투자 설명회(IR) 리포트 · 심층 · 미국 상장 AI 차세대 밸류체인

# 빅테크 밖의 AI 5년: 세 개 섹터와 검증을 통과한 7개 자산

2026년 11월 20일 미국 정규장 종가 (동부시간 16:00) · 작성 11월 22일 · USD

한 줄 결론

## 12개 후보 중 5개가 내부 토론에서 탈락했고, 남은 7개도 '싸다'가 아니라 '이익 추정치가 아직 안 내려왔다'는 전제에서 분할로 접근해야 합니다.

향후 5년(2026~2031년) AI 투자의 무게는 칩에서 칩을 돌리는 설비(전력·냉각·연결), 물리 세계의 자동화, 산업별 소프트웨어로 넓어집니다. 엔비디아·마이크로소프트·알파벳·애플·아마존·메타를 제외하고 이 세 영역에서 후보 12개를 골라 공시 원문 검증과 반대 입장 토론을 거쳤습니다.

통과한 것은 nVent(NVT), Comfort Systems(FIX), Credo(CRDO), Cognex(CGNX), Veeva(VEEV)와 ETF 두 개(GRID, ROBO)입니다. Modine, Doximity, Zebra, Symbotic, 교체 후보 Novanta는 탈락했습니다. 통과 종목 중 조건 없이 통과한 것은 Veeva 하나이고 나머지는 다음 실적에서 확인할 조건이 붙었습니다.

기준일은 S&P 500이 하루 3.7% 내린 급락 당일입니다. 개별 종목 5개 중 4개가 52주 고점보다 39~67% 낮지만, 증권사 이익 추정치는 최근 90일 동안 오히려 올랐습니다. 주가만 내리고 추정치가 그대로인 구간의 낮은 PER은 신뢰도가 낮습니다. Credo는 12월 1일, Veeva는 12월 3일 실적을 발표하므로 이 리포트의 수치 일부는 2주 안에 바뀝니다. [16] [17]

후보 → 통과
**12개 → 7개**
탈락 5개(교체 후보 1개 포함), 조건부 통과 6개, 통과 1개

통과 종목의 고점 대비
**-18% ~ -67%**
52주 종가 고점 대비. VEEV -18%, CRDO -67% [17]

S&P 500 (11월 20일)
**6,910.39**
하루 -3.7%, 필라델피아 반도체 지수 -10.7% [16]

다음 확인 일정
**12월 1일 · 3일**
Credo, Veeva 실적 발표(회사 확정) [8] [11]

### 언제 사고, 언제 팔지

지금 (급락 직후, 실적 전)

**11월 20일 종가 기준. 이익 추정치 하향이 아직 시작되지 않음**

전체 계획 물량의 3분의 1 이내에서 ETF(GRID, ROBO)와 Veeva부터 검토합니다. Credo와 Veeva 개별 비중은 12월 1일과 3일 실적 뒤에 정합니다. [8] [11] [17]

추가 진입 조건

**다음 분기 실적에서 종목별 통과 조건(아래 교차 검증 표)이 확인되고, 2027년 이익 추정치가 한 차례 내려온 뒤에도 가이던스가 유지될 때**

남은 물량을 두세 번에 나눠 집행합니다. 조건이 확인된 종목부터 채웁니다.

축소·교체 조건

**대형 클라우드 기업이 2027년 설비투자를 줄이거나, 데이터센터 건설 중단 조치가 주 단위에서 입법되거나, 종목별 통과 조건이 깨질 때**

섹터 1(전력·냉각·연결) 비중부터 줄입니다. 개별 종목은 예비 후보(Teradyne, Waystar)로 교체를 검토합니다. [32] [33]

이 조건은 5년 보유를 전제로 한 기관 포트폴리오의 분할 집행 기준이며, 종가와 공시된 분기 실적을 기준으로 판단합니다. 개인별 투자 자문이 아닙니다.

## 1. 향후 5년 AI 산업의 변화와 세 가지 투자 테마

2023~2026년의 AI 투자는 모델을 학습시키는 칩에 집중됐습니다. 앞으로 5년의 병목은 칩 바깥에 있습니다. 전력을 끌어오고, 랙의 열을 식히고, 칩 사이에 데이터를 옮기는 설비가 칩 공급보다 늦게 늘어나기 때문입니다. 이 리포트는 이 흐름을 세 테마로 나눴습니다.

첫째는 AI 병목 해소입니다. 데이터센터의 전력 분배, 액체냉각, 기계·전기 시공, 서버 간 고속 연결이 여기에 들어갑니다. 수요 증거가 수주잔고라는 숫자로 가장 분명합니다. nVent의 3분기 매출은 44% 늘었고 Comfort Systems의 수주잔고는 1년 전보다 90% 많습니다.

둘째는 피지컬 AI입니다. 로봇과 공장·물류 자동화, 기계가 사물을 보는 머신비전입니다. 5년 뒤 시장은 클 수 있지만 지금 미국 상장 중·소형주의 매출로 잡히는 부분은 작습니다. 2026년 상반기 휴머노이드 출하의 97% 이상이 중국 업체였습니다. 그래서 이 테마는 종목 하나와 분산형 ETF 하나로 좁혔습니다.

셋째는 버티컬 AI 소프트웨어입니다. 특정 산업의 데이터와 업무 절차를 쥔 소프트웨어 회사가 AI 에이전트를 얹어 파는 영역입니다. 반대로 범용 AI 에이전트가 기존 소프트웨어를 대체할 수 있다는 우려가 2026년 내내 주가를 눌렀습니다. 토론에서 이 테마의 후보가 가장 많이 탈락했습니다.

세 테마는 서로 독립적이지 않습니다. 첫째 테마 전부와 둘째 테마 일부는 대형 클라우드 기업의 설비투자라는 한 가지 원인에 묶여 있습니다. 온디바이스 AI와 AI 에이전트 전문 종목은 검증을 통과한 후보가 없어 예비 목록에만 남겼습니다.

**세 테마와 최종 선정 자산**

| 테마 | 5년 논리 | 선정 자산 | 토론 뒤 확신도 |
|---|---|---|---|
| **① AI 병목 해소 (전력·냉각·연결)** | 칩보다 설비가 늦게 늘어남. 수주잔고로 확인 | NVT, FIX, CRDO, ETF GRID | 세 테마 중 가장 높음. 다만 발주처가 소수 대형 클라우드 |
| **② 피지컬 AI (자동화·머신비전)** | 공장·물류의 인지와 제어에 AI 탑재 | CGNX, ETF ROBO | 낮음. 매출로 확인되는 부분이 작음 |
| **③ 버티컬 AI 소프트웨어** | 산업 데이터와 절차를 가진 회사가 에이전트를 판매 | VEEV | 중간. 대체 우려가 실적으로 확인된 곳과 아닌 곳이 갈림 |

근거 [1] [4] [20] [41]

## 2-1. 핵심 지표 비교: 주가와 수익률

모든 가격은 11월 20일 정규장 종가이며 두 제공처에서 같은 값을 확인했습니다. 52주 고점은 종가 기준입니다. 개별 종목 다섯 개는 당일 시장 급락의 영향을 그대로 받았고, Veeva만 올랐습니다.

Credo는 11월 13일 131.51달러에서 한 주 만에 24% 내렸습니다. 그 주에 회사 고유의 악재는 찾지 못했고 반도체 업종 전체가 내린 영향으로 보입니다. Comfort Systems는 11월 4일 하루에 15% 내렸는데, 중간선거에서 데이터센터 건설 제한을 내건 후보와 주민투표가 통과된 영향이었습니다.

**11월 20일 종가와 수익률 (종가 기준, 3년·5년은 배당 포함)**

| 자산 (티커, 거래소) | 종가 | 하루 | 연초 대비 | 52주 고점 대비 | 1년 | 3년 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **nVent Electric (NVT, NYSE)** | $101.84 | -5.8% | -0.1% | -44.8% | -3.7% | +97.0% |
| **Comfort Systems USA (FIX, NYSE)** | $1,042.47 | -6.4% | +11.7% | -49.6% | +12.0% | +427.8% |
| **Credo Technology (CRDO, Nasdaq)** | $99.86 | -15.2% | -30.6% | -67.0% | -29.6% | +473.6% |
| **Cognex (CGNX, Nasdaq)** | $44.36 | -6.9% | +23.3% | -38.7% | +22.9% | +21.6% |
| **Veeva Systems (VEEV, NYSE)** | $266.22 | +1.3% | +19.3% | -17.6% | -2.5% | +50.6% |
| **First Trust 스마트그리드 ETF (GRID, Nasdaq)** | $145.44 | -4.6% | -5.0% | -27.2% | -2.6% | +59.5% |
| **ROBO Global 로보틱스 ETF (ROBO, NYSE Arca)** | $62.56 | -6.8% | -9.7% | -30.8% | -2.8% | +24.5% |
| **참고: S&P 500 ETF (SPY)** | $689.81 | -3.6% | +1.2% | -11.5% | +4.1% | +59.1% |

근거 [5] [16] [17] [18]

## 2-2. 핵심 지표 비교: 밸류에이션

시가총액과 기업가치(EV, 시가총액에 순차입을 더한 값)는 공시된 주식 수와 재무상태표로 직접 계산했습니다. PER(주가수익비율)은 세 가지로 나눠 적었습니다. 회사가 제시한 올해 조정 이익 기준, 증권사들이 예상한 내년 이익 기준, 그리고 회계상(GAAP) 이익 기준입니다. 세 값의 차이가 클수록 주식보상이나 인수 관련 비용을 빼고 계산한 이익에 기대고 있다는 뜻입니다.

표의 기준은 회사마다 조금씩 다릅니다. 매출 대비 배수는 nVent가 2026년 추정 매출, Veeva가 올해 가이던스 매출, 나머지는 최근 12개월 매출 기준입니다. 올해 조정 PER은 Comfort Systems가 조정치를 내지 않아 2026년 추정 이익을, Credo가 2027년 4월에 끝나는 회계연도 추정 이익을 썼습니다. 회계상 PER은 nVent가 2026년 가이던스, Credo가 최근 분기 연환산, 나머지는 최근 12개월 기준입니다.

시세 사이트에 표시되는 선행 PER 10~15배는 대부분 2027년 또는 그 이후 회계연도의 추정 이익이 분모입니다. 예를 들어 Credo의 10.3배는 2028년 4월에 끝나는 회계연도의 추정 이익 기준이고, 최근 분기의 회계상 이익을 1년치로 환산하면 37배입니다. nVent의 14.5배는 2027년 이익이 올해 가이던스보다 31% 늘어난다는 가정입니다.

nVent의 기업가치는 시세 사이트 값보다 큽니다. 9월 말 재무상태표는 Maverick Power 인수 대금(현금 약 17.5억달러) 지급 전이어서, 인수 후 순차입을 약 28억달러로 다시 추정했습니다. 이 값은 분석팀 추정이며 다음 분기 재무상태표에서 확인해야 합니다.

**밸류에이션 배수 (11월 20일 종가 기준, 직접 계산)**

| 종목 | 시가총액 | EV | 매출 대비 | 올해 조정 PER | 내년 추정 PER | 회계상 PER |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **NVT** | $16.5B | 약 $19.3B | 2.8배 | 18.9배 | 14.5배 | 22.4배 |
| **FIX** | $36.6B | $34.5B | 2.9배 | 20.5배 | 15.5배 | 22.5배 |
| **CRDO** | $18.8B | $18.0B | 11.8배 | 15.8배 | 10.3배 | 37배 |
| **CGNX** | $7.6B | $6.7B | 6.7배 | 26.1배 | 22.1배 | 31.0배 |
| **VEEV** | $44.0B | $36.7B | 11.9배 | 28.9배 | 26.0배 | 43.6배 |

근거 [1] [2] [3] [4] [6] [9] [10] [17]

### 2-3. 핵심 지표 비교: 성장과 재무 건전성

다섯 종목 모두 회계상 영업이익이 흑자이고, nVent를 뺀 네 곳은 차입보다 현금이 많습니다. 성장률은 Credo, Comfort Systems, nVent 순으로 높고 Cognex와 Veeva는 10%대입니다. 이익률은 Cognex와 Veeva가 30% 안팎으로 높습니다.

마지막 열은 증권사들의 내년 주당순이익 추정치가 90일 동안 어떻게 바뀌었는지입니다. 주가가 크게 내린 석 달 동안 다섯 중 네 종목의 추정치가 올랐습니다. 실적이 좋았기 때문이지만, 11월의 급락과 데이터센터 규제 우려는 아직 추정치에 반영되지 않았다고 봐야 합니다.

**성과과 재무 (최근 발표 분기, 공시 원문 기준)**

| 종목 | 최근 분기 (종료일) | 매출 성장 | 회계상 영업이익률 | 순현금 또는 순차입 | 내년 추정 주당순이익 (90일 전 → 현재) |
|---|---|---|---|---|---|
| **NVT** | 3분기 (9월 30일) | +44% | 18.6% | 순차입 약 $2.8B (인수 후 추정) | $6.45 → $7.03 |
| **FIX** | 3분기 (9월 30일) | +53.7% | 16.6% | 순현금 $2.1B | $60.04 → $67.29 |
| **CRDO** | FY27 1분기 (8월 1일) | +114.7% | 25.2% | 순현금 $0.76B | $9.12 → $9.71 |
| **CGNX** | 3분기 (10월 4일) | +13.2% | 32.2% | 순현금 $0.85B (인수 대금 지급 전) | $2.03 → $2.01 |
| **VEEV** | FY27 2분기 (7월 31일) | +18% | 29.6% | 순현금 $7.2B | $10.03 → $10.26 |

근거 [1] [4] [6] [9] [10] [17]

### 섹터 ① AI 병목 해소: nVent Electric (NVT, NYSE)

투자 논리. nVent는 데이터센터 랙에 전력을 나눠 주는 장치와 액체냉각 장비(냉각수 분배 장치, 매니폴드)를 만듭니다. 3분기 매출은 15.15억달러로 1년 전보다 44% 늘었고 인수 효과를 뺀 유기적 성장도 44%였습니다. 데이터센터가 속한 인프라 부문이 매출의 약 57%입니다. 회사는 올해 매출 성장 전망을 48~49%, 조정 주당순이익을 5.36~5.39달러로 올렸습니다.

재무. 3분기 잉여현금흐름은 2.68억달러, 9개월 누계는 4.89억달러입니다. 10월 1일 전력 장비 업체 Maverick Power를 현금 약 17.5억달러(성과 연동 최대 5.5억달러 별도)에 인수하면서 차입이 늘었습니다. 채권 발행 설명서의 인수 후 총차입은 약 31.5억달러입니다. 수주잔고에 해당하는 잔여이행의무는 26억달러입니다.

가장 강한 반론. 성장이 느려지고 있습니다. 3분기 유기적 수주 증가율은 '낮은 두 자릿수'로 1년 전 65%에서 크게 내려왔고, 4분기 유기적 매출 성장 가이던스는 26~29%입니다. 4분기 조정 주당순이익 가이던스 1.30~1.33달러는 3분기 1.52달러보다 낮습니다. 인수한 Maverick의 초기 영업이익률은 10%대 중반으로 본사보다 낮습니다.

방어 논리와 판정. 가이던스는 내려간 적이 없고 경영진은 10월 수주가 매우 강했다고 말했습니다. 2025년 기준 한 고객이 매출의 약 11%로, 같은 테마의 다른 종목보다 고객 분산이 낫습니다. 판정은 조건부 통과입니다. 4분기 유기적 수주 증가율이 두 자릿수를 유지하고 인수 후 순차입 배수가 회사 목표(2~2.5배) 안에 있는지가 조건입니다. 수주 증가율과 고객 비중은 실적 설명회와 10-K의 2차 요약으로 확인한 값입니다.

근거 [1] [2] [3] [36]

### 섹터 ① AI 병목 해소: Comfort Systems USA (FIX, NYSE)

선정 경위. 처음 후보였던 Modine이 탈락해 교체로 들어온 종목입니다. Comfort Systems는 건물의 냉각 배관, 공조, 전기 설비를 설치하는 시공 회사입니다. 데이터센터가 중심인 기술 부문이 9개월 누계 매출의 59%로 1년 전 42%에서 올라왔습니다.

실적과 재무. 3분기 매출은 37.66억달러로 53.7% 늘었고 회계상 영업이익률은 16.6%입니다. 수주잔고는 178.1억달러로 1년 전보다 90% 많습니다. 9월 말 현금은 21.58억달러, 차입은 0.5억달러입니다. 9개월 잉여현금흐름은 20.47억달러입니다. 이 회사는 조정 이익을 따로 내지 않아 회계상 이익이 곧 기준 이익입니다.

가장 강한 반론. 주가가 고점의 절반이 된 데는 이유가 있습니다. 10월 23일에는 최고재무책임자 은퇴와 매출총이익률 하락(1분기 26.3%에서 3분기 24.8%)으로 8.8% 내렸습니다. 11월 4일에는 중간선거 결과로 15.1% 내렸습니다. 여러 주에서 데이터센터 제한 주민투표가 통과됐고 텍사스 주지사 당선자가 신규 데이터센터 건설 중단을 공약했습니다. 회사 본사는 휴스턴인데 텍사스 매출 비중은 공시되지 않습니다. 9개월 잉여현금흐름이 순이익의 157%인 것은 고객 선수금 효과가 커서, 수주가 줄면 현금흐름이 먼저 꺾입니다.

방어 논리와 판정. 수주잔고 178억달러는 최근 12개월 매출의 약 1.4배이고 순현금 21억달러가 있어 발주가 늦어져도 버틸 재무 여력이 있습니다. 판정은 조건부 통과입니다. 4분기에 수주잔고가 178억달러 수준을 유지하고 취소가 없는지, 매출총이익률이 24.5% 이상인지, 텍사스 노출을 회사가 숫자로 밝히는지가 조건입니다. 내년 추정 주당순이익 67.29달러는 회사가 말한 2027년 20%대 중반 성장의 상단에 해당해, 추정치가 내려올 여지가 있습니다.

근거 [4] [5] [37] [17]

### 섹터 ① AI 병목 해소: Credo Technology (CRDO, Nasdaq)

투자 논리. Credo는 AI 서버 랙 안팎을 잇는 능동형 전기 케이블(AEC)과 광통신용 신호처리 칩을 만듭니다. 구리 케이블에 칩을 넣어 광케이블보다 싸고 전력을 덜 쓰면서 짧은 거리를 고속으로 연결합니다. 8월 1일에 끝난 분기 매출은 4.79억달러로 114.7% 늘었고 회계상 영업이익률은 25.2%, 매출총이익률은 64.5%였습니다. 차입이 없고 현금과 단기투자가 7.64억달러입니다.

가장 강한 반론. 세 가지입니다. 첫째, 최종 고객 네 곳이 매출의 84%이고 최대 고객이 33%입니다. 한 곳이 발주를 미루면 분기 실적이 바뀝니다. 실제로 2023년에 최대 고객의 주문 축소로 분기 매출이 1년 전보다 약 24% 줄어든 적이 있습니다(분석팀 기억에 따른 수치로 원문 미대조). 둘째, 광으로 칩을 직접 잇는 기술(CPO)과 경쟁사의 고속 케이블이 2026년 업계 행사에 나왔습니다. 셋째, 5월 DustPhotonics 인수(총 12.5억달러)로 현금이 줄었고, 조건부 대가 3억달러가 주식으로 지급되면 주식 수가 늘어납니다.

방어 논리와 판정. 매출 증가분의 90% 이상이 실제 케이블 출하 증가에서 나왔고, 10월 분기 가이던스(매출 5.25~5.35억달러)는 내려가지 않았습니다. 주가가 고점보다 67% 내려 매출 대비 배수는 11.8배입니다. 판정은 조건부 통과이며 일곱 자산 중 변동성이 가장 큽니다. 12월 1일 실적에서 매출이 가이던스 범위에 들고, 매출 10% 이상 고객이 네 곳 이상 유지되며, 다음 분기 가이던스가 전분기보다 높은지가 조건입니다. 실적 전에는 비중을 정하지 않는 것이 맞습니다.

근거 [6] [7] [8] [38]

### 섹터 ① AI 병목 해소: First Trust 스마트그리드 인프라 ETF (GRID, Nasdaq)

구성. 정식 명칭은 First Trust NASDAQ Clean Edge Smart Grid Infrastructure Index Fund입니다. 송배전 장비, 전력 시공, 전력 관리 회사 122개를 담습니다. 11월 20일 기준 상위 종목은 Quanta Services 8.94%, Johnson Controls 8.86%, ABB 7.64%, Eaton 7.52%, Schneider Electric 7.00%입니다. 총보수는 연 0.56%, 순자산은 103.6억달러(11월 18일)입니다.

빅테크 제외 조건. 전체 보유 목록에서 제외 대상 여섯 종목 중 엔비디아만 1.38% 들어 있습니다. 조건에 가장 잘 맞는 ETF입니다. 비교한 Global X 로보틱스·AI ETF(BOTZ)는 엔비디아와 알파벳이 8% 이상, iShares 소프트웨어 ETF(IGV)는 마이크로소프트만 9%여서 제외했습니다.

가장 강한 반론과 판정. 이 ETF는 AI 전용이 아닙니다. 유틸리티가 약 19%이고 상위 종목은 시가총액이 큰 전기 장비 회사입니다. AI 데이터센터 수요보다 전력망 노후 교체와 전기화에 더 넓게 노출됩니다. 분석팀은 이 점을 약점이 아니라 용도로 봤습니다. AI 설비투자가 꺾여도 수요가 남는 부분이 있어 안정형 포트폴리오의 중심으로 씁니다. 순자산가치 기준 연환산 수익률은 10월 말 기준 1년 5.90%, 3년 25.22%, 5년 11.36%입니다. 판정은 통과이며, 테마 순도가 낮다는 점을 감안해 개별 종목과 함께 씁니다.

근거 [13] [14] [17]

### 섹터 ② 피지컬 AI: Cognex (CGNX, Nasdaq)

투자 논리. Cognex는 공장과 물류센터에서 제품을 검사하고 바코드를 읽는 머신비전 장비와 소프트웨어를 만듭니다. 매출 전부가 기계의 '눈'에서 나오며, 검사 알고리즘에 AI를 넣은 제품으로 바꾸는 중입니다. 3분기 매출은 3.13억달러로 13.2% 늘어 분기 사상 최대였고 회계상 영업이익률은 32.2%입니다. 차입이 없고 현금과 투자자산이 8.46억달러입니다. 회사는 연간 매출 전망을 11.43~11.63억달러로 올렸습니다.

가장 강한 반론. 성장률이 '고성장'이라 부르기에 낮고 가격은 싸지 않습니다. 4분기 매출 가이던스 중간값 2.8억달러는 전분기보다 11% 적습니다. 올해 조정 이익 기준 PER은 26배입니다. 로봇에 직접 들어가는 매출은 확인되지 않습니다. 로봇용 3차원 카메라 업체 RealSense를 현금으로 인수하기로 했지만 인수가(약 5억달러로 보도)와 매출 기여는 회사 공시로 확인하지 못했습니다. 인수가가 맞다면 순현금의 절반 이상이 나갑니다.

방어 논리와 판정. 피지컬 AI 후보 네 개 중 테마와 매출이 일치하고 재무가 깨끗한 곳은 여기뿐이었습니다. Zebra는 로봇 사업을 매각했고, Symbotic은 매출의 85% 이상이 Walmart 한 곳이며, Teradyne은 로봇 매출이 7.4%입니다. 판정은 조건부 통과입니다. 4분기 물류 부문 성장이 이어지고 RealSense 인수 조건이 공시로 확인되는 것이 조건입니다. 테마 확신도가 낮아 비중은 작게 둡니다.

근거 [9] [40] [21] [28] [29]

### 섹터 ② 피지컬 AI: ROBO Global 로보틱스·자동화 ETF (ROBO, NYSE Arca)

구성. 정식 명칭은 ROBO Global Robotics & Automation Index ETF입니다. 로봇, 공장 자동화, 센서, 수술 로봇 회사 약 90개를 거의 같은 비중으로 담습니다. 11월 19일 기준 가장 큰 종목인 Intuitive Surgical이 2.3%이고 상위 10개 합이 약 17%입니다. 일본, 스웨덴, 대만 종목이 섞여 있어 미국 상장 중·소형주만으로는 얻기 어려운 로봇 부품·완성품 노출을 줍니다.

빅테크 제외 조건. 운용사 보유 목록에서 제외 대상 여섯 종목 중 엔비디아만 0.95% 들어 있습니다. 순자산은 약 17억달러입니다(엔비디아 보유액과 비중으로 역산, 2차 제공처 값 17.2억달러와 부합).

가장 강한 반론과 판정. 총보수가 연 0.95%로 높습니다(시세 제공처 표기, 운용사 페이지 수치는 판독하지 못함). 순자산가치 기준 5년 연환산 수익률은 10월 말 기준 2.10%로 시장에 크게 뒤졌습니다. 모닝스타 집계로 테마 펀드는 15년 동안 4분의 3 이상이 청산되거나 합병됐고, 살아남아 시장을 이긴 것은 약 10%였습니다. 그럼에도 통과시킨 이유는 대안이 더 나빴기 때문입니다. 이 테마에서 개별 종목 세 개가 탈락했고, 비교 ETF인 BOTZ는 상위 10개가 약 60%에 엔비디아 6%입니다. 판정은 조건부 통과이며 5년 뒤 성과가 불확실한 선택지라는 점을 전제로 소액만 배분합니다.

근거 [15] [17] [19]

### 섹터 ③ 버티컬 AI 소프트웨어: Veeva Systems (VEEV, NYSE)

투자 논리. Veeva는 제약·바이오 회사가 임상시험, 품질 관리, 영업에 쓰는 클라우드 소프트웨어를 만듭니다. 규제 문서와 임상 데이터가 이 회사 시스템에 쌓여 있어, 범용 AI 에이전트가 들어오더라도 그 위에서 돌아가야 합니다. 7월 분기 매출은 9.28억달러로 18% 늘었고 구독 매출은 16% 늘었습니다. 회계상 영업이익률은 29.6%입니다. 차입이 없고 현금과 단기투자가 72.4억달러로 시가총액의 16%입니다. 회사는 올해 매출 전망을 36.82~36.87억달러로 올렸습니다.

가장 강한 반론. 첫째, 영업용 소프트웨어(CRM)에서 Salesforce가 Takeda, AstraZeneca, Novartis 같은 대형 제약사를 가져갔습니다. 둘째, CRM은 영업사원 수만큼 요금을 받는 구조여서 제약사가 영업 인력을 줄이거나 에이전트로 대체하면 매출이 줄 수 있습니다. 셋째, 가격이 일곱 자산 중 가장 비쌉니다. 조정 이익 기준 PER 29배는 주식보상비용(매출의 14.7%)을 비용으로 넣으면 약 34배, 회계상 이익 기준으로는 44배입니다. AI 에이전트 제품의 매출이나 고객 수는 공시하지 않았습니다.

방어 논리와 판정. Veeva는 9월에 상위 20개 제약사 중 14곳이 자사 새 CRM을 쓰기로 약정했다고 발표해 고객 이탈 우려가 줄었습니다. 2026년 주가가 내린 소프트웨어 회사 중 Doximity, Waystar, Pegasystems는 유지율과 성장률이 실제로 꺾였지만, Veeva는 성장률이 오르고 가이던스가 올라간 쪽입니다. 순현금을 빼고 계산한 PER은 약 24배입니다. 판정은 통과이며 토론에서 유일하게 조건이 붙지 않았습니다. 다만 12월 3일 실적이 임박해 있고 주가가 최근 한 달 17.5% 내린 상태라, 실적에서 구독 매출 성장률 16% 유지 여부를 본 뒤 비중을 정합니다. 시가총액 440억달러로 일곱 자산 중 가장 크고 중형주보다 대형주에 가깝습니다.

근거 [10] [11] [12] [35] [17]

### 3. 교차 검증 결과: 무엇이 탈락했고 왜인가

토론은 세 단계였습니다. 공시 검증 역할 세 곳이 SEC 실적 보도자료와 10-Q로 수치를 확인했습니다. 반대 입장만 맡은 역할 세 곳이 종목마다 가장 강한 반론을 찾았습니다. 리드가 두 결과를 대조해 판정했고, 탈락 종목이 나온 자리에는 교체 후보 두 개를 다시 같은 절차로 심사했습니다.

탈락 사유는 대부분 주가가 아니라 사업 내용이었습니다. Modine은 데이터센터 매출이 95% 늘었는데도 그 부문 매출총이익률이 4.7%포인트 내렸고 상반기 잉여현금흐름이 -1.46억달러였습니다. Doximity는 매출 성장이 4%이고 기존 고객 매출 유지율이 네 분기 연속 내렸습니다. Zebra는 로봇 사업을 팔아 테마에서 벗어났습니다. Symbotic은 Walmart 의존이 85% 이상이고 기준일 다음 거래일에 실적 발표가 있어 편입을 보류했습니다. 교체 후보 Novanta는 로봇 관련 매출이 약 4분의 1이고 회계상 영업이익률이 4.6%여서 탈락했습니다.

스크리닝 수치의 오류도 여럿 잡았습니다. Symbotic의 기업가치(27억달러로 표시, 실제 약 170억달러), Novanta의 영업이익률(11.8%로 표시, 분기 회계상 4.6%), nVent의 인수 전 순차입, Modine의 분할 전 매출이 섞인 최근 12개월 매출이 그 예입니다. 이 리포트의 표에는 원문과 대조한 값만 넣었습니다.

**후보 12개와 교체 후보 2개의 판정**

| 종목 (티커) | 판정 | 핵심 반론 | 방어 논리 또는 탈락 사유 | 다음에 확인할 조건 |
|---|---|---|---|---|
| **nVent (NVT)** | 조건부 통과 | 수주 증가율 65% → 낮은 두 자릿수, 4분기 이익 감소 가이던스 | 가이던스 상향 유지, 고객 분산 | 4분기 유기적 수주, 인수 후 차입 배수 |
| **Comfort Systems (FIX)** | 조건부 통과 (교체 편입) | 데이터센터 건설 중단 공약, 마진 하락 | 수주잔고 +90%, 순현금 21억달러 | 수주잔고 유지, 매출총이익률 24.5% |
| **Credo (CRDO)** | 조건부 통과 | 고객 4곳이 84%, 광 연결 기술 대체 | 출하 기반 성장, 무차입 | 12월 1일 매출과 고객 구성 |
| **Cognex (CGNX)** | 조건부 통과 | 성장 13%, PER 26배, 로봇 매출 미확인 | 테마와 매출 일치, 무차입, 영업이익률 32% | 물류 성장, RealSense 인수 조건 |
| **Veeva (VEEV)** | 통과 | Salesforce 경쟁, 좌석 과금, PER 29~44배 | 상위 20곳 중 14곳 약정, 성장 가속 | 12월 3일 구독 매출 성장 |
| **GRID (ETF)** | 통과 | AI 순도 낮음, 유틸리티 19% | 빅테크 1.38%, 전력망 교체 수요 | 상위 종목 수주잔고 |
| **ROBO (ETF)** | 조건부 통과 | 보수 0.95%, 5년 연 2.1% | 빅테크 0.95%, 동일가중 분산 | 편입 종목의 로봇 매출 비중 |
| **Teradyne (TER)** | 예비 (재분류) | 로봇 매출 7.4%, 4분기 이익 감소 가이던스 | 매출 +70%, 무차입. 반도체 테스트 병목으로 재분류 | 컴퓨트 테스트 매출 반등, 재고 |
| **Waystar (WAY)** | 예비 | 유기적 성장 약 10%, 유지율 113% → 108%, 순차입 2.2배 | 조정 PER 16배, 기록적 수주 | 4분기 유기적 성장 |
| **UiPath (PATH)** | 예비 | 순증 연간반복매출 감소, 범용 에이전트의 직접 대체 | 유지율 109%로 반등, 순현금 | 12월 3일 순증 연간반복매출 |
| **Lattice (LSCC)** | 예비 | 온디바이스 매출 미공시, 회계상 주당순이익 0.08달러 | 인수 제외 매출 약 +89% | 유통 재고, 회계상 이익 |
| **Powell (POWL)** | 예비 | 데이터센터 포함 부문이 매출의 23%뿐 | 수주잔고 +96%, 무차입, 현금 8.6억달러 | 데이터센터 수주 비중 |
| **Modine (MOD, 현 Modexus)** | 탈락 | — | 데이터센터 마진 -4.7% 포인트, 잉여현금흐름 적자 | — |
| **Doximity (DOCS)** | 탈락 | — | 성장 4%, 유지율 103%, 주식보상이 매출의 23% | — |

| 종목 (티커) | 판정 | 핵심 반론 | 방어 논리 또는 탈락 사유 | 다음에 확인할 조건 |
|---|---|---|---|---|
| **Zebra (ZBRA)** | 탈락 | — | 로봇 사업 매각, 2027년 만기 차입 20.6억달러 | — |
| **Symbotic (SYM)** | 탈락 (보류) | — | Walmart 85% 이상, 11월 23일 실적 미반영 | — |
| **Novanta (NOVT)** | 탈락 (교체 후보) | — | 로봇 매출 약 25%, 회계상 영업이익률 4.6% | — |

근거 [26] [27] [28] [29] [30]

### 3. 공통 리스크: 일곱 자산이 함께 틀릴 수 있는 이유

대형 클라우드 기업의 설비투자. nVent, Comfort Systems, Credo, GRID의 일부는 같은 발주처에 의존합니다. 10월 실적에서 마이크로소프트와 알파벳의 분기 설비투자가 시장 예상에 못 미쳤다는 보도가 있었고, 달력 기준 2027년 금액을 숫자로 제시한 회사는 없습니다. 한 증권사는 2027년 25% 증가 뒤 2028년 6% 증가로 둔화를 전망했습니다. 이 수치들은 2차 자료이며 회사 원문으로 대조하지 못했습니다.

데이터센터 규제. 11월 3일 중간선거 뒤 여러 주에서 데이터센터 제한이 통과됐고, 11월 17일에는 하원 민주당 일부가 전국 단위 건설 중단을 촉구했습니다. 다수 의원은 반대하고 있어 입법 가능성은 낮게 보이지만, 주 단위 조치만으로도 시공과 장비 발주 시점이 밀립니다.

이익 추정치. 주가는 한 달 사이 20~40% 내렸는데 내년 이익 추정치는 90일 전보다 높습니다. nVent는 6.45달러에서 7.03달러, Comfort Systems는 60.04달러에서 67.29달러, Credo는 9.12달러에서 9.71달러로 올랐습니다. 추정치가 한 차례 내려온 뒤의 PER이 실제 가격입니다. 과거 설비투자 사이클이 꺾였을 때 통신장비 회사의 매출은 2년 동안 절반 넘게 줄었습니다.

테마 투자의 기저율. 테마 펀드의 장기 성과는 통계적으로 나빴습니다. 원인은 테마가 가장 인기 있을 때 비싸게 담기 때문입니다. 지금은 급락 직후라 그 반대 조건에 가깝지만, 이 사실이 5년 수익을 보장하지는 않습니다.

근거 [16] [17] [19] [32] [33]

## 4. 투자 성향별 포트폴리오 비중 제안

아래 비중은 'AI 차세대 테마'에 배정한 자금 100을 일곱 자산에 나누는 예시입니다. 전체 자산에서 이 테마에 얼마를 둘지는 기관의 운용 지침과 위험 한도에 따라 정해야 하며, 이 리포트는 그 비율을 제안하지 않습니다.

안정형은 ETF 두 개에 45%를 두고, 조건 없이 통과한 Veeva와 순현금이 많은 Comfort Systems를 그다음에 둡니다. 고객 집중이 가장 큰 Credo는 넣지 않습니다. 공격형은 성장률이 가장 높은 Credo와 nVent에 각각 20%를 두고 ETF를 18%로 줄입니다.

두 안 모두 섹터 ①의 비중이 절반을 넘습니다. 안정형 57%, 공격형 68%입니다. 수요 증거가 가장 분명한 곳에 무게를 둔 결과이지만, 대형 클라우드 설비투자라는 한 가지 요인에 대한 노출이 그만큼 크다는 뜻이기도 합니다. 공격형을 고르는 경우 이 요인이 꺾이면 포트폴리오의 3분의 2가 함께 내린다는 점을 전제해야 합니다.

집행은 한 번에 하지 않습니다. 12월 1일 Credo, 12월 3일 Veeva 실적 전에는 계획 물량의 3분의 1 이내로 ETF부터 시작하고, 개별 종목은 교차 검증 표의 조건이 확인된 순서대로 채웁니다.

**테마 배정 자금 100 기준 비중 예시 (%)**

| 자산 | 섹터 | 안정형 | 공격형 | 비중을 정한 이유 |
|---|---|---|---|---|
| **GRID (ETF)** | ① | 30 | 10 | 122개 분산, AI 외 전력망 수요 포함 |
| **ROBO (ETF)** | ② | 15 | 8 | 피지컬 AI를 분산으로만 보유 |
| **Veeva (VEEV)** | ③ | 20 | 12 | 유일한 무조건 통과, 순현금 72억달러 |
| **Comfort Systems (FIX)** | ① | 15 | 18 | 순현금, 수주잔고 +90%. 규제 리스크 |
| **nVent (NVT)** | ① | 12 | 20 | 성장 44%, 인수 후 차입 증가 |
| **Cognex (CGNX)** | ② | 8 | 12 | 무차입, 테마 확신도 낮음 |
| **Credo (CRDO)** | ① | 0 | 20 | 성장 115%, 고객 4곳이 84% |
| **합계** | | 100 | 100 | 섹터 ① 비중: 안정형 57%, 공격형 68% |

근거 [8] [11]

## 이 리포트의 한계

수치의 출처 수준이 고르지 않습니다. 분기 매출, 영업이익, 현금과 차입은 SEC 실적 보도자료 또는 10-Q에서 직접 확인했습니다. 수주 증가율, 유지율 추이, 고객 비중 일부는 실적 설명회 요약이나 분석 기사 같은 2차 자료이며 본문에 그렇게 적었습니다. 10-Q와 10-K의 위험 요인 항목은 대부분 원문을 끝까지 읽지 못했습니다.

내년 추정 이익과 수정 이력은 11월 22일 조회한 시세 제공처의 집계값입니다. 집계 시점과 조정 기준이 회사마다 다를 수 있습니다. ROBO의 총보수와 일부 ETF의 순자산은 운용사 원문이 아닌 제공처 값입니다. 종가는 두 제공처에서 일치했지만 두 곳이 같은 원천 데이터를 쓸 가능성이 있습니다.

확인하지 못한 것도 있습니다. nVent, Comfort Systems, Cognex의 다음 실적 발표일은 회사 공지를 찾지 못했습니다. 증권사 투자의견과 목표가, 단기 매매 시점은 이번 조사 범위에 넣지 않았습니다. 이 리포트는 정보 제공을 위한 분석이며 특정 투자자에 대한 투자 자문이나 매수·매도 권유가 아닙니다. 5년 뒤 주가는 누구도 알 수 없고, 여기 적힌 판정은 11월 20일까지 공개된 자료에 근거한 의견입니다.

## 다음에 볼 것

### 11월 23일 장 마감 후

Symbotic FY2026 4분기 실적. 수주잔고 증감과 Walmart 외 매출 비중에 따라 피지컬 AI 후보로 재심사합니다. [29]

### 12월 1일 장 마감 후

Credo 10월 분기 실적. 매출 가이던스 5.25~5.35억달러 달성, 10% 이상 고객 수, 다음 분기 가이던스. [8]

### 12월 3일 장 마감 후

Veeva와 UiPath 실적. Veeva는 구독 매출 성장률 16% 유지, UiPath는 순증 연간반복매출. [11] [31]

### 2027년 1월 말~2월

대형 클라우드 4개사의 2027년 설비투자 금액 제시와 nVent, Comfort Systems, Cognex 4분기 실적(발표일 미확정). [33]

### 수시

텍사스를 포함한 주 단위 데이터센터 건설 제한 입법과 2027년 이익 추정치 하향 폭. [5] [32]

## 용어 풀이

### PER (주가수익비율)

주가를 주당순이익으로 나눈 값. 분모가 회계상 이익인지, 일부 비용을 뺀 조정 이익인지, 미래 추정 이익인지에 따라 같은 회사도 값이 크게 달라집니다.

### EV (기업가치)

시가총액에 차입금을 더하고 현금을 뺀 값. 회사를 통째로 살 때 드는 돈에 가깝습니다.

### 유기적 성장

인수한 회사의 매출과 환율 효과를 빼고 계산한 성장률.

### 수주잔고

계약은 했지만 아직 매출로 잡히지 않은 주문 금액.

### 순매출유지율

1년 전 고객이 올해 낸 매출을 1년 전 매출로 나눈 값. 100%보다 낮아지면 기존 고객이 지출을 줄이고 있다는 뜻입니다.

### 분석팀이 확인한 것

**리드 (종합·판정)**
후보 50여 개를 스크리닝해 12개로 압축, 일별 종가와 분할 이력 직접 대조, 시가총액·기업가치·PER 재계산, 토론 판정과 비중안 작성

**공시·실적 검증 (3개 역할)**
섹터별로 SEC 8-K 실적 보도자료와 10-Q에서 매출, 이익, 현금흐름, 차입, 가이던스, 고객 집중도를 확인하고 스크리닝 값의 오류를 지적

**시세·ETF 확인**
11월 20일 종가 18건 교차 확인, ETF 5개의 보유 종목·보수·빅테크 비중 확인, 급락 배경과 실적 일정 정리

**리스크 검토 (반대 측, 4개 역할)**
섹터별 최강 반론 제시, 선행 PER 역산으로 내재 이익 점검, 주식보상 반영 PER 계산, 탈락 권고와 교체 후보 (Novanta, Comfort Systems) 심사

**이번에 호출하지 않은 역할**
증권사 투자의견 조사와 단기 매매 시점 검토는 5년 기관 리포트의 범위 밖으로 보고 실행하지 않음

## 출처


1. nVent 3분기 실적 보도자료 (SEC 8-K, 10월 30일)
2. nVent 10-Q (9월 30일 분기)
3. nVent 채권 발행 설명서 424B5 (Maverick Power 인수 자금)
4. Comfort Systems USA 3분기 실적 보도자료 (SEC 8-K, 10월 22일)
5. StockStory: Comfort Systems 11월 4일 급락 배경
6. Credo 10-Q (8월 1일 분기)
7. Credo FY2027 1분기 실적 보도자료 (재게재본)
8. Credo 2분기 실적 발표일 공지
9. Cognex 3분기 실적 보도자료 (SEC 8-K, 11월 4일)
10. Veeva FY2027 2분기 실적 보도자료 (SEC 8-K, 8월 26일)
1. Veeva 3분기 실적 발표일 공지 (12월 3일)
12. Veeva Vault CRM 상위 20개 제약사 약정 발표 (9월 23일)
3. First Trust GRID 보유 종목 (11월 20일)
14. First Trust GRID 펀드 페이지
5. ROBO Global 운용사 펀드 페이지 (보유 종목 11월 19일)
16. AP: 11월 20일 미국 증시 마감
7. Yahoo Finance: 일별 종가, 컨센서스 추정치와 수정 이력 (11월 22일 조회)
18. StockAnalysis: 11월 20일 종가 교차 확인
9. Morningstar: 테마 펀드의 높은 청산율
20. Counterpoint: 2026년 상반기 휴머노이드 출하
1. Teradyne 3분기 실적 보도자료 (SEC 8-K, 10월 27일)
22. Waystar 3분기 실적 보도자료 (재게재본)
3. Waystar 3분기 실적 분석 기사 (내포 4분기 성장, 2차 자료)
24. Lattice 3분기 실적 보도자료 (SEC 8-K, 11월 2일)
5. Powell Industries FY2026 4분기 실적 보도자료 (SEC 8-K, 11월 16일)
26. Modine(현 Modexus) FY2027 2분기 실적 보도자료 (재게재본)
7. Doximity FY2027 2분기 분석 기사 (유지율 추이, 2차 자료)
28. Zebra 3분기 실적 보도자료 (SEC 8-K, 11월 3일)
9. Symbotic FY2026 3분기 실적 보도자료 (SEC 8-K, 8월 5일)
30. Novanta 3분기 실적 보도자료 (SEC 8-K, 11월 9일)
1. UiPath 3분기 실적 발표일 공지 (12월 3일)
32. Washington State Standard: 하원 민주당 일부, 전국 데이터센터 모라토리엄 촉구 (11월 18일)
3. investingLive: 하이퍼스케일러 설비투자 전망 (2차 자료)
34. HIT Consultant: Epic의 AI 에이전트 계획 (3월 10일)
5. Pharmaceutical Executive: 제약 CRM 전환 (Deloitte 인터뷰)
36. nVent 3분기 실적 설명회 녹취
7. Motley Fool: Comfort Systems 10월 23일 하락 배경
38. Nasdaq/Zacks: Credo 광 사업과 경쟁 (고객 집중 포함, 2차 자료)
9. Axios: Anthropic 에이전트 출시와 소프트웨어 주가 (2월 3일)
40. Zacks: Cognex 3분기 실적과 4분기 가이던스
1. TechNode: 상반기 휴머노이드 출하의 97%가 중국 업체 (8월 11일)
42. Powell Industries 10-K (FY2026)


이 리포트는 공개 자료를 정리한 조사 자료이며 투자 조언이나 권유가 아닙니다. 투자 판단과 책임은 본인에게 있습니다.