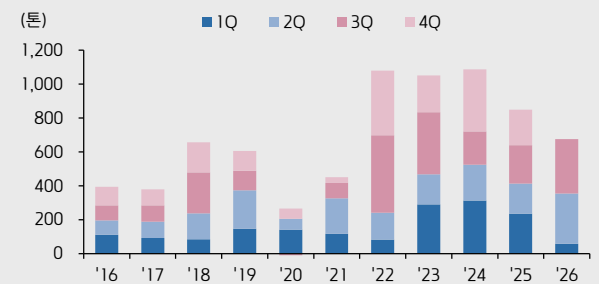
- 금은 2026년 지정학 충격이 지속되고 실물 수요가 뒷받침되었음에도 불구하고 높은 실질금리가 유지되며 하락. 몇 년 간 지속된 가격 상승에 대한 부담에 더해 금 보유에 대한 기회비용 상승 우려가 부담으로 작용. 다만 2027년 금리 부담이 완화될 것으로 전망되는 가운데 견조한 실물 수요가 유지되며 상승을 모색할 전망. 중앙은행들의 금 매수 수요도 지속. '26년 3분기까지 675톤 매입했으며 3분기만 321톤 매입해 2022~2025년 분기 평균치(312톤)를 상회
- 2026년 기타 원자재 가격은 중동 전쟁과 공급 차질에 의해 상승했지만, 2027년에는 품목별 수급 정상화 속도가 수익률을 좌우할 전망. 일괄적인 가격 상승보다 에너지 공급 정상화, 비철금속의 구조적 수요, 농산물의 기후·수출 차질에 따른 차별화에 주목할 필요. 미-이란 협상에 따른 공급 정상화가 앞당겨진다면, 원유 가격의 하방 위험은 커질 수 있는 반면 농산물은 에너지 비용 하락만으로 수급 불균형이 즉시 해소되지 않으며 곡물별 수급과 엘니뇨 영향, 바이오연료 수요가 더 중요. 구리는 장기 수요와 단기 재고/투기적 수요를 구분해야 할 필요. 전력망 및 전기화 수요, 광산공급 제약은 상방 요인이나 높은 가격은 부담. 한편, 중동 공급 차질과 운송망 복구도 불확실한 만큼 유가 하향 안정화를 기본 시나리오로 설정하기는 시기상조

중앙은행 준비금 내 금과 미국채 보유 비중



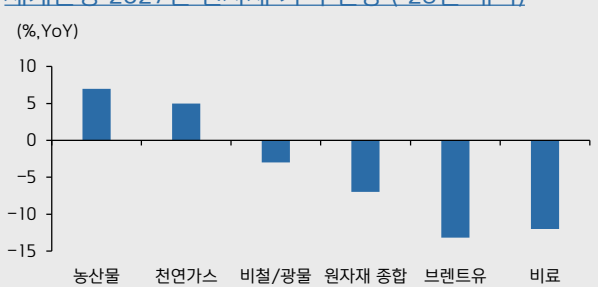
자료: IMF, 키움증권 리서치

중앙은행 금 매입량 변화



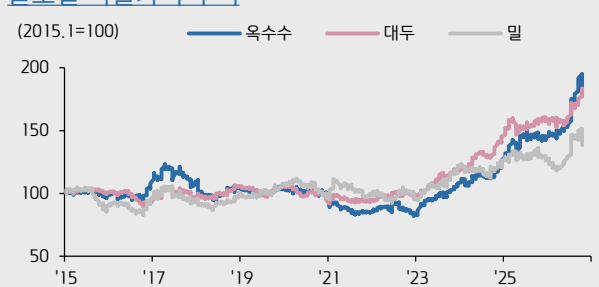
자료: WGC, 키움증권 리서치

세계은행 2027년 원자재 가격 전망 ('26년 대비)



자료: World Bank (Commodity Markets Outlook, 2026.10), 키움증권 리서치

글로벌 곡물가격 추이



자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

③ Resilience : 원자재 – 금

귀금속 ETF

상장 지역	분류	티커	ETF 명	AUM ($mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오	주요종목 (비중 順,%)		
						1M	YTD	Top10 %	1	2	3
미국	귀금속	GLD	SPDR Gold Shares	136,044	0.40	-2.6	-6.0	99.9	-	-	-
		GLDM	SPDR Gold MiniShares Trust	30,930	0.10	-2.5	-5.8	100.0	-	-	-
		IAU	iShares Gold Trust	60,218	0.25	-2.5	-5.9	100.0	-	-	-
		SLV	iShares Silver Trust	26,226	0.50	-15.5	-27.2	100.0	-	-	-
		SIVR	abrdn Physical Silver Shares ETF	3,532	0.30	-15.4	-27.1	100.0	-	-	-
	귀금속 채굴	GDX	VanEck Gold Miners ETF/USA	27,130	0.51	-0.7	+2.1	60.7	NEM US 11.7%	AEM US 11.5%	B US 7.9%
		GDXJ	VanEck Junior Gold Miners ETF	7,955	0.52	-5.1	-5.3	41.0	AGI US 6.7%	EQX US 6.5%	CDE US 6.0%
		RING	iShares MSCI Global Gold Miners ETF	2,311	0.39	-0.9	+3.7	67.4	NEM US 17.8%	AEM CN 13.1%	ABX CN 8.6%
		SIL	Global X Silver Miners ETF	3,988	0.65	-8.4	-5.0	75.0	WPM CN 23.6%	PAAS CN 11.1%	CDE US 9.9%
		SILJ	Amplify Junior Silver Miners ETF	3,204	0.69	-9.3	-10.4	59.0	HL US 10.0%	CDE US 9.9%	AG US 9.6%
한국	귀금속	411060	ACE KRX금현물	36,942	0.19	-1.3	-15.0	99.7	-	-	-
		0072R0	TIGER KRX금현물	11,025	0.15	-1.3	-15.1	100.0	-	-	-
		132030	KODEX 골드선물(H)	3,277	0.68	-2.3	-10.5	55.8	GLD US 5.1%	-	-
		0064K0	KODEX 금액티브	1,515	0.30	-1.2	-12.9	98.7	GLDM US 25.2%	IAUM US 23.8%	AAAU US 11.5%
		0066W0	SOL 국제금	882	0.05	-1.1	-13.1	91.3	GLDM US 28.0%	IAUM US 27.2%	BAR US 22.6%
		144600	KODEX 은선물(H)	6,121	0.68	-15.4	-34.1	56.8	SLV US 2.5%	-	-
		139320	TIGER 금은선물(H)	368	0.69	-3.7	-14.3	9.0	GLD US 5.4%	SLV US 2.8%	-
	금 커버드콜	0022T0	SOL 국제금커버드콜액티브	682	0.45	-2.0	-16.0	85.8	GLDM US 30.7%	IAUM US 30.2%	SGOL US 28.9%
	귀금속 채굴	473640	HANARO 글로벌금채굴기업	610	0.15	-2.0	-8.3	51.7	NEM US 13.4%	AEM US 10.2%	B US 7.0%
		0172V0	1Q 은액티브	513	0.30	-13.5	-36.8	99.7	SIVR US 27.9%	SLV US 27.9%	PSLV US 18.5%
		0189B0	TIGER 은액티브	341	0.30	-14.2	-35.2	99.5	SLV US 27.0%	SIVR US 26.8%	ETPMAG AU 22.7%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준

③ Resilience : 원자재 – 기타

기타 원자재 ETF

상장 지역	티커	ETF 명	AUM ($mn, 억원)	보수 (%)	수익률 (%)		포트폴리오 Top10 %	주요종목 (비중 順,%)		
					1M	YTD		1	2	3
미국	BCI	abrdn Bloomberg All Commodity Strat K-1 Free ETF	3,303	0.26	-5.8	+26.2	71.3	GVMXX US 28.3%	-	-
	PDBC	Invesco Optimum Yld Dvsfd Cmd Str No K-1 ETF	7,522	0.59	-3.5	+41.7	86.4	IUGXX US 83.0%	-	-
	FTGC	First Trust Global Tact Cmdty Strat ETF	3,230	0.98	-6.4	+25.0	57.2	DGCXX US 8.7%	MISXX US 8.7%	-
	PDBA	Invesco Agriculture Cmdty Str No K-1ETF	284	0.59	-9.4	+2.6	73.5	IUGXX US 36.2%	-	-
	WEAT	Teucrium Wheat Fund	217	0.62	-14.8	+8.8	-	-	-	-
	VEGI	iShares MSCI Agriculture Producers ETF	168	0.39	-3.3	+16.0	66.9	DE US 30.5%	VYLR US 8.7%	NTR CN 6.6%
	MOO	VanEck Agribusiness ETF	1,096	0.56	-0.3	+12.8	58.1	BAYN GR 9.2%	DE US 8.5%	ZTS US 6.4%
	FCG	First Trust Natural Gas ETF	599	0.59	-5.8	+19.3	43.2	COP US 5.2%	EOG US 5.0%	OXY US 4.4%
	REMX	VanEck Rare Earth and Strategic Metals ETF	1,448	0.53	-19.4	-30.5	61.9	ALB US 9.3%	SQM US 8.9%	600111 CH 7.6%
	MLPX	Global X MLP & Energy Infrastructure ETF	3,441	0.45	-4.6	+14.2	68.4	TRP CN 9.8%	ENB CN 9.4%	WMB US 8.6%
	COPP	Sprott Copper Miners ETF	233	0.65	-17.0	+1.6	74.9	FCX US 23.4%	TECK US 11.2%	ANTO LN 8.3%
	COPX	Global X Copper Miners ETF	5,976	0.65	-17.4	-0.8	48.8	BHP AU 5.2%	BOL SS 5.1%	2899 HK 5.0%
	PICK	Shares MSCI Global Metals & Mining Producers ETF	2,169	0.39	-11.5	+5.4	48.6	BHP AU 14.1%	RIO LN 6.3%	FCX US 5.9%
	KRBN	KraneShares Global Carbon ETF	137	0.91	+3.0	-2.2	87.7	KCSH US 27.8%	-	-
한국	137610	TIGER 농산물선물 Enhanced(H)	113	0.69	-9.9	+1.9	-	-	-	-
	437370	RISE 글로벌농업경제	72	0.40	+1.9	+6.7	53.6	BAYN GR 9.7%	DE US 8.7%	ZTS US 6.8%
	415920	PLUS 글로벌희토류&전략자원생산기업	233	0.50	-19.5	-36.0	66.8	REMX US 27.6%	ALB US 6.7%	SQM US 6.4%
	276000	TIGER 글로벌전략자원생산기업(합성H)	180	0.40	-2.4	+15.9	6.3	GUNR US 6.3%	-	-
	497780	KoAct 미국천연가스인프라액티브	180	0.50	-3.1	+1.8	65.6	TRP US 8.9%	ENB US 8.8%	XOM US 8.3%
	0036Z0	RISE 미국천연가스밸류체인	66	0.40	+1.1	+13.8	91.5	XOM US 15.1%	ENB US 14.7%	CVX US 13.5%
	160580	TIGER 구리실물	1,424	0.83	-3.0	-0.1	-	-	-	-
	138910	KODEX 구리선물(H)	283	0.68	-6.6	+3.5	86.4	CPER US 3.8%	-	-
	401590	HANARO 글로벌탄소배출권선물ICE(합성)	59	0.50	+9.1	-4.6	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 2026-11-06 종가 기준