

2025 YUANTA

# GLOBAL STRATEGY

[글로벌 투자전략] 익숙한 소재 살리기

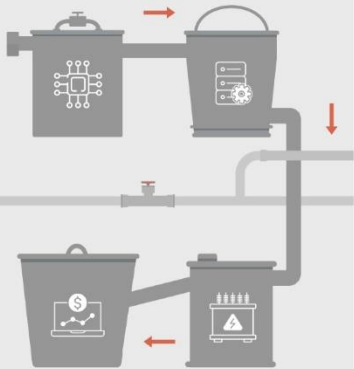
[미국 산업분석] 의존과 탈피

민병규 Global Strategist  
02 3770 3635  
byungkyu.min@yuantakorea.com

황병준 US Market Analyst  
02 3770 3523  
byeongjun.hwang@yuantakorea.com



# CONTENTS



## [글로벌 투자전략] 익숙한 소재 살리기

<b>Part 1. [미국] 부작용을 상쇄하는 방법</b>	09
2018년과는 다른 미국 경제의 체력	12
관세 인상의 부작용은 에너지와 주택 가격 안정화로 상쇄할 것	13
다시 한번 확인된 M7의 저력	14
Trump trade의 과열 수준을 보여주는 금융 섹터	17

<b>Part 2. [중국] 충족시키기 쉬운 기대감</b>	19
아군을 확보해 놓은 중국	20
소비 재원은 충분한 중국. 심리도 일부 변화	23
정부 지출에 의존했던 중국 경제. 최근에는 자금이 순환되기 시작	25
위상이 축소되고 있는 제조업 공장	26

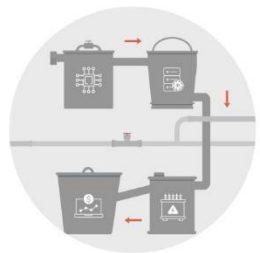
## [미국 산업분석] 의존과 탈피

<b>Part 1. [주택 건설] 규제 완화 가능성에 베팅</b>	31
규제 완화를 통한 착공 확대 유도, 10% 가격 하락 효과	35
24%까지 열려 있는 규제 완화 효과	36

<b>Part 2. [천연가스 파이프라인] 심화하는 의존</b>	37
AI 인프라 투자 확대가 미국 전력 수요 증가를 견인	40
천연가스 발전 용량, 수송량 증가 수혜 업종 유효	42

<b>Part 3. [AI 플랫폼] 우후죽순 형세의 AI S/W</b>	43
정부 주도 AI Initiative 확대 본격화 전망	44
AI 플랫폼에 이어 하위 부문으로 확산하는 온기	47

## 2025 US Top Picks



# Executive Summary



## 글로벌 투자전략



- [미국]** 2024년 트럼프의 당선과 공화당의 압승은 불안한 경제와 고물가에 대한 응징의 성격. 경제 부진, 고물가 피해를 토로한 유권자의 대부분이 트럼프에 투표. 2018년 관세 인상은 상품물가 상승으로 연결됐던 경험. 트럼프 2기 행정부는 이 부작용을 상쇄하려 할 것. 상품 물가에서는 에너지, 서비스 물가에서는 주택 가격 안정에 주력할 것으로 예상. 2025년 원유 Midstream과 건설을 선호 업종으로 제시.  
Nvidia는 매출과 EPS 모두 컨센서스를 상회하는 FY3Q25 실적을 공개. 특히 실적 서프라이즈 강도가 높아졌다는 점이 긍정적. 그러나 시장은 GPM 하락 등의 균열에 집중하는 양상. 2025년에는 반도체 일변도에서 벗어나 데이터센터→전력→소프트웨어로 연결되는 파이프라인에 주목할 필요가 있다는 판단. 2025년 S&P500지수 range는 5500pt~6700pt로 제시.
- [중국]** 무역분쟁 이후 중국은 전체 수출에서 수입가공무역 비중이 감소하는 구조적인 변화가 진행. 결국 세계의 제조업 공장으로서 중국의 위상은 축소. 대외 정세를 고려하면 회복 가능성도 높지 않은 상황. 중국 정부는 2025년에도 내수 부양에 주력할 것.  
최근 중국은 소비와 부동산 지표의 변화가 확인. 정책 효과가 발현되고 있다는 판단. 부동산 지표의 개선 신호는 중국 경제의 예측 가능성, 또는 신뢰도 측면에서도 의미를 가지는 변화라 생각.  
경제 지표 변화와 정책 스탠스, 이익 리비전을 고려해 2025년 추천 업종은 금융, 가정/개인용품, IT하드웨어, 자동차를 제안. 상해종합지수 range는 3000pt~3750pt로 제시.

## 미국 산업분석

### 주택 건설

바이든 정권 실각 주요 요인인 물가 안정 실패, 주요 요인인 주거 물가 안정화를 위한 정책 드라이브 전망. 규제 완화를 통해 국민 주택 구입 부담 여력을 낮춰 공급을 확대할 것으로 전망.

**D.R. Horton (DHI)**

고금리 장기화 우려, 인센티브 확대에 따른 마진 부담으로 주가 10% 이상 조정. 금리 인하 대기 수요, 구조적인 주택 문제와 규제 완화 가능성 고려 시 현 시점의 조정은 매수 기회 형성.

### 천연가스 파이프라인

AI 인프라향 전력 수요 증가에 따른 공급 안정화를 위해 전력 생산을 확대해야 하는 상황. 미국 전체 발전량 증분의 전부를 구성하는 천연가스와 신재생, 고금리 장기화 시 천연가스 의존 증가 전망.

**Kinder Morgan (KMI)**

북미 지역 최대 천연가스 파이프라인 업체로 셰일 가스 생산 확대에 따른 수혜 직접적일 전망. AI 인프라가 다수 분포한 미국 남동부를 중심으로 천연가스 운송에 대한 막대한 시장 지배력 보유.

### AI 플랫폼

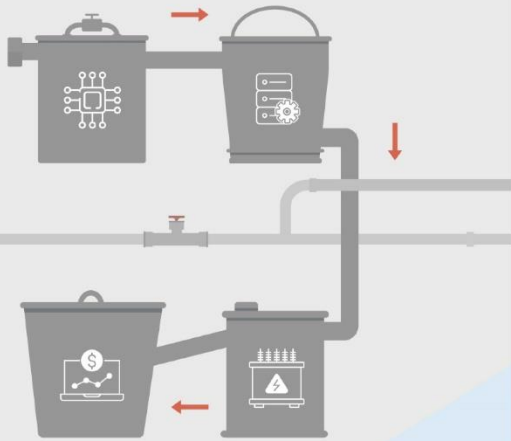
트럼프 2기 AI 규제 완화 행정 명령에 따른 외형 개선 기대감 유효. CSPs 연산 워크로드 급증 수혜에 그쳤던 AI S/W 수익화가 데이터 분석부터 애플리케이션 개발단까지 가시화되며 접근 유효.

**Palantir (PLTR)**

7월 공개된 트럼프 AI 행정 명령 기반의 국방 AI 역량 강화에 따른 수혜 전망. S/W 업종 내 AI 플랫폼 업체로서의 수익화 가시성이 가장 뚜렷한 업체로 밸류에이션 프리미엄이 정당화.

업종 투자 전략		대표 종목	티커	PER (배)		EPS (y/y, %)		Comment
				24F	25F	24F	25F	
AI 플랫폼	AI S/W 수익화	Microsoft	MSFT	31.8	27.5	10.5	15.8	<ul style="list-style-type: none"> <li>연산 워크로드 증가에 따른 종량제 모델의 수익화 수준에 그쳤던 AI S/W 업종의 수익화가 데이터 분석, AI 검색, 애플리케이션 개발단까지 확대되면서 해당 업종에 AI 수익화에 대한 가시성이 확보된 국면으로 접근이 유효하다는 판단.</li> <li>PLTR - 국방 AI 강화 행정 명령, 트럼프 1기 당시 업사이클 고려시 수혜 직접적일 전망.</li> <li>SNOW - 데이터베이스 부문 시장 입지를 반영하는 데이터 클라우드 파트너십 확대, 전방 수요 확대를 반영하는 수주 잔고 급증.</li> </ul>
		Snowflake	SNOW	244.1	168.1	흑전	45.2	
	국방 AI 강화	Palantir	PLTR	168.9	138.4	281.0	22.0	
금융	금융 규제 완화 IB 회복	Columbia Banking System	COLB	12.0	11.7	47.2	2.7	<ul style="list-style-type: none"> <li>Higher-For-Longer에 따른 이자 부문 호조 장기화와 트럼프 2기 규제 완화와 관련한 직접적 수혜 전망. 구조적인 주택 공급 부족에 고금리 지속에 따른 대출 사이클 락바텀, 규제 완화에 따른 M&amp;A 등 IB 부문 회복이 전사 수익성 개선 고려시 접근 매력 높아.</li> <li>COLB - 상업용/주거용 부동산과 다가구주택에 이르는 견고한 사업 포트폴리오.</li> <li>MS - 다각화 금융 대비 소매 금융 비중이 낮은 투자 은행 선호. 믹스 고려시 자본 시장(발행, M&amp;A, IPO 등) 회복 본격화 시 업종 내 레버리지 효과가 가장 클 것으로 전망하는 업체.</li> </ul>
		Morgan Stanley	MS	18.3	17.0	40.1	7.7	
		Wells Fargo	WFC	14.2	13.7	9.5	4.1	
전력	세일 가스 생산 증가	Kinder Morgan	KMI	24.0	22.8	12.0	5.4	<ul style="list-style-type: none"> <li>바이든 정권 실각 주요 원인인 전력 물가 상승, 향후 AI 인프라 구축 확대에 따른 전력 수요 급증에도 불구하고, 고금리 장기화에 따른 신재생 발전원 기반 발전 용량 부족이 전망됨에 따라 천연가스 의존은 저금리 구간 진입까지 지속될 전망</li> <li>KMI - 북미 최대 천연가스 파이프라인 업체. 전력 수요 급증의 남동부 지역 관할 수혜.</li> <li>SLB - 북미 최대 유전 서비스 업체, 글로벌 E&amp;P 기업 대상 석유 및 가스 탐사와 시추를 위한 장비를 공급하며 생산성 확대를 위한 디지털 솔루션을 제공해 도입 확대를 전망.</li> </ul>
		Schlumberger	SLB	13.1	12.1	14.5	8.5	
	원자력	Constellation Energy	CEG	30.4	27.9	63.5	9.1	
주택	공급 증가	D.R.Horton	DHI	11.6	10.5	1.0	10.6	<ul style="list-style-type: none"> <li>바이든 정권 실각 주요 원인인 서비스 물가 상승, 그리고 그 상당 부분을 기여하는 주택 물가. 주택 물가 안정을 통한 핵심 지지층 관리를 위한 적극적 정책 드라이브 예상. 고금리 장기화 국면에서 규제 완화를 통한 주택 구입 부담 완화를 유도할 것으로 판단</li> <li>DHI - 70% 이상의 공급 주택이 중간 가격 이하의 주택. 저소득층향 주택 공급 확대에 따른 수혜 집중될 가능성.</li> <li>ZG - 거래 건수 사이클 락바텀 국면 진입과 역사적 수준 대비 낮게 형성된 증가.</li> </ul>
	거래량 증가	Zillow Group	ZG	60.4	44.2	흑전	36.5	
	건자재 수요	Vulcan Materials	VMC	39.8	31.4	1.9	26.6	

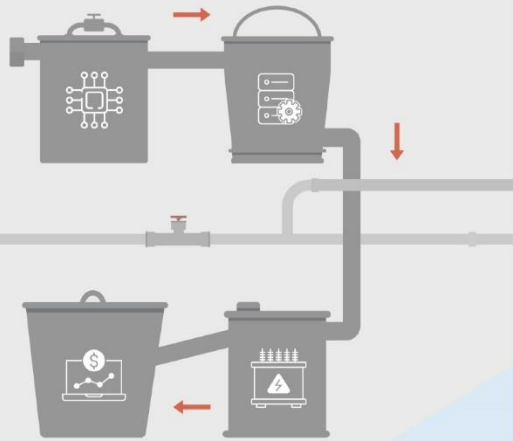




## [글로벌 투자전략] 익숙한 소재 살리기

---





## Part 1. 미국 투자전략

### 부작용을 상쇄하는 방법



민병규

Global Strategist

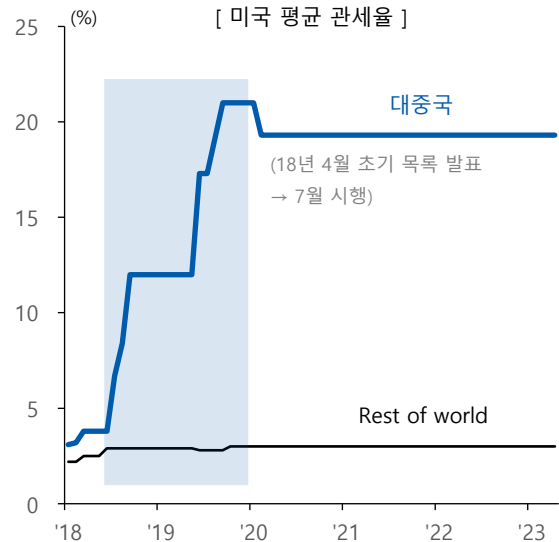
02 3770 3635

byungkyu.min@yuantakorea.com

## 관세 인상 준비에 나선 트럼프

- MAGA를 달성하기 위한 비용은 관세 인상과 국채 발행을 통해 조달할 계획. 최근 인선을 보면 실현 가능성이 높아 보이는 상황.
- 1기의 평균 관세율은 2.2%→3.0%, 대중국 평균 관세율은 3.1%→21%(현재 19.3%)로 상승. 미국의 관세 수입과 대중국 무역수지 개선으로 연결.
- 그러나 무역 상대방이 보복 조치에 나서면서 오히려 미국의 상품수지는 장기적으로 악화. 보편관세 10%는 더 큰 영향을 초래할 것. (관세인상 이전 3년 평균 대비 최근 3년: 관세 수입 +74.5억 달러, 대중국 무역수지 +270.6억, 상품수지 -946.8억)

약 3개월의 협상 뒤 관세를 부과했던 18년



자료: PINE, 유안타증권 리서치센터

관세 인상 후 관세 수입 증가, 대중국 무역수지 개선



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국의 상품수지는 오히려 장기적으로 악화

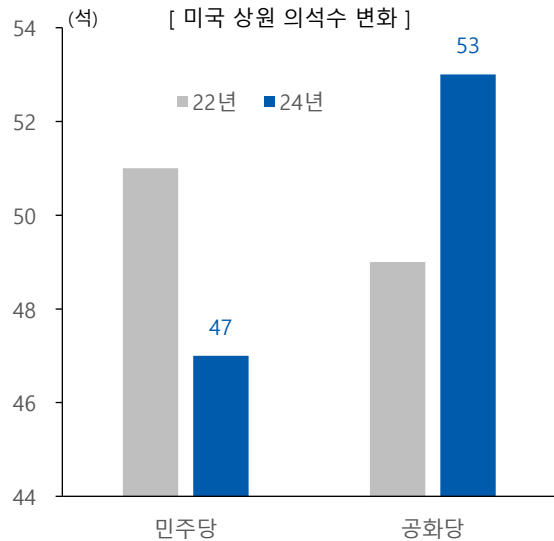


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

# Trump trade는 기간프리미엄 상승으로 연결

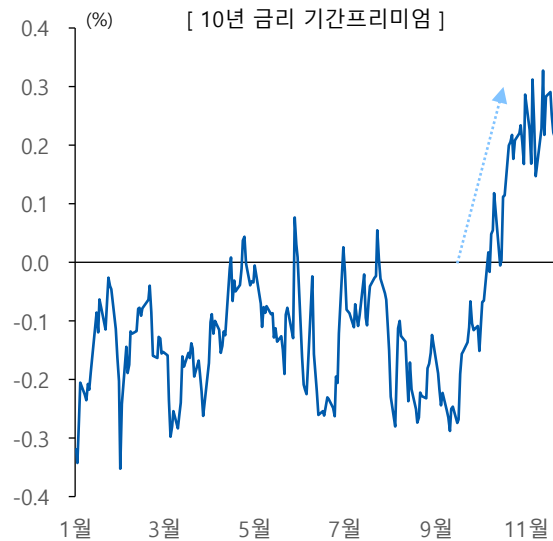
- 공화당이 상하원을 장악하면서 부채 한도 증액(상원 60석 필요, 예산 조정은 50석)과 국채 발행도 수월해진 상태.
- 국채 발행 관련 불확실성은 2023년 기간프리미엄 상승으로 연결됐던 요인. 최근에도 금리 상승에 일조.
- 중국의 미국채 매도분은 영국, 룩셈부르크, 케이맨제도 등 헤지펀드 운집 국가들이 매입. 장기 보유 주체가 아니라는 점에서 향후 추가적인 금리 변동성을 초래할 가능성.

예산 조정은 의석수 과반이면 통과 가능



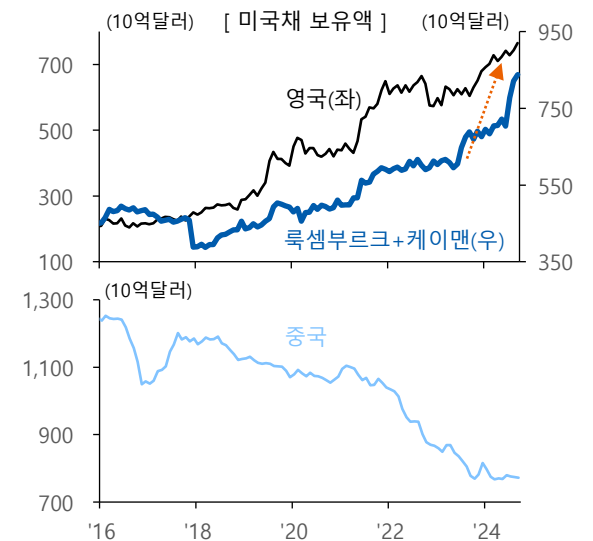
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

장기간 안정됐던 기간프리미엄 상승 재개



자료: NYFed, 유안타증권 리서치센터

미국채는 단기 보유 성격의 주체가 매입 중

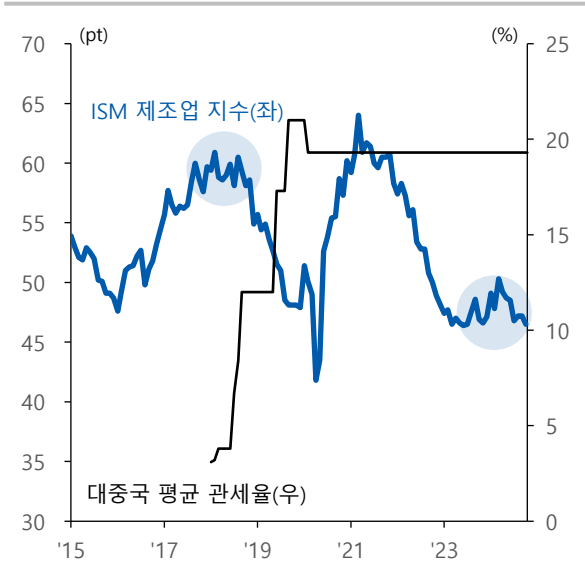


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 2018년과는 다른 미국 경제의 체력

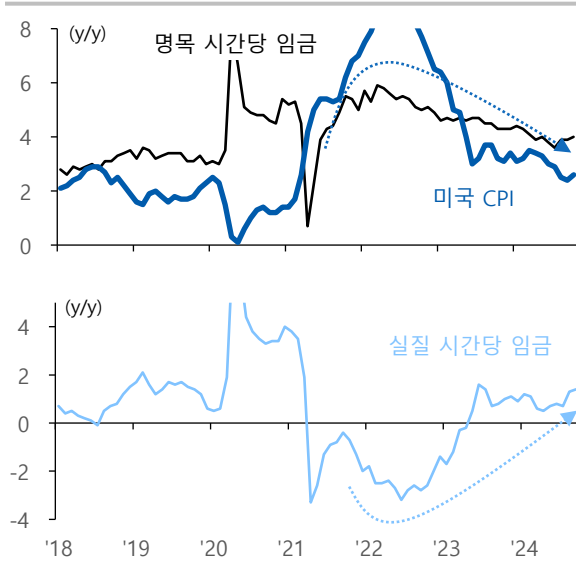
- 정책 타당성과는 별개로 트럼프 당선인의 실행력은 이미 경험. 문제는 미국이 고물가, 고금리를 추가 감당하기 어려워 보인다는 점.
- 1) 2018년은 경기 과열을 방지하기 위해 금리를 인상하던 시기. 관세를 첫 인상한 18년 7월 ISM 제조업 지수는 58.1pt(현재 46.5pt).
- 2) 양호한 소비의 기반이 된 실질임금 상승은 명목임금 상승보다는 물가 하락의 영향이 주요. 물가 상승 시 훼손될 여지가 충분.
- 3) 미국의 신용카드 연체율은 2011년 4분기 이후 최고 수준. 고금리 장기화에 취약한 상황.

18년은 제조업 경기 호황 & 금리 인상 시기



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

소비 회복 기반이 된 실질임금 상승은 물가 하락이 주도



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

신용카드 연체율은 11년 이후 최고 수준

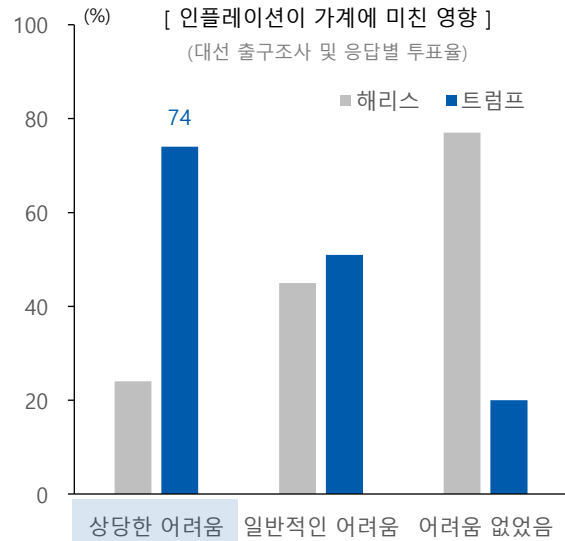


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 관세 인상의 부작용은 에너지와 주택 가격 안정화로 상쇄할 것

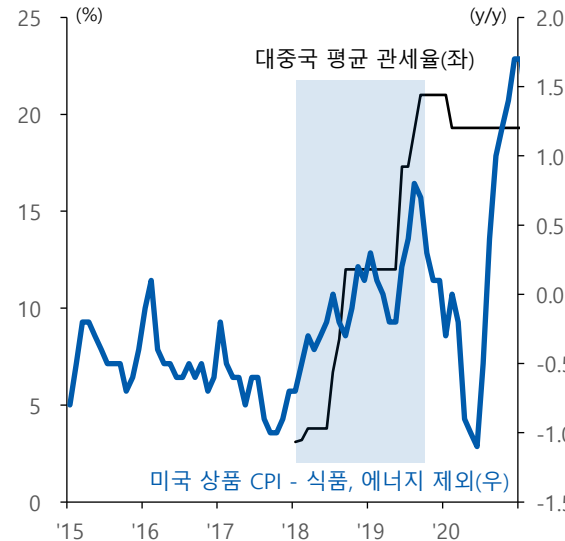
- 2024년 트럼프의 당선과 공화당의 압승은 불안한 경제와 고물가에 대한 응징의 성격. 경제 부진, 가계 재정 악화, 고물가 피해를 토로한 유권자의 대부분이 트럼프에 투표.
- 2018년 관세 인상은 상품물가 상승으로 연결됐던 경험. 트럼프 2기 행정부는 이 부작용을 상쇄하려 할 것.
- 상품 물가에서는 에너지, 서비스 물가에서는 주택 가격(임대료) 안정에 주력할 것으로 예상. 2025년 원유 Midstream과 건설을 선호 업종으로 제시.

트럼프의 지지층은 고물가에 불만을 가진 부류



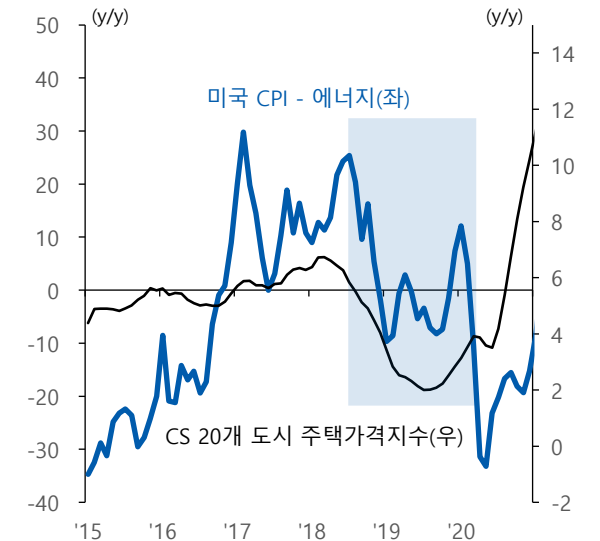
자료: CBS, 유안타증권 리서치센터

18년 관세 인상은 상품 물가 상승으로 연결



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그러나 에너지와 주택 가격 둔화가 관세 인상 충격을 상쇄

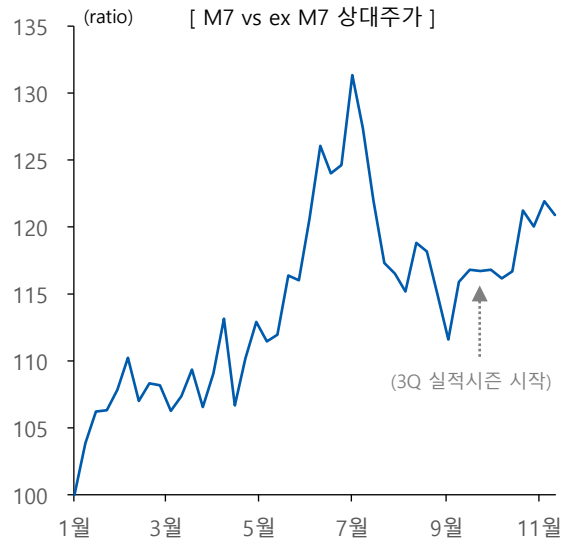


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 다시 한번 확인된 M7의 저력

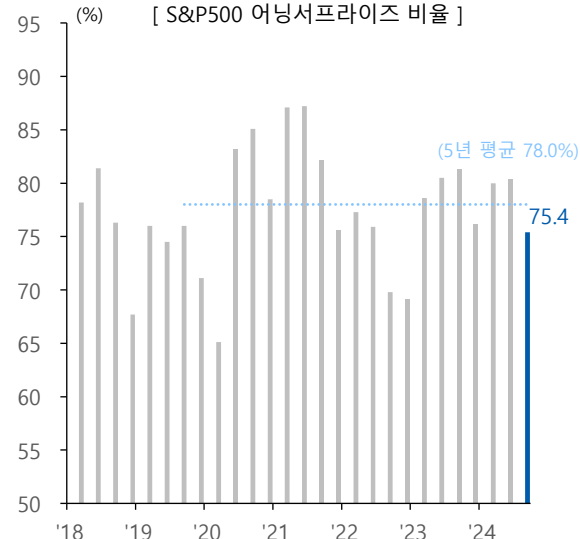
- M7과 나스닥 지수 주도로 상승세를 보였던 미국 증시의 성격은 3분기 경기민감주와 다우 지수 중심으로 재편. 그러나 M7의 이익창출 능력이 재확인되면서 대형 기술주의 주가 상승이 재개.
- 미국의 3Q 어닝시즌은 7개 분기만에 가장 낮은 어닝서프라이즈 비율(2Q 80.4% → 3Q 75.4%, 5년 평균 78.0%) 기록.
- 그러나 3Q EPS 추정치는 10월말 대폭 상향(YoY 4.3%→7.8%). 해당 기간 실적을 발표한 5개 대형주(MS, Meta, Apple, Amazon, Alphabet)의 어닝서프라이즈를 반영.

3Q 급락했던 M7의 주가는 실적시즌 이후 상승 재개



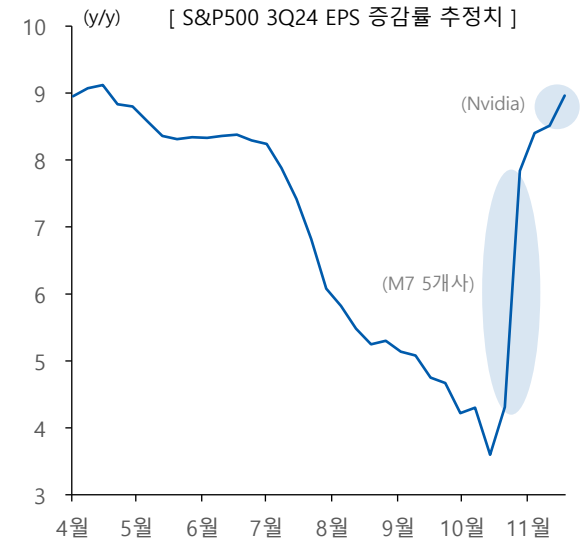
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

증시 전반의 어닝서프라이즈 비율은 실망스러운 수준



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그러나 3Q EPS 추정치는 대폭 상향 → 대형 기술주의 실적 반영

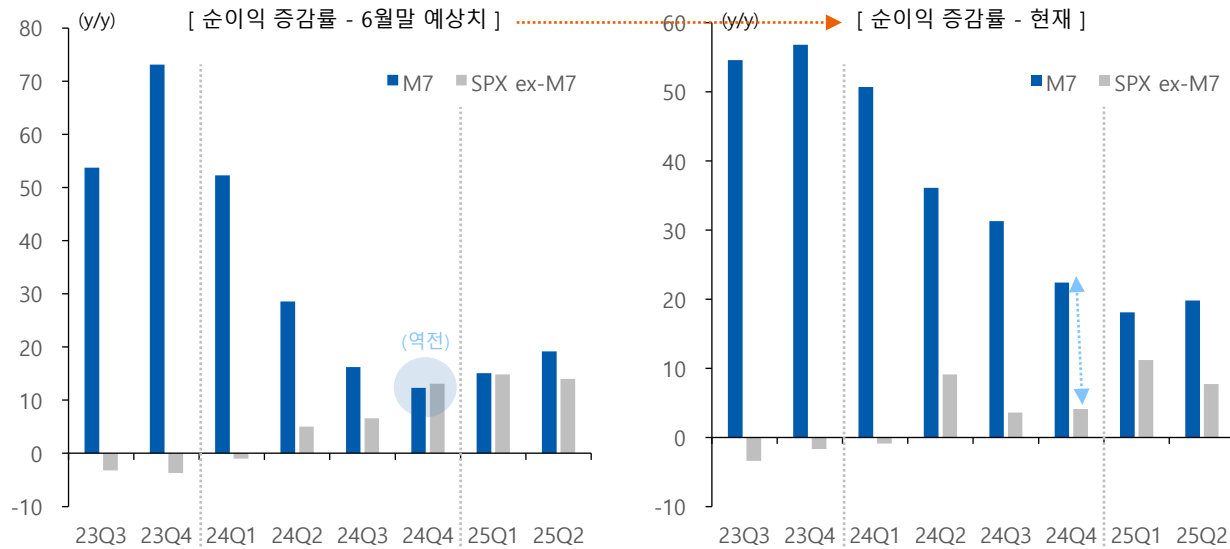


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 예상이 빛나간 M7과 ex M7의 이익모멘텀

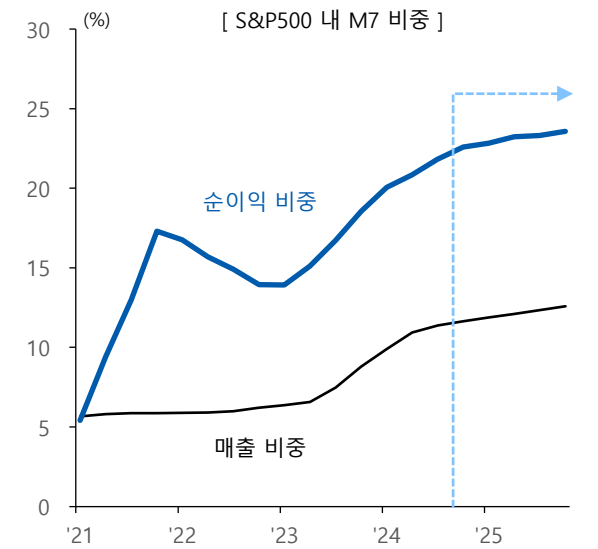
- 6월말 기준 M7과 S&P500 ex M7의 순이익증감률 괴리는 3Q에 크게 축소, 4Q 역전(ex M7 우위)이 예상. 그러나 실제 확인된 M7의 3Q 순이익증감률은 +31.1%, ex M7은 +3.6%로 격차가 상당.
- 이익모멘텀 역전이 예상됐던 4Q의 전망치는 M7 +22.4%, ex M7 +4.1%로, M7이 우위를 유지할 전망.
- 3분기 강한 조정을 받은 M7의 S&P500 시총 비중은 6월말 33.0%에서 현재 31.9%로 하락(저점 30.6%). 반면 이익 비중은 2Q 20.0%→3Q 20.8%→4QF 21.8%로 꾸준한 상승세.

M7과 ex M7의 이익모멘텀 역전이 예상됐던 4분기. 최근 추정치는 크게 변화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

M7의 이익 비중은 꾸준한 상승이 전망되는 중

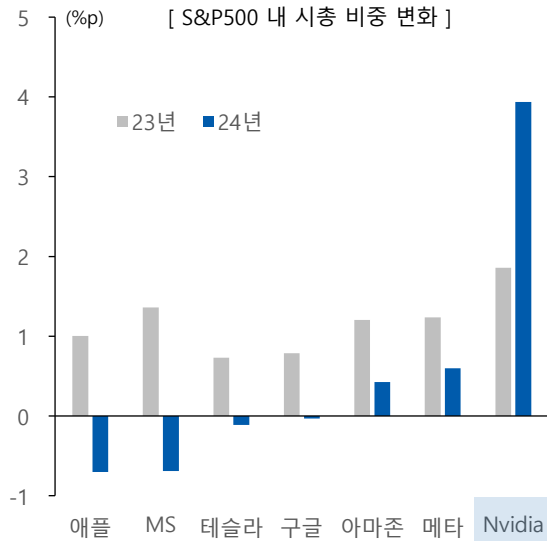


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 탈락자가 나타나고 있는 M7

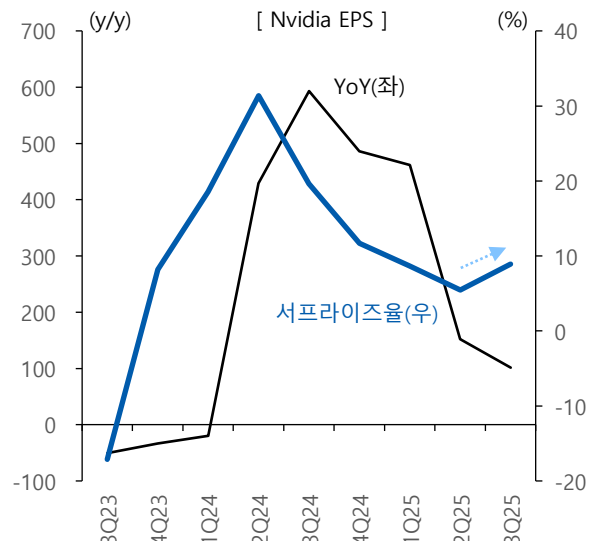
- 2023년 M7은 7개 구성 종목 모두 주도주 역할을 수행. 그러나 2024년은 Nvidia, Amazon, Meta만이 S&P500지수 내 시가총액 비중이 상승. 특히 Nvidia의 비중 상승이 뚜렷.
- Nvidia는 매출과 EPS 모두 컨센서스를 상회하는 FY3Q25 실적을 공개. 특히 실적 서프라이즈 강도가 높아졌다는 점이 긍정적. 그러나 시장은 GPM 하락 등의 균열에 집중하는 양상.
- 2025년에는 반도체 일변도에서 벗어나 데이터센터→전력→소프트웨어로 연결되는 파이프라인에 주목할 필요가 있다는 판단.

24년은 Nvidia, Amazon, Meta만 시총 비중 상승



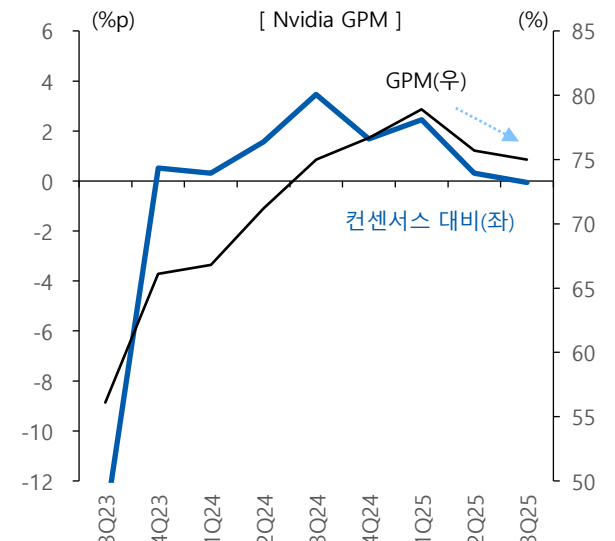
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

어닝서프라이즈 강도가 높아진 Nvidia



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그러나 시장은 균열에 더욱 집중하기 시작



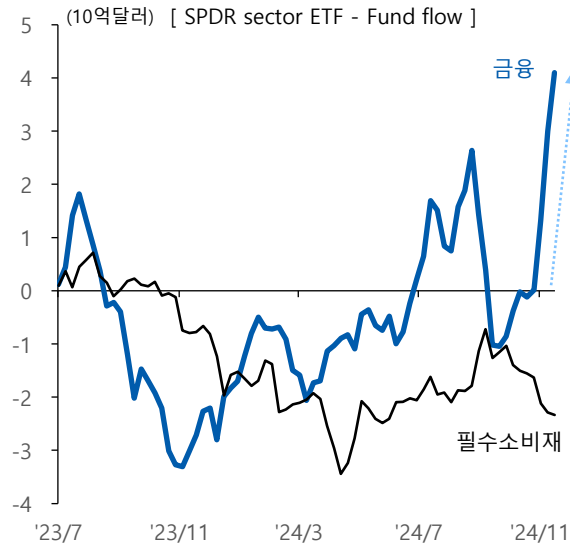
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



## Trump trade의 과열 수준을 보여주는 금융 섹터

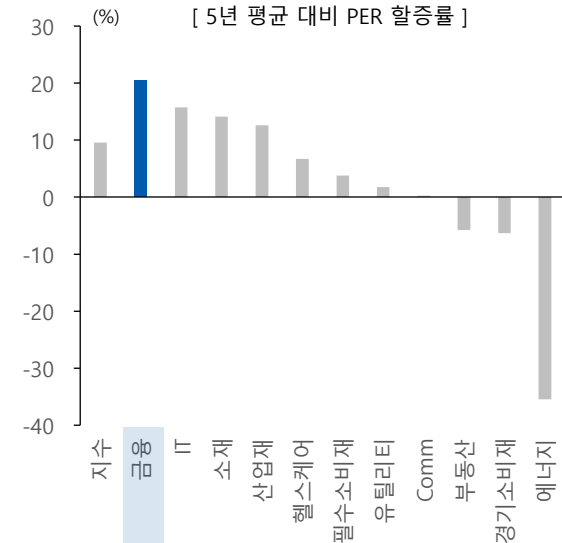
- 대선 이후 미국의 ETF 수급은 1) 기존 주도 섹터인 IT와 Comm은 유지, 2) 경기방어적인 필수소비재와 유틸리티는 순매도, 3) 규제 완화 수혜주인 금융과 산업재는 대폭 순유입.
- Trump trade의 핵심인 금융 섹터는 다우 지수 상승을 견인 중. 그러나 1) 11개 섹터 중 5년 평균 대비 PER이 가장 고평가되어 있다는 점, 2) 같은 기대감을 반영했던 트럼프 1기의 밸류에이션을 넘어섰다는 점은 부담.

대선 이후 매수세가 집중되고 있는 금융 ETF



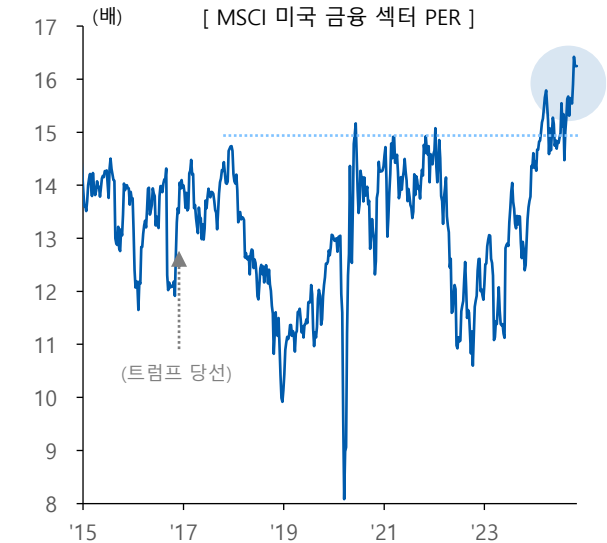
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

금융 섹터는 11개 섹터 중 가장 크게 할증



주: MSCI 기준, 자료: IBES, 유안타증권 리서치센터

트럼프 1기의 밸류에이션도 넘어선 상태

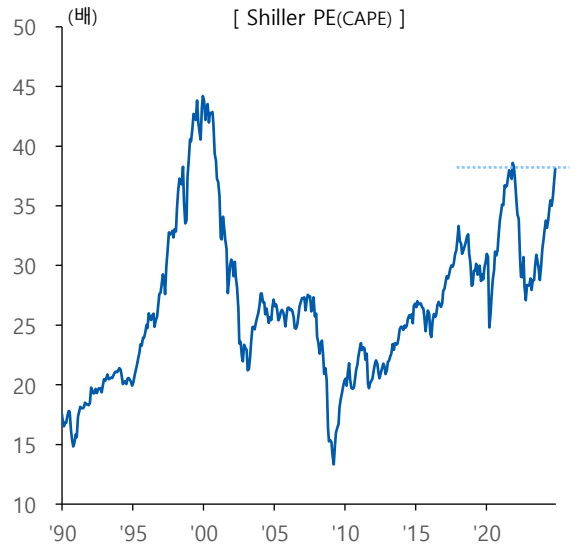


자료: IBES, 유안타증권 리서치센터

# FOMO 뒤에 자연히 뒤따르는 부담

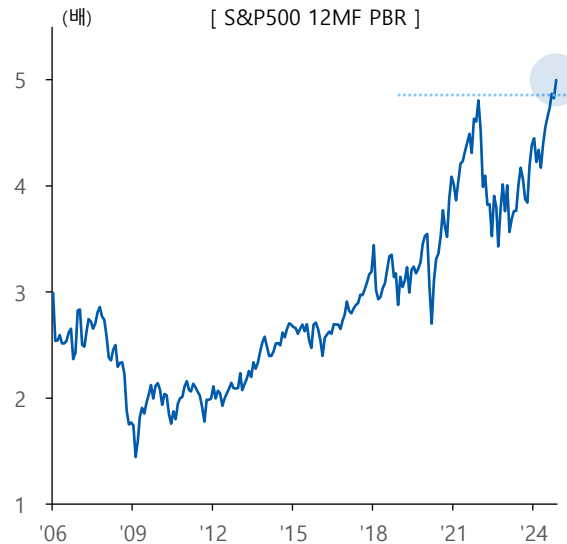
- 밸류에이션 부담은 지수 전반에 해당하는 문제. S&P500지수의 12MF PER은 25.0배, PBR은 5.0배. PBR 5.0배는 2006년 이후 최고치. 향후 밸류에이션 확장에 기반한 추가 상승을 기대하기 어려운 상황.
- 실제로 3Q 실적 결과에 대한 보상과 징벌은 평년대비 뚜렷. 3Q 어닝서프라이즈를 기록한 기업들의 주가 상승률(실적발표 전후 2일)은 +1.6%로 5년 평균값인 +1.0%를 상회. 어닝쇼크는 3Q -3.1%, 5년 평균 -2.3%.
- 관세 영향을 상쇄할 물가 안정 대책(Midstream, 건설)과 AI 파이프라인(소프트웨어)에 주목할 것을 제안. 2025년 S&P500지수 range는 5500pt~6700pt로 제시.

장기 이익트렌드를 고려해도 높아진 밸류에이션



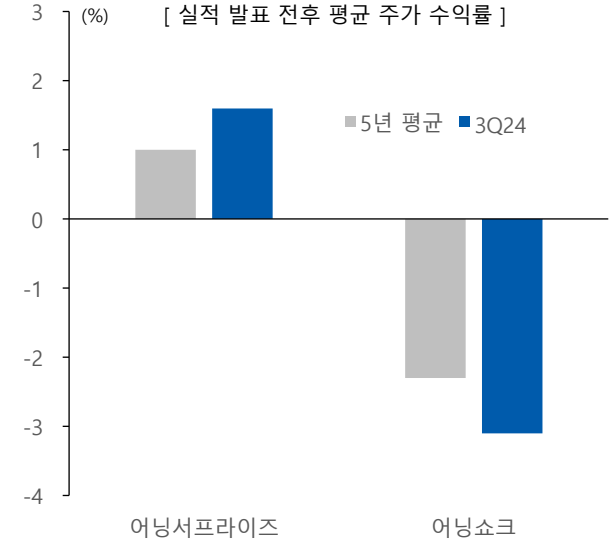
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

PBR은 이전 고점을 넘어선 수준

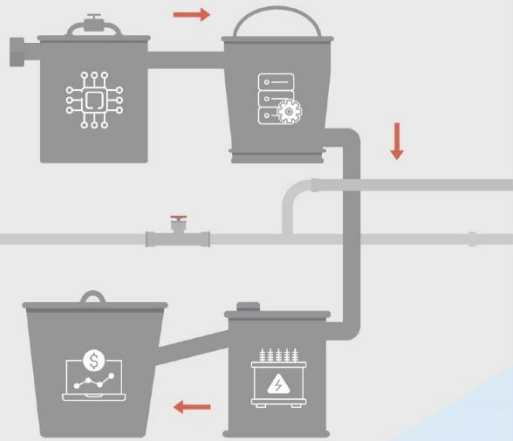


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

어닝에 대한 민감도가 높아진 미국 증시



주: 전후 2거래일 수익률. 자료: Factset, 유안타증권 리서치센터



## Part 2. 중국 투자전략

충족시키기 쉬운 기대감



민병규

Global Strategist

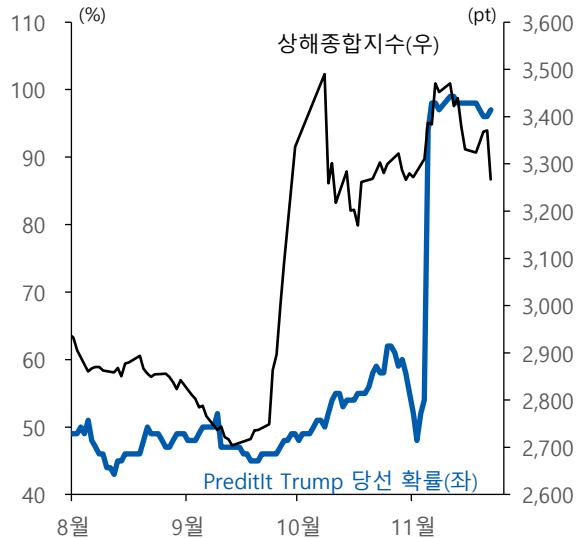
02 3770 3635

byungkyu.min@yuantakorea.com

# 아군을 확보해 놓은 중국

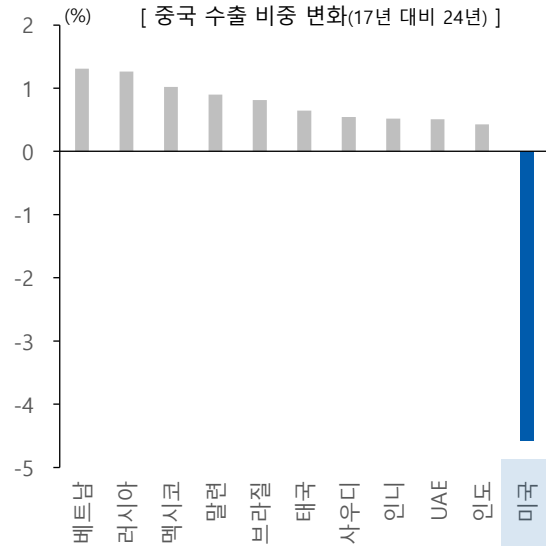
- 미국 대선 종료 후 글로벌 증시에서는 Trump trade가 성행. 그러나 무역분쟁 당사자인 중국 증시는 낮은 변동성을 유지 중. 무역구조 변화와 정책 주도 경제라는 점을 반영한 것으로 판단.
- 1) 중국 수출 중 미국 비중은 2017년 19.1%→2024년 14.6%로 감소. 그러나 중국의 전세계 교역 비중은 2018년 관세 인상 이후에도 완만하게 증가. 코로나19로 공급망 충격이 발생했던 시기에는 오히려 급증.
- 2) 중국의 수출 대상국은 ASEAN, Latin, 중동으로 다변화. 올해 무역흑자는 최초 1조 달러 돌파가 예상되는 상황.

중국 증시는 트럼프의 선전과 당선에도 낮은 변동성을 유지 중



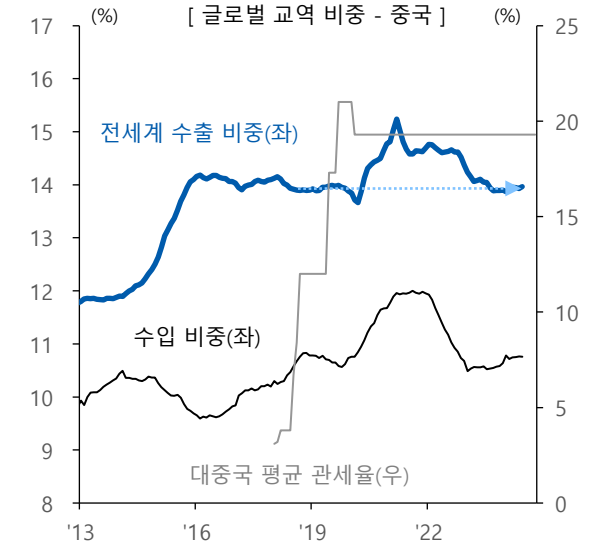
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국의 수출 대상국은 ASEAN, Latin 등으로 다변화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

전세계 교역 비중은 완만한 증가 추세

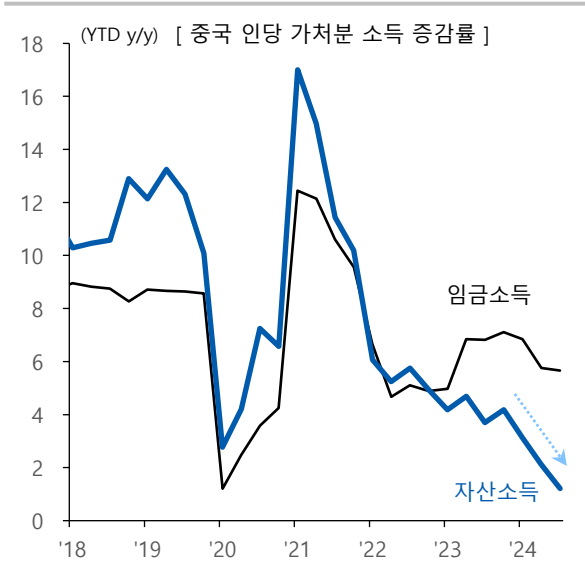


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 일말의 반응도 없었던 중국의 내수 시장

- 대외 환경이 악화되고 있는 중국은 내수 부양에 집중. 그러나 핵심인 부동산은 다양한 조치에도 불구하고 회복 반응이 없었던 상황.
- 부동산 시장 부진으로 인한 자산소득 감소는 소비 경기에도 악영향. 중국의 3분기 자산소득 증감률은 1.2%로 역대 최저치 기록.
- 자산가격 하락이 소비에 미치는 심리적인 제약도 간과할 수 없는 내용. 9월 소비심리는 역대 두번째로 낮은 수준, 3Q 소비의 GDP 성장 기여도 비중은 29.3%로 추락.

자산 소득 감소는 소비 부진으로 연결



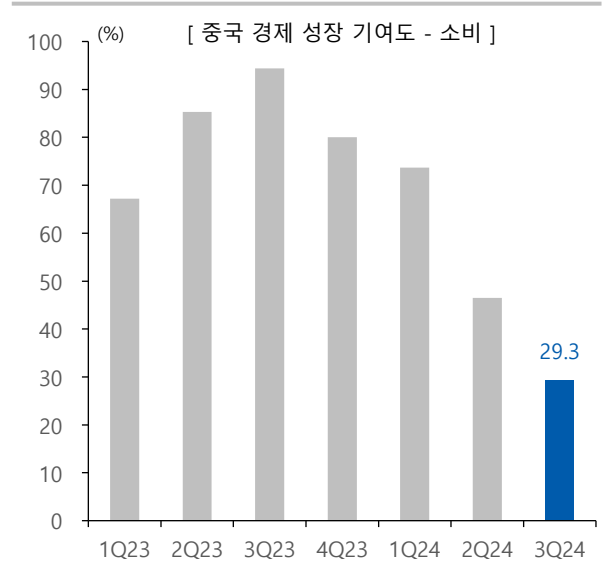
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

여전히 코로나19 당시에 머무르고 있는 소비심리



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

소비의 경제 기여도 역시 꾸준히 하락하는 추세

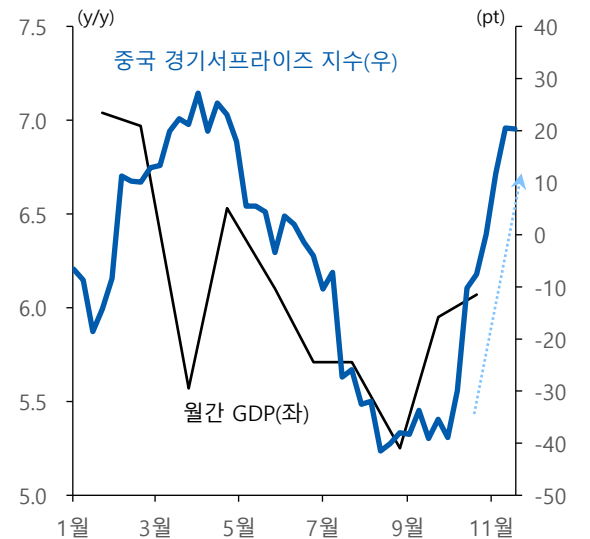


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 지표 변화가 확인되기 시작한 10월

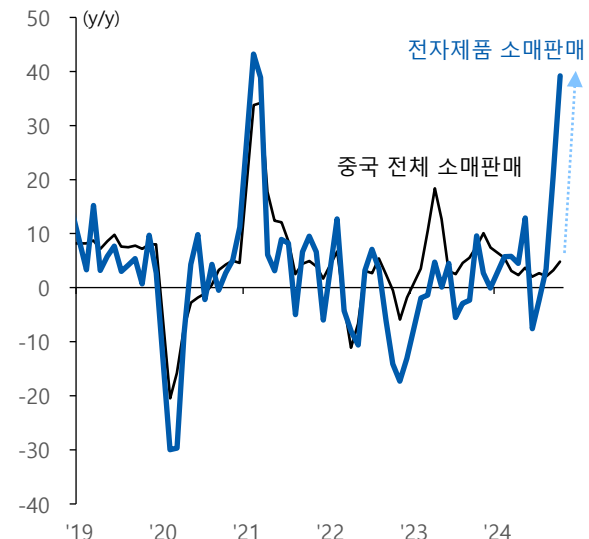
- 그러나 최근에는 소비와 부동산 지표의 변화가 확인. 정책 효과가 발현되고 있다는 판단. 경기서프라이즈 지수도 급반등.
- 예상치를 상회한 10월 소매판매(YoY 컨센 3.8%, 실제치 4.8%)는 이구환신 정책이 적용되는 전자제품(39.2%)의 소비가 급증.
- 상무부는 2024년말 종료 예정인 이구환신 정책의 기한 연장을 고려 중.
- 최근 중국 증시의 낮은 변동성은 경기소비재와 헬스케어 섹터가 견인. SAIC은 11월 CSI300 구성 종목 중 수익률 2위(39.7%).

예상보다 좋은 성과를 보이기 시작한 중국 경제



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이구환신은 기한 연장을 고려 중



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

SAIC 주가는 11월에만 39.7% 상승

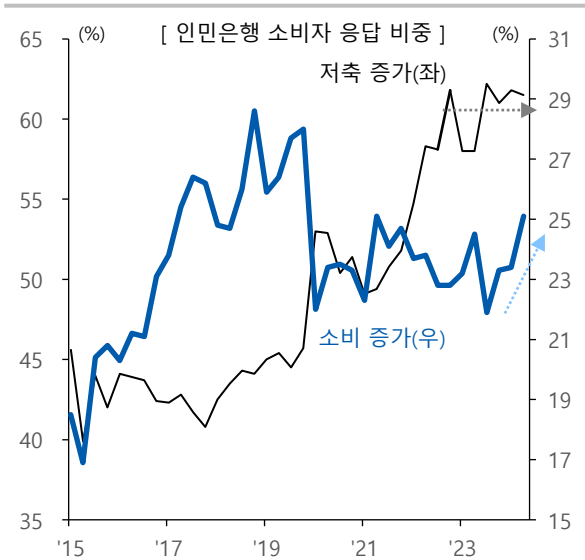


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 소비 재원은 충분한 중국. 심리도 일부 변화

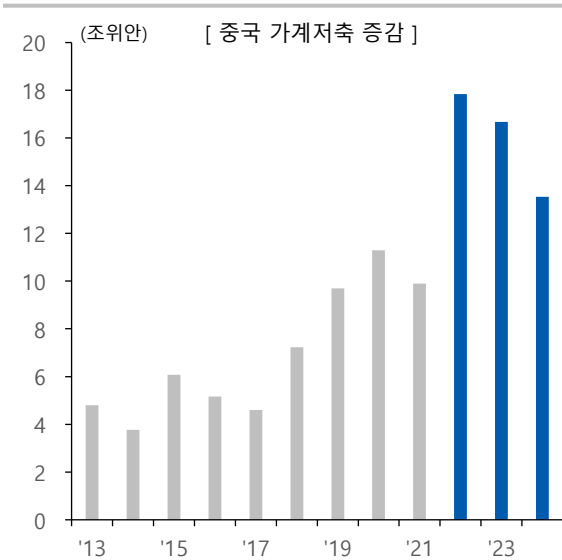
- 코로나19 이후 급증한 저축 성향은 그동안 중국의 소비 경기를 저해하는 구조적인 문제로 지목. 그러나 최근에는 소비 의향이 회복되는 양상을 보이고 있다는 점도 이전과 달라진 부분.
- 중국의 가계저축은 올해만 11.3조 위안 증가(누적 148.3조 위안). 부의 효과 발현 시 소비에 활용될 수 있는 자원.
- 중국의 소비심리가 본격 악화되기 이전인 2021년 대비 2024년 소비 비중이 가장 크게 감소한 품목은 전자제품, 의류, 자동차 순.

중국의 소비 의향은 19년 이후 최고치로 회복



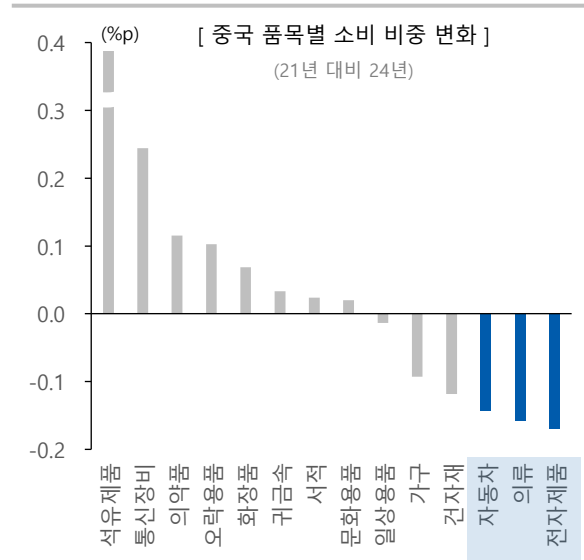
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

코로나19 이후 대폭 증가했던 가계저축



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

소비 비중을 줄인 품목은 자동차, 의류, 전자제품

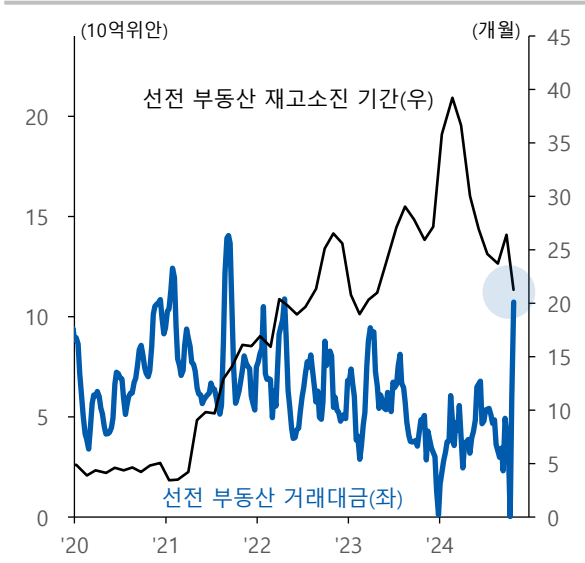


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 부동산 경기도 회복 신호가 나타나기 시작

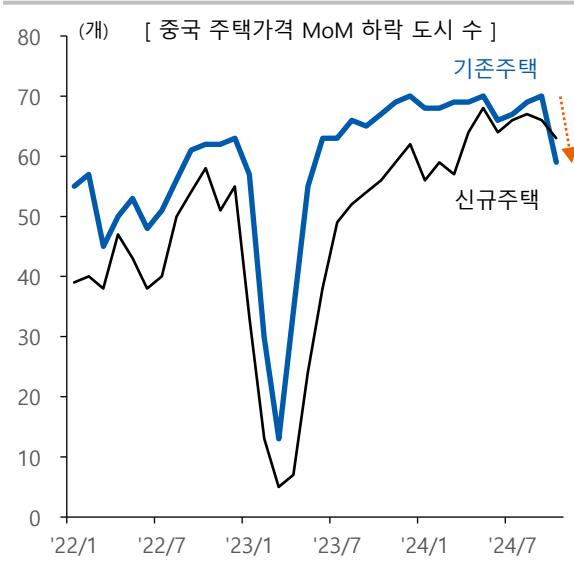
- 부동산 지표 개선이 무엇보다 고무적. 선행지표인 거래량 상승, 재고 감소 등의 변화는 연속적으로 진행 중. 주택가격 하락 도시수도 뚜렷하게 감소. 10월 기존주택가격이 전월대비 하락한 도시 수는 70개→59개, 신규주택은 66개→63개.
- 거래량 상승→가격 상승은 사례에 따라 1년 이상 시차가 소요. 그러나 최근 중국 정부의 정책 강도를 고려하면 2025년 2분기 전후 부동산 가격 상승이 관찰될 전망.
- 11월 대규모 부동산 매입 정책은 없었으나, 부동산 취득세 인하(1선 도시 기준 3%→1%)와 같은 정책 지원은 꾸준히 더해지는 중. 업황 저점을 저울질하고 있는 수요자에게 또 다른 자극이 될 것.

부동산 거래대금 급증, 재고도 소진되기 시작



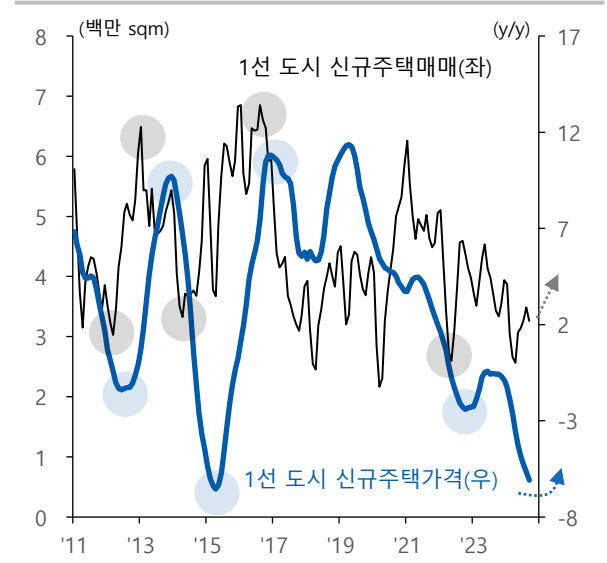
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

가격 하락도 정점을 지나는 양상



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

본격적인 가격 상승은 약 1년의 시차가 소요



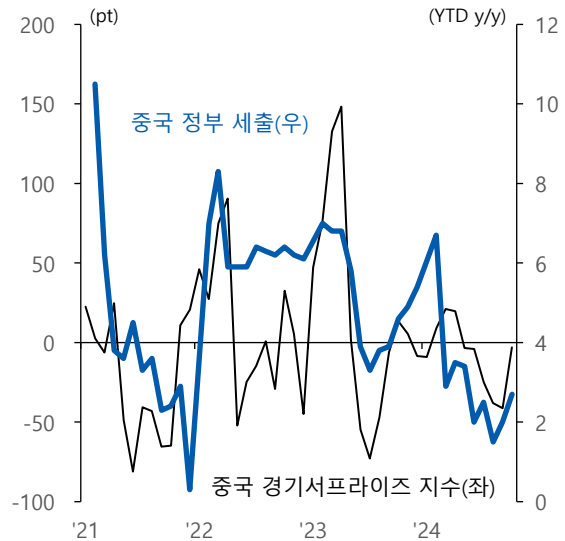
주: 신규주택매매는 3개월 평균. 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



## 정부 지출에 의존했던 중국 경제. 최근에는 자금이 순환되기 시작

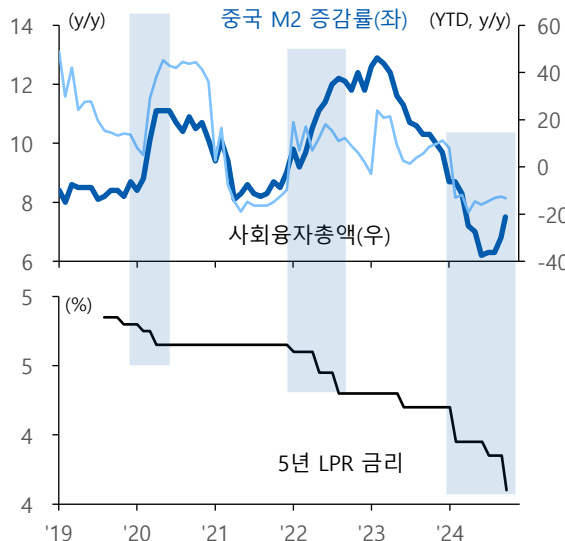
- 중국 정부는 소비와 투자, 부동산 등 경제 전반에 다양한 방식의 부양책을 사용. 경제 지표와 주가도 단기적으로는 연동. 그러나 부동산 시장 침체로 경기 순환이 단절되면서 효과는 단기에 종료.
- 최근 부동산 지표의 개선 신호는 중국 경제의 예측 가능성, 또는 신뢰도 측면에서도 의미를 가지는 변화라 판단.
- 변화 조짐은 유동성 지표에서도 감지. 중국의 기업과 가계는 그동안 금리 인하에도 불구하고 레버리지를 높이지 않았으나, 최근에는 시중통화량과 용자금액의 회복세가 진행 중.

정부 지출에만 의존했던 중국 경기



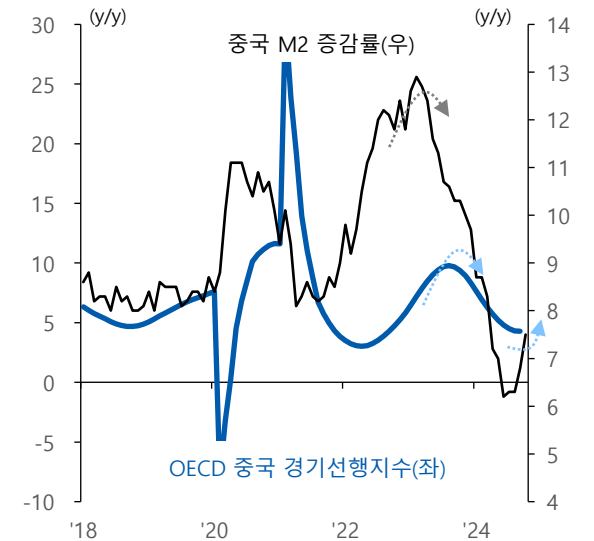
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

유동성 지표의 반전은 투자와 부동산 경기 회복 기대 요인



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

유동성 지표는 경기선행지수에 선행

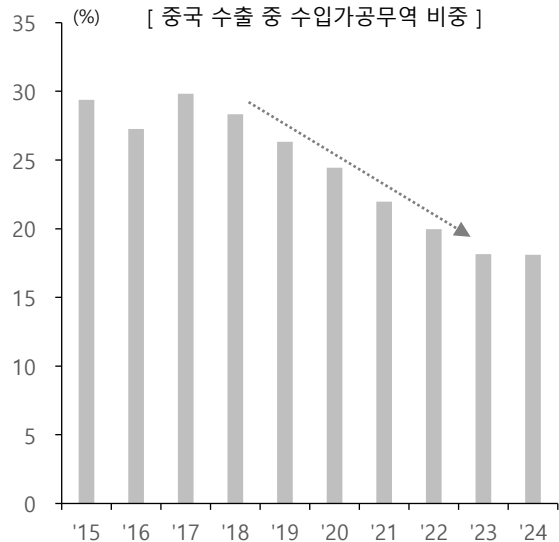


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 위상이 축소되고 있는 제조업 공장

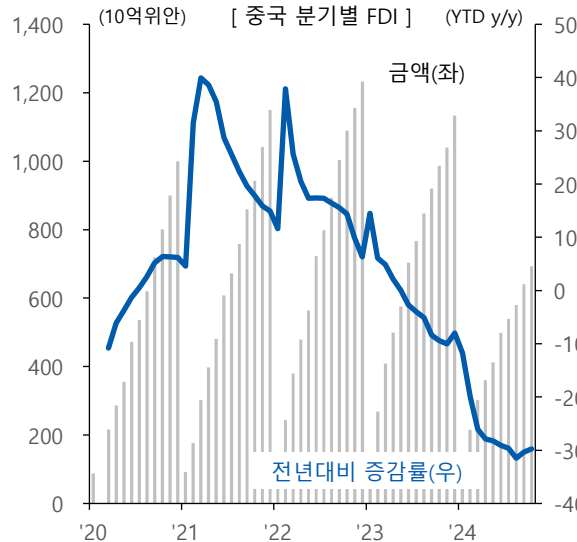
- 무역분쟁 이후 중국은 전체 수출에서 수입가공무역 비중이 감소하는 구조적인 변화가 진행. 산업 자본의 이탈도 지속. 중국의 10월 누적 FDI 금액은 전년대비 -29.8% 급감. 고정자산투자 부진도 해외자본 이탈로 인해 발생.
- 리창 총리는 제조업 부문에 대한 외국인 투자 제한을 전면 해제하겠다는 계획. 그러나 최종 소비처인 선진국이 중국산 품목에 높은 관세를 부과하고 있다는 점을 고려하면 호응은 크지 않을 것으로 판단.
- 결국 세계의 제조업 공장으로서 중국의 위상은 축소. 대외 정세를 고려하면 회복 가능성도 높지 않은 상황. 중국 정부는 2025년에도 내수 부양에 주력할 것.

중국의 수입가공무역 비중은 꾸준한 감소세



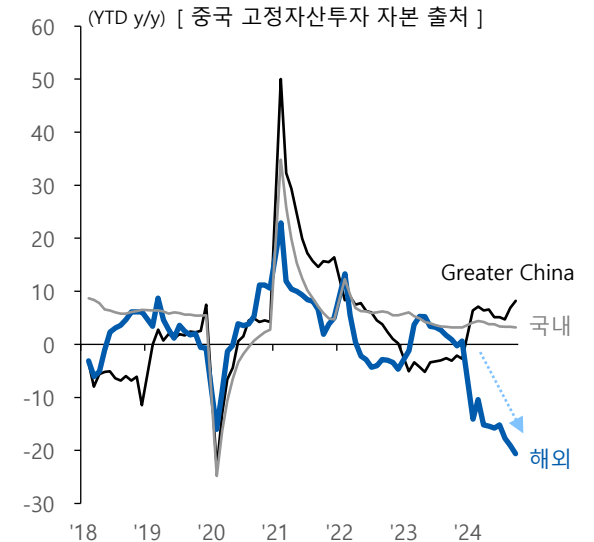
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국에 신규 증설할 유인을 찾기 어려운 상황



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

고정자산투자 부진도 해외자본 이탈로 인해 발생

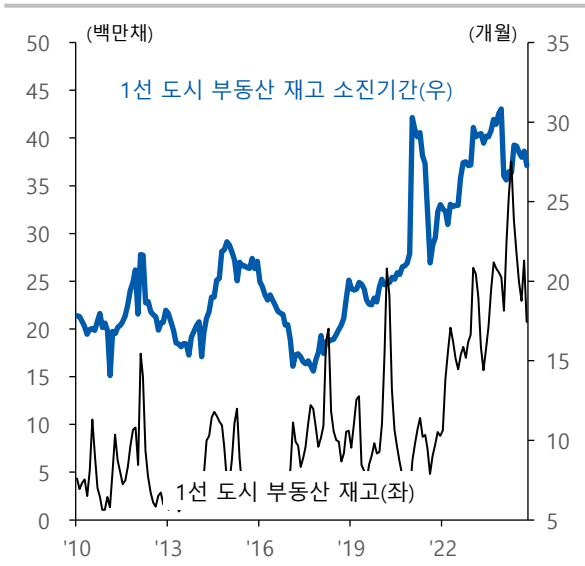


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 지원 방향성은 분명. 그러나 과한 기대는 지양할 필요

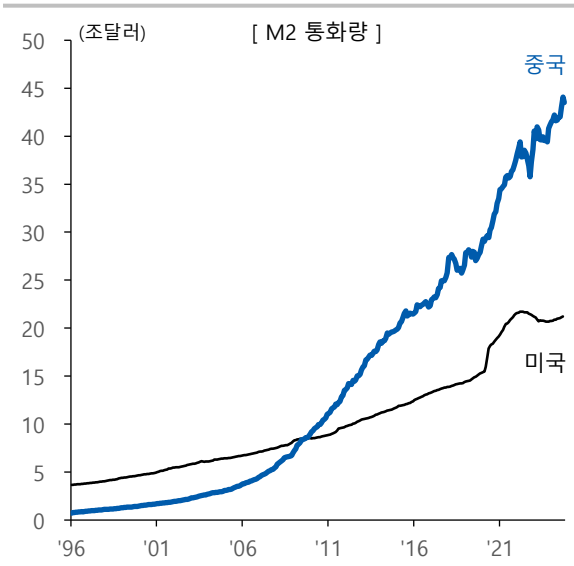
- 11월 상무위는 지방정부의 건전성 개선에 초점을 맞추면서 실망감으로 연결. 12월 경제공작회의와 2025년 양회로 기대감이 이어지는 양상이나, 강한 부동산 정책은 기대난.
- 중국의 부동산 재고는 감소 추세에 있으나, 공급과잉이라는 사실은 여전. 인위적인 가격 부양 신호는 투기와 버블을 초래할 위험.
- 2025년 중국의 부동산 정책은 최근의 회복 기조를 보살피는 수준에 머무를 가능성. 그러나 중국 증시는 부동산 시장의 안정 신호만 포착되어도 투자심리가 개선될 것.

여전히 누적된 재고가 많은 부동산 시장



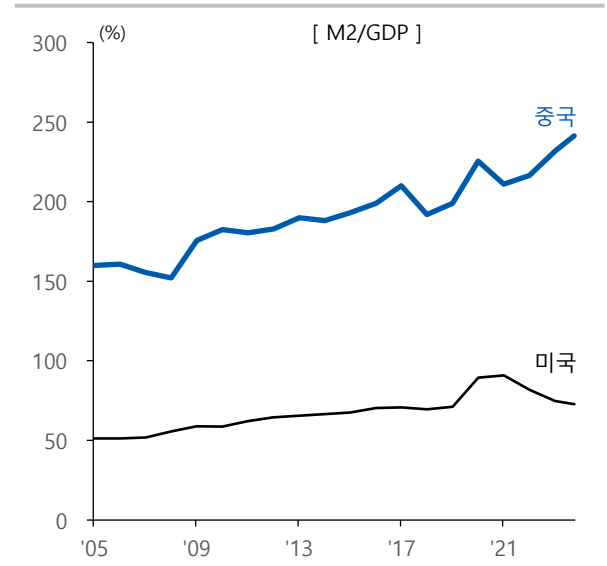
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국의 시중통화량은 미국을 두배 이상 상회



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

GDP 대비 비중은 중국 241%, 미국 73%



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

# 기대감 만큼 높지 않은 밸류에이션

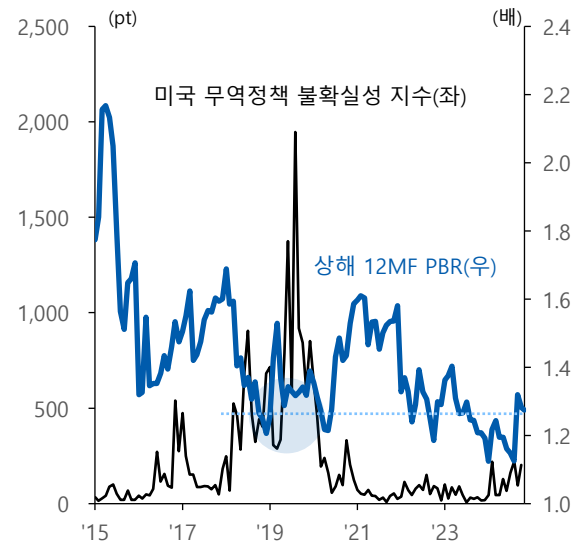
- 이전된 공장의 복귀는 기대하기 어려운 흐름. 그러나 증시 자금은 기업들의 수익성과 가격이 적절하다면 빠르게 선회 가능.
- 내부 수급도 개선 조짐. 10월 상해거래소의 개인 신규계좌 수는 684만개 급증. 2015년 6월(상해지수 5000pt 돌파 시기) 이후 최고치.
- 정책 기대감을 반영한 주가 급등은 자연히 밸류에이션 상승을 야기. 그러나 여전히 무역분쟁이 격화됐던 시기와 큰 차이 없는 수준.
- 경제 지표 변화와 정책 스탠스, 이익 리비전을 고려해 2025년 추천 업종은 금융, 가정/개인용품, IT하드웨어, 자동차를 제안. 상해종합지수 range는 3000pt~3750pt로 제시.

개인 신규계좌수는 후강통 당시 수준에 근접



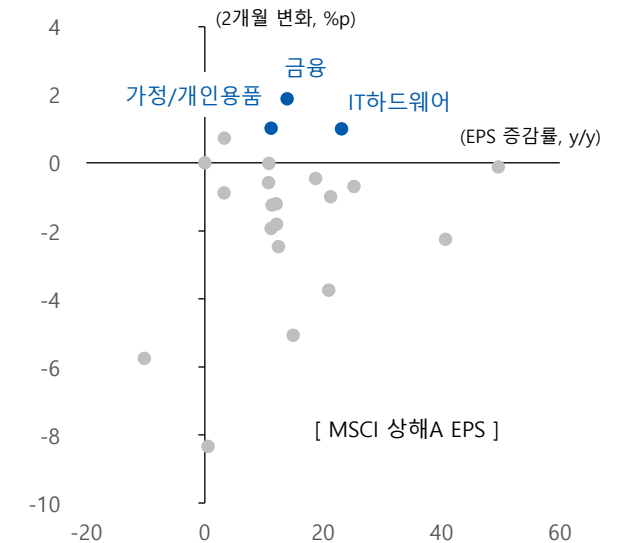
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

PBR은 여전히 무역분쟁 격화 시기와 큰 차이 없는 수준

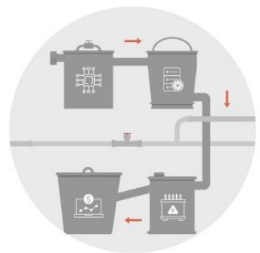


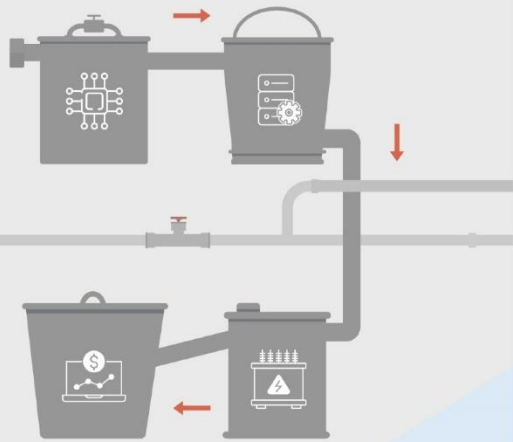
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이익 추정치는 금융, 가정/개인용품, IT하드웨어가 양호



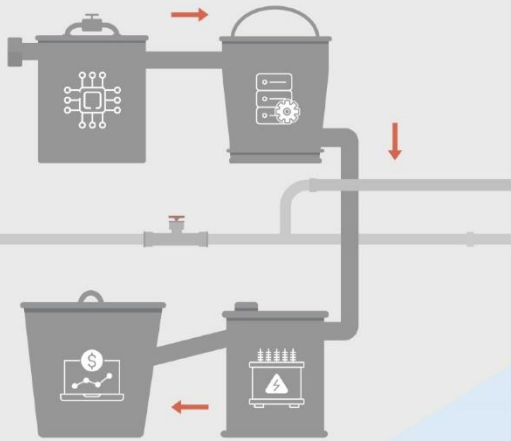
주: 25~26년 blended. 자료: IBES, 유안타증권 리서치센터





## [미국 산업 분석] 의존과 탈피

---



## Part 1. 주택 건설

### 규제 완화 가능성에 베팅



**황병준**

US Market Analyst

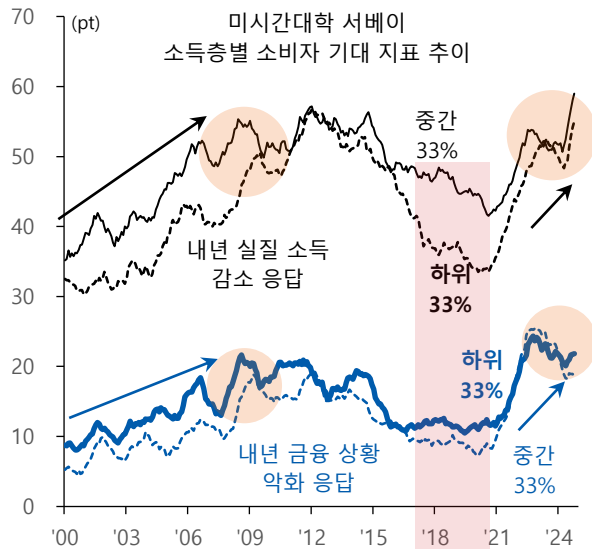
02 3770 3523

byeongjun.hwang@yuantakorea.com

## 트럼프 2기에도 유효, 주거 물가 관리

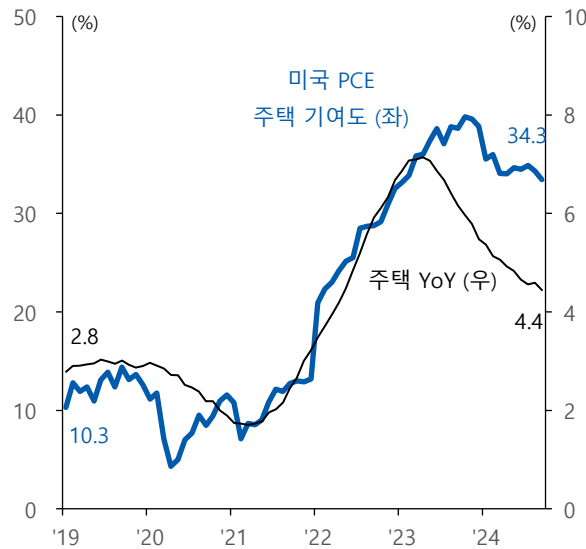
- 트럼프 2기에는 물가 관리를 위한 정책 드라이브가 진행될 것으로 전망. 금번 바이든 정권 실각 핵심 요인이 물가 통제 실패에 있다고 판단하기 때문이다. 트럼프 핵심 지지층인 저학력, 저소득층의 경기センチ먼트가 크게 악화된 것이 선거 압승으로 연결.
- 트럼프 집권 당시 핵심 지지층의 경기センチ먼트는 호조 지속. 이외 화석 연료 등 전통 산업 진흥 정책이나 멕시코 장벽 건설 추진 등 지지층을 위한 적극적인 정책 행보 영향도 반영되었을 것으로 판단한다. 현재 이들은 물가 앙등에 직접적 영향을 받는 중.
- 특히 PCE 물가 상승 기여도 1/3을 차지하는 주택 물가, 주택 물가 안정을 위한 정책 드라이브를 전망.

바이든 집권 기간 중하위소득층 경기 심리 악화, '08 금융 위기 수준



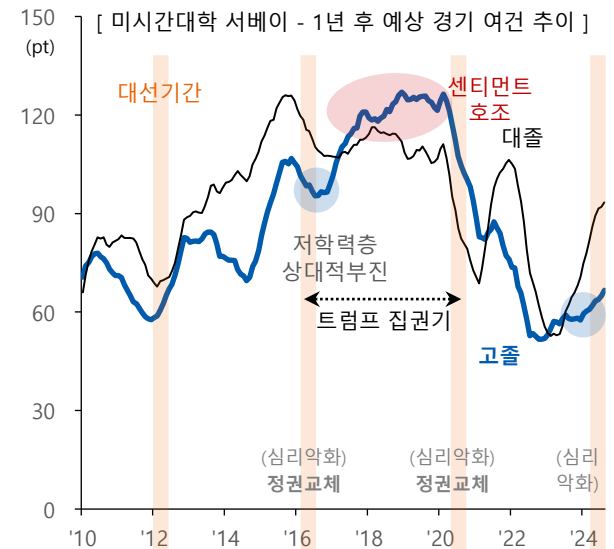
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

10%대에 불과하던 주택 물가의 물가 상승 기여도 34.3%까지 상승



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

핵심 지지층 경기 심리 호조, 지지층을 위한 적극적 정책 행보 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



## 금리 하락을 관망, 시장 가격과 내재 가치의 괴리

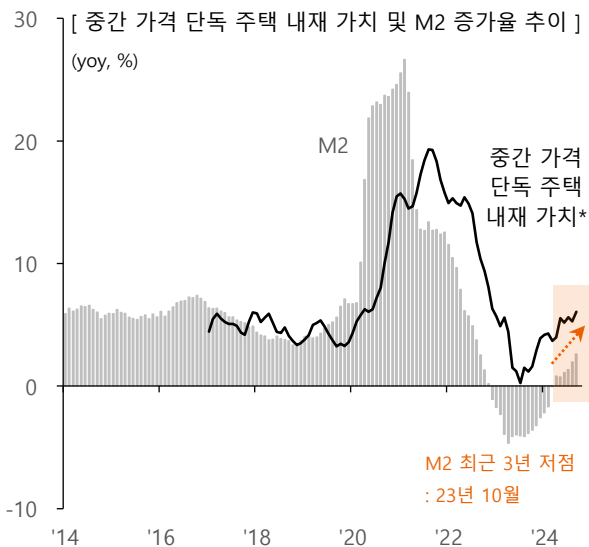
- 주택 건설 업체 외형 성장 핵심 요소는 주택 가격 상승. 주택 가격이 상승할 때 건설 업체는 공급을 확대(착공 증가). 주택 가격 상승은 시중 유동성(M2) 증가와 금리 하락에 주로 기인하고 최근의 상승 역시 두 요인에 기인.
- M2가 다시 증가 전환한 작년 4분기부터 미국 단독 주택 가격 역시 본격적인 상승세에 진입했는데 올해 상반기 말부터는 그 금리 하락 기대감이 주택 가격 상승세 둔화로 반영 중. 추가 하락 관망에 따른 일시적인 수요 감소를 반영한 것으로 판단.
- 시장 가격 상승이 둔화되는 한편 내재 가치는 견조한 상승 추세를 지속 중. 일시 수요 감소를 나타내고 있다는 판단.

주택 시장, 공급자 영향력이 큰 시장 - 가격 상승이 착공 증가 견인



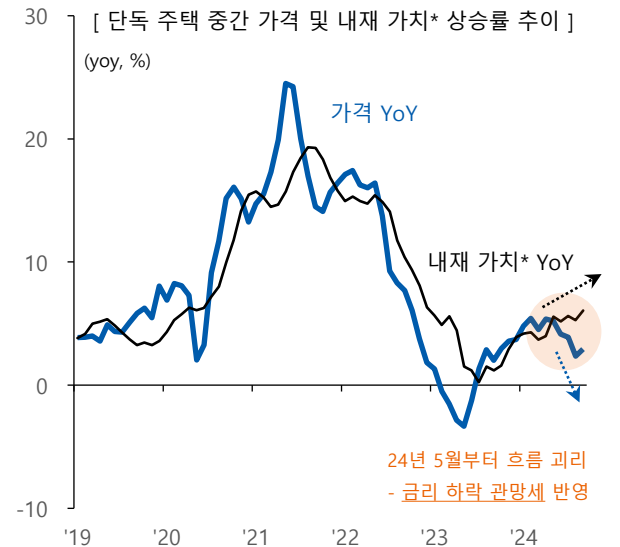
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

M2 확대 지속은 주택 가격 상승 지속 요인 - 속도 점진적 정상화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터  
\* 주: US NAR 중위 소득 가구 월간 원리금, 모기지 은행 협회 FRM 30년 계약 금리 기반 산출

내재 가치/시장 가격 괴리 - 금리 하락 관망에 따른 수요 감소 반영

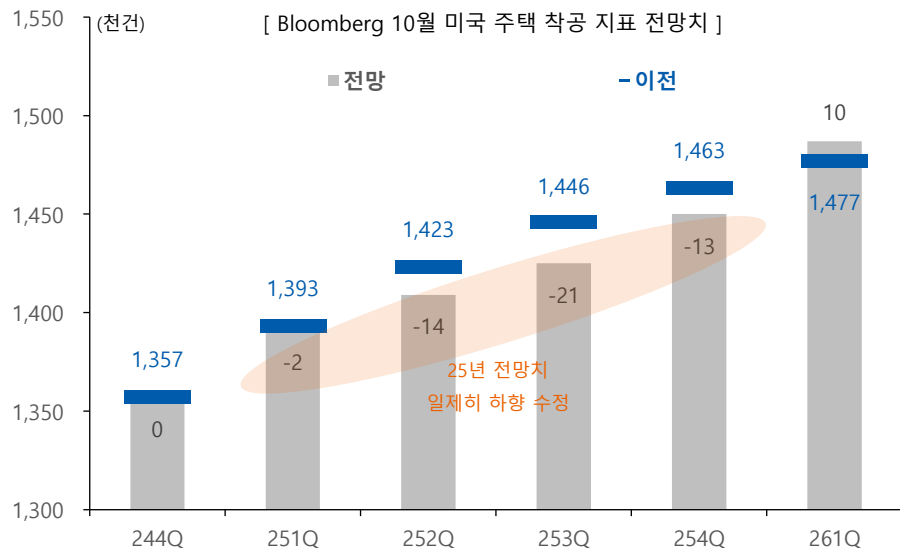


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 19, 20년 초와 유사, Higher-for-Longer는 매수 기회 형성

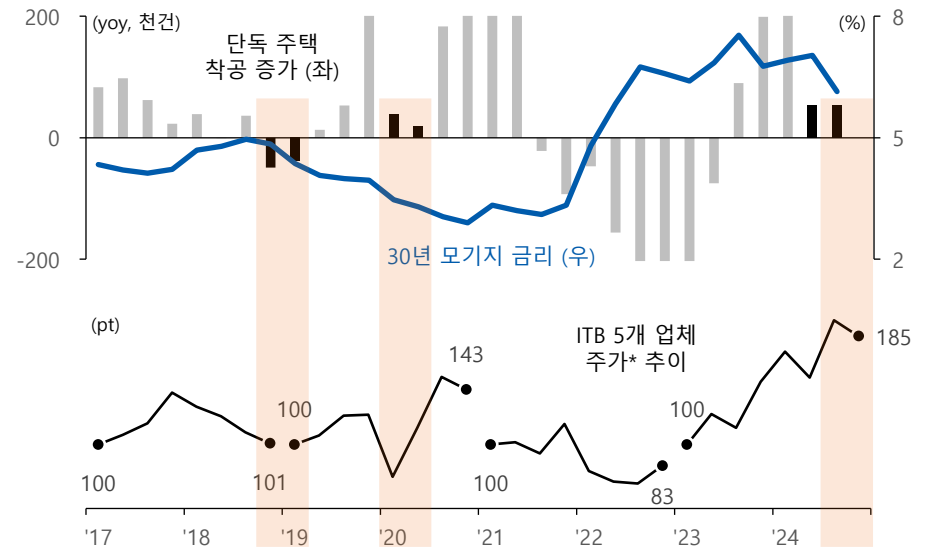
- M2 증가세 지속은 주택 가격 상승 견인 측면에서 우호적인 요소이나 Higher-For-Longer와 주택 구매 여력 감소에 따른 우려가 일시적인 착공 증가세가 둔화로 반영.
- 19년 초 금리 하락기 초입의 금리 인하 대기 수요, 20년 초의 팬데믹 당시와 같이 역사적으로 일시적인 착공 증가세 둔화가 나타났던 구간에서는 매수 기회가 형성되었으며, 현 국면의 업종 모멘텀 악화 역시 역발상 매수 기회를 형성한다는 판단.
- Higher-For-Longer는 통제가 어려운 요인이나 주택 구매 여력을 뒷받침할 정부의 정책적 지원이 전개될 것으로 전망.

인플레이션 재점화, 재정 확대, Higher-For-Longer 우려에 따른 하락세 반영 - 주택 건설 업종



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일시 착공 증가 둔화 - '19초 금리인하대기 수요, '20초 팬데믹에 따른 주가 하락은 매수 기회 형성

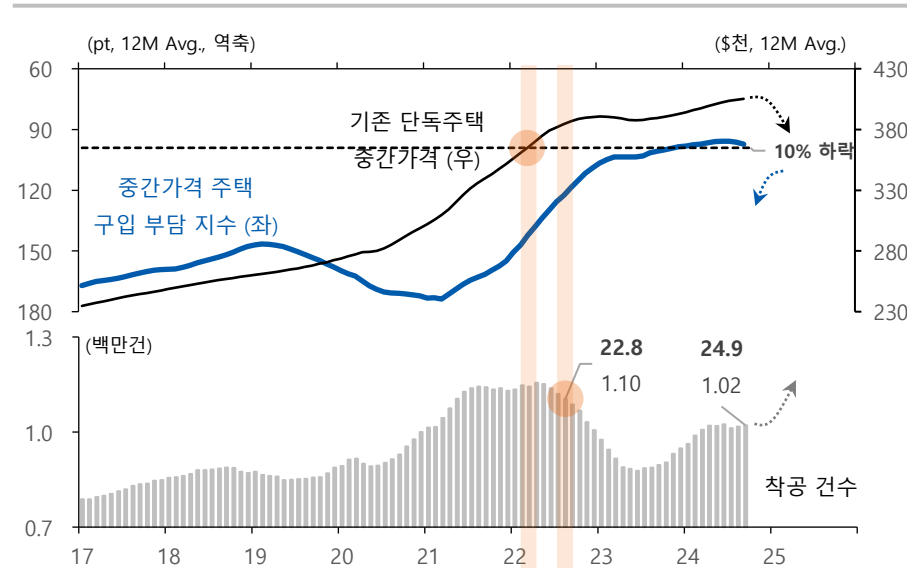


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 \*주: 5개 업체는 DHI, LEN, NVR, PHM, TOL, 주가는 2년간의 상승률 추이 (동일 기준)

## 규제 완화를 통한 착공 확대 유도, 10% 가격 하락 효과

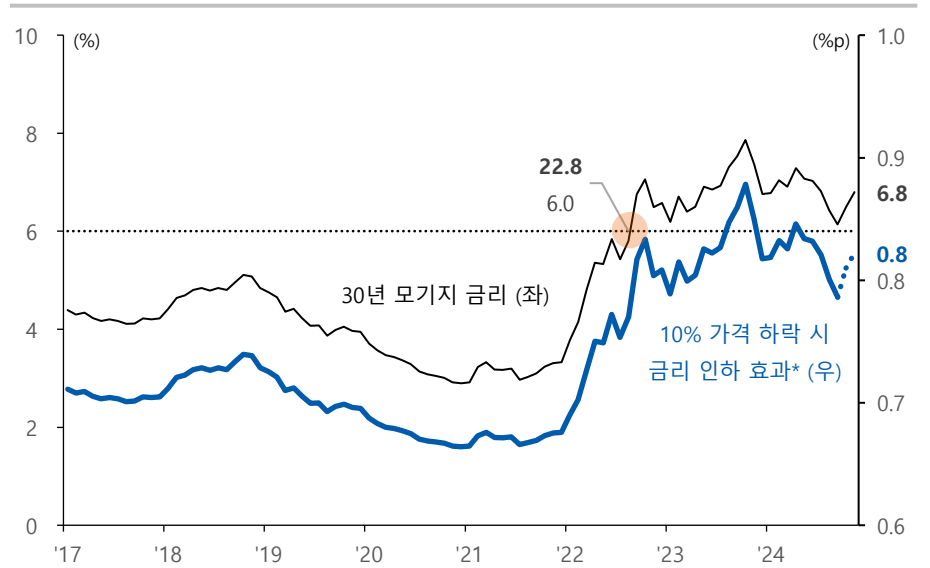
- 관세 인상, 재정 확대 지속, 인플레이션 재점화 불확실성 고려시 고금리 사이클이 예상보다 장기화될 가능성이 높아진 가운데 트럼프 2기는 규제 완화를 통한 주택 구입 부담 완화를 추진할 것으로 전망.
- 규제 완화를 통해 주택 공급 가격이 10% 낮아진다 가정(기존 단독주택 중간가격 대응)했을 때 가격 기준으로는 22년 3월, 금리 기준으로는 22년 8월 수준으로 주택 구입 부담 완화가 가능할 것으로 추정, 약 8만 건 이상의 착공 확대 여력이 남아있다 판단.
- 전미주택건설업협회('21.5) 조사에 따르면, 당시 신규 단독 주택 평균가(\$39.4만)의 24%가 규제 비용과 관련 있다는 분석(\$9.3만).

규제 완화를 통해 주택 공급 가격이 10% 낮아진다 가정했을 때 가격 기준(dollar basis) 22년 3월...



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

금리 기준 22년 8월 수준으로 주택 구입 부담이 완화될 것으로 추정. 금리 인하 효과는 -0.8%p 수준



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 \*주: 당월 30년 모기지 금리와 중간가격 주택 월간 원리금으로 산출한 내재 금리의 차

## 24%까지 열려 있는 규제 완화 효과

- 조사 결과에 따르면 단독 주택 공급 전체 과정을 토지 취득과 건축 과정으로 구분할 때, 토지 취득 과정간 수반하는 비용의 41.9%, 건축 과정간 수반하는 비용의 21.5%가 규제와 관련된 비용으로 추산.
- 전체 가액 기준으로는 단독 주택 공급 가액의 23.8%가 규제와 관련된 비용으로 추산하고 있으며, 다가구 주택의 경우 22년 조사에 따르면 주택 공급 가액의 40.6%가 건축 규제와 관련된 비용으로 추산.
- 특히, 1) 각종 컴플라이언스, 2) 변경 건축 법규 준수, 3) 고강도 표준, 4) 허가 관련 지연 비용은 감축될 가능성이 높다는 판단.

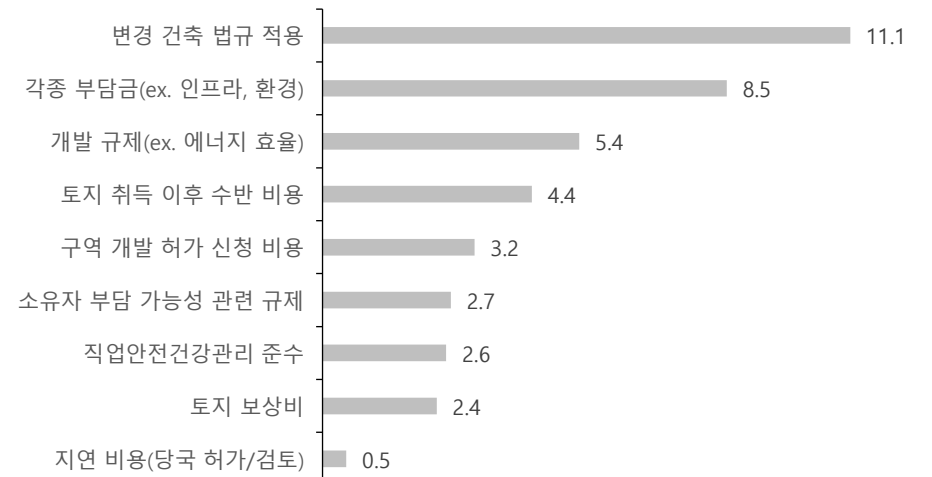
구획(Lot) 개발, 구조물 건축 과정간 수반하는 규제 비용 감축시 단독 주택 건축 비용 최대 23.8% 절감

1) 구획 개발		비중	2) 구조물 건축		비중
1	구역 개발 허가 신청 비용	1.6%	토지 취득 이후 수반 비용		3.1%
2	컴플라이언스 비용(관련 연구)	3.0%	변경 건축 법규 적용		6.1%
3	토지 보상비	2.8%	고강도 설계 표준		2.7%
4	고강도 규제 표준	2.3%	직업안전건강관리 준수		1.1%
5	직업안전건강관리 준수	0.5%	지연 비용(당국 허가/검토)		0.2%
6	지연 비용(당국 허가/검토)	0.4%			
개발 과정 간 제반 규제		10.5%	구조물 건축 과정간 제반 규제		13.3%
<b>규제 총 비용</b>					<b>23.8%</b>

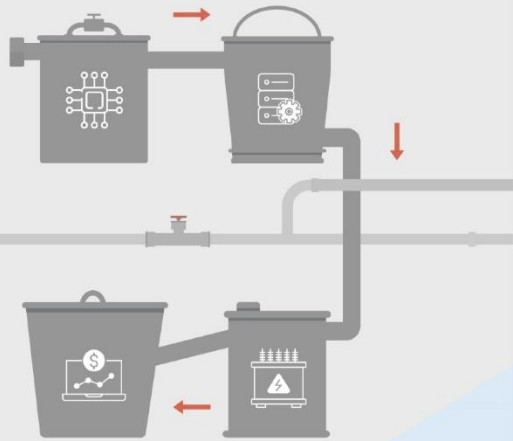
자료: NAHB; Government Regulation in the Price of a New Home: 2021, 유안타증권 리서치센터

NMHC-NAHB 추산에 따르면 다가구 주택 건축 관련 규제 비용은 개발 비용의 40.6%를 차지

(%) [ NMHC-NAHB 추산 다가구 주택 건축 규제 비용 ]



자료: NMHC-NAHB Cost of Regulations Report (2022), 유안타증권 리서치센터



## Part 2. 천연가스 파이프라인

### 심화하는 의존



**황병준**

US Market Analyst

02 3770 3523

byeongjun.hwang@yuantakorea.com

## 전력 비용 부담, 천연가스 기반 발전 확대 증가 전망

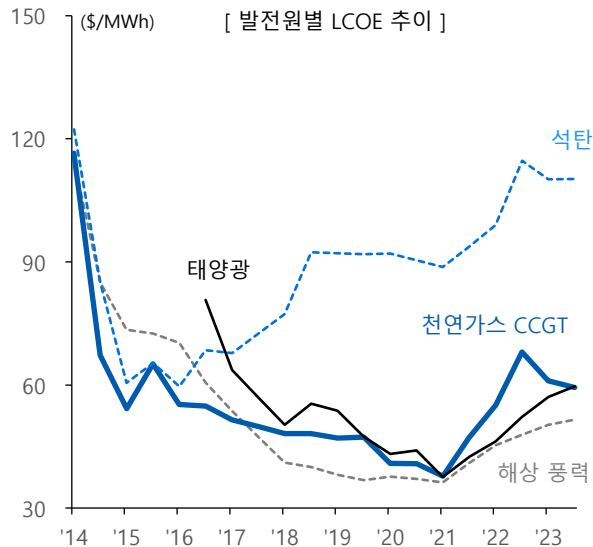
- 21.2H부터 급속히 진행된 전력 가격 상승으로 바이든 집권 기간 천연가스 발전 기반 전력 생산이 크게 확대.
- 트럼프 2기에는 화석 연료 진흥이라는 정책적 기조 뿐만 아니라 지속되는 지정학적 불확실성(중동, 러시아), 타 발전원 대비 낮은 LCOE가 중장기적 관점에서도 유효하다는 점을 고려할 때 천연가스 생산 및 이에 기반한 전력 생산 확대가 지속될 전망.
- 올해 초부터 본격화한 미국 원유 생산 확대는 전략 비축유 소진에 따른 리스타킹 및 국내 전력 수요 증가에 기인. 셰일 오일 생산 주도로 진행되고 있다는 판단이며 이에 따른 부산물 천연 가스의 취급 증가로 파이프라인 수요 역시 크게 증가할 전망.

주택 시장, 공급자 영향력이 큰 시장 - 가격 상승이 착공 증가 견인



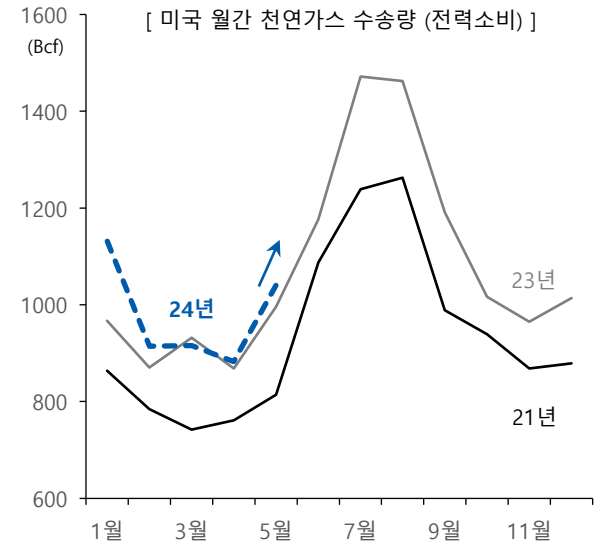
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

M2 확대 지속은 주택 가격 상승 지속 요인 - 속도 점진적 정상화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

내재 가치/시장 가격 괴리 - 금리 하락 관망에 따른 수요 감소 반영

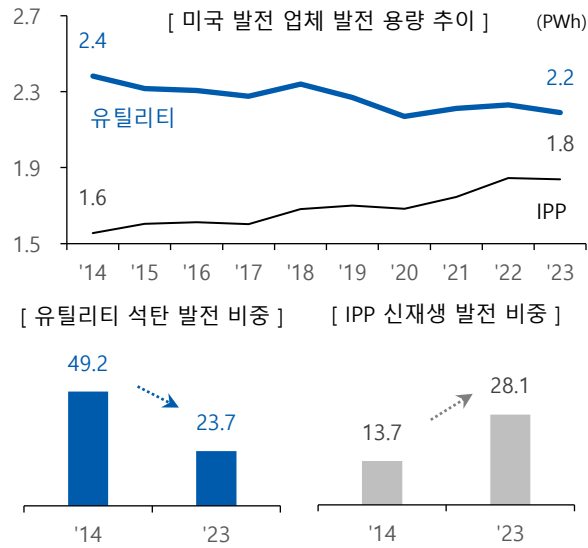


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 전력 수요 증가, 심화하는 천연가스 의존

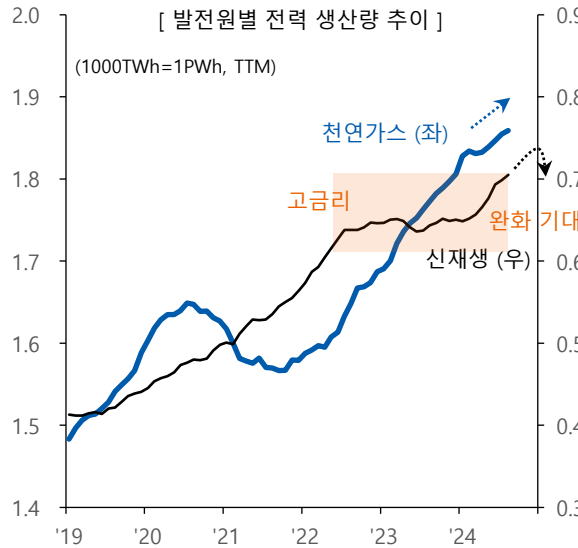
- 10년대 오바마 규제부터 지속된 친환경 기조로 상대적으로 화석 연료 발전원 비중이 유틸리티 업체의 발전 용량은 감소, 신재생 발전 비중을 늘려왔던 IPP(독립발전사업자)의 발전 용량은 지속 증가. 유틸리티 규모 전력의 95% 이상을 두 업체가 공급 중.
- 미국 전력 발전에는 다양한 발전원이 존재하나 사실상 전체 발전량 증가에 기여하는 발전원은 천연가스와 신재생뿐이라고 봐도 무방. 전력 생산량 증가 속도는 천연가스가 더 빠르나 바이든 정권 집권과 함께 신재생 발전 용량이 크게 늘며 유사한 수준에 도달.
- 두 업체의 천연가스 발전 비중은 지속해서 증가. 전력 가격과 금리가 급등한 23년, 트럼프 집권 기간인 18-19년이 최근 사례.

화석연료 발전 비중이 높은 유틸리티, 신재생 발전 비중이 높은 IPP



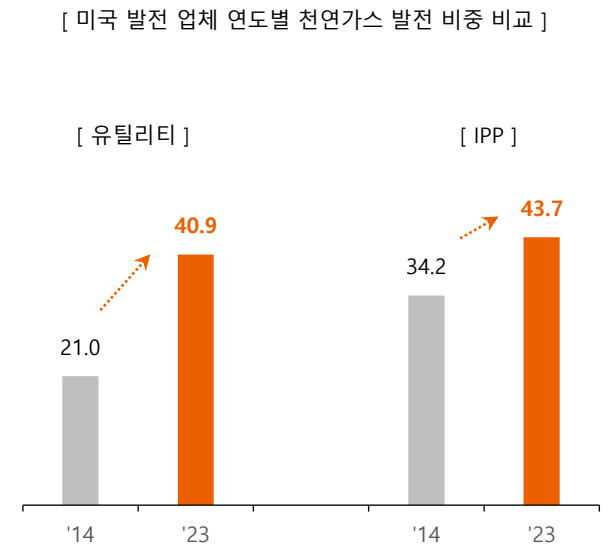
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

천연가스가 주도하는 유틸리티 발전, 저금리 구간 신재생 약진



자료: eia, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

유틸리티, IPP 모두 천연가스 발전비중은 증가 - 18,19년, 23년

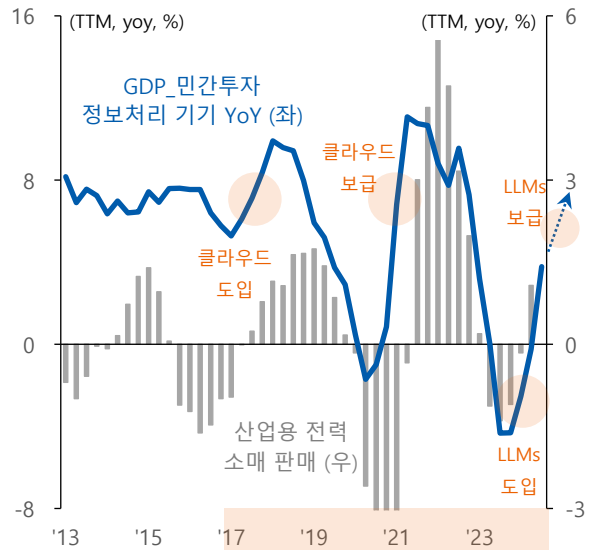


자료: eia, 유안타증권 리서치센터

# AI 인프라 투자 확대가 미국 전력 수요 증가를 견인

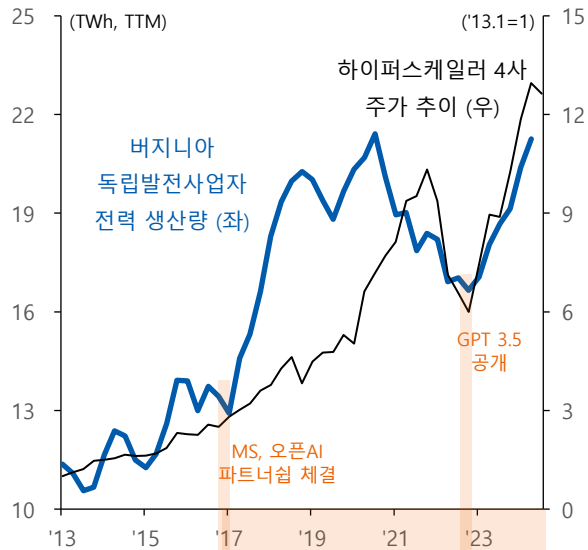
- CSPs 3사 경쟁 우위는 단시간에 충분한 고성능 AI 인프라 Capacity를 제공할 수 있는 역량이며 이는 LLMs 도입과 학습, 추론으로 발생하는 데이터 워크로드 처리 급증과 수반. 이 AI 시장 선점을 위한 준비 경쟁이 진행 중으로 많은 전력이 필요.
- 미국 전체 데이터 센터의 15% 이상이 위치해 있는 버지니아에서 CSPs에 전력을 제공하는 IPP의 전력 생산량이 급증한 것은 17년 초로 마이크로소프트가 오픈AI와 파트너십을 체결한 때. 이후 팬데믹 클라우드 도입 확대, 22년 말 LLMs 도입이 가세.
- 한편, 미국 전체 발전량은 지난 10년간 연간 10TWh씩 증가했는데, 데이터센터의 26년 연간 증분은 55TWh로 증가할 전망.

클라우드 도입/확산, LLMs 도입/확산이 견인하는 전력 수요 증가



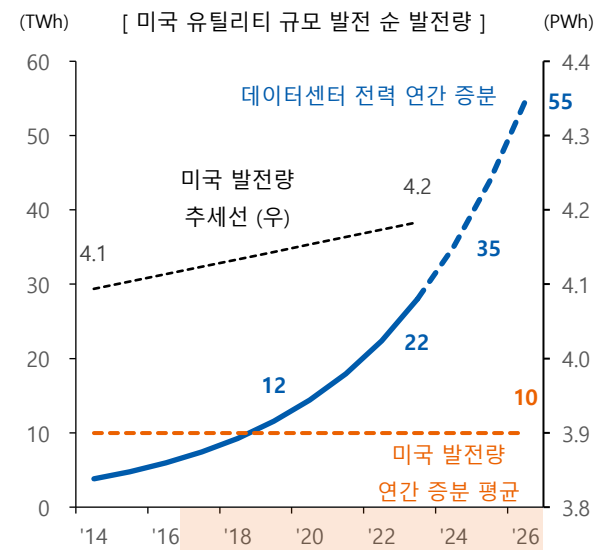
자료: eia, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 데이터센터 15% 위치 버지니아 - 클라우드, LLMs 도입 반영



자료: eia, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

신재생 발전 의존, 발전 전체 규모 증가 없이 데이터센터 전력 총당



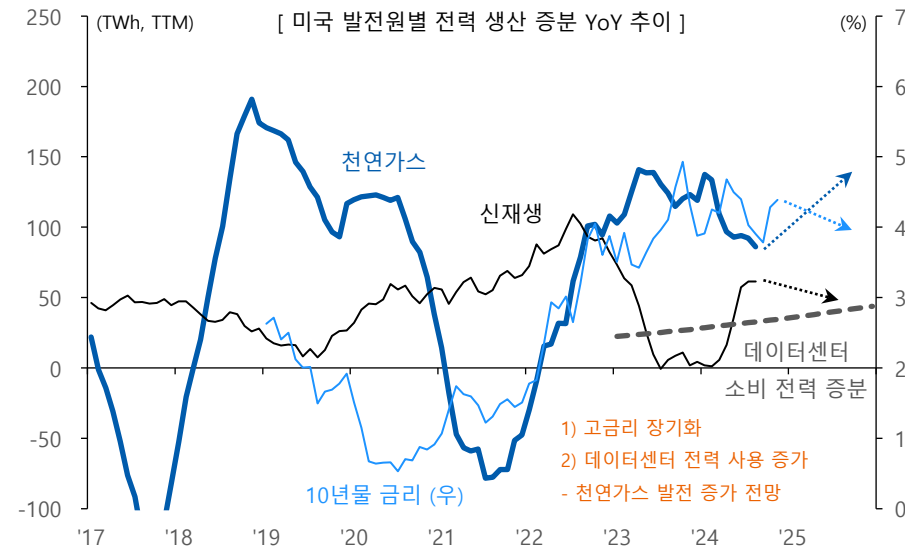
자료: eia, datacenterdynamics/BCG 자료 재구성 및 자체 추정, 유안타증권 리서치센터



## 부족한 전력이 급하게 필요한 형국

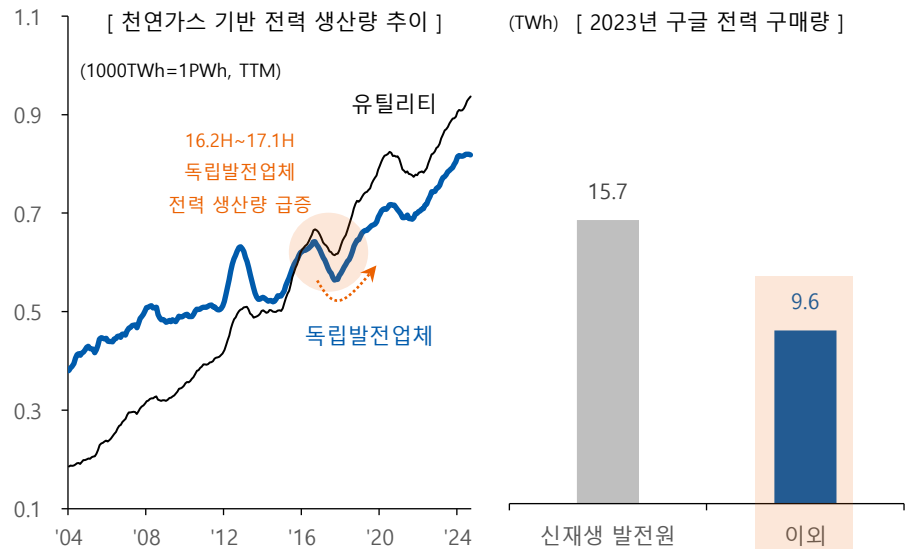
- 고금리 사이클이 예상보다 장기화될 가능성이 높아진 국면에서 Capa 확대에 의존하는 신재생 발전 기반의 전력 공급 증분은 줄고 천연가스 발전 기반의 공급이 늘 것으로 전망. AI 인프라발 전력 수요의 가파른 증가가 B2C 전기요금 인상으로 전가될 가능성.
- 보도에 따르면, 버지니아, 오하이오 등 PJM 전력망 지역 내 내년 최대 20% 전기요금 인상 가능성에 대한 근본 원인으로 데이터 센터를 언급. 이외 연료 가격 변동성, 악천후, 금리 상승을 인상 원인으로 언급(The Washington Post, '24.11).
- 악천후, 금리 인상, 절대적인 용량 등 신재생 발전의 취약성과 관련. 사례로, 구글 역시 전년 신재생외 발전원 기반 전력 대량 구매.

고금리 사이클 장기화 가능성, 신재생 발전 기반 전력 공급 증분 줄고 천연가스 공급 증분 증가 전망



자료: Iea, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

클라우드 도입과 함께 PPA의 천연가스 발전 확대. 구글, 23년 신재생 외 발전원 기반 전력 대량 구매

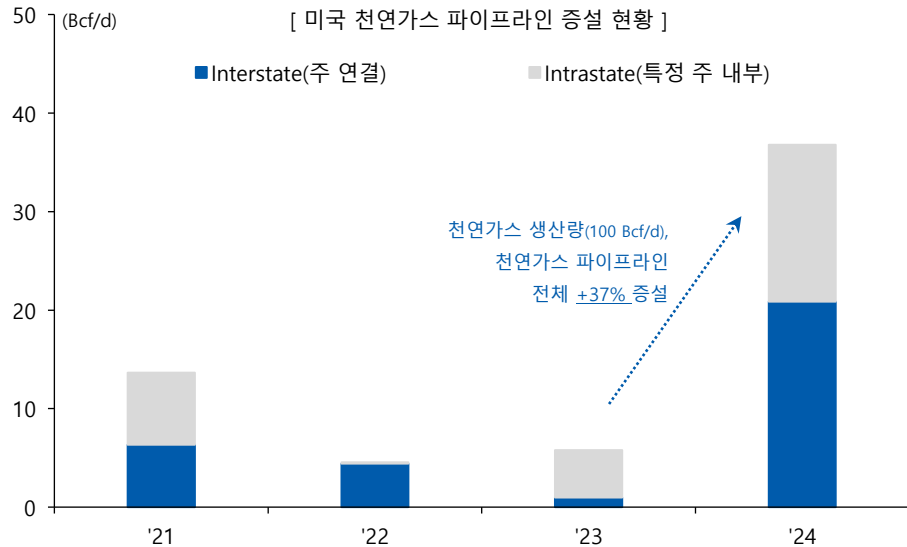


자료: Iea, Google Environmental Report, 유안타증권 리서치센터

## 천연가스 발전 용량, 수송량 증가 수혜 업종 유효

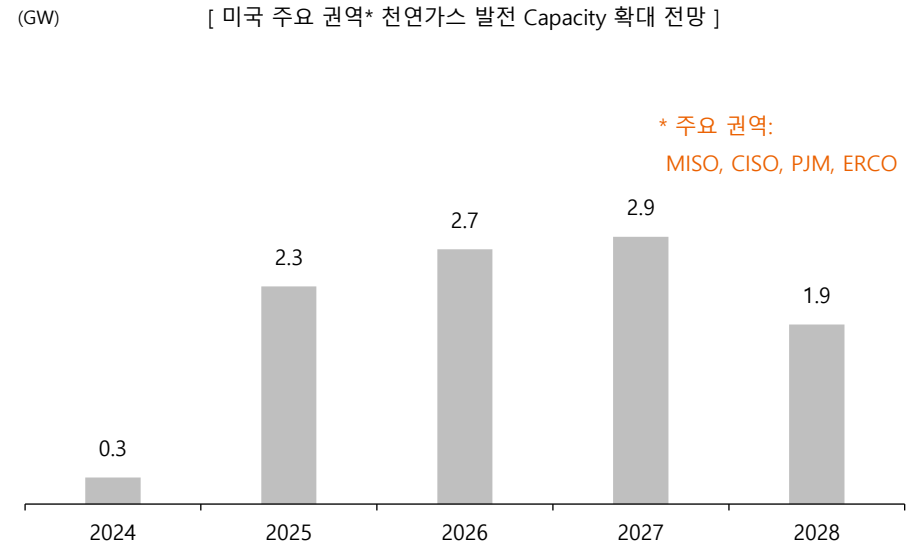
- 올해 말 천연가스 파이프라인 증설을 통해 전체 생산량의 37%를 수송할 수 있는 파이프라인 용량이 추가 확보될 전망. 파이프라인 업체의 외형 성장으로 연결.
- 천연가스 발전 Capacity 증설도 내년은 24년 대비 2GW가 큰 2.3GW 규모의 증설이 이루어질 전망으로 27년까지 증설 속도는 더 빨라질 전망.
- 이에, 천연가스 발전 용량 증가 혹은 이에 따른 수송량 증가 수혜 업종/업체에 대한 접근이 유효한 국면이라는 판단.

올해 말 천연가스 파이프라인 증설 예정 - 전체 생산의 37%를 수송할 수 있는 용량이 추가 확보될 전망

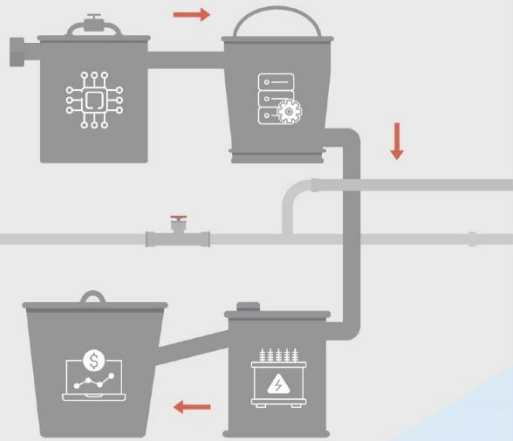


자료: eia, 유안타증권 리서치센터

데이터센터 밀집도 높은 지역을 중심으로 천연가스 투자 확대, 28년까지 견조한 흐름을 보일 전망



자료: eia, 유안타증권 리서치센터



## Part 3. AI 플랫폼

### 우후죽순 형세의 AI S/W



**황병준**

US Market Analyst

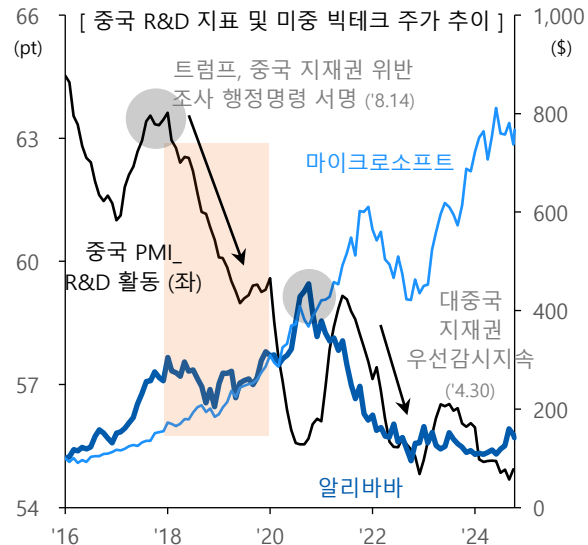
02 3770 3523

byeongjun.hwang@yuantakorea.com

## 정부 주도 AI Initiative 확대 본격화 전망

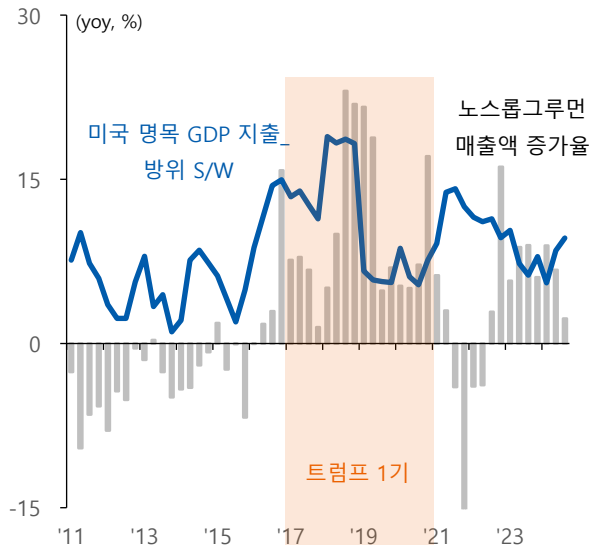
- 정부 주도 AI 이니셔티브 확대가 본격화할 전망. 1) AI 산업 진흥을 통한 증시 상승 견인, 2) AI 리더십 유지(국방 등)를 통한 대중국 견제라는 구조적인 요인이 정책 추진의 근거. 트럼프 2기 출범과 관련 1기 당시 국방 S/W 투자가 확대된 사례 역시 이를 뒷받침.
- 최근 백악관의 행보도 이를 뒷받침. 지난 9월 12일 백악관은 미국 AI 산업 선도를 위한 기업(하이퍼스케일러, AI 유틸리티 등) 기업 CEO를 소집, 1) 데이터센터 개발을 가속화 하기 위한 정책 절차 간소화, 2) 안정적 에너지솔루션 제공을 위한 DOE 자금 할당, 3) 데이터센터 개발자를 위한 연방 및 주 자치 단체의 재정 인센티브 제공과 관련 조치를 발표.

대중국 견제와 AI 리더십 유지를 위한 미국의 정책 행보 지속될 전망



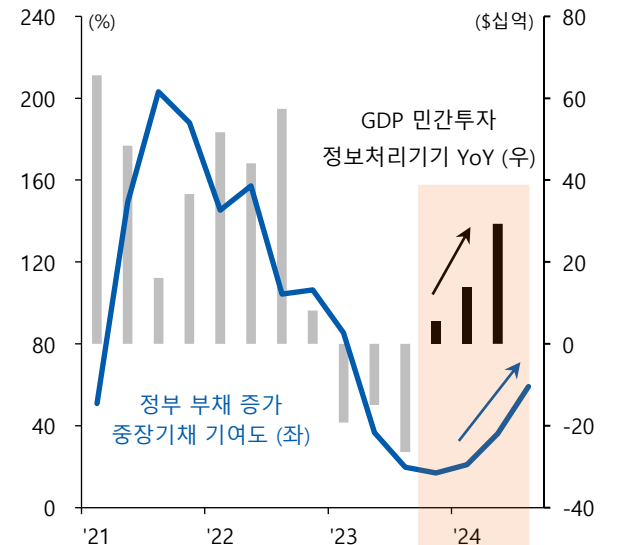
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

트럼프 1기 당시 국방 S/W 투자 확대 사례 - 국방 S/W 수혜 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

데이터센터 개발을 위한 재정 인센티브, DOE 자금 할당 확대 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



# 트럼프 2기의 규제 완화 정책이 가세

- 트럼프 캠프, 지난 7월 불필요한 AI 규제에 대해 재고하고 군사 기술을 발전시키기 위한 AI 행정 명령 초안을 작성하고 있다는 사실 보도. 국가 안보 및 경쟁국과의 AI 리더십 경쟁을 강조해 추진 가능성 높은 상황.
- AI 개발 전 과정과 이에 수반되는 테스트 결과 전부를 정부에 모두 고지하는 바이든 행정 명령과 달리 트럼프 2기의 AI 행정 명령은 AI 모델을 평가하고 해당 시스템을 보호하는 정식 기관을 산업 Player 주도로 조직할 것을 제시.
- 군사 AI 역량 강화와 관련 AI 방위 S/W 수혜가 전망되는 한편, AI 고강도 규제 폐지 명령은 업계 외형 성장 견인에 긍정적.

## AI 모델에 대해 정부 안전 검사를 의무화하고 그 결과를 정부에 제출하도록 의무화한 바이든 AI 규제 명령

바이든 행정부, AI 규제 첫 행정 명령 발표 ('23.10.30)

### 주요 내용

미국이 연방 정부 차원에서 AI 개발과 활용을 안전하고 책임감 있게 촉진하고, 국가 안보, 건강과 안전을 위협하는 AI 기술 개발과 이용을 규제

### 1. AI 개발 기업의 안전성 평가 의무화

미국이 안보/건강/안전을 위협할 수 있는 AI 모델에 대해 정부가 검증한 전문가 그룹(AI 레드팀)의 안전 검사를 받고 AI 개발자는 그 결과를 정부에 제출하도록 의무화. MS, Google 등 미국 기업의 AI 기술을 이용하는 외국 기업에 대해서도 안전성 평가 및 결과 보고를 의무화

### 2. AI 도구 안전성 표준 마련 - 에너지부가 AI 기술 평가 수단을 개발

### 3. 콘텐츠 인증 표준 수립

AI 기술로 만든 가짜 이미지 등 콘텐츠 식별을 위한 워터마크 적용 의무화

### 4. 개인 정보 보호

데이터 수집 출처 정보 미제공, 알고리즘 훈련을 위한 대규모 개인 정보 불법 수집 및 연령 확인 절차 미비, AI 개발 기업, 개인 정보 불법 사용 지침 마련 의무화

자료: The White House Fact Sheet, 유안타증권 리서치센터

## 트럼프 캠프, 지난 7월 군사 AI 역량 강화, AI 고강도 규제 폐지를 내세운 행정 명령 초안 작성

트럼프 캠프, 군사 기술 혁신을 위한 맨해튼 프로젝트 AI 명령 초안

### 주요 내용

- 1) 군사 AI 역량 강화를 위한 대규모 프로젝트 개시, 2) AI 분야 혁신과 성장을 촉진하기 위한 부담스러운 규제 폐지
- 3) 해당 프레임워크는 국가 안보와 중국을 비롯한 경쟁국과의 경쟁을 강조

### 프로젝트 1. AI 기반 자율 전쟁 수행 생태계

- 1) 상호 연결 자율 드론: 공중 임무를 자율적으로 수행하는 드론 개발
- 2) 지상 전투 유닛: 지상 작전 수행을 위한 AI 기반 로봇 유닛 개발
- 3) 자율 해군 함대: 순찰, 전투, 물류 임무 수행을 위한 자율 함정 함대 구축
- 4) 우주 AI 자산: 글로벌 감시, 통신, 방어를 위한 AI 제어 위성, 드론 배치

### 프로젝트 2. 양자 AI 전쟁 시스템 - 양자 기반 AI 시스템 개발

### 프로젝트 3. AI 기반 군사력 강화 - AI 시스템 기반 군사 능력 증강

### 프로젝트 4. AI 통합 전략 방위 네트워크

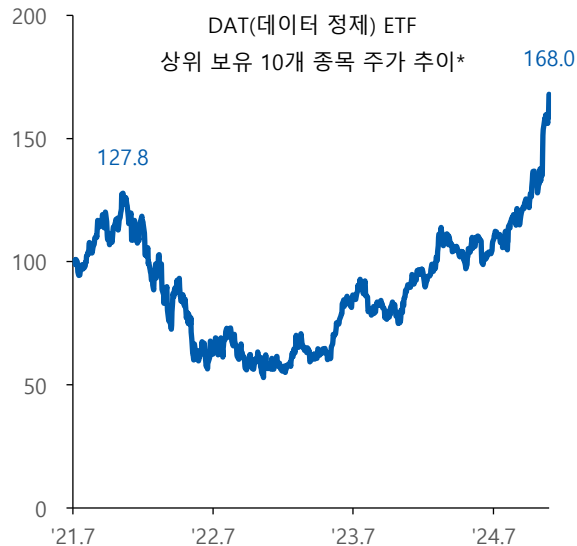
- 1) 글로벌 AI 감시망: 위성, 드론, 센서 등 AI 기반 감시 네트워크 개발 및 모니터링
- 2) 실시간 위협 분석: 감시 데이터의 실시간 분석과 위협 식별, 우선 순위 지정
- 3) 방어 체계 자동화: 미사일/사이버/위성에 AI 기반 제어 시스템 구축, 위협 자동 대응

자료: Foresight Navigator, 유안타증권 리서치센터

# AI 소프트웨어 수익화 가시화

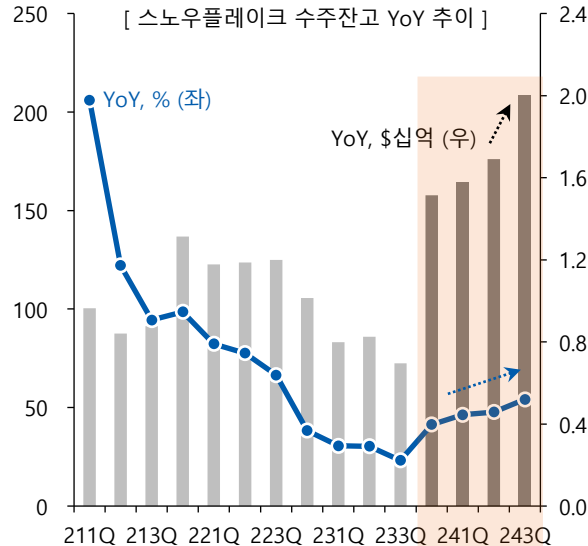
- Palantir 주가 상승을 필두로 AI 데이터 및 검색 업체들의 주가 상승세 지속 중. 데이터 관리 플랫폼 업체 Snowflake, Gen-AI 검색 업체 Elastic가 견고한 3분기 실적을 발표하며 AI S/W 수익화를 가시화, 같은 빅데이터 플랫폼 업체 MDB, DDOG으로 온기 확산.
- Palantir 플랫폼은 데이터 내 패턴을 파악해 BI를 추출, 빅데이터를 일원화하고 통합된 환경을 구축, 각 엔드 포인트 시스템에서 발생하는 여러 작업을 우선 순위화해 조율, AI 검색을 기반으로 애플리케이션을 개발하는 업체로, AI 플랫폼 수익화 선두 업체.
- CSPs 3사, Palantir 등 AI 플랫폼 업체 뿐만 아니라 AI 검색, 데이터 관리, AI 개발 환경 구축 등 AI 플랫폼 하위 업체 수익화 가시화.

전고점 대비 31% 상승한 Data Refinery ETF - 수익화 모멘텀 반영



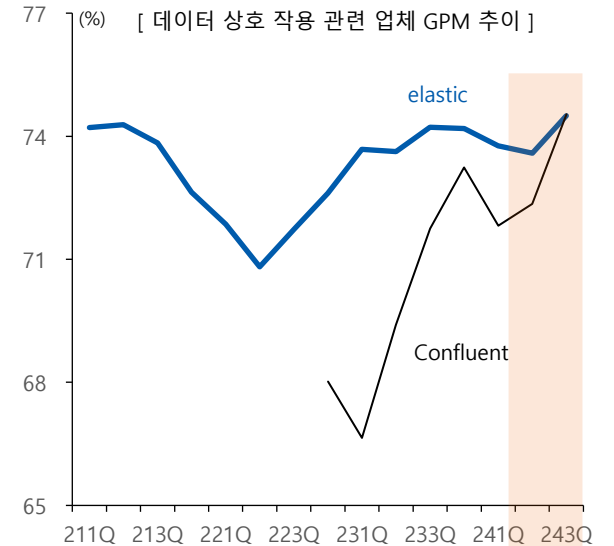
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 \*MSTR을 제외한 상위 10개 종목

대표 데이터 관리 플랫폼 업체 SNOW 수주잔고 YoY 증가세 가속



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

데이터 상호 작용 관련 업체 수익성 개선 가시화

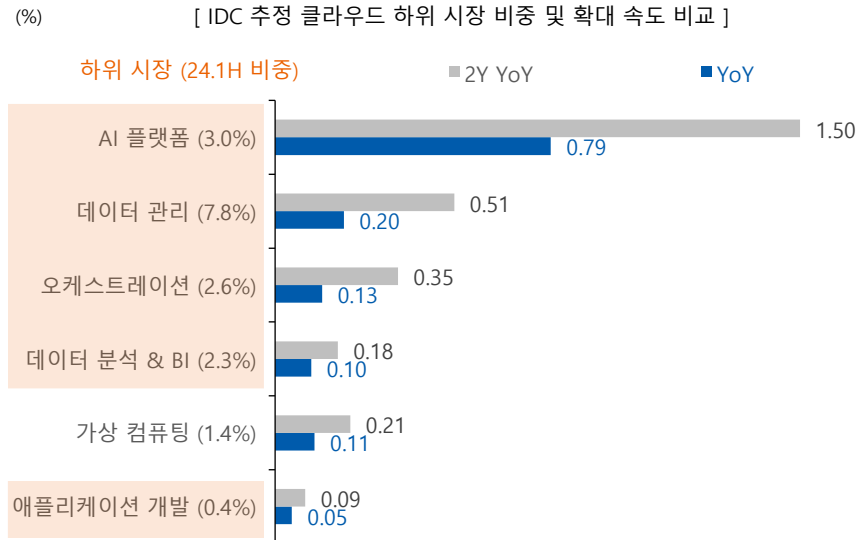


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## AI 플랫폼에 이어 하위 부문으로 확산하는 온기

- IDC('10.24) 분석에 따르면 클라우드 하위 부문 내 지난 2년간 가장 성장 속도가 빨랐던 부문은 AI 플랫폼 부문으로 AI 플랫폼 하위 부문으로 분류할 수 있는 1) 데이터 관리, 2) 오케스트레이션, 3) 데이터 분석 및 BI 추출 부문이 그 뒤를 이음.
- AI 플랫폼 도입 확대와 함께 하위 부문으로의 온기 확산이 가시화하는 중. Snowflake는 업계 데이터 클라우드 지배력, 데이터 심층 분석 역량을 바탕으로 Anthropic과 Claude3.5 모델의 데이터 접근성 확보와 BI 추출을 지원하기 위한 다년간의 파트너십을 체결.
- 또 하나의 데이터 클라우드 기업 Salesforce는 최근 IBM과 데이터 접근성(Salesforce), 스토리지 및 컴퓨팅(IBM) 관련 파트너십을 체결.

지난 2년간 가장 성장 속도가 빨랐던 AI 플랫폼 부문 성장 온기가 하위 부문으로 확산되는 국면에 위치



자료: IDC('10.24), Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AI 플랫폼 업체, 실시간 데이터 접근성 강화를 위한 데이터 클라우드 특화 업체와의 협업 사례 증가

순위	AI 플랫폼	M/S	YoY	데이터 관리	M/S	YoY
1	Open AI	12.5	10.5	Snowflake	5.1	1.1
2	Anthropic	2.1	2.0	Oracle	4.6	1.3
3	IBM	1.3	0.6	Alibaba Group	2.8	0.3
4	Qualtrics_SAP	1.3	0.4	Databricks	2.6	0.7
5	NVIDIA	1.1	0.6	MongoDB	2.2	0.5

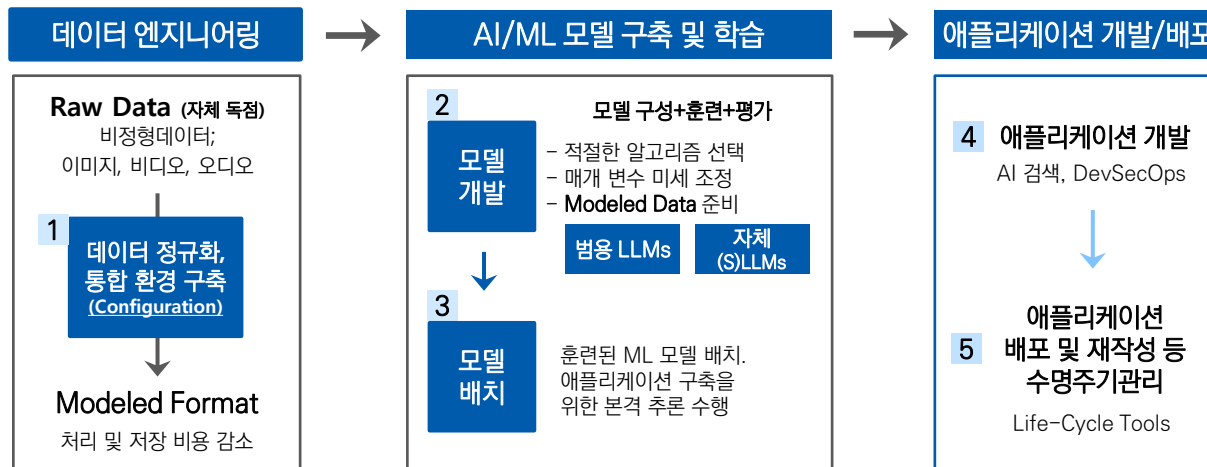
순위	오케스트레이션	M/S	YoY	데이터 분석 & BI	M/S	YoY
1	Boomi	2.8	0.5	Salesforce	9.3	2.1
2	Celonis	2.6	0.7	SAP	7.6	1.6
3	SPS Commerce	2.5	0.4	Oracle	5.0	1.2
4	Oracle	2.4	0.5	Trimble	3.4	0.9
5	Confluent	2.2	0.7	IBM	3.4	0.1

자료: IDC('10.24), Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

# 애플리케이션 개발 단계까지 수익화 가시화

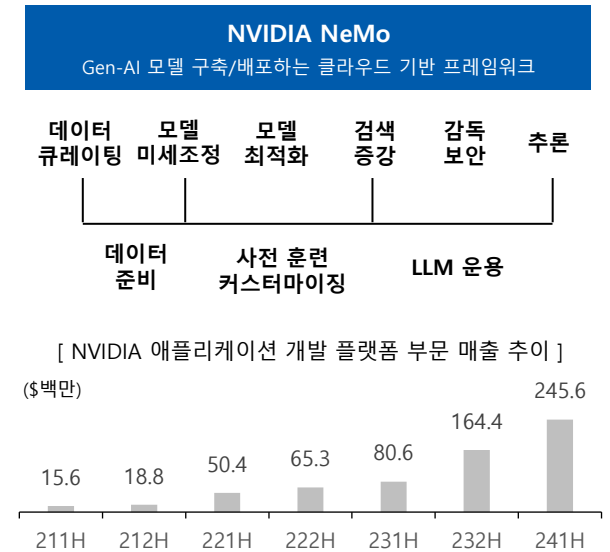
- 3분기 실적에서 가장 두각을 보인 AI 플랫폼 업체 Snowflake는 AI 검색(Cortex AI), 모델 개발(Snowpark), 데이터 분석 및 저장(Data Lake, Data Warehouse) 사업 역량, 데이터 클라우드 시장 지배력을 기반 NVIDIA, Microsoft, ServiceNow, Anthropic과의 파트너십을 진행 중.
- NVIDIA의 AI 소프트웨어인 NVIDIA NeMo 역시 데이터 엔지니어링과 모델 커스터마이징에 이르는 서비스부터 동사가 보유한 고성능 DGX Cloud를 기반으로 LLMs 고도화와 추론에 이르는 토탈 솔루션을 제공, 최근 2년간 AI S/W 수익 5배 증가를 추정.
- 금번 3분기 호실적을 시현한 Gen-AI 검색 업체 Elastic 역시 NVIDIA, Anthropic, AWS 등과의 협업을 통해 App. 개발 가속화를 지원.

금번 3분기 데이터 엔지니어링(Snowflake), AI 플랫폼(NVIDIA, Palantir), 애플리케이션 개발 지원(검색; elastic) 업체에서 AI 수익화 가시화



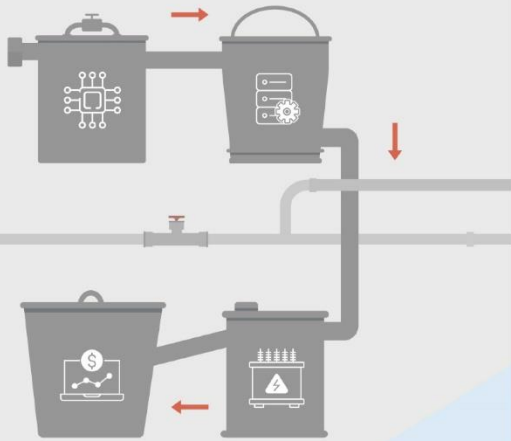
자료: 유안타증권 리서치센터

NVIDIA, NeMo 기반 AI App. 개발 매출 전반기 대비 50% 증가



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터





## **PART 4.**

# 2025 US Top Picks



황병준

02 3770 3523  
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

기업정보	
국가	미국
상장거래소	뉴욕증권거래소
산업분류 (GICS 4)	주택 건설

주요주주 (%)	
1. Vanguard Group	10.7
2. Blackrock	9.6

매출구성 (%)	
1. Homebuilding	86.3
2. Rental	7.1

현재가 (달러)	163.53
컨센서스 (달러)	185.14
시가총액 (억달러)	525
유동주식비율 (%)	100.4
52주 최저/최고 (달러)	125.28/199.85

주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
DHI.US	-8.5	13.5	28.3
S&P500	2.9	13.3	30.9

# D.R. Horton (DHI)

## 규제 완화에 따른 주거 부담 완화 효과 기대



- 12, '19년, 역사적으로 금리 인하 혹은 저금리 기간 강한 주거 투자 회복 확인, 트럼프 2기 집권에 따른 규제 완화가 신규 주택 판매 회복을 견인할 전망.
- 시장 수요를 반영하는 자가 임대료와 신규 주택 매매량은 주택 착공 선행지표로 견조한 증가세를 보이고 있음에도 금리 인하 대기 수요에 따른 일시적인 실적 개선 둔화와 최근 착공 둔화가センチ먼트 악화로 이어졌다는 판단.
- 이익 개선세가 회복될 가능성 높음에도 밸류에이션은 역사적 평균 수준에 그쳐 투자 매력 높은 구간으로 판단.
- 역사 평균 수준을 상회하는 자가 임대료, 부족한 재고 상황이 반영하는 주택 수요에도 최근 주가 하락은 금리 인하 대기 수요에 따른 착공 물량 감소와 고금리 장기화에 따른 인센티브 비용 증가에 따른 수익성 악화 반영 중.
- 트럼프 정권의 주요 지지층인 저소득층의 주거 문제 해결을 위해 저렴한 가액 주택 공급이 확대될 가능성이 높아 동사 수혜 예상. 전체 주택 매출 비중의 70%가 미국 전체 공급 주택 중간 가격(\$427k) 이하.
- 최근 12개월 수주액 역사 최고 수주액 90% 수준을 회복 - 규제 완화 등 정책 지원 가세와 밸류에이션 고려시 매력적.

### Summary

결산 (9월)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액 (백만달러)	33,480	35,460	36,801	36,971	39,760
영업이익 (백만달러)	7,570	6,102	5,936	5,816	6,312
당기순이익 (백만달러)	5,858	4,746	4,756	4,495	4,831
PER (배)	4.0	7.7	13.1	11.6	10.5
PBR (배)	1.2	1.6	2.4	1.9	1.7
EV/EBITDA (배)	3.5	6.0	10.5	8.2	8.2
ROE (%)	34.2	22.5	19.8	17.4	17.3

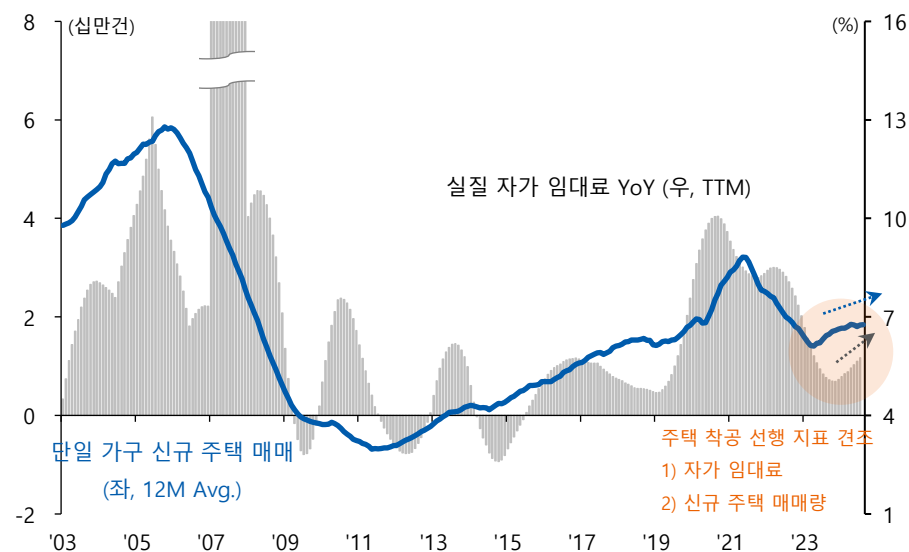
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



# 금리 인하 대기 수요에 따른 착공 둔화 우려 반영

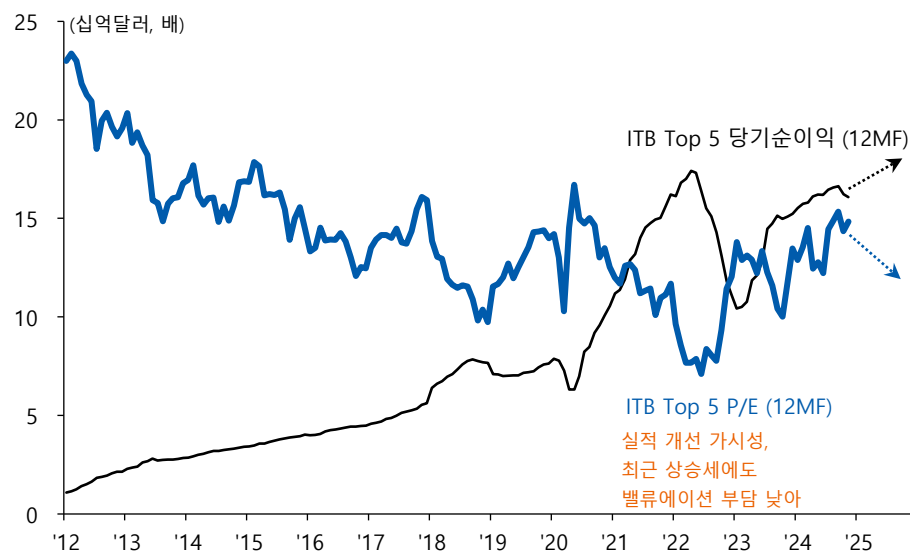
- 12, '19년, 역사적으로 금리 인하 혹은 저금리 기간 강한 주거 투자 회복 확인, 트럼프 2기 집권에 따른 규제 완화가 신규 주택 판매 회복을 견인할 전망이다.
- 시장 수요를 반영하는 자가 임대료와 신규 주택 매매량은 주택 착공 선행지표로 견조한 증가세를 보이고 있음에도 금리 인하 대기 수요에 따른 일시적인 실적 개선 둔화와 최근 착공 둔화가センチ먼트 악화로 이어졌다는 판단.
- 이익 개선세가 회복될 가능성 높음에도 밸류에이션은 역사적 평균 수준에 그쳐 투자 매력 높은 구간으로 판단

시장 수요를 반영하는 자가 임대료와 신규 주택 매매량은 주택 착공 선행지표는 견조한 증가세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이익 개선세가 가속화 가능성 높음에도 밸류에이션은 역사적 평균 수준에 그쳐

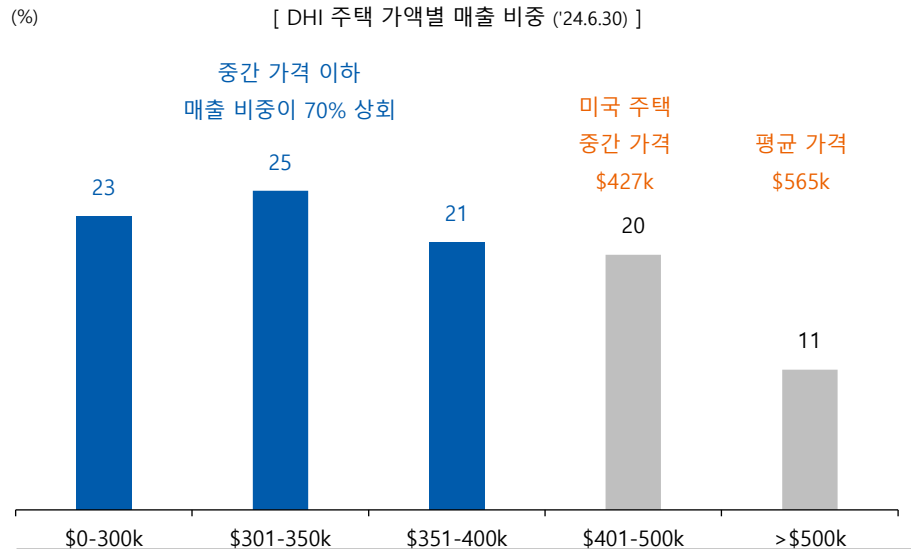


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 비우호적인 매크로 환경 선반영

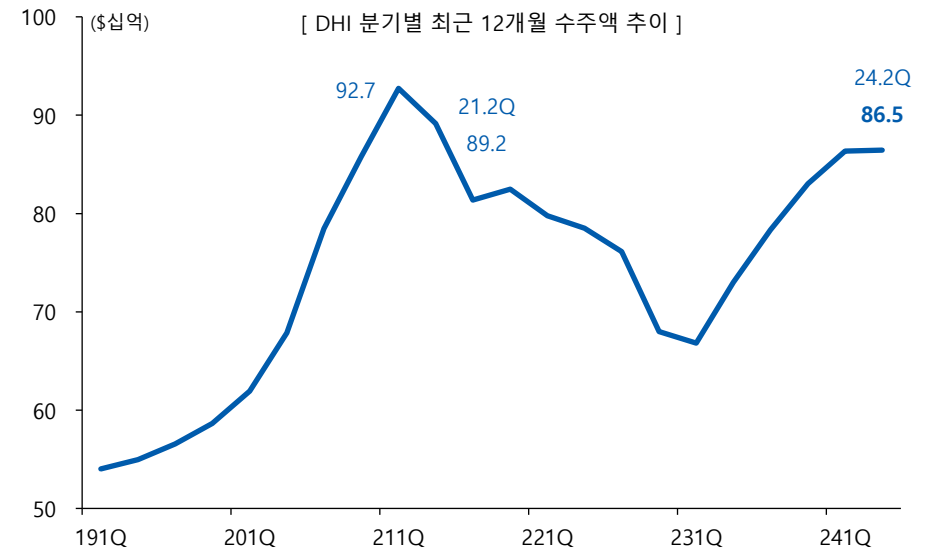
- 역사 평균 수준을 상회하는 자가 임대료, 부족한 재고 상황이 반영하는 주택 수요에도 최근 주가 하락은 금리 인하 대기 수요에 따른 착공 물량 감소와 고금리 장기화에 따른 인센티브 비용 증가에 따른 수익성 악화 반영 중.
- 트럼프 정권의 주요 지지층인 저소득층의 주거 문제 해결을 위해 저렴한 가액 주택 공급이 확대될 가능성이 높아 동사 수혜 예상. 전체 주택 매출 비중의 70%가 미국 전체 공급 주택 중간 가격(\$427k) 이하.
- 최근 12개월 수주액 역사 최고 수주액 90% 수준을 회복 - 규제 완화 등 정책 지원 가세와 밸류에이션 고려시 매력적.

미국 기존 주택 중간 가격, 평균 가격을 하회하는 주택 매출이 전사 매출에서 차지하는 비중, 70% 이상



자료: D.R. Horton, 유안타증권 리서치센터

최근 12개월 수주액 역사 최고 수주액 93% 수준 회복 - 금리 인하 기대감, 정책 지원 가세할 전망



자료: D.R. Horton, 유안타증권 리서치센터

D.R. Horton (DHI) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (9월)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	20,311	27,774	33,480	35,460	36,801
매출액 증가율 (%)	15.5	36.7	20.5	5.9	3.8
매출원가	15,349	19,871	22,906	26,110	27,266
매출총이익	4,962	7,904	10,575	9,350	9,535
판매비	2,048	2,556	2,934	3,249	3,600
영업이익	2,950	5,333	7,570	6,102	5,936
영업이익 증가율 (%)	40.9	80.8	42.0	-19.4	-2.7
EBITDA	3,030	5,415	7,652	6,193	6,023
영업외손익	-33	-24	-59	-213	-349
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-153	-152	-163	-204	-204
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	120	129	103	-10	-145
법인세비용차감전순손익	2,983	5,356	7,630	6,315	6,285
법인세비용	603	1,165	1,734	1,520	1,479
계속사업순손익	2,381	4,191	5,896	4,795	4,806
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,374	4,176	5,858	4,746	4,756
지배순이익 증가율 (%)	46.7	75.9	40.3	-19.0	0.2

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (9월)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	1,422	534	562	4,304	2,190
당기순이익	2,374	4,176	5,858	4,746	4,756
유무형자산상각비	80	82	81	92	87
기타비현금손익 조정	-535	-1,113	-2,951	-67	-238
매출채권증감	0	0	0	0	0
재고자산증감	-1,064	-3,456	-3,462	-365	-2,435
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-166	-252	-415	-310	-191
인수 및 사업	-10	-25	-272	-213	-40
유형자산 증가 (CAPEX)	-287	-267	-148	-149	-165
유형자산 감소	130	38	0	52	19
기타현금흐름	1	2	5	-1	-4
재무활동 현금흐름	271	-85	-811	-2,667	-1,355
차입금 증감	907	1,077	573	-1,062	895
자본금 증감	-337	-792	-1,097	-1,153	-1,747
현금배당	-256	-289	-317	-341	-395
기타현금흐름	-43	-81	29	-111	-108
현금의 증감	1,526	197	-664	1,327	644
기초 현금	1,514	3,040	3,237	2,573	3,900
기말 현금	3,040	3,237	2,573	3,900	4,544
NOPAT	2,454	4,284	5,960	4,751	4,643
FCF (Free Cash Flow)	1,135	267	414	4,156	2,025

자료: Bloomberg

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (9월)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	15,278	19,716	24,229	26,273	29,447
현금및현금성자산	3,019	3,210	2,541	3,874	4,516
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	12,237	16,479	21,656	22,373	24,903
비유동자산	3,635	4,300	6,123	6,309	6,657
유형자산	718	429	518	492	582
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	981	1,444	2,644	2,736	666
자산총계	18,912	24,016	30,351	32,582	36,104
유동부채	2,508	3,387	4,499	4,350	4,362
매입채무 및 미지급금	2,435	3,319	4,417	4,268	4,300
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	4,283	5,412	6,067	5,095	5,918
장기차입금	4,283	5,412	6,067	5,095	5,918
부채총계	6,791	8,800	10,566	9,445	10,280
자본금	4	4	3	3	3
자본잉여금	3,241	3,275	3,350	3,432	3,491
이익잉여금	9,758	13,644	19,185	23,590	27,951
비지배지분	282	330	389	442	512
자본총계	12,122	15,216	19,786	23,138	25,824
순차입금	1,302	2,239	3,574	1,269	1,455
총차입금	4,320	5,449	6,115	5,143	5,971

재무제표 및 밸류에이션

결산 (9월)	2019	2020	2021	2022	2023
EPS	6.5	11.6	16.7	13.9	14.4
BPS	32.5	41.8	56.4	67.8	78.1
EBITDAPS	3.9	1.5	1.6	12.6	6.6
SPS	55.6	76.9	95.2	104.1	111.7
DPS	0.7	0.8	0.7	1.0	1.2
PER	12.4	7.3	4.0	7.7	13.1
PBR	2.3	2.0	1.2	1.6	2.4
EV/EBITDA	9.6	6.0	3.5	6.1	10.6
PSR	1.4	1.1	0.7	1.0	1.7
ROE	21.7	31.2	34.2	22.5	19.8
ROIC	16.0	22.6	24.9	17.0	15.1
ROA	13.8	19.5	21.5	15.1	13.8
부채비율 (%)	35.6	35.8	30.9	22.2	23.1
순차입금/자기자본 (%)	10.7	14.7	18.1	5.5	5.6
매출총이익률 (%)	24.4	28.5	31.6	26.4	25.9
영업이익률 (%)	14.5	19.2	22.6	17.2	16.1
매출순이익률 (%)	11.7	15.0	17.5	13.4	12.9
EBITDA 마진 (%)	14.9	19.5	22.9	17.5	16.4



황병준

02 3770 3523  
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

기업정보	
국가	미국
상장거래소	뉴욕증권거래소
산업분류 (GICS 4)	석유 가스 수송 &

주요주주 (%)	
1. Kinder Richard D	11.6
2. Vanguard Group	9.1

매출구성 (%)	
1. 천연가스 파이프라인	59.7
2. 제품 파이프라인	20.0

현재가 (달러)	28.49
컨센서스 (달러)	26.47
시가총액 (억달러)	633
유동주식비율 (%)	79.9
52주 최저/최고 (달러)	16.47/28.81

주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
KMI.US	15.5	53.2	64.2
S&P500	2.9	13.3	30.9

# Kinder Morgan (KMI)

## 북미 최대 천연가스 파이프라인 업체



- 북미 지역 최대 천연가스 파이프라인 업체로 미국에서 생산되는 전체 천연가스 운송의 약 40%를 관장하는 기업. 동사 전체 매출과 현금 흐름의 약 64%는 천연가스 사업(저장 및 운송 T&S, 가공 및 운송 G&P)을 통해 창출.
- 미국 남동부를 중심으로 천연가스 운송에 대한 막대한 시장 지배력을 지니고 있으며 특히, 미국 내 최대 셰일 생산지인 텍사스주와 루이지애나주에 위치한 파이프라인들의 역할이 큰 상황.
- 2분기 이후 주요 천연가스 생산지역 중 생산량 기준 Top 2인 애팔래치아, 퍼미안 지역에서 생산량 확대 본격화 기대감.
- 25년 트럼프 2기 행정부 출범 이후 미국은 셰일 생산을 적극 확대할 것으로 판단. AI 인프라 확대 지속에 따른 전력 수요 급증과 전력 물가 인플레이션 완화를 위한 원유 공급 안정 정책이 지속될 가능성.
- 대선 결과와 무관하게 새로운 행정부는 셰일 생산을 통해 원유와 더불어 천연가스도 확보할 것. 전략비축유(SPR)을 비롯 정부가 원유 생산 확대를 위해 활용할 수 있는 자체적인 카드는 이미 소진한 상황.
- 연방정부 토지 내 시추 허가 및 임대 규제 완화 카드를 활용할 것으로 판단. 연방 정부 토지 비중은 14%로 여력도 충분.

### Summary

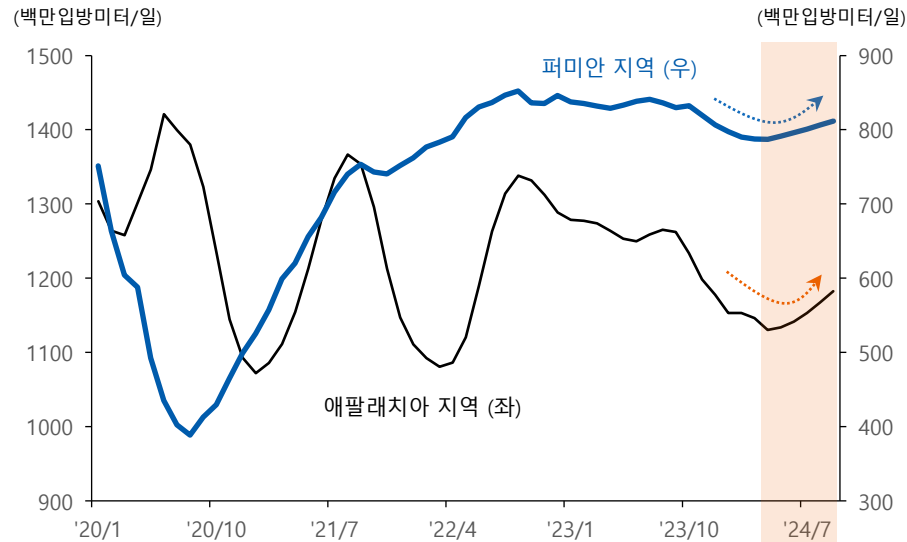
결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액 (백만달러)	16,610	19,200	15,334	15,460	16,291
영업이익 (백만달러)	2,916	4,065	4,263	4,993	4,942
당기순이익 (백만달러)	1,784	2,548	2,391	2,657	2,794
PER (배)	12.0	15.8	16.6	24.0	22.8
PBR (배)	1.2	1.3	1.3	2.1	2.1
EV/EBITDA (배)	10.3	11.7	11.0	11.7	11.7
ROE (%)	5.7	8.2	7.8	8.6	8.8

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 북미 지역 최대 천연가스 파이프라인 업체

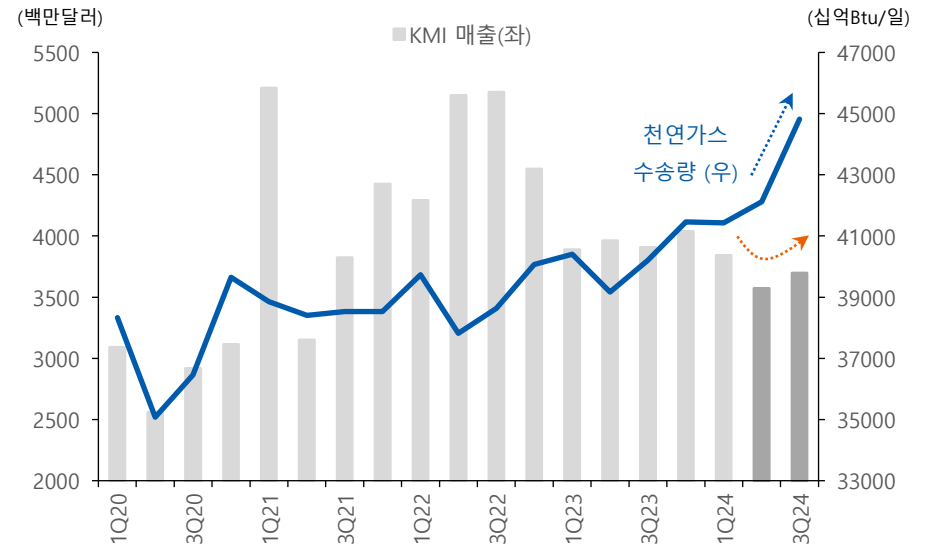
- KMI는 북미 지역 최대 천연가스 파이프라인 업체로 미국에서 생산되는 전체 천연가스 운송의 약 40%를 관장하는 기업. 동사 전체 매출과 현금 흐름의 약 64%는 천연가스 사업(저장 및 운송 T&S, 가공 및 운송 G&P)을 통해 창출.
- 동사는 미국 남동부를 중심으로 천연가스 운송에 대한 막대한 시장 지배력을 지니고 있으며 특히, 미국 내 최대 세일 생산지인 텍사스주와 루이지애나주에 위치한 파이프라인들의 역할이 큰 상황.
- 2분기 이후 주요 천연가스 생산지역 중 생산량 기준 Top 2인 애팔래치아, 퍼미안 지역에서 생산량 확대 본격화 기대감.

미국 기준 주택 중간 가격, 평균 가격을 하회하는 주택 매출이 전사 매출에서 차지하는 비중, 70% 이상



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

최근 12개월 수주액 역사 최고 수주액 93% 수준 회복 - 금리 인하 기대감, 정책 지원 가세할 전망



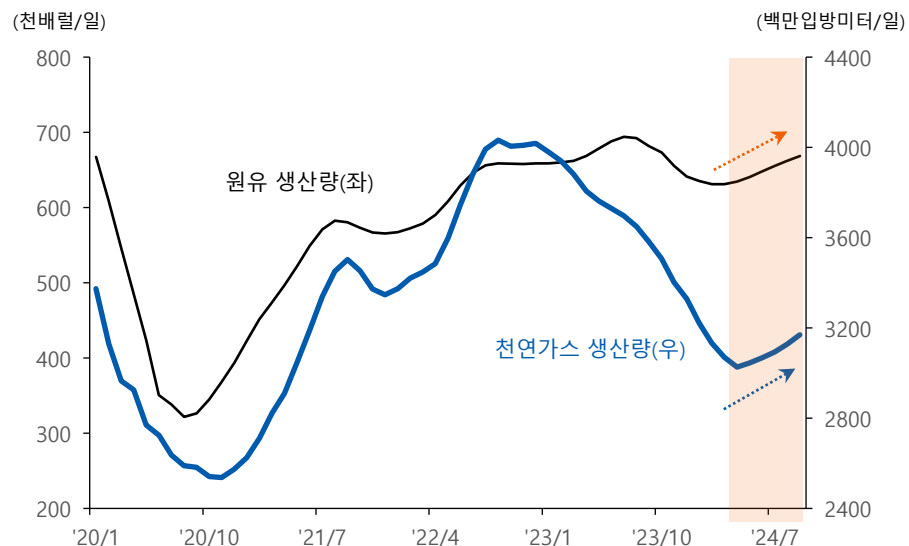
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



# 셰일 생산 확대로 천연가스 공급 확대

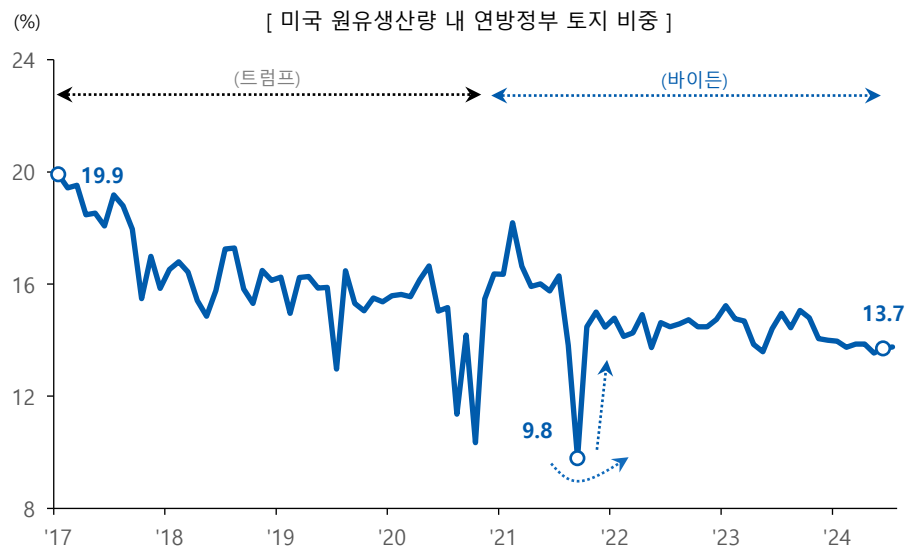
- 25년 트럼프 2기 행정부 출범 이후 미국은 셰일 생산을 적극 확대할 것으로 판단. AI 인프라 확대 지속에 따른 전력 수요 급증과 전력 물가 인플레이션 완화를 위한 원유 공급 안정 정책이 지속될 가능성.
- 대선 결과와 무관하게 새로운 행정부는 셰일 생산을 통해 원유와 더불어 천연가스도 확보할 것. 전략비축유(SPR)을 비롯 정부가 원유 생산 확대를 위해 활용할 수 있는 자체적인 카드는 이미 소진한 상황.
- 연방정부 토지 내 시추 허가 및 임대 규제 완화 카드를 활용할 것으로 판단. 연방 정부 토지 비중은 14%로 여력도 충분.

셰일 생산량 확대로 천연가스 생산 및 공급도 동반 확대될 것, 하반기 증가세 확인



자료: eia, 유안타증권 리서치센터, 주: 미국 주요 생산지역 5개 + 기타 합계

현재 전체 생산량 내 연방 정부 토지 비중은 14% 정도로 허가 여력도 충분, 활용 가능성 존재



자료: eia, 유안타증권 리서치센터



Kinder Morgan (KMI) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	13,209	11,700	16,610	19,200	15,334
매출액 증가율 (%)	-6.6	-11.4	42.0	15.6	-20.1
매출원가	8,691	7,562	11,422	14,537	10,416
매출총이익	4,518	4,138	5,188	4,663	4,918
판매비	590	648	655	637	668
영업이익	4,873	1,560	2,916	4,065	4,263
영업이익 증가율 (%)	28.4	-68.0	86.9	39.4	4.9
EBITDA	7,345	3,733	5,064	6,263	6,526
영업외손익	1,708	899	697	730	1,062
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	1,801	1,595	1,492	1,513	1,797
관계기업관련손익	-101	-780	-591	-803	-838
기타	8	84	-204	20	103
법인세비용차감전순손익	3,165	661	2,219	3,335	3,201
법인세비용	926	481	369	710	715
계속사업순손익	2,239	180	1,850	2,625	2,486
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,190	119	1,784	2,548	2,391
지배순이익 증가율 (%)	36.1	-94.6	1,399.2	42.8	6.2

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	5,081	4,704	5,871	5,123	6,719
당기순이익	2,190	119	1,784	2,548	2,391
유무형자산상각비	2,336	2,118	2,088	2,136	2,192
기타비현금손익 조정	805	2,518	2,114	697	1,067
매출채권증감	98	88	-265	-220	301
재고자산증감	4	16	-202	-183	188
매입채무증감	-198	-19	387	161	-201
투자활동 현금흐름	-2,047	-1,065	-2,468	-2,331	-4,403
인수 및 사업	1,527	0	0	-487	-1,842
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,349	-1,707	-1,281	-1,621	-2,317
유형자산 감소	82	1,069	406	6	0
기타현금흐름	-1,307	-427	-1,593	-229	-244
재무활동 현금흐름	-6,185	-2,638	-3,465	-3,145	-3,014
차입금 증감	-3,188	-108	-872	-677	234
자본금 증감	-2	-50	0	-368	-522
현금배당	-2,163	-2,362	-2,443	-2,504	-2,529
기타현금흐름	-832	-118	-150	404	-197
현금의 증감	-3,122	1,000	-62	-353	-698
기초 현금	3,331	209	1,209	1,147	794
기말 현금	209	1,209	1,147	794	96
NOPAT	3,468	400	2,395	3,145	3,256
FCF (Free Cash Flow)	2,732	2,997	4,590	3,502	4,402

자료: Bloomberg

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	3,238	3,203	3,829	3,803	2,542
현금및현금성자산	185	1,184	1,140	745	83
매출채권	1,379	1,293	1,611	1,840	1,588
재고자산	371	348	562	634	525
비유동자산	70,919	68,770	66,587	66,275	68,478
유형자산	36,748	36,139	35,968	35,886	37,582
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	821	859	738	655	629
자산총계	74,157	71,973	70,416	70,078	71,020
유동부채	5,100	5,074	5,821	6,930	7,221
매입채무 및 미지급금	1,915	1,936	2,033	2,223	2,151
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	2,477	2,558	2,646	3,385	4,049
비유동부채	34,168	34,333	32,674	31,034	32,070
장기차입금	31,913	32,130	30,673	28,403	28,067
부채총계	39,268	39,407	38,495	37,964	39,291
자본금	22.6	22.6	22.7	22.5	22.2
자본잉여금	41,745	41,756	41,806	41,673	41,190
이익잉여금	-7,693	-9,936	-10,595	-10,551	-10,689
비지배지분	1,147	1,130	1,098	1,372	1,423
자본총계	34,889	32,566	31,921	32,114	31,729
순차입금	33,611	33,808	32,495	31,330	32,318
총차입금	34,721	34,992	33,635	32,075	32,401

재무제표 및 밸류에이션

결산 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
EPS	0.9	1.0	1.3	1.1	1.1
BPS	14.9	13.9	13.6	13.7	13.7
EBITDAPS	2.2	2.1	2.6	2.3	3.0
SPS	5.8	5.2	7.3	8.5	6.9
DPS	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
PER	22.3	13.5	12.0	15.8	16.6
PBR	1.4	1.0	1.2	1.3	1.3
EV/EBITDA	11.3	17.7	13.7	11.7	11.2
PSR	0.9	1.0	1.3	1.1	1.1
ROE	14.9	13.9	13.6	13.7	13.7
ROIC	2.2	2.1	2.6	2.3	3.0
ROA	5.8	5.2	7.3	8.5	6.9
부채비율 (%)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
순차입금/자기자본 (%)	22.3	13.5	12.0	15.8	16.6
매출총이익률 (%)	1.4	1.0	1.2	1.3	1.3
영업이익률 (%)	11.3	17.7	13.7	11.7	11.2
매출순이익률 (%)	0.9	1.0	1.3	1.1	1.1
EBITDA 마진 (%)	14.9	13.9	13.6	13.7	13.7



황병준

02 3770 3523  
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

기업정보	
국가	미국
상장거래소	New York
산업분류 (GICS 4)	소프트웨어&서비스

주요주주 (%)	
1. Vanguard Group	11.2
2. Blackrock	7.3

매출구성 (%)	
1. 정부	54.9
2. 상업	45.1

현재가 (달러)	64.35
컨센서스 (달러)	37.93
시가총액 (억달러)	1,465
유동주식비율 (%)	56.4
52주 최저/최고 (달러)	15.66/66.0

주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
PLTR.US	43.4	206.3	235.2
NASDAQ	2.9	13.3	30.9

# Palantir (PLTR)

## Next Manhattan Project의 혁신



- 7월 공개된 트럼프 AI 행정 명령은 AI 기반 글로벌 감시망과 자동화 방어 시스템 구축으로 방위 역량을 강화해 잠재 적대국에 대한 AI 경쟁 우위를 확보하고자 함. 동사의 Project Maven은 2017년 국방부향 AI 역량 강화를 위해 조직.
- 3일이 소요되던 동맹국과의 중요/실시간 인텔리전스 공유 작업을 자동화해 이를 3시간으로 단축했으며, 최근 연구 결과에 따르면 Maven을 통해 이전에 2천 명이 수반되었던 타겟/발사 훈련 인원이 20명으로 감축된 것으로 조사.
- 동사의 플랫폼은 위성, 드론, 로봇, 미사일 등 AI 시스템으로 연결된 다양한 방어 장비가 실시간으로 식별한 위협에 자동으로 신속하게 대응하기 위해 필요한 기능을 모두 구축.
- P/E (Fwd.12M) 130배, PEG 4배로 밸류에이션 부담이 커 단기 상승 여력은 크지 않지만 AI 플랫폼 Pure-Play 믹스 수혜와 국가 주도 방위 AI 이니셔티브 정책 수혜가 직접적이고, 최근 가파른 주가 상승에도 이익 개선세가 밸류에이션을 유지.
- 외형 증가 속도는 가속화되는 한편, 비용 증가 속도가 크지 않아 영업레버리지 효과가 매분기 지속. 트럼프 1기 당시 우호적 매크로 요인이 가세할 가능성이 높아 S/W 업종 내 AI 플랫폼 업체로서의 수익화 가시성이 가장 뚜렷한 업체로서 밸류에이션 프리미엄이 정당화되고 있다는 판단.

### Summary

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액 (백만달러)	1,542	1,906	2,225	2,808	3,502
영업이익 (백만달러)	-411	-161	120	1,031	1,342
당기순이익 (백만달러)	-520	-374	210	936	1,203
PER (배)	-	-	181.6	168.9	138.4
PBR (배)	16.1	5.3	10.9	30.9	23.4
EV/EBITDA (배)	-	-	175.2	101.4	101.4
ROE (%)	-27.3	-15.4	6.9	20.4	18.3

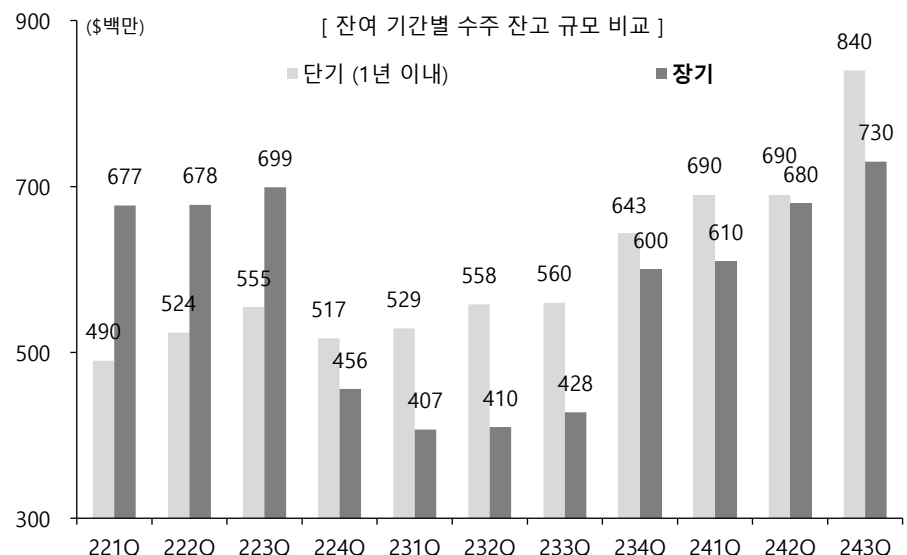
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



# 트럼프 7월 행정 명령으로 정부향 외형 성장 모멘텀 지속될 전망

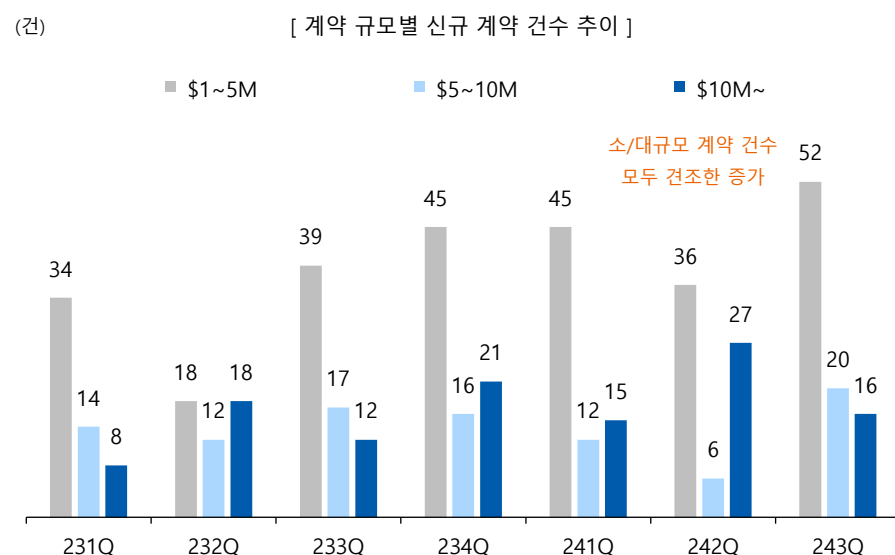
- 7월 공개된 트럼프 AI 행정 명령은 AI 기반 글로벌 감시망과 자동화 방어 시스템 구축으로 방위 역량을 강화해 잠재 적대국에 대한 AI 경쟁 우위를 확보하고자 함. 동사의 Project Maven은 2017년 국방부향 AI 역량 강화를 위해 조직.
- 3일이 소요되던 동맹국과의 중요/실시간 인텔리전스 공유 작업을 자동화해 이를 3시간으로 단축했으며, 최근 연구 결과에 따르면 Maven을 통해 이전에 2천 명이 수반되었던 타겟/발사 훈련 인원이 20명으로 감축된 것으로 조사. 동사의 플랫폼은 위성, 드론, 로봇, 미사일 등 AI 시스템으로 연결된 다양한 방어 장비가 실시간으로 식별한 위협에 자동으로 신속하게 대응하기 위해 필요한 기능을 모두 구축

장단기 수주 잔고 모두 가파르게 증가 중, 정부향 외형 성장 모멘텀 둔화 우려 일축



자료: sec.gov, 유안타증권 리서치센터

신규 계약 건수의 가파른 증가는 상업향 호조에 근거하는 것으로 판단, 외형 개선 가시성 확보

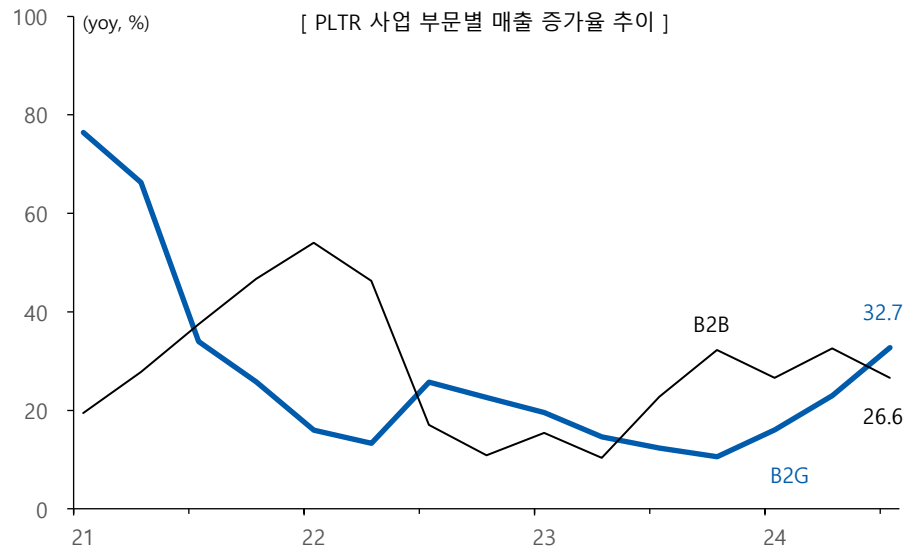


자료: sec.gov, 유안타증권 리서치센터

## AI 플랫폼 업체로서 수익화 가능성이 가장 뚜렷

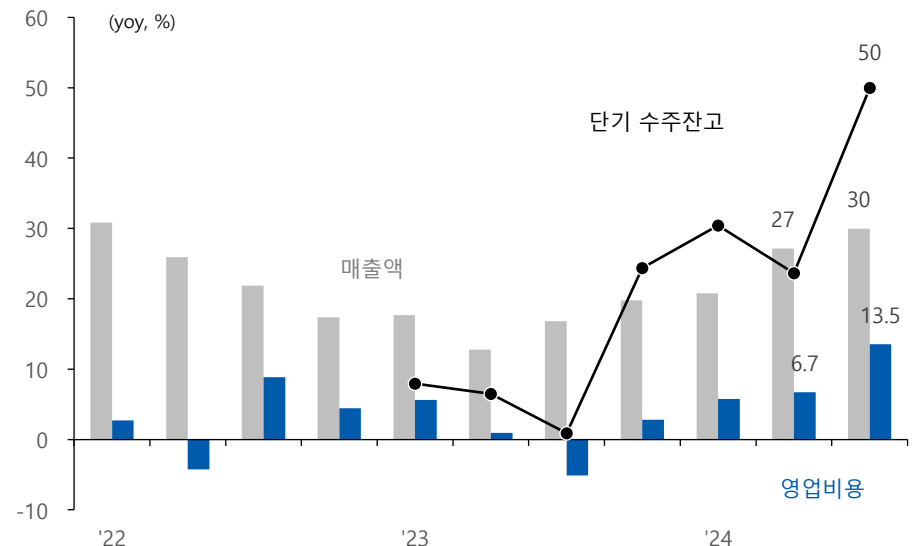
- P/E (Fwd.12M) 130배, PEG 4배로 밸류에이션 부담이 커 단기 상승 여력은 크지 않지만 AI 플랫폼 Pure-Play 업체로서의 믹스 수혜와 국가 주도 방위 AI 이니셔티브 정책 수혜가 직접적이고, 최근 가파른 주가 상승에도 이익 개선세가 밸류에이션을 유지
- 외형 증가 속도는 가속화되는 한편, 비용 증가 속도가 크지 않아 영업레버리지 효과가 매분기 지속.
- 트럼프 1기 당시 우호적 매크로 요인이 가세할 가능성이 높아 S/W 업종 내 AI 플랫폼 업체로서의 수익화 가능성이 가장 뚜렷한 업체로서 밸류에이션 프리미엄이 정당화되고 있다는 판단.

미국 기존 주택 중간 가격, 평균 가격을 하회하는 주택 매출이 전사 매출에서 차지하는 비중, 70% 이상



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

최근 12개월 수주액 역사 최고 수주액 93% 수준 회복 - 금리 인하 기대감, 정책 지원 가세할 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Palantir (PLTR) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	743	1,093	1,542	1,906	2,225
매출액 증가율 (%)	24.7	47.2	41.1	23.6	16.7
매출원가	242	353	339	409	431
매출총이익	500	740	1,202	1,497	1,794
판매비	771	1,353	1,226	1,299	1,269
영업이익	-576	-1,174	-411	-161	120
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	흑전
EBITDA	-564	-1,126	-365	-96	196
영업외손익	-9	5	77	200	-117
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-12	9	2	-16	-129
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	3	-4	75	216	12
법인세비용차감전순손익	-567	-1,179	-488	-361	237
법인세비용	12	-13	32	10	20
계속사업순손익	-580	-1,166	-520	-371	217
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-580	-1,166	-520	-374	210
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	흑전

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	-165	-297	334	224	712
당기순이익	-580	-1,166	-520	-374	210
유무형자산상각비	12	14	15	23	33
기타비현금손익 조정	101	1,241	893	813	416
매출채권증감	-24	-108	-35	-78	-106
재고자산증감	-	-	-	-	-
매입채무증감	23	-35	58	-30	-32
투자활동 현금흐름	-22	-15	-398	-45	-2,711
인수 및 사업	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-13	-12	-13	-40	-15
유형자산 감소	0	0	0	52	2,889
기타현금흐름	-9	-3	-385	-58	-5,585
재무활동 현금흐름	325	1,036	307	86	219
차입금 증감	394	-201	-200	0	0
자본금 증감	-69	1,238	507	86	218
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	0	-1	0	1
현금의 증감	135	726	239	260	-1,777
기초 현금	1,267	1,402	2,128	2,367	2,627
기말 현금	1,402	2,128	2,367	2,627	850
NOPAT	-587	-1,162	-459	-213	110
FCF (Free Cash Flow)	-178	-309	321	184	697

자료: Bloomberg

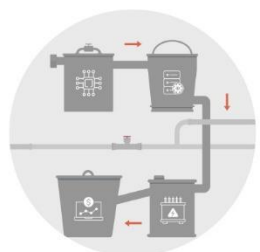
재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	1,214	2,257	2,863	3,042	4,139
현금및현금성자산	1,079	2,011	2,291	2,599	831
매출채권	50	157	191	258	365
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	380	433	384	420	384
유형자산	32	247	248	269	231
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	322	186	136	150	127
자산총계	1,594	2,691	3,247	3,461	4,522
유동부채	729	604	660	588	746
매입채무 및 미지급금	178	175	231	218	235
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	719	564	296	231	215
장기차입금	439	198	0	0	0
부채총계	1,447	1,168	956	819	961
자본금	1	2	2	2	2
자본잉여금	1,868	6,489	7,777	8,428	9,122
이익잉여금	-3,799	-4,965	-5,486	-5,859	-5,650
비지배지분	0	0	0	77	85
자본총계	147	1,523	2,291	2,642	3,561
순차입금	-640	-1,554	-2,265	-2,384	-3,445
총차입금	439	457	260	249	229

재무제표 및 밸류에이션

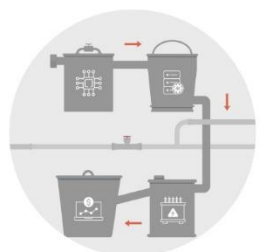
결산 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
EPS	-1.0	-1.2	-0.3	-0.2	0.1
BPS	-3.4	0.8	1.1	1.2	1.6
EBITDAPS	-0.3	-0.3	0.2	0.1	0.3
SPS	1.3	1.1	0.8	0.9	1.0
DPS	-	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	181.6
PBR	-	27.7	16.1	5.3	10.9
EV/EBITDA	-	-	-	-	175.2
PSR	-1.0	-1.2	-0.3	-0.2	0.1
ROE	-3.4	0.8	1.1	1.2	1.6
ROIC	-0.3	-0.3	0.2	0.1	0.3
ROA	1.3	1.1	0.8	0.9	1.0
부채비율 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금/자기자본 (%)	-	-	-	-	181.6
매출총이익률 (%)	-	27.7	16.1	5.3	10.9
영업이익률 (%)	-	-	-	-	175.2
매출순이익률 (%)	-1.0	-1.2	-0.3	-0.2	0.1
EBITDA 마진 (%)	-3.4	0.8	1.1	1.2	1.6





- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 민병규, 황병준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.





**투자전략**

팀장	민병규	3770-3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Derivatives Analyst	정인지	3528	inji.jung@yuantakorea.com
Fund Analyst	김후정	3605	hujung.kim@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
Market Analyst	강대석	3631	daesok.kang@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
Global Equity/Commodity Analyst	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
Research Assistant	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Research Assistant	박성철	3632	seongcheol.park@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyeon.lim@yuantakorea.com

**채권분석**

팀장	유태인	3770-5571	taein.yoo@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com
Credit Analyst	신연화	5721	yeonhwa.shin@yuantakorea.com
Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com
Credit Analyst	이소윤	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com
Research Assistant	황태웅	5578	taewoong.hwang@yuantakorea.com

**리서치지원**

팀장	조병준	3770-5581	byungjun.cho@yuantakorea.com
----	-----	-----------	------------------------------

**기업분석**

팀장	이창영	3770-5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
화학/정유	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
2차전지/전기전자	이안나	5599	anna.lee@yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
철강/금속/자동차	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
화장품/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주/방산/우주항공	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
건설/건자재	장윤석	5583	yoonseok.chang@yuantakorea.com
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
Research Assistant	최지윤	3640	jiyeon.choi@yuantakorea.com
Research Assistant	박현주	2672	hyunjoo.park@yuantakorea.com
Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com

**신성장리서치**

팀장	권명준	3770-5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
미디어/엔터	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
스몰캡	손현정	5595	hyunjeong.son@yuantakorea.com
스몰캡	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com

