

반도체 SUPER CYCLE

1. 메리츠 추천종목
2. 시장별 View Point
3. 메리츠 센스있는 배분
4. Cover Story
한국 증시 Revision
5. 이달의 이슈(Top-down)
 - ① 중국 주식시장: 여전히 핵심은 기술주
 - ② 미국 시장 전망 상황
6. 이달의 이슈(Bottom-up)
 - ① Baker Hughes (BKR US)
 - ② Astera Labs (ALAB US)
7. 메리츠 유니버스
8. 주식 월간 캘린더

SK hynix	
SK hynix	
KOSPI: 000660	
336,500 KRW (MoM +28.3%)	



메리츠 추천종목

반도체 실적 전망 상향 조정

삼성전자 + SK하이닉스 2026년 영업이익 100조원, 순이익 80조원 수준 예상
AI 수요, HBM 전환, 과거 감산의 누적효과로 상승 국면이 더 길고 구조적일 가능성
NAND 역시 데이터센터 저장장치 HDD → eSSD 전환 수요에 가격 인상 시작

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
알파벳 (GOOGL US)	미국	2Q25 실적 서프라이즈, 검색 기반 광고 매출 성장 지속 - AI 기반 인터넷 전환기에 패자 아닌 승자가 되는 그림 - 토큰 처리량 5월 대비 2배 성장, CapEx 가이던스 상향	4,182	통신서비스	16	51
팔란티어 (PLTR US)	미국	- 관세 불확실성은 고객 기업들의 비용최적화 니즈를 키움 - 팔란티어 AI S/W 효용 확인, peer 고객사 도입 가속 - AI Action Plan에서 정부 AI 도입 가속화 추진	590	IT	13	382
서클인터넷그룹 (CRCL US)	미국	2Q25 매출액 성장률 53% YoY, 탑라인 성장 견조 - 시장 지배력 장악 및 네트워크 효과 위한 확장 전략 지속 - 전세계 통화시스템과 네트워크 구축, 타 코인과 차별화	41	IT	-4	310
PLUS 글로벌방산 (A496770)	유럽&미국	- 독일 국방비 중심 확대재정, 유럽 방산주 수혜 - 라인메탈 중심 미국 등 글로벌 방산 기업 투자 매력	0.04	산업재	10	79
알리바바 (9988 HK)	중국	- 자체 Qwen AI 모델에 의한 클라우드 매출 성장 예상 - 애플과의 AI 협력이 새로운 사업 모델템 부여 - 정부의 산업 규제 완화 움직임은 저평가 해소에 유리	595	경기소비재	44	65
텐센트뮤직 (1698 HK)	중국	- 일반 구독자 대비 월 구독료가 높은 SVIP 강화 전략 추진 - Kugou 등 산하 다양한 앱 통해 고수익 포트폴리오 구성 - 글로벌 기업과 제휴 및 K-pop 협업 강화	51	통신서비스	-8	102
TIGER 차이니즈머노이드로봇(신규) (A0053L0)	중국	- 유니트리 등 대표 휴머노이드로봇기업 상장 적극 준비 - 연말부터 내년 양산에 대한 기대감 재부각 예상 - 테슬라 옵티머스3 스펙 공개 → 중국 부품주에 유리	0.2	산업재	20	-
두산에너지빌리티 (A034020)	한국	- 원자력 & 가스 중심 고수익 사업 전환 지속 - 대형원전 확보 + 미국 웨스팅하우스형 기자재 수주 + SMR 공급 물량 확대 + 가스터빈/스팀터빈	40	산업재	2	250
효성중공업 (A298040)	한국	- 중공업 부문 초고압 변압기 증설 확대 - 북미와 유럽 매출 비중 확대 여력 - 선두 업체인 HD현대일렉트릭의 성장 스토리 재연	12	산업재	7	105
파마리서치 (A214450)	한국	- PN/PDRN 기반 스킨부스터(리췌란) 고성장 - 올해부터 독일·이탈리아·프랑스 등 유럽 주요국 본격 공급 - 외형 성장과 수익성 개선 동시 진행 중	6.0	헬스케어	-15	202
로보티즈(신규) (A108490)	한국	- 휴머노이드 산업 성장: 유니트리 상장, 테슬라 옵티머스 - 글로벌 Top-Tier 수준의 액추에이터 제조 기술 2대 주주인 LG전자와의 협력 기대	2.1	IT/산업재	64	649

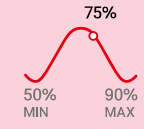
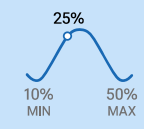
주: 2025. 9. 26 종가 기준. 미국시장 황수옥, 홍콩시장 최철화, 한국시장 이수정의 추천 종목임
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시장별 View Point

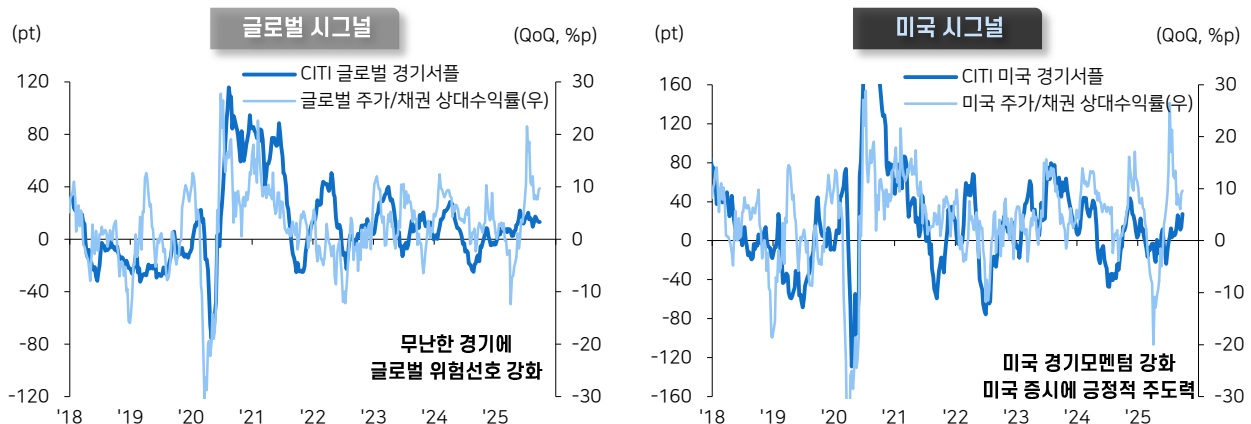
지역	이슈 및 의견	매우 좋음 ← → 매우 나쁨
미국 연말 지수 전망 상황 글로벌 투자전략-선진국 Analyst 황수욱	- 반도체 중심 리레이팅, 단기에 그치지 않고 영향력 지속 예상 - AI 에이전트 확산에서 시작된 AI 컴퓨팅 연산 수요 급증은 이제 초기 단계라는 관점 - 데이터 스토리지, 일반 서버 수요 증가에 따른 레거시 반도체까지 온기 확산 - 실적이 중심, 매크로는 노이즈일 가능성 - 경기 침체 아닌 상황, 금리인하는 추세 변수는 아닐 것, 인하 횟수에 대한 걱정은 기우 - 기업 실적 전망과 연계된 전력 인프라 부족문제가 오히려 더 걱정 - S&P500 연말 target 6,900pt로 상향 - 기존 전망보다 실적 모멘텀이 강한 상황. 밸류에이션 전망 유지 가운데 실적 전망 상향	    
중국 15차 5개년 장기 로드맵 글로벌 투자전략-신흥국 Analyst 최설화	4분기 경기 하방을 방어하려는 부양책 발표 예상 - 8월 경제지표가 예상보다 더 빠르게 둔화 → 경기 하방을 방어할 부양책 필요성 상승 - 9월 소매판매는 이구환신 정책 효과 약화, 작년 동기 높은 기저효과로 역성장 가능성 - 4분기 중으로 기준을 인하 등 유동성 공급 정책 발표 예상 15차 5개년 계획 초안 공개: 명약관화는 기술자립 - 10월 말 공개될 초안은 방향성만 제시, 세부적인 숫자 목표는 내년 3월 양회 이후 - 2가지 방향 예상: 1) 복지 확대를 통한 내수 소비 확대, 2) 기술 자립, 산업 고도화 - 유동성 완화 정책까지 더해지며 기술주 강세에 유리한 환경 3분기 기술주 실적에 주목, 예상 하회로 조정된다면 매수로 대응	
국내 유동성 장세에서 실적 장세로 투자전략 Analyst 이수정	- 반도체 실적 전망 상황 조정 - 삼성전자 + SK하이닉스 2026년 영업이익 100조원, 순이익 80조원 수준 예상 - AI 수요, HBM 전환, 과거 감산의 누적효과로 상승 국면이 더 길고 구조적일 가능성 - NAND 역시 데이터센터 저장장치 HDD → eSSD 전환 수요에 가격 인상 시작 - 미국 관세 협상은 위험 요인 - 3,500억 달러의 조달 방식에 대한 불확실성 - 양국 간 이견으로 협상이 결렬되고 장기화될 경우에도 불안감 확대 - 원화 가치 부정적 압력 → 매크로 불확실성 속 더욱 실적 개선 종목에 집중 - 추천: 두산에너지, 효성중공업, 파마리서치, 로보티즈	

섹터	이슈 및 의견
경제  생각보다 취약한 US, 잘 버티는 Non-US 경제분석 Economist 이승훈	 ■ 주요국 경기판단 - US: 2Q GDP 선방(3.8% QoQ SAAR)했으나, 하반기 모멘텀 둔화 가능성 높아 → 성장동력은 AI솔림, 노동시장은 부진(9월 NFP +5만), 물가 상승세 점차 확대 중 → 제조업황 반등도 단기에 그칠 가능성 커지고 있음: 기업 capex 의향 재차 약화 - Non-US: 관세 영향으로 대미 수출 부진 심화. 단, 미국 외 지역으로의 수출은 양호 → 더욱이, 재정정책 대응(EU, 中, 韓), 내수 자생력(日)으로 경제전망 하방 크지 않음 ■ 경제전망과 10월 주요 이슈 - '25E: 미국 1.7%(↑), 유로존/일본 1.3%(↑), 중국 5.0%, 한국 1.0% - 통화정책: Fed 인하(10월, 12월), BOJ 인상(10월), BOK 인하(4Q 중), ECB 동결 - 10월 이슈: ① 日 자민당 선거(10/4) – 고이즈미 승리시 재정 우려 완화 ② 경주 APEC(10/31) – 한/미 무역협상 및 투자 패키지 구체화 주목
채권  늘어난 연준의 금리인하 기대 국내 반대로 인하 의심 증대 채권전략 Analyst 윤여삼	■ 미국 고용둔화를 인정한 연내 3차례 인하 기대에도 추가 둔화 확인 - 일자리 증가세 감소 기반 고용위축, 잭슨홀 컨퍼런스부터 톤다운 한 연준 - 점도표 연내 3차례 인하 기대 제시한 이후 오히려 견고한 소비 확인 금리하락 제한 - 외국인 미국채 수요 일부 둔화에도 미국 은행 등 미국내 수요 확대를 위한 노력 - 결론: 내년까지 터미널 레이트 3.25% 전망 유지, 미국채10년 점진적 4% 하회 예상 ■ 국내 10월 인하까지 의심, 경기보다 금융안정에 초점 맞추고 있어 - 경기는 통화보다는 재정정책 중심 지원, KOSPI 급등 주도 역시 정부정책 초점 - 아직은 부진한 경기 연내 1차례 인하 전망 유효, 그러나 부동산 시장 부담 증대 - 환율불안까지 가세 10월 인하 확신보다 4분기 1차례 인하 실시 후 내년까지 휴지기 - 결론: 한미 관세협상 타결을 전제로 국내 채권투자는 계류, 신중한 입장 유지해야 ■ 추천: 한국 단기채 ETF: 153130(KODEX), 미국 장기채 ETF: ZROZ-US(PIMCO)
외환 1,400원은 오버슈팅 FX/원자재 Economist 박수연	■ 달러/원 10월 예상밴드: 1,370 ~ 1,410원 ■ 달러/원 1,400원대는 오버슈팅. 추석이 끝나고 해소될 수급 꼬임 - 대미투자 3,500억 달러 때문에 소외된 원화 → 달러, 위안, 엔과 디커플링 심화 - 시기적으로 분기말/월말/연휴 전 달러 결제 수요도 쏠림 ■ 생각보다 강한 미국 경기(강달러) > 연준 10월 인하(약달러) - [강달러] 미국 3Q GDP 예상 3.3% QoQ saar(GDPNow) - [약달러] 반면, 연준 연내 추가 2회 인하는 시장에 선반영됨 → 달러 약세를 기대하기 어려움. 따라서 달러/원 하단은 1,370원으로 높게 유지

메리츠 센스있는 배분

구분	시장	전술(단기)	전략(장기)	투자포인트
주식 75% 	미국 (선진국)	27% ↑ (이전 26%)	30%	■ 예상보다 견고한 미국경제 + 연준의 인하 기대 유입 - 글로벌 유동성 공급 수혜 미국 증시에서 우선 ■ 우려했던 9월을 극복한 이후 밸류에이션 부담에도 미국 증시 상승세 지속 → AI와 에너지 등 혁신산업 주도 ■ 성장을 둔화 감안 전체 지수상승보다 주도주 중심 견인
	중국 (신흥국)	24% ↑ (이전 23%)	20%	■ 중국 8대 혁신산업(AI 및 휴머노이드 등) 집중 - 완화적 통화 + 확장적 재정정책 기반 반기 급등 ■ 미국과 갈등 봉합, 구조적 성장세 기반 만들고 있어
	국내	24%- (이전 24%)	20%	■ 세계개편 악재를 딛고 국민성장펀드 같은 준예산 지원 - KOSPI 3,500pt까지 예상보다 가파른 상승세 ■ 한미 관세협상 난항이라는 악재에도 추가상승 여력 확보 - 반도체 중심 혁신 산업, 한국도 유사하게
채권 25% 	국내	9% ↓ (이전 11%)	13%	■ 국내 확대재정 및 통화기대 후퇴 반영 시장금리 레벨 업 - 10월 금리인하까지 의심, 내년까지 2.25% 확률 증가 - 미국금리 하락을 추종한 금리흐름 트레이딩 기회 불과 ■ 국민성장펀드 등 수급부담 해소해야 한다는 점 역시 부담 - WGBI 편입은 계획대로 진행되나 매수세 유입 제한적
	해외 (미국채)	16% ↓ (이전 17%)	17%	■ 연내 3차례 인하 인정, 미국채10년 4.0% 하단 테스트 - 연준의 정책기대 대비 미국 경기둔화 확인 필요 ■ 10월 연속 인하 단행 이후 미국채 수급부담 점검 ■ 과도했던 초장기 약세베팅 일부 청산, 흐름 이어갈 것

경기모멘텀 자산배분: non-US 경기모멘텀 유리하나 미국 주식시장 유동성 기대까지 감안 확대



주: 글로벌 추가는 ACWI와 WGBI 기준 상대수익률, 미국 추가는 S&P500과 미국채 지수의 상대수익률 차이
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Cover Story

투자전략
Analyst 이수정

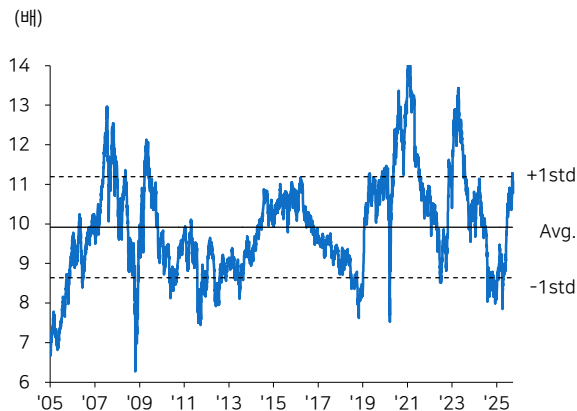
한국 증시 Revision

반도체 Super Cycle

KOSPI는 9월 23일 종가 기준 역사적 신고가 3,486.19pt를 기록했다. 이날 KOSPI 밸류에이션은 통상적 강세장의 상단 수준인 12개월 선행 PER 11.3배, 12개월 후행 PBR 1.17배에 도달했다.

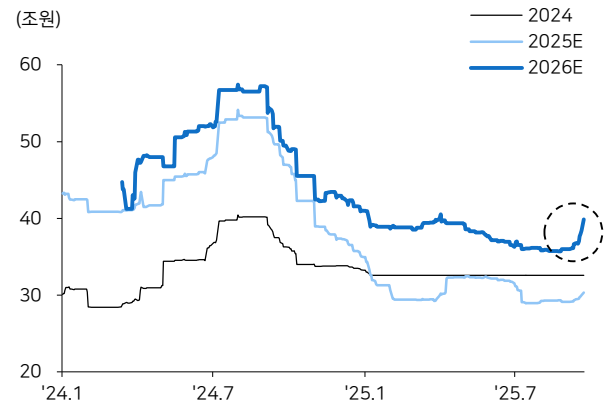
고무적인 것은 이익 추정치의 반등이다. 9월 들어 KOSPI 2026년 지배 기준 순이익 전망 값은 5.1조 원 상향 조정됐다. 이는 반도체 업종의 기여로, 내년 순이익 컨센서스는 삼성전자가 3.9조원, SK하이닉스는 3.1조원 높아졌다.

그림1 KOSPI 12개월 선행 PER



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼성전자 순이익 추정치 변화



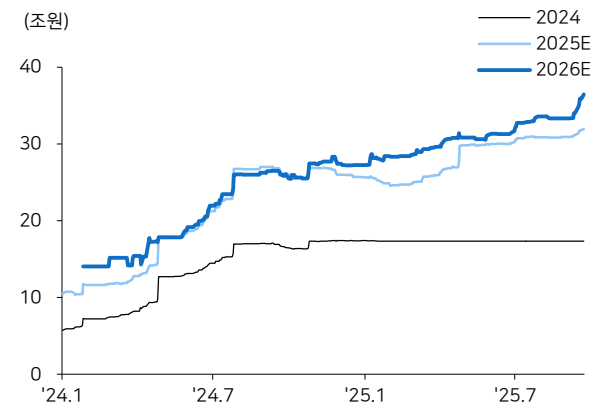
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 KOSPI 12개월 후행 PBR



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK하이닉스 순이익 추정치 변화



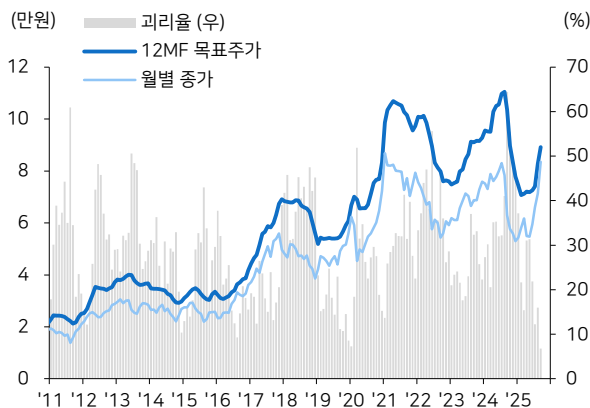
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

현재 KOSPI 연간 순이익 예상치는 2025년 203.5조원, 2026년 242.3조원으로 YoY 19% 성장한다. 이대로면 밸류에이션 리레이팅이 멈추고 현 수준이 유지만 되더라도 지수가 4,000pt에 진입할 수 있다는 뜻이다.

결국 삼성전자와 SK하이닉스가 지수의 높이를 결정한다. 두 회사의 내년 영업이익 합계는 100조원, 순이익 합계는 80조원으로 예상되며 KOSPI의 3분의 1을 차지한다.

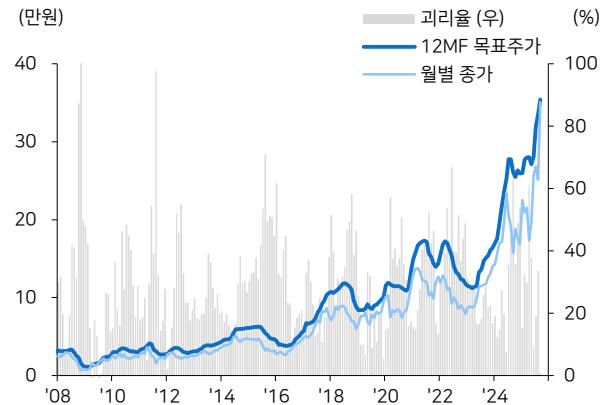
글로벌 애널리스트들의 12개월 목표주가는 삼성전자 평균 94,099원(중앙값 95,000원), SK하이닉스 평균 385,046원(중앙값 397,500원)이다. 현재 주가 대비 상승여력은 대략 11% 정도다. 애널리스트들의 목표주가가 항상 25% 가량 높다는 점을 감안할 때 괴리율이 매우 좁혀져 있다.

그림5 삼성전자 실제 주가 vs 목표주가 괴리율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

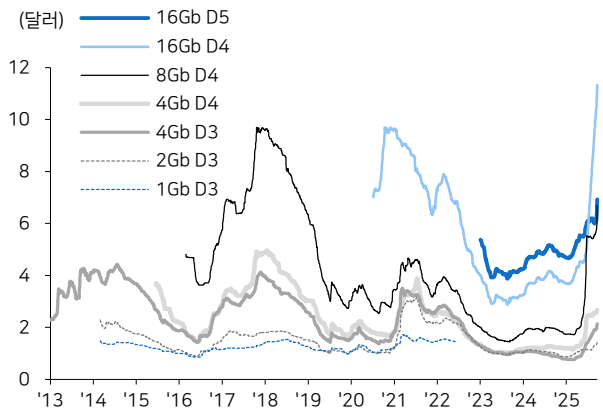
그림6 SK하이닉스 실제 주가 vs 목표주가 괴리율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그런데 2018년, 2021년 당시에는 삼성전자와 SK하이닉스의 목표주가가 크게 높아진 이후 실제 주가가 흘러내리기 시작했다. DRAM 가격이 정점을 기록했기 때문이다.

그림7 DRAM 스팟 가격



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

DRAM 시장은 PC 교체(2006년), 스마트폰/모바일(2013~14년), 서버/클라우드(2016~18년, 2021년, 2024년~)와 같은 대형 수요원이 사이클을 견인해 왔다. 이때 플레이어 축소(2008~12년 사이 급격한 통합), CAPEX 및 비트 증가율 절제, 돌발 공급차질(우시 화재) 등의 공급 요인은 업사이클을 증폭시킨다.

또한 세대 및 제품 믹스 전환기마다 상승 탄력은 확대된다. DDR → DDR2(2006년), DDR3(2009~10년), 모바일 DRAM(2013~14년)에 이어 2024년부터는 DDR5와 HBM의 시간이다.

과거 DRAM은 소수 업체의 '동태적 과점' 속 "CAPEX 증설 → 공급 과잉 → 가격 하락 → 감소 → 가격 반등" 사이클이 지배적이었다. 반면 HBM은 스택 높이(8-Hi/12-Hi 등), 속도 그레이드, 전력/열 특성, 인터포저(CoWoS 등)의 설계를 고객의 플랫폼에 맞춰 공동 최적화한다. 수요자 중심의 맞춤형 시장으로 변모한 것이다.

HBM이 주요 업체에서 사전 완판되는 등 타이트한 공급 이슈가 반복된 결과 일부 공급자는 전통적인 가격 수용자에서 벗어나 가격교섭력을 갖게 되었다.

게다가 레거시(Legacy) 수요의 둔화 역시 AI가 상쇄하기 시작했다. HBM 생산이 패키징의 복잡도, 대면적 다이로 인해 산업 전반 비트 성장률을 낮춘 결과다. 공급 과잉이었던 NAND 역시 데이터센터 저장장치 HDD → eSSD 전환 수요에 가격 인상이 시작됐다.

반도체 주가는 AI 수요, HBM 전환, 과거 감산의 누적효과로 상승 국면이 더 길고 구조적일 가능성을 이제 반영하고 있다.

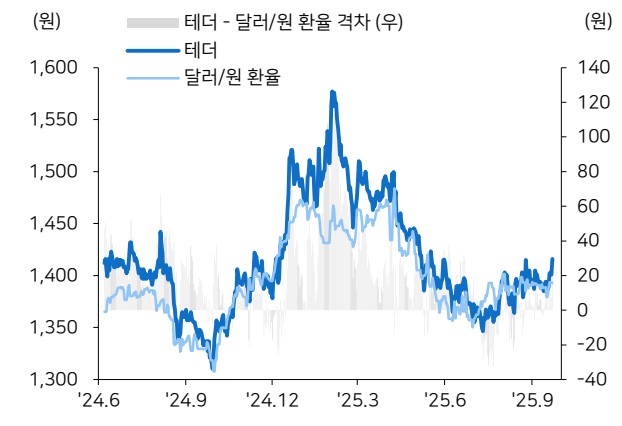
미국 관세 협상 불확실성

한국 증시의 잔여 불안 요인은 환율이다. 최근 외국인의 국내 주식 대규모 순매수 = 달러 공급에도 불구하고 달러/원 환율은 1,400원을 넘어섰다. 주가와 환율의 '디커플링'이다.

한국 투자자들이 미국 주식 매수를 늘리면서 달러 수요가 늘어나기도 했지만, 주요 원인은 '3,500억 달러 대미 관세 협상' 불확실성이다.

대미 협상 결과가 기존처럼 3,500억 달러 투자로 결론이 나든, 아니면 협상이 결렬돼 미국과 갈등이 커지든 외환시장에서 부정적인 압력이 예상된다. 매크로 불확실성 속 더욱 실적 개선 종목으로 압축해야하는 이유다.

그림8 테더 국내 거래소 시세 vs 달러/원 환율



자료: Upbit, 메리츠증권 리서치센터

이달의 이슈 ①

중국 투자전략
Analyst 최철화

중국 주식시장: 여전히 핵심은 기술주

중국, 올해 기술주 중심으로 급등

중화권 주식시장은 올해 기술주 중심으로 강한 랠리를 나타냈다. 9월 25일 기준으로 CSI300 지수가 16.7% 상승하는 동안, 기술주 비중이 높은 차스닥 및 과창판50지수가 각각 51.1%, 49.1% 급등했고, 항생테크도 연초대비 42.8% 올랐다.

연초 딥시크 부상을 계기로 미·중 AI 기술 격차가 점차 축소되고, 차이나 빅테크들이 작년의 2배에 달하는 투자를 선언한 것이 전반 업황의 기대감을 한껏 끌어올렸다.

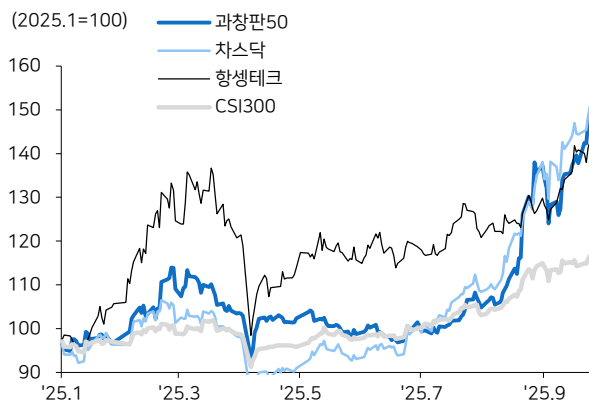
게다가 정책당국의 시장 친화적인 정책 기조의 변화 또한 주식시장에 긍정적이다. 민영기업 지원은 물론, 국부펀드를 통한 적극적인 증시 하방 방어 노력도 작년과 다른 양상이다. 이에 상해종합지수도 '15년 8월 이후 10년 만의 최고치를 경신했다. 중국은 지난 4년간의 약세장을 딛고 올라섰다.

수급: 아직 버블 수준은 아님

증시 호황으로 중국 주식시장의 수급 환경도 크게 개선되었다. 현재 본토증시의 신용잔고액은 2.4조 위안으로 '15년 6월 상해종합지수가 5,100pt까지 상승했을 당시 수준인 2.2조 위안을 상회했다. 본토 투자자들의 올해 홍콩주식 순매입액도 1.1조 위안으로 사상 최대치를 기록했다.

이에 일각에서는 과도한 레버리지에 대한 우려를 제기하고 있지만 아직은 버블 단계라고 생각하지 않는다. 그동안 중국증시에 상장된 기업과 시중에 풀린 유동성 모두 늘었기 때문이다. 따라서 레버리지 수준을 유통시가총액 대비 신용잔고 비율로 가늠해보면 해당 지표는 2.5%로 '15년의 4.7%의 절반 수준에 불과하다. 즉 단기 급등에 따른 속도 조절은 필요할 수도 있지만, 과도한 레버리지로 정책당국의 강력한 규제 가능성은 낮다고 보는 이유이다.

그림1 올해 중국증시 기술주 중심으로 급등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국증시 유통시가총액 대비 신용잔고 비율: 2.5%



자료: 중국증권거래소, 메리츠증권 리서치센터

그러나 단기적으로 높아진 가격 부담은 경계

그러나 단기적으로 빠르게 상승한 가격 부담은 경계할 필요가 있다고 본다.

현재 홍콩H 지수의 12개월 예상 PER는 7.9배로 지난 5년 간의 +2 표준편차 수준까지 상승했다. 달러 약세, 중국의 기술 굴기 등 여러 호재에 의한 멀티플 확장이 상당히 진행되었음을 설명한다.

또한 8월 실물 경제지표가 예상보다 더 부진했다. 하반기 중국의 경기 둔화는 예상된 수준이었지만, 둔화 속도가 생각보다 빨랐다. 한편 9월에 진행된 금융당국의 공식 기자회견에서 기대했던 통화완화 조치가 부재했던 것도 부담이다. 그 외, 10월 1일 ~ 8일까지의 장기 국경절 연휴를 앞두고 일부 차익실현을 하려는 욕구도 무시할 수 없다. 상해종합지수 기준 약 5%의 조정을 예상한다.

그림3 홍콩H지수의 12개월 예상 P/E



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

중장기 기술주 우상향 추세, 조정 시 매수 전략

오는 10월 말, 11월 초이면 중국은 공산당 제4차 전체회의(일명 4중전회)에서 앞으로 5년간('26년 ~ '30년)의 발전 로드맵이 담긴 15차 5개년 계획 초안을 공개할 예정이다. 이번 플랜은 '35년 인당 GDP가 '20년의 2배를 달성해야 하는 장기 목표 실천에 초석 같은 기간이라, 연평균 성장률 4.7%

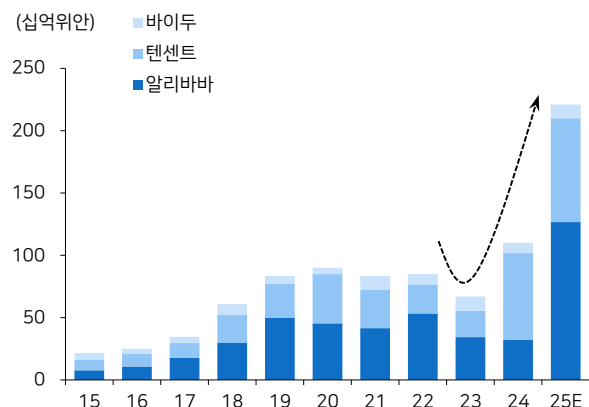
를 유지해야 한다. 이를 위해서는 4분기에 통화완화를 비롯한 경기 부양책이 발표될 것으로 예상되며 이는 최근에 부각된 경기 둔화 우려를 일부 불식시켜 줄 것으로 기대된다.

한편 산업 측면에서 중국은 2035년까지 반도체, AI, 양자, 바이오 등 전략적 핵심 기술에서 자립을 목표로 설정했다. 이를 달성하기 위해 이번 15차 5개년 계획에서는 각 산업의 기술 고도화를 요구하고, 관련 지원책 강구는 명약관화이다.

정책 뿐만 아니라 기업들의 AI 투자도 늘어나고 있다. 올해 알리바바, 텐센트 및 바이두의 AI 투자 규모는 작년의 2배로 늘었다. 또한 24일에 열린 알리바바의 개발자 컨퍼런스인 압사라(APSARA)에서 알리바바 CEO는 '현재 AI 관련 산업의 발전 속도와 인프라 수요는 예상을 훨씬 뛰어넘는다'며 당초 계획했던 3,800억 위안(약 74.5조원)보다 더 많은 투자를 집행할 것이라고 밝혔다.

내년으로 갈수록 중국 내 AI 응용은 더 빠르게 늘어날 것이고, 이는 다시 AI 인프라 수요 증가의 선순환 그림이 이어질 전망이다. 게다가 AI 반도체의 국산화까지 추진하고 있어 중국기업의 점유율 상승, 이익 개선도 가능하다. 단기 시장 조정을 매수의 기회로 활용해야 한다고 보는 이유다.

그림4 중국 3대 빅테크의 AI capex: 작년의 2배



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

이달의 이슈 ②

글로벌 전략-선진국
Analyst 황수욱

미국 시장 전망 상황

9월 리뷰: 반도체가 상승 주도

9월 26일 종가 기준 S&P500과 나스닥 종합주가지수는 전월말 대비 각각 2.8%, 4.8% 상승했다. 지난 달에 예측한 보수적 전망을 완전히 벗어난 결과다. 50년간 S&P500 지수의 9월의 평균 수익률은 -0.6%다. 실적 시즌의 부재, 회기 년도의 마감 등 이렇다 할 모멘텀이 부재하기 때문에 과거에 평균적으로 9월 시장 움직임은 지지부진했다.

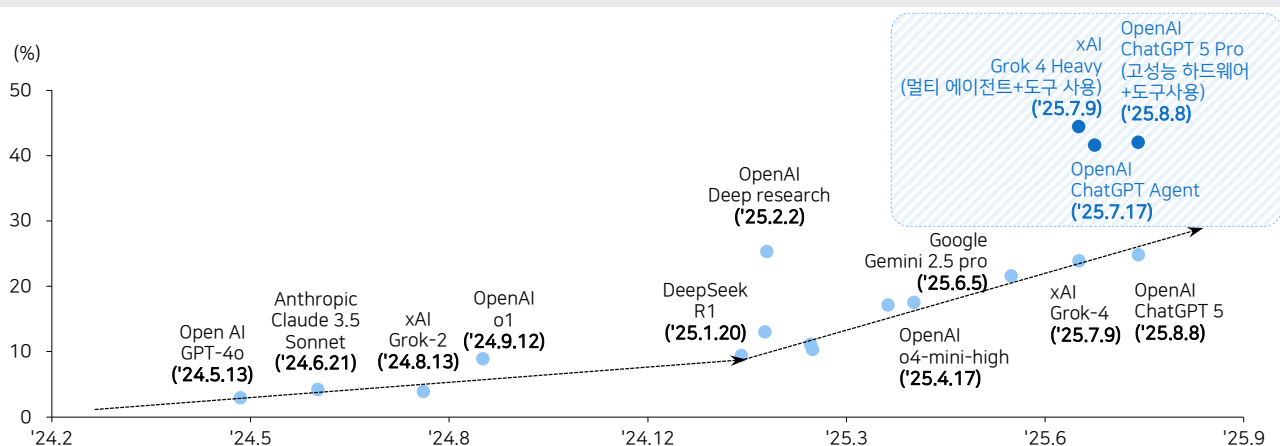
올해는 달랐다. 9월 AI 하드웨어 주도주인 브로드컴과 오라클 실적발표가 불씨를 당겼다. AI 데이터센터 쇼티지와 추가적인 투자에 대한 기대감이 고조되었다. 9월 한달 간 S&P500 반도체/장비 업종의 12개월 선행 EPS 추정치는 전월말 대비 6.5%나 상향조정 되었는데, 이는 전년대비 무려 36%나 높은 수준이다. 주목해야할 점은 9월에 강했던 반도체 산업 리레이팅이 단순히 그래왔던 선형적인 AI의 진화와 여기서 비롯된 하드웨어 투자 기대감뿐만이 아니라는 것이다.

AI 진화가 유발한 하드웨어 수요의 변곡점

현재는 반도체 산업 리레이팅의 초입 국면으로 보아야 할 것으로 생각한다. 배경은 전방 산업인 AI 산업의 위치에 기인한다. AI 산업의 진화 과정을 이해할 때 Generative AI(생성형 AI)-Agentic AI(AI 에이전트)-Physical AI(피지컬 AI)의 틀로 본다면, 지금은 AI 에이전트의 확산 국면에 있는 것으로 판단한다.

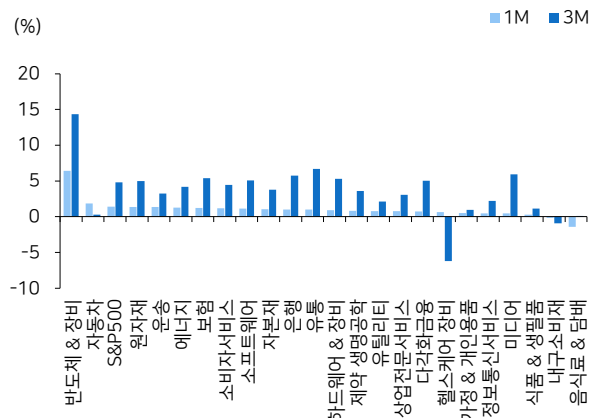
〈그림 1〉과 같이 지난 2년간 생성형 AI 중심의 AI LLM은 선형적인 진화 과정을 이어왔다. 그런데 올해 7월에 에이전트 기능을 탑재한 AI 모델들이 등장하기 시작했는데, 이 시기를 변곡점으로 본다. 젠슨 황 엔비디아 CEO는 지난 5월 대만 컴덱스 행사 기조연설에서 AI 에이전트는 이전 모델 대비 백 배에서 천 배 더 많은 연산량을 요구한다고 언급한 바 있다. AI 에이전트의 본격적인 확산이 이전과 다른 수준의 AI 하드웨어 수요를 유발하는 것이다.

그림1 AI 모델의 진화 과정: 올해 3분기부터 에이전트 기능을 탑재한 AI 모델이 등장하기 시작. 기술 변곡점



자료: Artificial Intelligence, Datacamp, 메리츠증권 리서치센터

그림2 S&P500 업종별 12MF EPS 추정치 변화율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

AI 에이전트의 등장은 AI 연산 전용 반도체인 GPU나 ASIC의 리레이팅에 그치지 않았다. 일반 서버용 반도체, 데이터 스토리지 관련 NAND나 HDD까지 전반적인 리레이팅이 수반되었다.

S&P500 구성 종목들의 9월 26일까지 월간 수익률을 리스트 업 하면, 인텔(+45.8%), 웨스턴 디지털(+33.2%), 마이크론(+32.1%), 씨게이트(+29.9%) 등 레거시 반도체 기업들이 상위 10종목 안에 위치해 있다. 여기에 램리서치(+28.4%), AMAT(+26.8%) 등 반도체 장비 기업들도 9월 조명되었던 오라클(+25.4%) 수익률을 아웃퍼폼했다.

위에 언급한 레거시 반도체 기업들은 그동안 AI 인프라 수혜주에서 소외되어 있었다. 그런데 최근 AI 에이전트 연산에 데이터 스토리지 및 일반 서버 수요까지 커지기 시작한 영향이 AI 반도체뿐만 아니라 레거시 반도체 기업들까지도 수혜를 보게 했다.

이러한 하드웨어 수요의 변화는 단순히 작년부터 이어진 선형적인 AI 모델의 성능 향상과 사용자 증가에서 비롯된 것이 아님을 상기할 필요가 있다. 올해 3분기부터 시작된 AI 에이전트의 확산이라는 변곡점이 지금의 반도체 전반의 리레이팅을

유발하고 있고 이제 시작이라고 봐야 할 것이다. 이 혼풍은 10월말부터 본격적으로 시작되는 3Q25 실적 시즌까지 이어질 것으로 보인다.

10월 중순까지 단기적으로는 주춤할 수 있으나

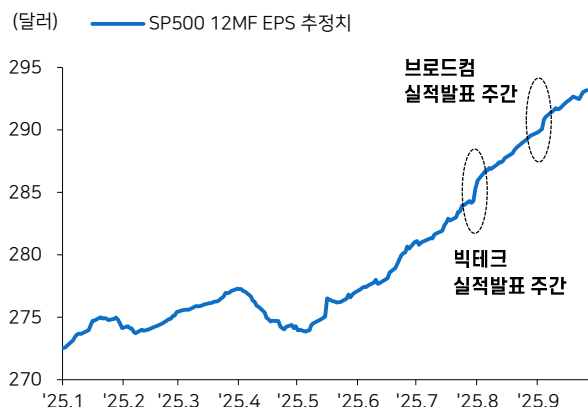
9월 레거시 반도체의 반등이 주도했듯, 현재 시장 추세의 핵심은 ‘실적’이다. 반도체를 포함한 기존 주도주였던 AI 하드웨어 중심으로 실적 전망의 우상향이 이어질 수 있는 환경에서, 시장 추세를 의심할 필요는 없다고 본다.

다만 10월 중순까지는 단기적으로 노이즈가 있을 가능성이 있다. 시장의 관심이 매크로 이슈에 초점이 맞춰질 수 있는 시기다. 10월 첫 주에는 ISM 제조업, 비제조업 지수, 고용지표 등 주요 거시경제 지표가 발표될 예정이고, 10월 중순에는 CPI와 같은 핵심 물가지표 발표가 예정되어 있다.

경제지표의 서프라이즈, 물가지표가 컨센서스를 소폭 상회하는 등의 이벤트는 남은 올해 2회, 내년까지 형성된 추가 금리 인하 기대를 불안하게 할 수 있다.

다만 지금은 경기침체에 대응하는 금리 인하가 아닌 만큼, 금리인하 횟수에 일희일비 할 필요는 없어 보인다. 즉 인하 기대 변화는 노이즈로 본다.

그림3 시장 추세의 핵심인 견고한 펀더멘털



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3Q25 실적시즌 되면 다시 상승 탄력 우세

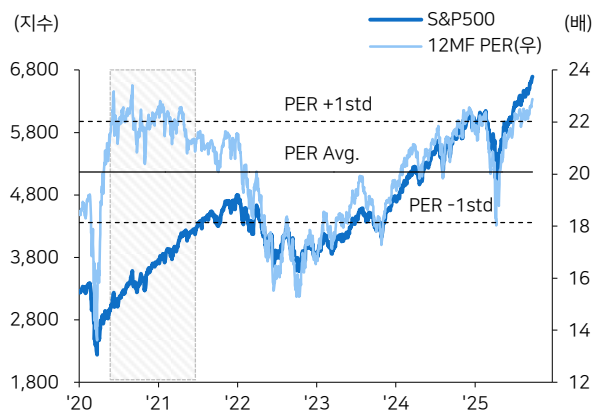
지금 시그널은 결국 실적이다. 매크로 관련 섰다
운 우려 등도 거론되고 있으나, 최근 몇 년간 학
습된 것처럼 결국 봉합될 이슈다.

실적 측면에서 유일한 리스크 요인을 꼽는다면,
전력 인프라 부족 문제를 걱정한다. AI 데이터센터
설비투자 증가가 반도체 활황의 배경인데, 전력이
부족해서 빅테크 등 기업들이 데이터센터 건설을
원활하게 할 수 없다는 우려가 발생하면 지금 실
적 리레이팅이 활발하게 나타나고 있는 주도주인
반도체 산업에게는 실망감을 줄 수 있다. 따라서
다가오는 실적 시즌에 이 부분에 대한 체크도 면
밀하게 수반되어야겠다.

전력 인프라 문제 없이 실적 리레이팅이 추세적으
로 이어질 수 있다면 시장은 추가적인 밸류에이션
우상향 없이도 주가 상승이 가능하다고 본다. 현
재 S&P500 12개월 선행 PER 밸류에이션은 최근
5년 내 상단인 +1표준편차 수준, 22배를 넘는다.

다만 실적이 뒷받침되면 2020년대 초에 그랬듯 밸
류에이션의 추가 상향 없이도 여전히 주가는 실적
중심으로 상승할 것이다.

그림4 S&P500 주가지수와 12MF PER



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

S&P500 연말 target 6,900pt로 상향

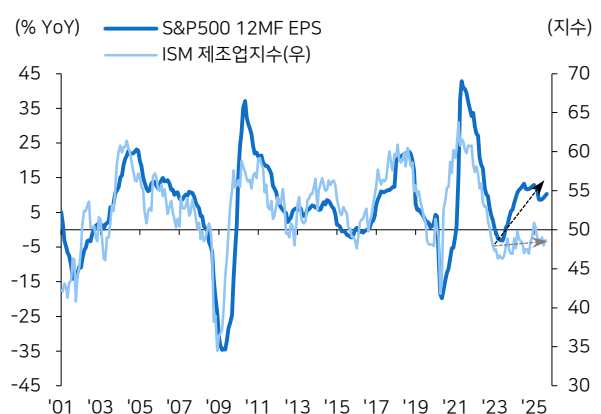
2024년 11월에 작성한 연간전망에서 S&P500 연
말 target을 6,700pt, 올해 3월 중국의 재부상에
따른 미국 밸류에이션 눈높이 하향으로 연말
target을 6,400pt까지 하향한 바 있다.

S&P500 연말 target을 6,900pt로 상향한다. 이전
전망과의 차이는 실적이다. S&P500 12개월 선행
EPS 추정치는 9월에 이미 작년 말과 올해 초에
전망했던 수준을 상회하기 시작했다. 지금까지 서
술한 반도체 산업을 중심으로 한 AI 인프라 기업
들의 실적 리레이팅이 핵심 배경이다.

S&P500 target은 연말까지 EPS 추정치의 추세 상
승과, 추가적인 PER 상승 없이 현재 수준의 밸류
에이션(22.5배)을 유지한다고 가정할 때의 수치다.

Bull case에서는 AI의 확산 속도 가속, 컴퓨팅 연
산량의 폭발적 증가가 AI 투자를 가속화하는 경우
의 수를 가정한다. 여기에 현재 대비 밸류에이션
이 소폭 상승한 23배 수준을 고려하면 7,100pt까
지도 도달 가능하다는 관점이다.

그림5 S&P500 12MF EPS와 ISM 제조업지수



자료: Bloomberg, US ISM, 메리츠증권 리서치센터

유틸리티/건설
Analyst 문경원

Baker Hughes (BKR US)

석유에서 가스로, 가스에서 전력으로

AI와 함께 황금기를 맞이한 가스 터빈

글로벌 가스 터빈 시장이 역대급 호황기를 맞이하고 있다. 2025년 상반기 대형 가스 터빈 주문은 약 42GW로, 직전 3개년 평균을 이미 초과했다. 이중 60% 이상은 데이터센터용으로 보인다. 이외에 가스 자원 개발을 늘려나가는 중동에서도 주문량이 늘어나고 있다.

향후 저렴한 미국산 LNG 공급이 늘어남에 따라 유럽, 아시아 지역에서도 가스 터빈 수요 확대가 예상된다. 데이터센터 외에도 노후 가스 터빈 교체, 석탄발전 대체 수요 등이 강력한 동력이다.

대세는 대형 터빈 → 중소형으로 변화

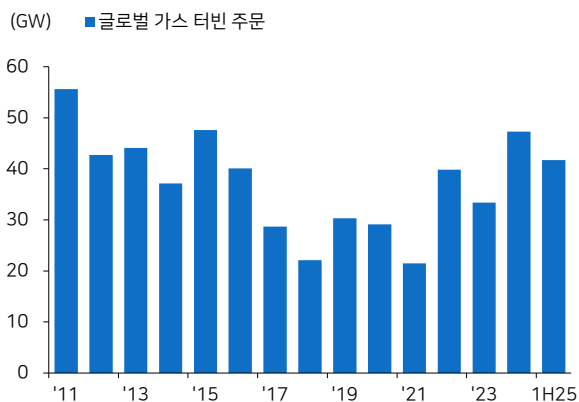
수요 폭증 대응을 위해 글로벌 가스터빈 3사(GE, Siemens, Mitsubishi) 등은 모두 증설 계획을 발표하고 있다. 특히 Mitsubishi는 2년 내 생산 능력을 2배 확대한다는 계획이다. 그러나 소재, 인력 수급 문제를 감안 시 실현될 지는 알 수 없다.

타이트한 수급이 이어질 것으로 전망되면서 대형 터빈 업체들은 판가를 인상하고 있다. 2Q25 GE Vernova의 수주 기준 ASP는 전 분기 대비 +55% 증가했다. 2026년 급격한 이익 개선이 예상된다.

가스터빈 수요 증가로 발생하는 또 하나의 트렌드는 바로 빠르게 공급이 가능한 중소형 터빈의 수요 증가다. 지금 계약 시, 중소형 가스 터빈의 리드 타임은 2년을 소폭 하회, 대형 가스 터빈의 리드 타임은 3년 이상이다.

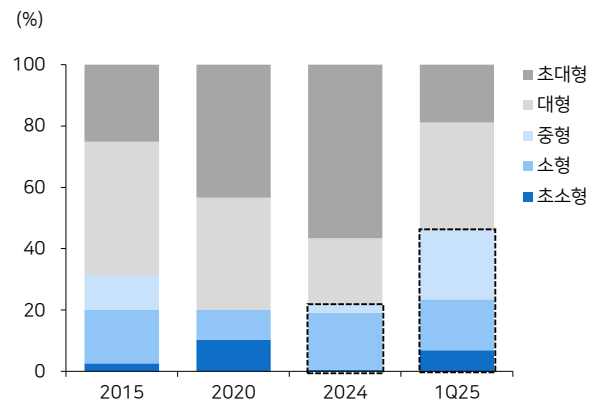
2025년 상반기에는 중소형 라인업이 상대적으로 강한 Siemens가 GE, Mitsubishi보다 높은 점유율을 차지했다. 또 하나 우리가 주목해야 할 업체가 있다. 바로 Baker Hughes다. Baker Hughes는 2017년 GE로부터 중소형 터빈 사업부를 인수하였으며, 2019년부터는 GE 출신 CEO가 경영하고 있다. GE의 DNA가 이식된 회사라는 뜻이다.

그림1 글로벌 가스터빈 주문 추이



자료: McCoy, 메리츠증권 리서치센터

그림2 가스 터빈 사이즈별 주문 비중 추이



자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

2028년까지 가스 터빈 3배 증설

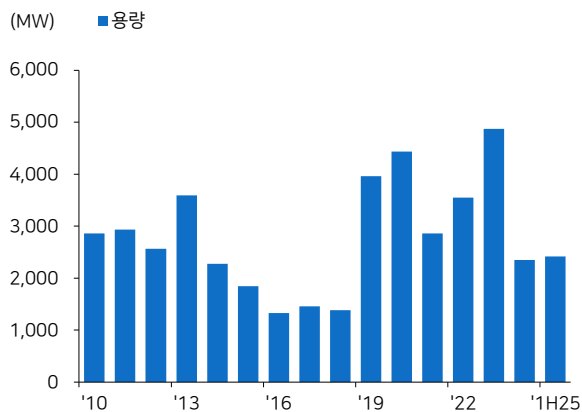
Baker Hughes는 시추·생산 관련 서비스(OFSE)를 제공해왔다. 그런데 최근에는 LNG 관련 장비(가스터빈, 압축기, LNG장비) 등을 전략적 축으로 육성하고 있다. 관련 사업 부문인 IET의 매출 비중은 2022년 37%, 2023년 40%, 2024년 47%, 2025년 50%(추정), 2026년 55%까지 상승 전망이다.

특히 가스 터빈 사업부는 데이터센터향 수요 급증에 힘입어 상승 폭이 가파를 전망이다. 2025년 3월 Turbine-X Energy에 수주한 것이 첫번째 데이터센터향 수주였다. 5월에는 Frontier Infrastructure로부터 16대의 NovaLT 터빈 주문을 확보했다.

아직 전사에서 가스 터빈이 차지하는 존재감은 크지 않다. 전사 매출에서 가스 터빈이 차지하는 비중은 5~10% 수준으로 예상된다. 2025년 상반기 MW 기준 글로벌 가스터빈 점유율은 Siemens 40%, GE 26%, Mitsubishi 19%, Baker Hughes 6%로 글로벌 업체들 대비 떨어지는 모습이다.

그러나 전술한 중소형 터빈에 대한 선호도 증가로 향후 매출 비중과 점유율이 상승할 전망이다. 동사의 가스터빈 생산 CAPA는 현재 1.2~1.5GW 수준이며, 2028년까지 3~4GW로 확대 계획이다.

그림3 Baker Hughes의 가스 터빈 수주 추이



자료: McCoy, 메리츠증권 리서치센터

경영 방향을 반영하지 못한 밸류에이션

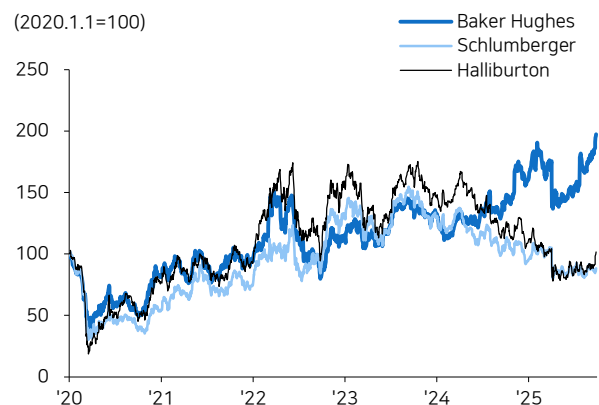
글로벌 가스 업체들의 밸류에이션은 Upstream에서 Downstream으로 내려갈수록 더 높다. 이익의 안정성이 높고, 발전 등 가스 수요 상승에 직접적으로 수혜 받을 수 있기 때문이다. 그렇다면 동사의 적정 밸류에이션은 얼마일까?

동사는 이미 LNG(Midstream)의 매출 비중이 크게 높아졌다. 특히 Chart Industries 인수가 반영되는 2026년 하반기부터는 전사 매출의 60%가 LNG에서 나오게 될 전망이다. 여기에 Downstream인 가스 터빈의 존재감이 커지면서, 동사의 EV/EBITDA도 Mid~Downstream의 평균인 15~25배에 수렴하게 될 전망이다.

그런데 동사의 현재 12개월 선행 EV/EBITDA 11배는 Midstream 평균 수준에도 미치지 못하고 있다. 2%의 배당수익률과 자사주 매입은 덤이다. 향후 LNG와 데이터센터 등 Mid~Downstream 비중 늘어날수록 점진적인 Re-rating을 예상한다.

주요 주가 트리거로는 빅테크와의 파트너십을 주목한다. Bloom Energy가 Oracle과의 파트너십 발표 이후 가파른 주가 상승을 보여줬던 사례를 동사가 반복할 가능성이 높다.

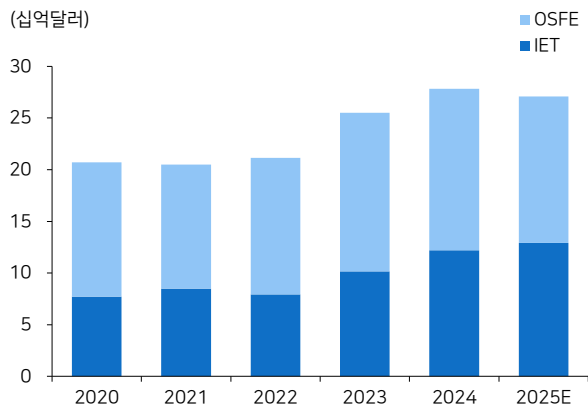
그림4 이미 Peer와 차별화되기 시작한 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

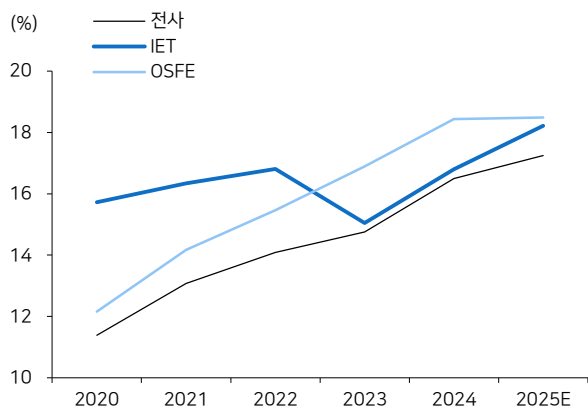
또한 LNG 프로젝트들의 FID도 주요 주가 트리거가 될 수 있다. 알래스카, Commonwealth, Port Arthur, Rio Grande, Mozambique 등 미국을 중심으로 약 5건의 프로젝트가 연내 FID를 목표로 하고 있고, 이는 동사의 IET 매출 전망치 상향으로 이어질 수 있다.

그림5 Baker Hughes의 매출 비중 변화



자료: Bloomberg, Baker Hughes, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Baker Hughes의 부문별 EBITDA 마진을 전망



자료: Bloomberg, Baker Hughes, 메리츠증권 리서치센터

중소형 발전원, 고육지책 아닌 정답?

끝으로, Baker Hughes를 비롯한 중소형 발전기 업체들의 장기적 전망에 대한 고민을 하나 해보자. 대형 터빈의 쇼티지가 끝나면 경제성이 다소 떨어지는 중소형이 설 자리는 없어지는 것인가?

당사가 탐방한 2025 Gastech에서는 Baker Hughes를 포함한 발전 밸류체인들이 다수 참가했다. 이들은 데이터센터 고객들이 가용성(Availability), 예비성(Redundancy) 등 안전한 전력원을 강조한다고 설명했다. 중소형 터빈, 엔진, 연료전지 등 중소형 전력원이 대형 터빈보다 강점을 지니는 부분이다.

특히 추론용 데이터센터에서는 학습용 대비 전력 부하의 변동성이 심해지기 때문에 전력 아키텍처에도 변화가 생긴다. 중소형 터빈의 빠른 반응 속도가 좀 더 중요해지는 것이다.

향후 중소형 터빈이 대형 터빈의 대안이 아니라, 정답으로 자리잡을 가능성에 주목한다. 현재 AI 데이터센터 On-site 발전은 초기 단계 산업이고 성장 단계이기 때문에 업계 표준이 없으며, 시장 상황 및 기술 발전에 따라 얼마든지 주력 기술이 바뀔 수 있다.

Astera Labs (ALAB US)

전기전자/IT부품
Analyst 양승수

엔비디아·반(反)엔비디아 동반 성장 수혜

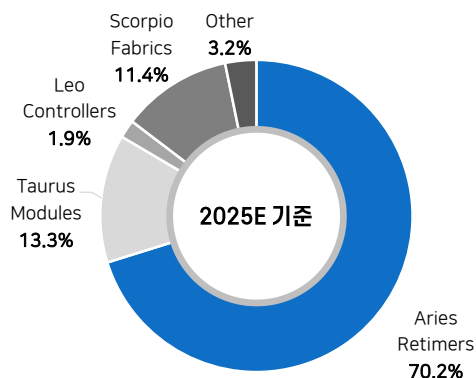
GPU 경쟁, Sale Up으로 번진다

Scale Up이란 단일 랙 내부에서 칩 간 연결을 얼마나 효율적으로 구현하느냐를 의미한다. AI 데이터센터의 성능은 단일 GPU 칩의 성능뿐만 아니라, GPU간 유기적 연결을 얼마나 효율적이고 대규모로 구현하느냐에 의해 결정되기 때문이다. 엔비디아는 현재 단일랙 내 72개의 GPU를 연결하며 Scale Up 경쟁에서 선도적인 위치를 확보하고 있으며, 내년에는 144개, 내후년에는 567개의 GPU 연결을 구현할 계획이다. 반(反) 엔비디아 진영에서도 비용 대비 성능 극대화를 위해 Scale Up 기술의 중요성이 부각되고 있으며, 이 과정에서 주목받고 있는 기업이 바로 Astera Labs다.

Astera Labs, 고성능 연결 솔루션 기업

Astera Labs는 AI 인프라를 위한 맞춤형 연결 솔루션(PCIe, CXL, Ethernet 기반 하드웨어와 COSMOS 소프트웨어)을 제공하는 글로벌 팹리스 반도체 기업이다.

그림1 Astera Labs 2025년 제품군별 실적 비중 전망



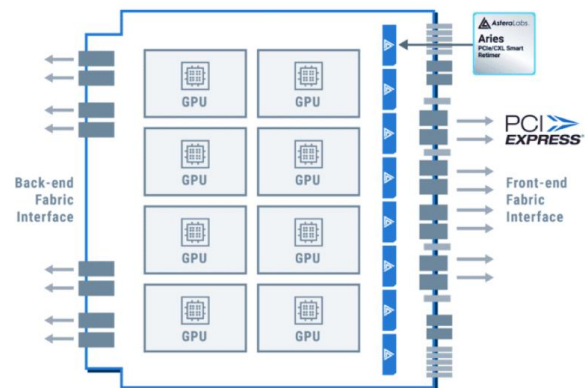
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요 제품은 ① Scorpio: AI 서버 및 클러스터 연결용 패브릭 스위치, ② Aries: PCIe/CXL 기반 데이터 대역폭 확장 솔루션, ③ Leo: CXL 기반 메모리 컨트롤러, ④ Taurus: 이더넷 기반 스마트 케이블 모듈 등이 있다.

이 중 Aries는 PCIe 리타이머 제품으로, 리타이머는 PCIe·CXL·Ethernet 등 고속 데이터 전송 인터페이스에서 신호 품질을 보장·복구하는 중계 칩이다. 리타이머는 최근 구축되는 AI 인프라의 80% 이상에서 필수적으로 채택되고 있으며, 동사는 자체 설계한 COSMOS 시스템을 기반으로 글로벌 리타이머 시장 점유율 1위를 기록하고 있다.

동사는 엔비디아 Blackwell 플랫폼을 지원하는 PCIe 6.0 기반 리타이머 'Aries 6'를 선제적으로 출시하며 엔비디아 내 독점적 지위를 확보했다. PCIe 6.0 리타이머는 내년부터 다수의 GPU·ASIC 고객사가 표준으로 채택할 예정으로, 본격적인 물량 확대와 고객사 다변화가 기대된다.

그림2 AI GPU 내 Aries 사용 구조



자료: Astera Labs

Scorpio 스위치 - AMD/ASIC 진영의 희망

2026년부터는 동사의 Scorpio X 스위치를 기반으로 한 Scale-Up 중심의 성장이 기대된다. Scorpio는 AI 서버 아키텍처에서 Scale-Up과 Scale-Out을 모두 지원하는 PCIe 기반 스위치 솔루션으로, GPU·ASIC·CPU 등 다양한 가속기와의 호환성을 고려해 설계된 Astera Labs의 핵심 제품이다.

현재 Scale-Up 시장에서는 엔비디아에 대응하기 위한 UALink가 부상하고 있다. UALink는 AMD, AWS, 구글 등이 참여한 UAL 컨소시엄이 주도해 오픈 인터페이스를 지향하며 출시한 Scale-Up 네트워크다. 브로드컴이 자체 기술 로드맵을 추진하며 컨소시엄에서 이탈함에 따라 새로운 스위치 표준의 필요성이 커졌고, 이 과정에서 주목받고 있는 제품이 바로 Astera Labs의 Scorpio X이다.

즉 Scorpio X는 반(反) 엔비디아 중심의 성장이 기대되며 ① 2026년 출시 예정인 AWS Trainium 3.0용 NeuronLink 스위치, ② 2027년 출시 예정인 AMD MI500 시리즈용 UALink 스위치가 주요 성장 동력이다.

표1 NVLink vs UALink

구분	NVLink (엔비디아)	UALink (UAL 컨소시엄)
개발주체	■ NVIDIA 단독	■ 구글, MS, 인텔, AMD, 메타 등 다수 기업 연합
표준화	■ 엔비디아 독자 기술, 자사 제품군에 최적화	■ 개방형 표준, 다양한 업체 제품군에 호환 목표
대역폭	■ 5세대 기준 최대 1.8TB/s (양방향)	■ 1.0 사양 기준 200GTps, PCIe 대비 대폭 향상 목표
적용범위	■ NVIDIA GPU, AI 가속기, 일부 CPU	■ AI 가속기, CPU, 다양한 서버 및 데이터센터 칩
확장성	■ NVSwitch 등을 통한 대규모 GPU 클러스터 구축	■ 하이퍼스케일 AI, 멀티벤더 환경 최적화
장점	■ GPU 간 직접 통신으로 빠른 데이터 전송 속도와 낮은 지연 시간 제공	■ 다양한 AI 칩과 호환되어 엔비디아 의존성 감소 ■ 개방형 표준으로 생태계 확장 및 혁신 촉진
단점	■ NVIDIA 하드웨어에 종속적이며, 타사 AI 칩과의 호환성이 제한적	■ NVLink 대비 성능 검증 필요 ■ 2026년 이후에 첫 제품 출시 예상
시장 전망	■ 엔비디아 생태계 중심, 사실상 시장 독점	■ 엔비디아 견제, 표준화 통한 생태계 확장

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Astera Labs 스위치를 가장 적극적으로 활용하는 고객사는 AWS로, 현재까지는 자체 네트워크인 NeuronLink를 통해 칩 간 연결을 구현해왔다. 그러나 Trainium 3.0부터는 Scale-Up 구현을 위해 Astera Labs의 Scorpio X PCIe 스위치를 커스터마이징해 채택할 계획이다.

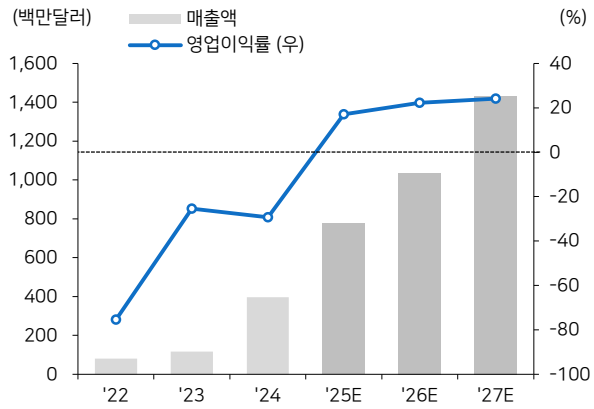
AMD는 현재 자체 Infinity Fabric을 활용해 8개의 GPU를 연결하고 있다. 내년 출시 예정인 MI400부터 엔비디아와 유사하게 72개 GPU를 연결하는 랙 제품을 도입할 계획이다. 다만 내년까지는 소프트웨어 측면에서는 UALink를 활용하되, 하드웨어는 브로드컴 토마호크 스위치를 사용한다. 이후 UALink 전용 스위치는 2027년 출시될 MI500부터 적용될 예정이며, 이 과정에서 Astera Labs의 Scorpio-X PCIe 스위치의 추가 성장이 예상된다.

하이퍼스케일러/UALink 확산의 수혜

동사는 2Q25 실적 발표에서 차세대 Scorpio X 제품 관련 10개 고객사와 계약을 논의 중임을 언급했다. 고객사는 하이퍼스케일러, 대형 서버 ODM, 그리고 ASIC 기반 AI 가속기를 준비하는 신규 진입 기업까지 폭넓게 분포된 것으로 파악된다.

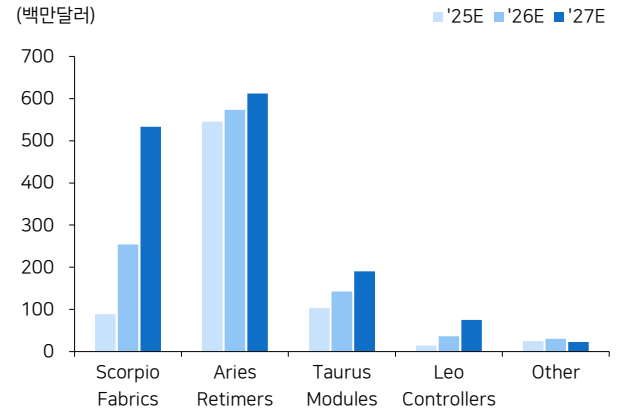
동사의 매출 구조를 감안할 때 AWS·AMD 외 추가 하이퍼스케일러와의 프로젝트 진행은 큰 폭의 업사이드로 이어질 수 있다. 현재 AI 인프라 생태계는 엔비디아 중심 구조이나, 2026년 이후 UALink 확산 구간에서 Scorpio를 중심으로 한 가파른 성장이 예상된다.

그림3 전체 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Astera Labs 제품군별 실적 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

메리츠 유니버스

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
엔비디아 (NVDA US) Analyst 김선우	미국	9/9 엔비디아는 추론 전용 'Rubin CPX 칩 공개'. 고성능 학습 수요에 이어 빠르게 성장하는 추론용 제품군 대응 목적 - 동사의 오픈AI 투자가 오히려 AI 거품론 및 섹터 주가 조정을 발생시킨 상황. 하지만 동사의 26년 루빈 수요조사가 기대를 크게 능가하는 등 산업 수요는 급격한 팽창기를 진행중인 것으로 판단 - 아울러, CUDA 기반의 생태계와 플랫폼 경쟁력은 여전히 시장 지배력을 유지하는 핵심 요인	6,067	반도체	2	57
	미국	- GPU/가속기 제조에 독점력은 견조하게 유지. 양산 개시할 2nm 초과 수요 진행중 - 엔비디아 GPU 신규 플랫폼의 출시일이 당겨질 것으로 예상됨에 따라 믹스 개선 속도도 가속화 - 후공정 기술 내 독점력도 견조. 2H25E 계절적 성수기에 따라 실적 성장세 지속 예상	1,987	반도체	19	56
코인베이스 (COIN US) Analyst 조아해	미국	- 나스닥의 주식토큰화 출시 예정 등 RWA(실물자산 토큰화) 시장 확대 중. 이 과정에서 풀 인프라 스택을 제공하는 동사에 대한 구조적 수요는 필연적 - 한편 쇼피파이, 스트라이프 등 주요 파트너사와의 제휴를 통해 결제 네트워크 확장을 진행, 이를 통해 디지털 자산의 실사용 채널 확대 중	117	금융	3	63
텐센트 뮤직 엔터테인먼트 (TME US) Analyst 김민영	미국	2Q25 매출액 8.44십억위안(+17.9% YoY)으로 컨센서스 +6% 상회. SVIP 프로그램 확장과 프리미엄 서비스 확대로 유료 이용자 수 1.2억명(+6.3% YoY) 증가, ARPPU 11.7위안(+9.3% YoY) 기록 - 광고 요금제 출시, 오프라인 콘서트 및 MD 등 팬덤 경제를 기반으로 한 아티스트 관련 상품 매출 강화. 하반기 실적은 기존보다 낙관적으로 전망	51	엔터	-4	95
로켓랩 (RKL US) Analyst 정지수	미국	7.5억달러 규모 신규 유상증자를 발표. 사업 운영, 독일 레이저 통신사 Mynaric 인수 자금에 사용될 계획 - NASA의 화성 탐사 미션 EscaPADE를 위한 발사 계약 두 건 수주	35	우주	-5	373
샤오펑 (XPEV US) Analyst 김준성	미국	- 가격: 중저가 시장 공략하여 15~23만원 가격대 모델들이 총 판매 90% 이상 차지 - 기술: 500TOPS 이상 연산능력의 자체 자율 칩 'Turing'을 중저가 모델에 최초 적용 - 신사업 및 라이선싱: 휴머노이드 로봇 'Iron'과 플라잉카 'AeroHT'등으로 사업 영역 확장. 지난 6월 VW에 Turing 칩 공급 계약, 판매 확대를 넘어 '기술 라이선싱' 수익구조까지 마련 - 흑자 전환 시 내년 PER50배 수준 밸류에이션 정상화 기대	31	IT/모빌리티	8	79

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
카메라 테라퓨틱스 (KYMR US) Analyst 김준영	미국	- STAT6 TPD(단백질분해제) KT-621 임상 1상 중간 결과가 약 20조원을 달성하는 사노피의 듀파젠트와 유사한 결과 도출 - 듀파젠트는 파하주사제형이나 KT-621은 경구제형으로 만성적 염증 질환에서 편의성 개선 시 듀파젠트 시장 침투 가능 - 최종 결과는 4Q25 도출 예상	5.6	제약/바이오	37	16
코스트코 (COST US) Analyst 김정욱	미국	3Q25 매출 632.1억 달러(+8%YoY), EPS 4.28달러(+13.2%YoY)로 컨센서스 상회 - 동일 매장 매출 +5.7%, 아커머스 매출 +13.6%, 연회비 수익 +10.4%. 경기 변동에도 강한 연회비 기반 비즈니스 모델로 안정적인 매출 흐름 - 미국 매장 운영 시간 연장, 고가 상품 강화로 트래픽 확대. 2026년 35개 신규 출점 등 장기 성장 투자도 지속	569	소비재	-3	4
MP Materials (MP US) Analyst 장재혁	미국	- 미 국방부, 애플 기반 파트너십으로 중장기 매출 기반 확보. 운영 최적화로 생산성 향상, '26년부터 EPS 성장 본격점 예상 - 비중국 희토류 공급망 핵심축으로, 미중 무역긴장이 지속될 것으로 전망한다면 섹터 내 최우선으로 고려 필요. '26년 11월 중간선거 이전까지 트럼프의 강한 무역정책 지속될 것으로 전망	17	철강	-4	273
베이커 휴즈 (BKR US) Analyst 문경원	미국	- 중소형 가스터빈의 강자. 최근 데이터센터용 공급 시작. 현 1.5GW내외의 CAPA를 2028년까지 3~4GW로 확장 - 잠재적으로 빅테크와의 파트너십 기대 - Chart Industry 인수와 미국 LNG 수출에 맞물린 IET 사업부 매출 성장	70	유틸리티	11	43
아스테라 랩스 (ALAB US) Analyst 양승수	미국	- Astera Labs는 AI 인프라를 위한 맞춤형 연결 솔루션(PCle, CXL, Ethernet 기반 하드웨어와 COSMOS 소프트웨어)을 제공하는 글로벌 팹리스 반도체 기업 - 동사는 1) 엔비디아 Blackwell 플랫폼을 지원하는 PCle 6.0 기반 'Aries 6'를 선제적으로 출시하며 독점적 지위를 확보하였으며, 2) 2026년부터 AMD/ASIC 진영의 Scale Up/Out 모드를 지원하는 Scorpio 스위치 출시 예정 - 즉, 엔비디아와 반(反) 엔비디아 동반 성장 수혜가 기대	46	IT	9	270
얼타 뷰티 (ULTA US) Analyst 박종대	미국	- FY 2Q25 매출 27.8억달러(YoY 9.3%), 영업이익 3.4억달러(YoY 4.8%, OPM 12.4%) 기록하며 컨센서스 상회하는 실적 발표와 함께 연간 가이드라인 상향 - 기존점 성장률 +6.7% 달성, 미국 소비 둔화에도 외형 성장률 제고 긍정적 - 단기 마케팅 확대 등에 따른 단기 수익성 저하 불구, K뷰티 입점 확대 등 시장 변화에 대응하는 외형 확대 전략과 성장률 제고로 중장기 실적 가시성 확보 주목	35	화장품	12	37

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
라인메탈 (RHM.GY) Analyst 이지호	독일	2Q25 실적 컨센서스 소폭 하회 및 일부 수준의 지연된 데에 더해 러-우 전쟁의 종전 가능성 제기되며 주가 하락세 시현 - 그러나 최근 미-러 회담 중 중/휴전 논의가 미비했던 점과 오히려 격화되는 러-우 전쟁의 양상으로 인해 상승 전환 중 - NATO 국가들의 국방비 지출액 가이드선 상향에 따른 수혜 규모가 가장 크며 이를 바탕으로 26년 말 수주잔고 1,200억 유로 가이드선을 제시(2Q25말 기준 632억유로), 중장기 성장 방향성에 변함 없을 전망	150	방위산업	16	309
	프랑스	- 기대감이 이어지긴 했으나 미국발 LNG 수출 터미널 증설 사이클은 여전히 변함없는 상황 - 하반기 재개와 전용 LNG선 신조 수요는 GTT의 멤브레인 타입 로열티 사업 실적을 견조하게 유지할 전망 - 추가로 미국 에탄 수출 물동량 증가하면 대형 에탄운반선 역시 신조 수요 창출 예정	9.5	조선	-2	31
CATL (3750.HK) Analyst 노우호	홍콩	25.10월 중국 정부의 주요 공급과잉 산업별 구조조정 정책은 경쟁력 갖춘 최상위 기업들의 점유율 추가 확대 기회 25.10월 APEC 회의 미-중 정상회담 가능성은 중국의 주요 산업품목에 대한 관세를 하향 기대감 작용 가능 - 전기차 및 ESS분야 이차전지 포트폴리오, 전기차 수요가 증가하는 EU에 생산 현지화로 점유율 추가 확대 가속화 중	360	이차전지	25	-
	홍콩	2024Y AI 클라우드 매출, 전년 대비 약 2배 증가, 클라우드 해외 매출 성장세 부각 - 중국 정부의 AI 및 클라우드 컴퓨팅 적극 지원 추세에 힘입어 4년만에 채권 발행. AI향 CAPEX 투자 집중 전망 9월 기준 PER 19배, 중국의 빅테크 규제 본격화 직전인 2021년 2월 PER 20 중후반대 수준인 점 고려했을 때 밸류 상승여력 충분 - 이외 본업인 커머스/게임/결제 매출 모두 견고한 캐시카우 역할 수행	1,089	통신서비스	8	48

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 (9월 26일 종가 기준)

주식 월간 캘린더

파란색 - 실적발표
검정색 - 기업 및 지수 이벤트
회색 - 정부 및 통화정책 관련

월	화	수	목	금	토
		1	2	3	4
		중국 휴장 - 국경절 명인제약 상장(유) 한국 9월 수출		한국 휴장 - 개천절 미국 9월 고용	일본 총재 선거
6	7	8	9	10	11
		한국 휴장 - 추석 연휴	한국 휴장 - 한글날		
13	14	15	16	17	18
일본 휴장 - 스포츠의 날	제이피모건 (JPM) 골드만삭스 (GS) 미국 관세 대법원 상고	뱅크오브아메리카 (BAC) 모건스탠리 (MS) 미국 9월 CPI		유럽중앙학회 (ESMO)	
20	21	22	23		
중국 3Q GDP		테슬라 (TSLA)	한은 금통위		
27	28	29	30	31	
	코닝 (GLW) 한국 3Q GDP	알파벳 (GOOGL)	마이크로소프트 (MSFT) 메타플랫폼스 (META) 코인베이스 (COIN) 미국 FOMC 일본 통화정책회의 유럽 3Q GDP 미국 3Q GDP 유럽 통화정책회의	경주 APEC 정상회의	

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.