지수는 옆으로, 종목은 위로

9월 주식시장 전망과 전략

Strategist/선진국전략 이재만 duke7594@hanafn.com
RA 박성제 parksungjae@hanafn.com

하나증권

2025. 9.1

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

9월 주식시장 전망과 전략

지수는 옆으로, 종목은 위로

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

Strategist/선진국전략 이재만 duke7594@hanafn.com

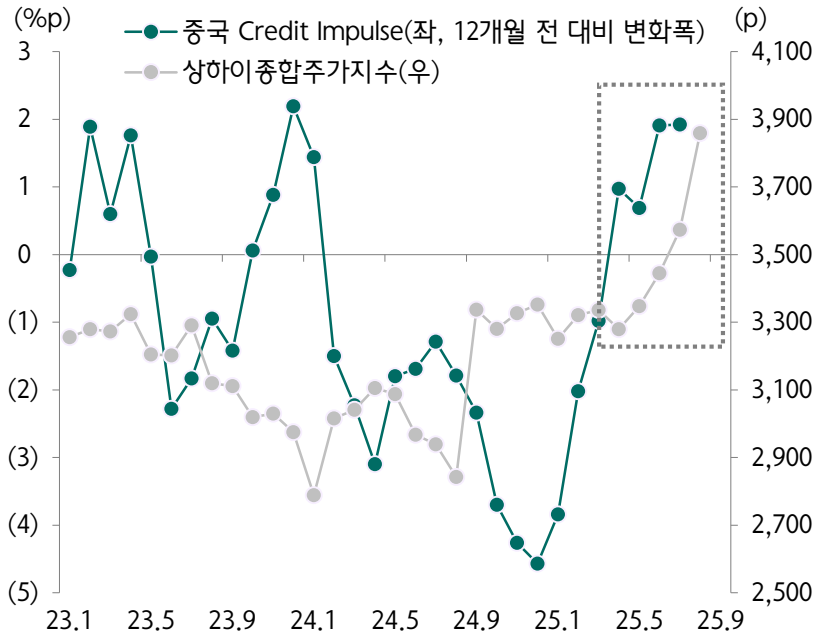
[요약] 지수는 옆으로, 종목은 위로

- 글로벌 주식시장은 유동성 장세다. 중국과 국내 재정지출 증가와 9월 FOMC회에서의 기준금리 인하 가능성까지 감안하면, 유동성 장세는 유지된다.
- 그러나 연준(Fed)의 기준금리 인하가 있더라도 미국 국채 발행 증가, 관세 부과와 인건비 상승 등으로 인한 높은 기대인플레이션 유지 가능성 등을 고려 시 10년물 국채금리는 시장 기대 보다 하락 폭이 크지 않을 수 있다.
- 미국 장단기금리차 상승(단기 금리 하락 폭이 장기 대비 상대적으로 크기 때문)과 하이일드 신용스프레드가 낮은 수준을 유지할 것이라는 생각에는 변함이 없다. 다만 장기금리 하락 폭이 밋밋할 경우 밸류 상승이 제한되면서 S&P500지수는 분기 기준 직전 고점 대비 -5%~전분기 종가 대비 +6% 수익률 밴드를 형성할 것으로 판단된다.
- 미국 장단기금리차가 상승하고 하이일드 신용스프레드가 하락하는 국면에서는 레셀2000지수 월 평균 수익률이 가장 높았고, 나스닥과 S&P500가치주의 수익률이 그 다음으로 높았다. 개별 종목 장세와 밸류 메리트가 있는 성장주 선별 전략이 필요한 시기다.
- S&P500 기업 선별 조건: ① 이익 대비 밸류에이션 낙폭 과대(PER은 하락, 높은 이익 증가율은 유지) ② 관세로 인한 생산단가 상승을 판매가격으로 이전시킬 수 있는 가격 전가력 높은, ③ 단기금리 하락으로 인한 현금흐름 개선 기대를 높이기 위해서는 레버리지 비율이 높은 기업 비중 확대다. 엔비디아, 애플, 넷플릭스, 팔란티어, 애브비, T-모바일, GE, AMD, IBM, 우버, 인튜이트, GE버노바, 보스턴사이언틱스, 허니웰 등이 여기에 해당한다.
- 코스피 전체 순이익추정치 하향 조정, 이익 성장 주도 업종 중 조선과 증권 제외 시 이익 증가율 둔화, 정책 기대감 약화로 인해 박스권 장세가 지속될 것으로 판단된다. 분기 기준 코스피 박스권 평균 수익률 밴드는 직전 고점 대비 -7%~전분기 종가 대비 +7%다.
- 2014년 이후 코스피 수익률 박스권(-7%~+7%) 형성 시 전분기 코스피 대비 언더퍼폼 했던 업종이 다음 분기 코스피 대비 아웃퍼폼 할 확률(이하 반전 확률)은 48%로 낮은 편이지만, 강세장 박스권에서의 반전 확률은 71%로 매우 높은 편이다.
- 강세장 박스권에서 반전 확률과 주가 수익률이 높았던 업종의 공통점은 이익이 2개 분기 연속 증가하거나, 증가율의 플러스 전환이 나타났다는 점이다. 박스권에서는 S&P500지수와 마찬가지로 주가 수익률은 이익 변수에 의해 결정될 가능성이 높다.
- 코스피 기업 선별 조건: ① 미국 기대인플레이션 상승, 실질금리 하락으로 10년물 국채금리 하락 시 달러 약세, 원화 강세 구도가 형성된다. 연 중 고점 대비 외국인 지분율 하락, ② 미국 10년물 국채금리 하락 시 코스피 PER도 상승한다. 연 중 고점 대비 PER 하락 기업에 관심을 가질 필요가 있다.
- 기업 이익은 두 가지 관점으로 구분해 접근해야 한다. ③ 높은 가격 전가력을 기반으로 순이익 증가 지속 예상(삼성바이오로직스, HD현대중공업, POSCO, LG화학, 현대로템 등) 또는 ④ 재고 소진을 기반으로 이익 턴어라운드 기대(삼성전자, 셀트리온, LG이노텍, 코스맥스 등) 기업 비중 확대다.

주식시장은 유동성 장세

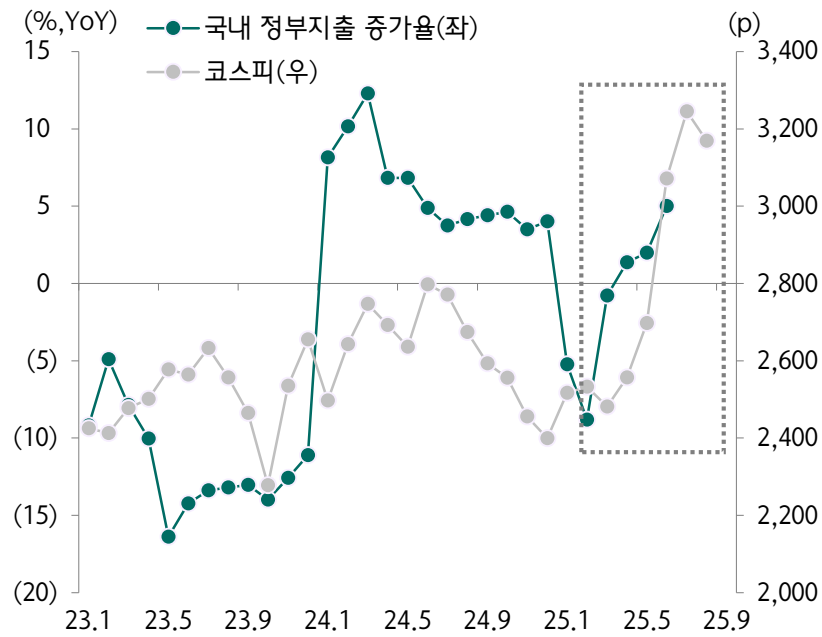
- 중국 Credit Impulse(민간신용/GDP, 12개월 전 대비 변화폭 %p)는 2025년 4월 (+)플러스로 반전
- 2025년 4월 말 대비 현재 상하이종합지수는 18% 상승. 2015년 6월 이후 가장 높은 수준인 4,000p에 근접
- 국내 정부지출 증가율(YoY)은 2025년 4월 (+)플러스로 반전. M2 증가율(YoY)도 4월 5.7%에서 현재 6.7%로 상승
- 코스피도 유동성 확장을 기반으로 고점까지 40% 상승

중국 재정지출 증가를 기반으로 한 유동성 장세



자료: Bloomberg, 하나증권

국내 재정지출 증가를 기반으로 한 유동성 장세



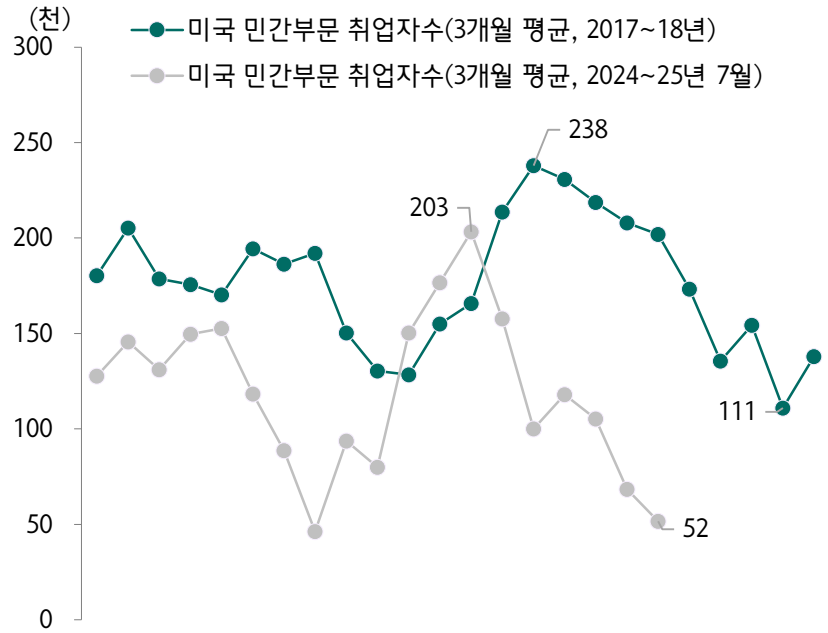
자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

Strategist/선진국전략 이재만

미국 고용시장 악화를 감안 시 연준(Fed) 기준금리 인하→ 유동성 확장세 지속 예상

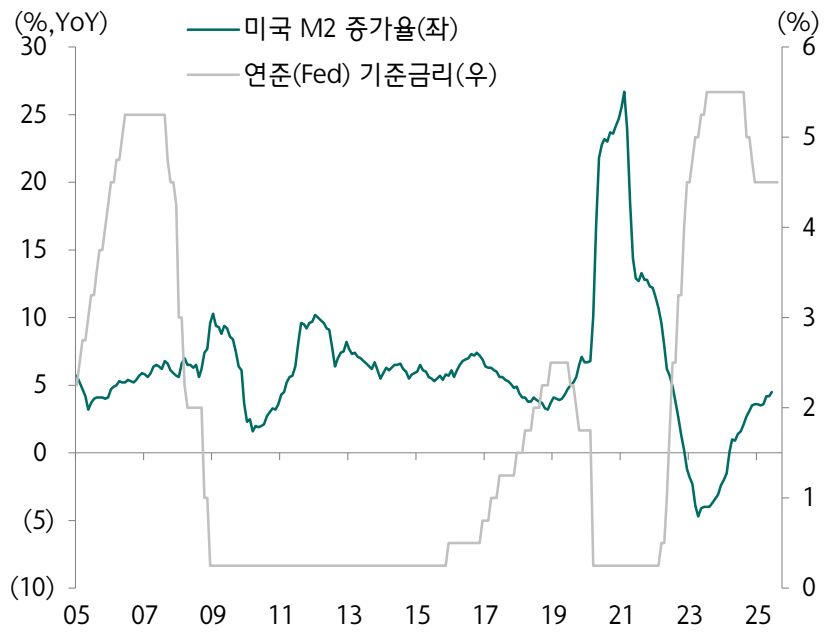
- 미국 3개월 평균 민간부문 취업자수는 2025년 1월 20만명에서 현재 5만명 수준으로 감소
- 현재 수준은 트럼프 집권 1기 초반이었던 2017~18년 저점인 11만명 보다도 낮은 수준
- 9/17일 연준 기준금리 인하는 물가 보다는 고용시장 악화를 방어하기 위해 진행될 가능성이 높음
- 미국 M2 증가율(YoY)은 2025년 2월 이후 꾸준히 증가. 기준금리 인하 시 증가세 유지 가능성 높음

미국 고용시장 악화를 방어할 필요가 있음



자료: Bloomberg, 하나증권

9월 연준(Fed) 기준금리 인하 시 미국 유동성 증가세 빨라질 수 있음

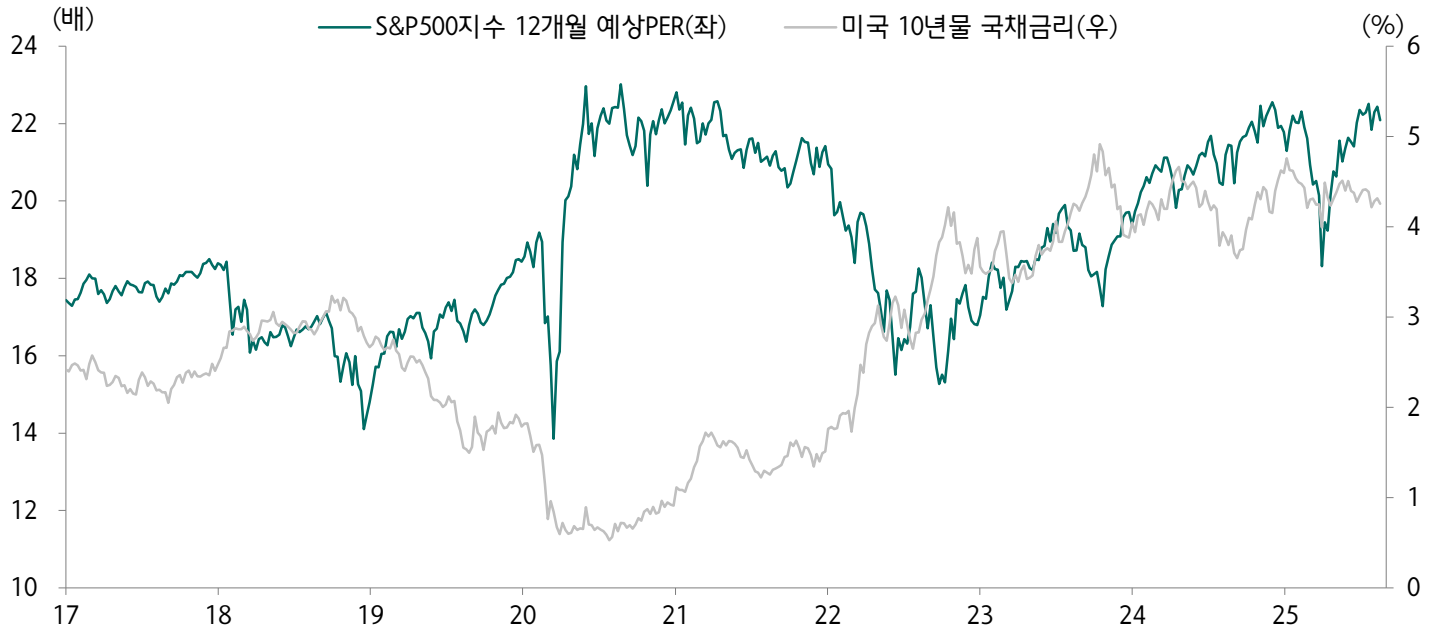


자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500지수를 움직이는 중요한 변수: 시중금리

- 2025년 7월 이후 미국 10년물 국채금리 4.2~4.4% 수준
- S&P500지수 PER 22배 수준. 기대수익률=1/PER=4.5%
- 시중금리가 하락하지 않으면, S&P500지수 상단이 높아지기 쉽지 않은 상황

S&P500지수: 높은 시중금리, 지수 상단을 가로 막고 있음

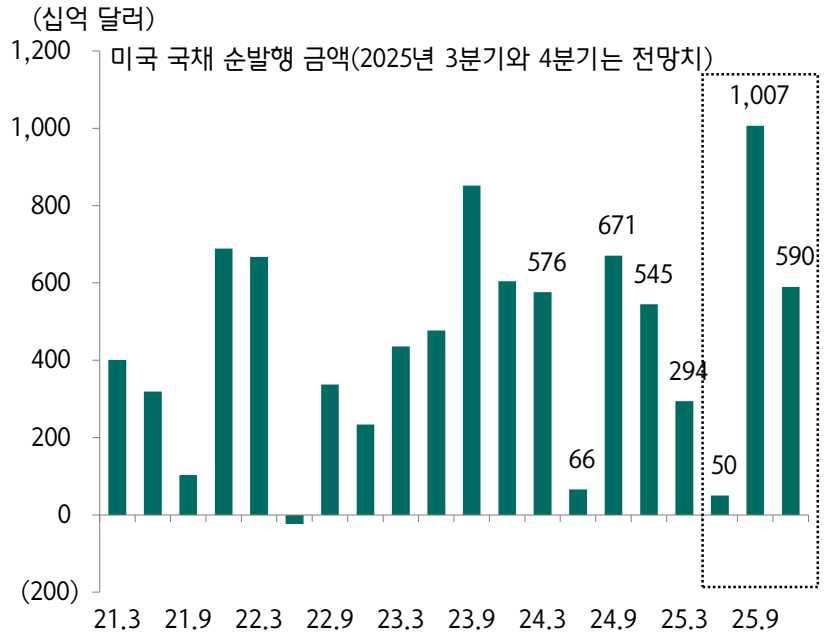


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 시중금리 하락이 밋밋하게 진행될 수 있는 이유(1): 국채 발행 증가

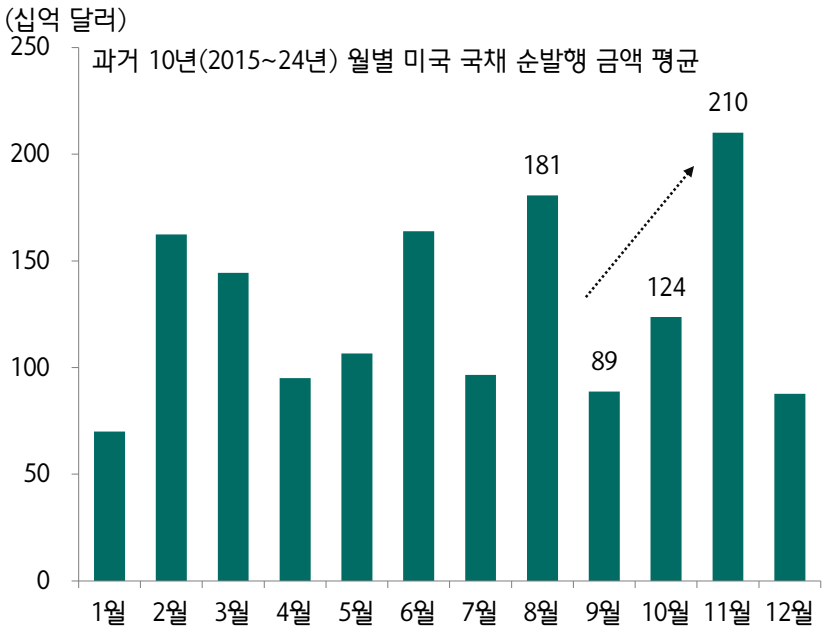
- 2025년 3분기 미국 국채 순발행 예상 금액은 1조 달러로 2025년 2분기 500억 달러 및 2024년 3분기 6,700억 달러 대비 크게 급증
- 미국 국채 순발행 금액이 연간 기준으로 컸던 월은 11월. 11월은 연간 순발행 금액 중 14%를 차지

2025년 3분기, 미국 국채 발행 금액 급증



자료: 미국 재무부(QRA: Quarterly Refunding Announcement), 하나증권

미국 국채 발행 금액은 9월에서 11월까지 증가 경향

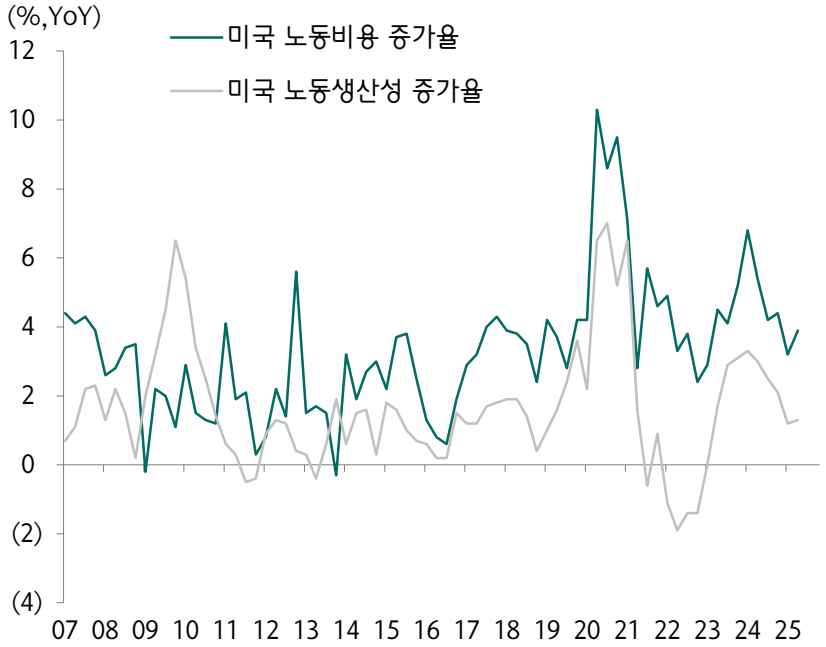


자료: 미국 재무부, 하나증권

미국 시중금리 하락이 밋밋하게 진행될 수 있는 이유(2) 인건비 상승과 관세

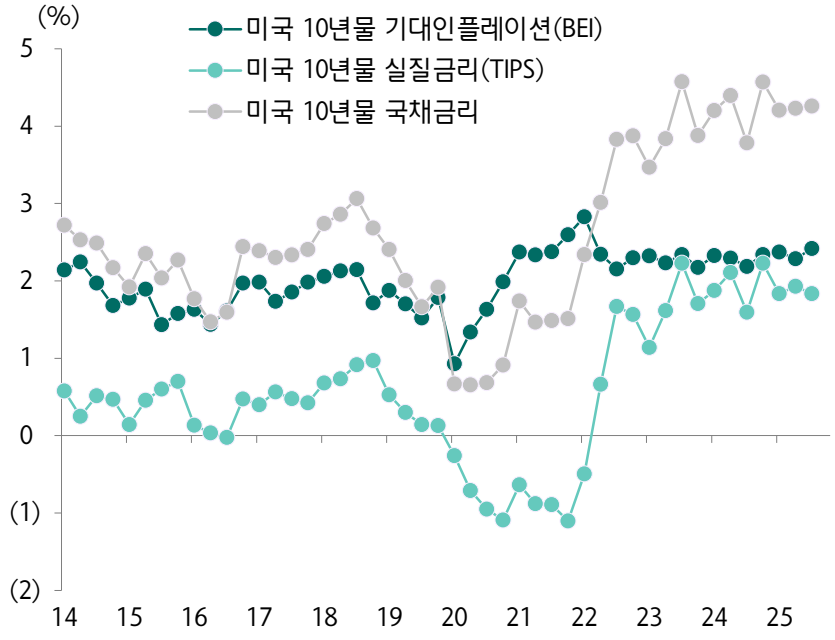
- 미국 노동비용 증가율(YoY) 1분기 3.2%에서 2분기 3.9%로 상승
- 노동생산성 증가율(YoY)은 2025년 1분기와 2분기 1% 수준에 불과. 2024년 2.7%
- 미국 10년물 국채금리 2024년 12월 말 대비 현재 -31bp 하락
- 10년물 실질금리(TIPS) -39bp 하락, 기대인플레이션은 관세 영향으로 인해 오히려 8bp 상승

미국 인건비(노동비용) 상승은 생산성 둔화로 이어지고 있음



자료: Bloomberg, 하나증권

관세 부과로 인해 실질금리는 하락, 기대인플레이션은 상승

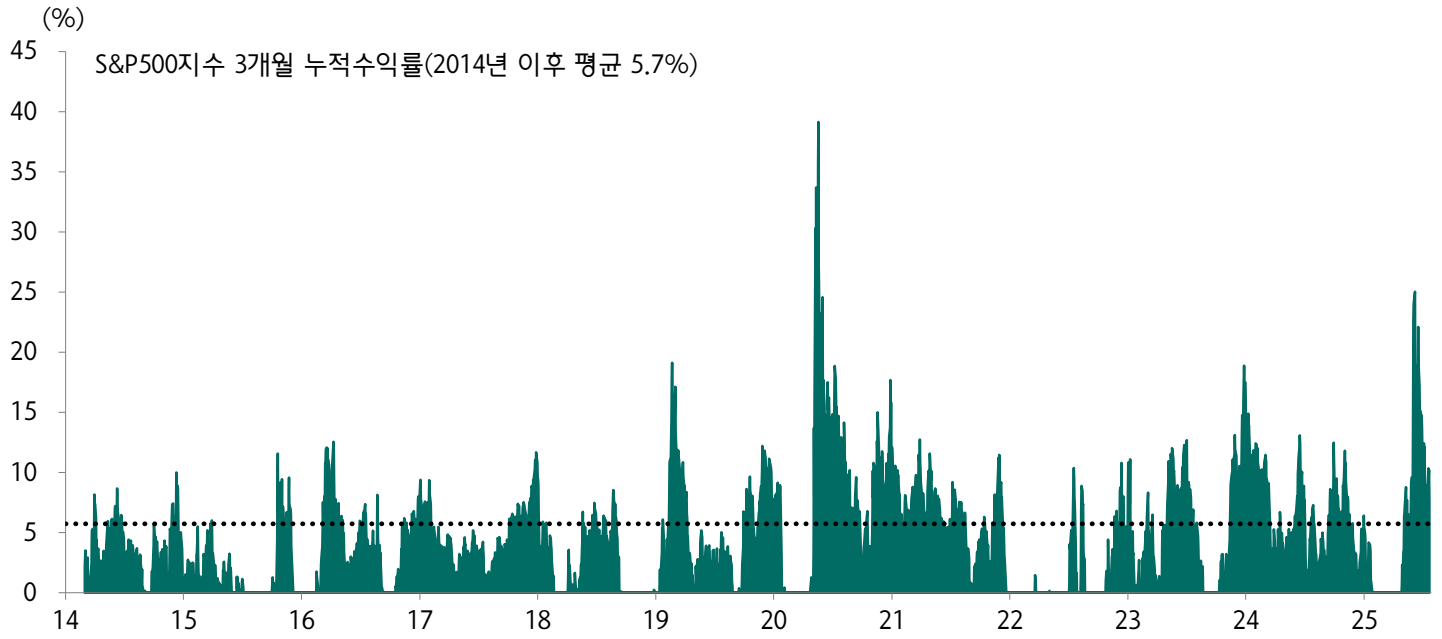


자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500지수 상단이 막히면, 기대수익률은 6%

- 연준(Fed) 기준금리 인하 이후 시중금리 하락이 밋밋하게 진행될 경우 S&P500지수의 기대수익률은 평균으로 수렴
- 2014년 이후 S&P500지수 상승 시 3개월 누적수익률 평균은 5.7%

지수 상단이 막히면 평균으로 수렴: S&P500지수 3개월 누적수익률 평균 5.7%



자료: Bloomberg, 하나증권

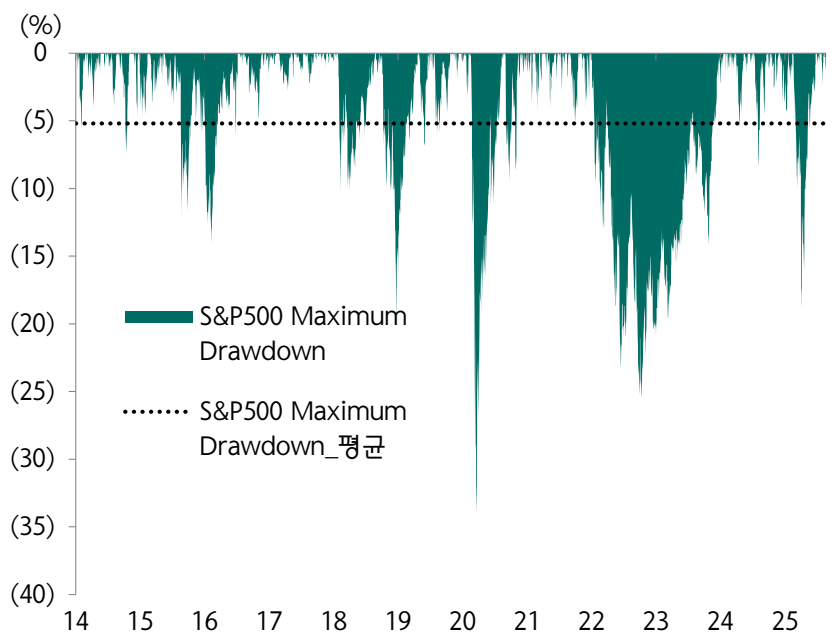
S&P500지수 하락률도 -5% 이내로 제한적

- 현재 미국 하이일드 신용스프레드는 280bp로 하단 평균(250bp)에 근접할 정도로 낮은 수준
- 미국 하이일드 신용스프레드가 상승해 기업들의 부도 위험이 높아질 경우 연준(Fed)은 기준금리 인하로 대응 가능
- 신용리스크가 부각되는 국면이 아니라면, S&P500지수 고점 대비 저점까지 하락률 평균 -5.2%

미국 하이일드 신용스프레드 매우 낮은 수준 유지

자료: Bloomberg, 하나증권

미국 신용위험이 부각되지 않는다면, S&P500 MMD -5%로 제한적

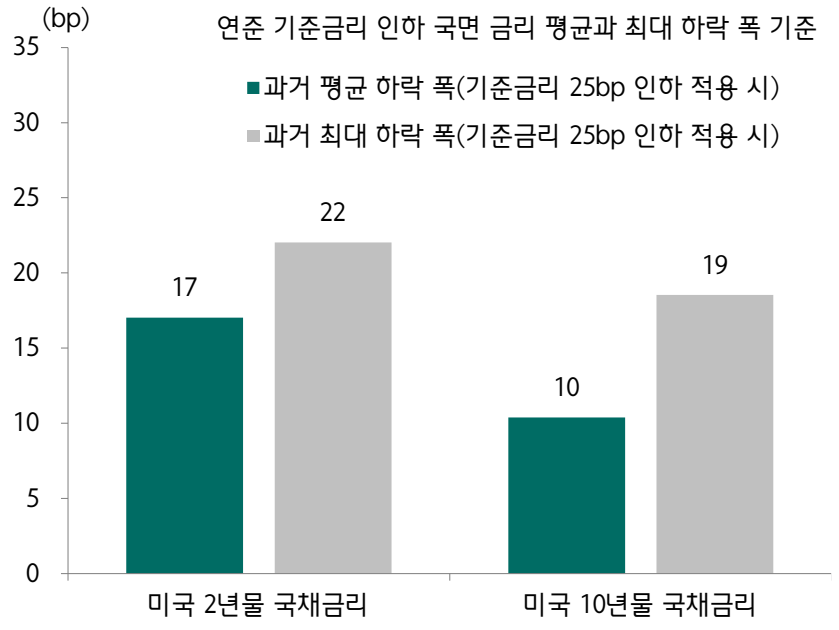


자료: Bloomberg, 하나증권

연준(Fed) 기준금리 인하 이후 나타날 수 있는 현상: 단기 금리 하락폭이 상대적으로 큼

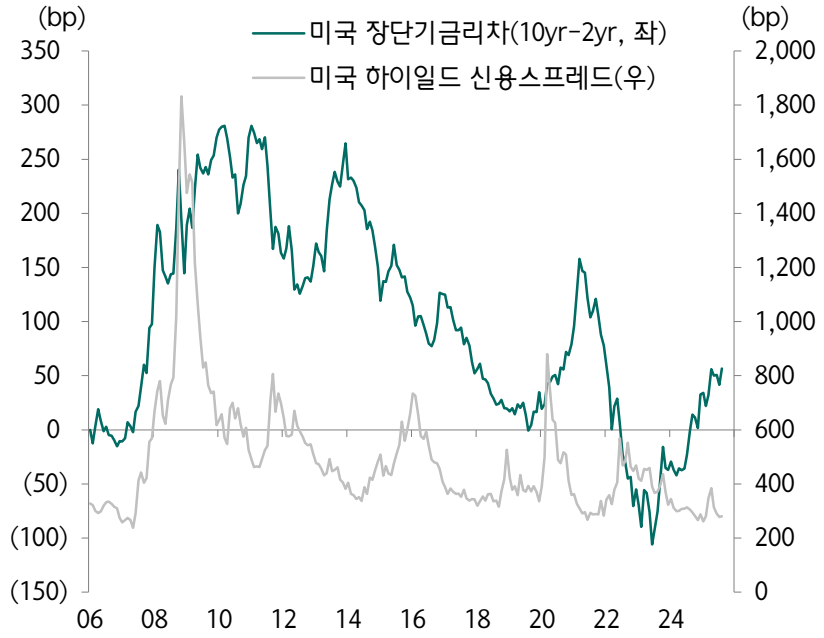
- 연준(Fed) 기준금리 인하 국면: 기준금리 1bp 인하 시 2년물 국채금리 최대 -0.9bp, 10년물 국채금리 -0.7bp 하락
- 9/17일 연준(Fed) 기준금리 25bp 인하를 과거 경험에 적용 시 2년물 국채금리 최대 -22bp, 10년물 국채금리 -19bp 하락
- 미국 장단기금리차 상승 기조 유지 예상(신용스프레드도 낮은 수준 유지)

연준(Fed) 기준금리 인하 시 단기금리 하락 폭이 상대적으로 큰 편



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 장단기금리차 상승 기조는 유지될 가능성 높음

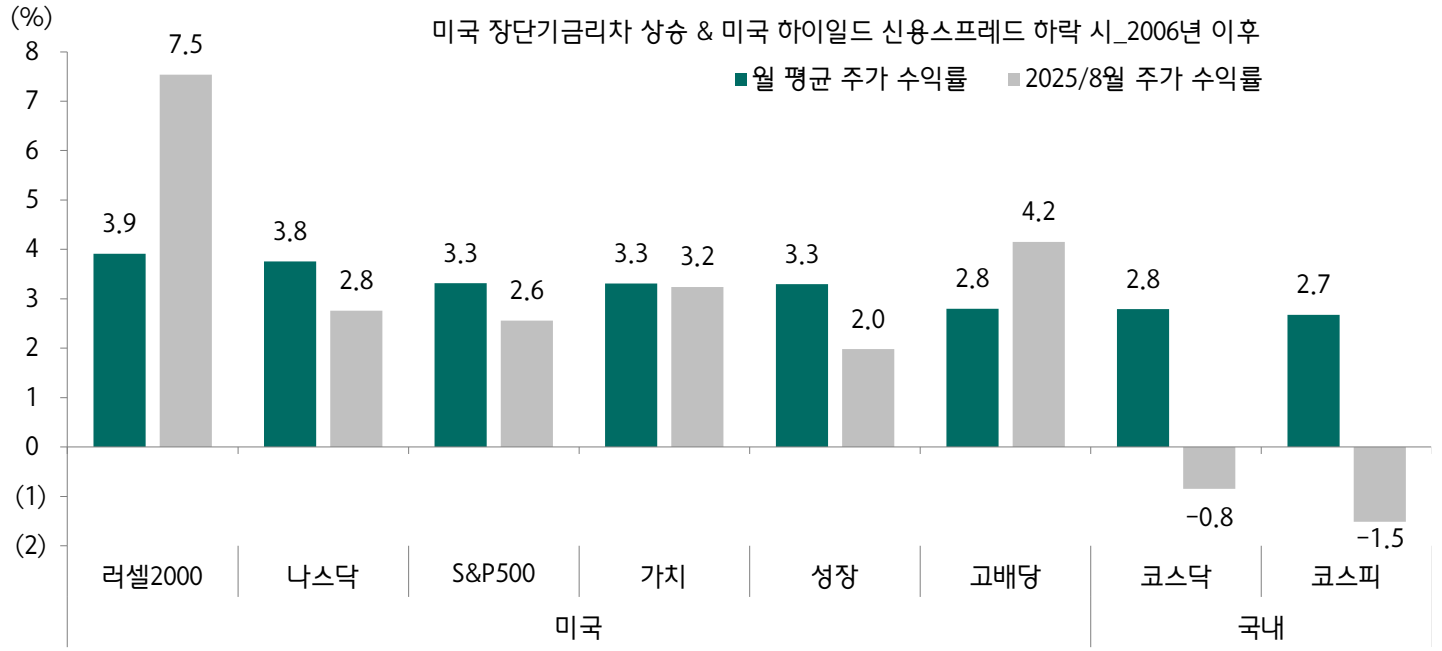


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 하이일드 신용스프레드 하락과 장단기금리차 상승 조합= 개별 종목 장세

- 미국 하이일드 신용스프레드 하락과 장단기금리차 상승 국면: 나스닥(2.8%)과 가치주(2.5%) 수익률 격차가 크지 않음
- 러셀2000지수(3.9%)의 주가 수익률이 상대적으로 가장 높았음
- 국내도 코스피 대비 코스닥 주가 수익률이 다소 높았음
- 지수 보다는 개별 종목들에 보다 관심을 가질 필요가 있음

미국 하이일드 신용스프레드 하락과 장단기금리차 상승 국면 주가 수익률: 러셀2000지수> 나스닥> 가치주

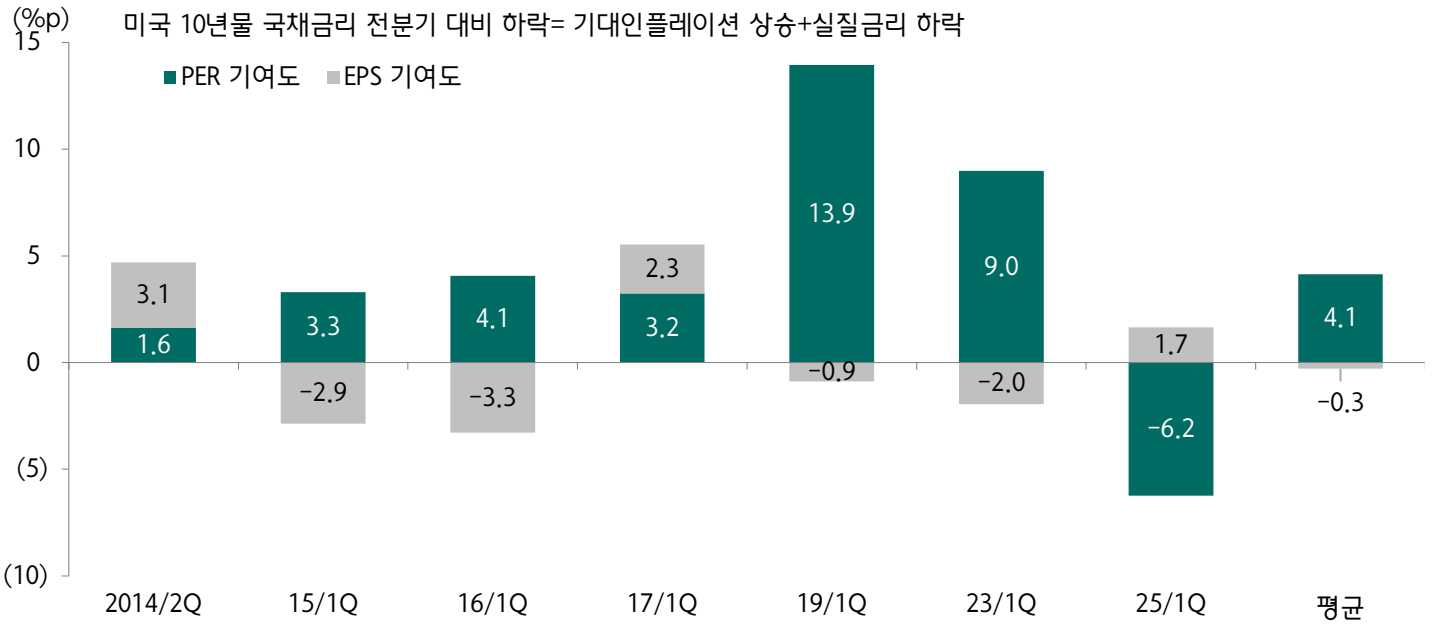


주) 8월 주가 수익률 8/28일 종가 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

미국 시중금리 하락 시 발생할 수 있는 현상: 명목금리 하락, 지수 상승은 PER이 견인

- 2014년 이후 미국 10년물 국채금리 전분기 대비 하락 국면: 기대인플레이션은 상승했지만, 실질금리 하락으로 인해 명목금리 하락
- 해당 국면 S&P500지수 상승에는 PER 상승 기여도가 높음: PER 4.1% 상승, EPS -0.3% 하락

미국 10년물 국채금리 하락(=기대인플레이션 상승+실질금리 하락): S&P500지수 상승, PER 기여도 상대적으로 높음

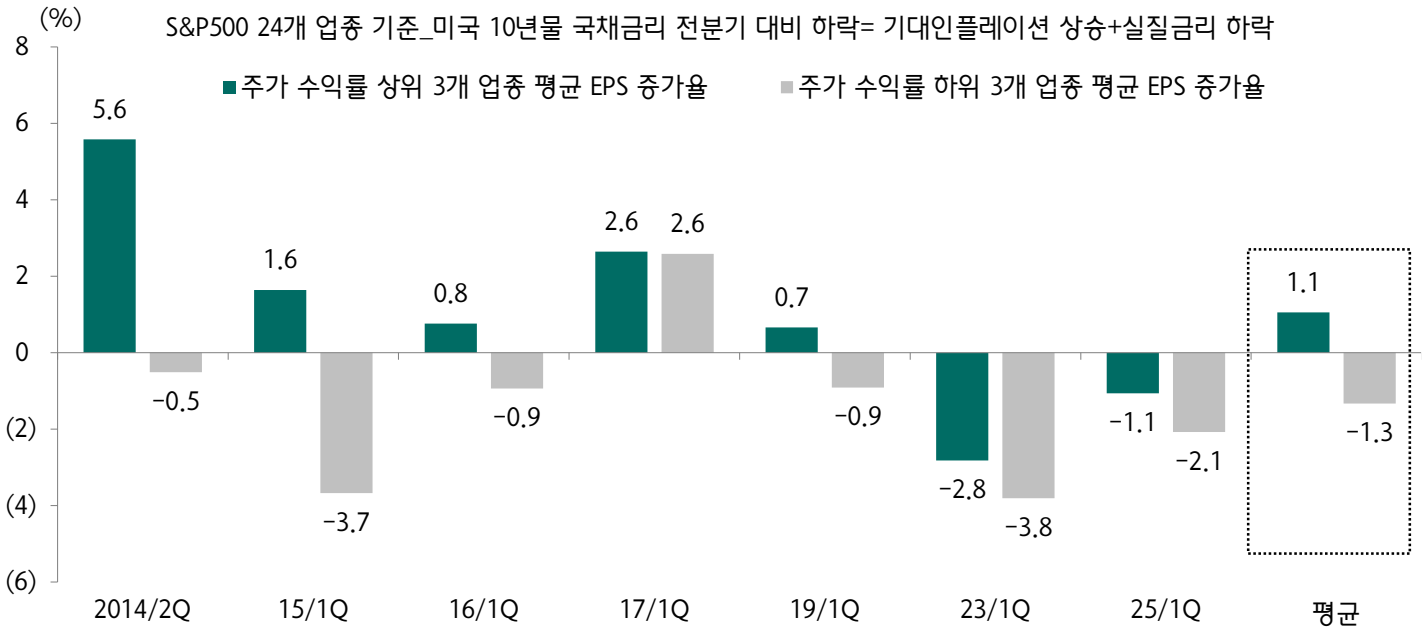


자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500 업종 주가 수익률 결정 변수: 높은 이익 증가율에 밸류에이션 프리미엄 부여

- 2014년 이후 미국 10년물 국채금리 전분기 대비 하락 국면: 해당 국면에서 업종별 주가 수익률 상위 3개와 하위 3개는 EPS 증가율 차별화로 나타남
- EPS 증가율이 높은 업종에 밸류에이션 프리미엄 부여, 높은 주가 수익률 기록

미국 10년물 국채금리 하락(=기대인플레이션 상승+실질금리 하락): 업종 주가, 높은 이익 증가율에 밸류 프리미엄 부여

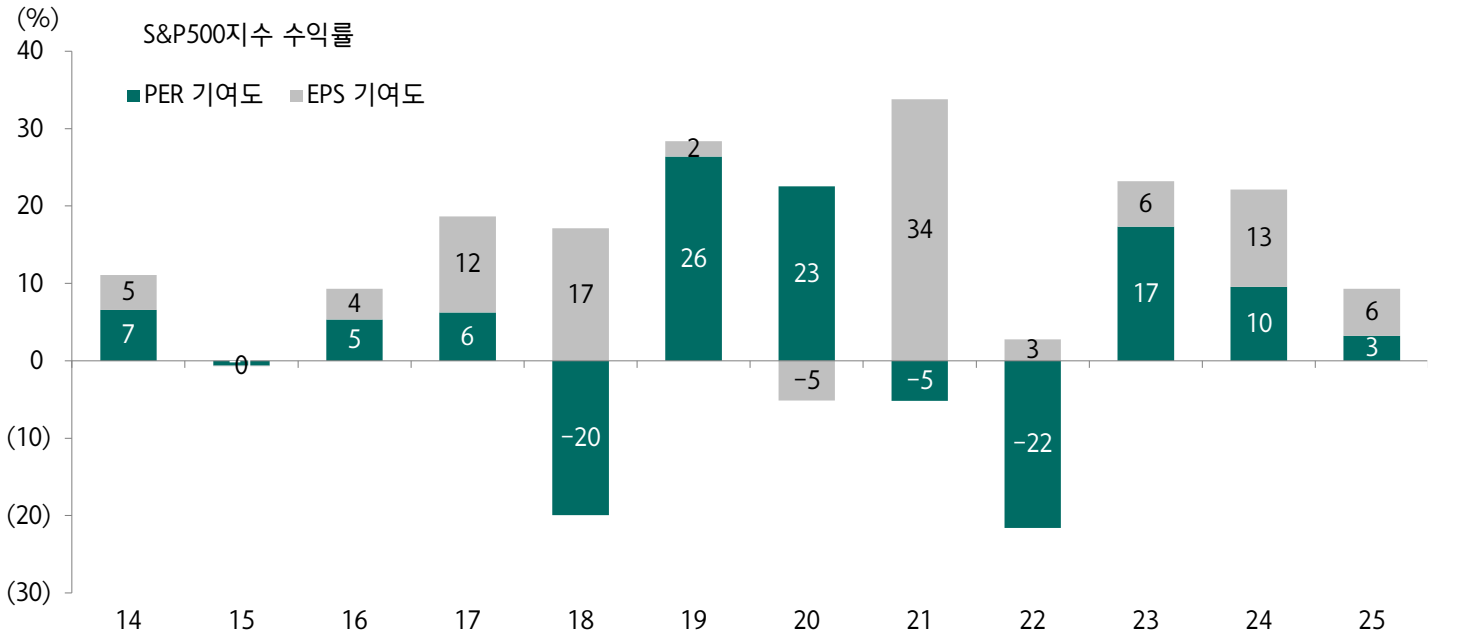


자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500 기업 선별 조건(1) 이익 대비 밸류에이션 낙폭 과대주

- 2025년 S&P500지수 9% 상승= PER 3% 상승, EPS 6% 상승
- 이익 증가가 S&P500지수 상승을 견인
- 2025년 PER 하락률이 상대적으로 크고, 대신 이익 증가율(전망치)은 상대적으로 높은 기업 선별

S&P500 기업 선별 조건(1) 이익 대비 밸류에이션 낙폭 과대주

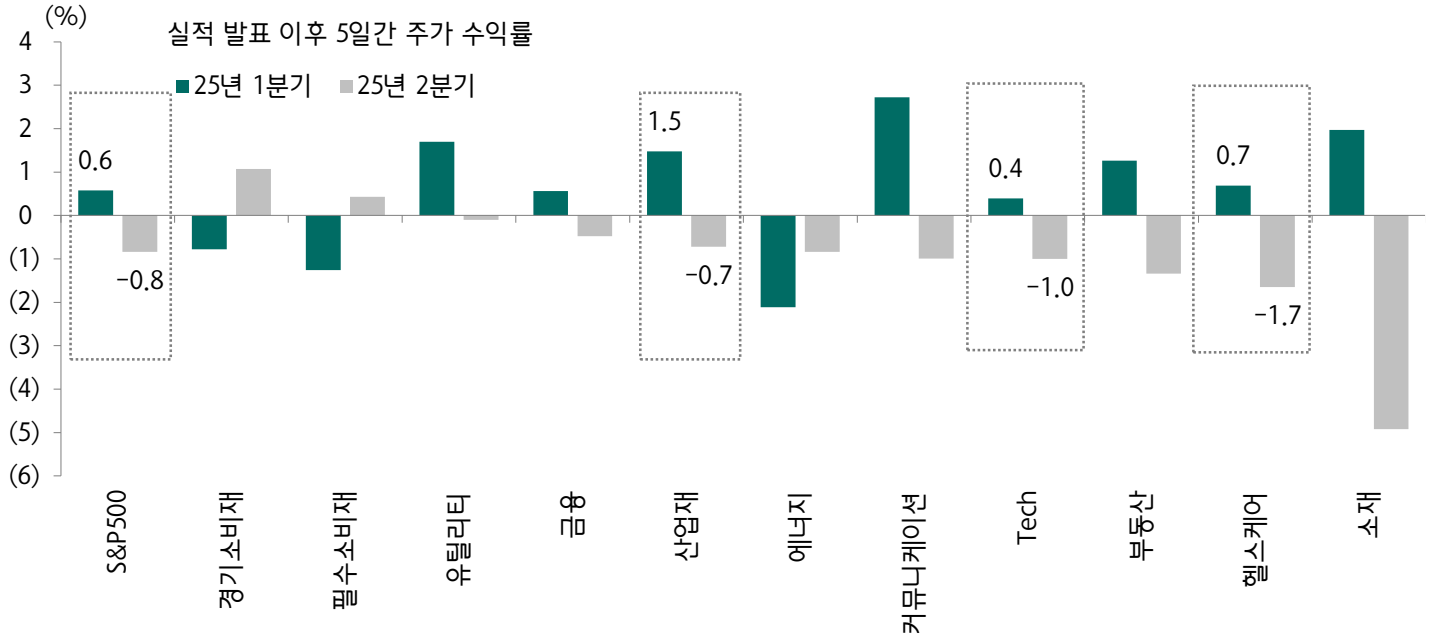


자료: Bloomberg, 하나증권

향후 이익 전망치에 대한 신뢰도가 낮은 편

- S&P500 2025년 2분기 어닝서프라이즈 비율 81%로 1분기 77% 보다 높음: Tech(1분기 88%/2분기 94%), 헬스케어(88%/87%), 산업재(83%/86%) 섹터가 2개 분기 연속 어닝서프라이 주도
- 그러나 주가 반응 강도는 1분기와 2분기 실적 발표 이후 차별화. S&P500 기업 1분기 실적 발표 5일 후 평균 +0.6% 상승, 2분기 실적 발표 5일 후 -0.8% 기록, 이번에 어닝서프라이즈 비율이 높았던 Tech, 헬스케어, 산업재 주가 하락률이 큰 편

S&P500지수 2분기 어닝서프라이즈 비율은 1분기 대비 높았지만, 2분기는 실적 발표 이후 주가 하락

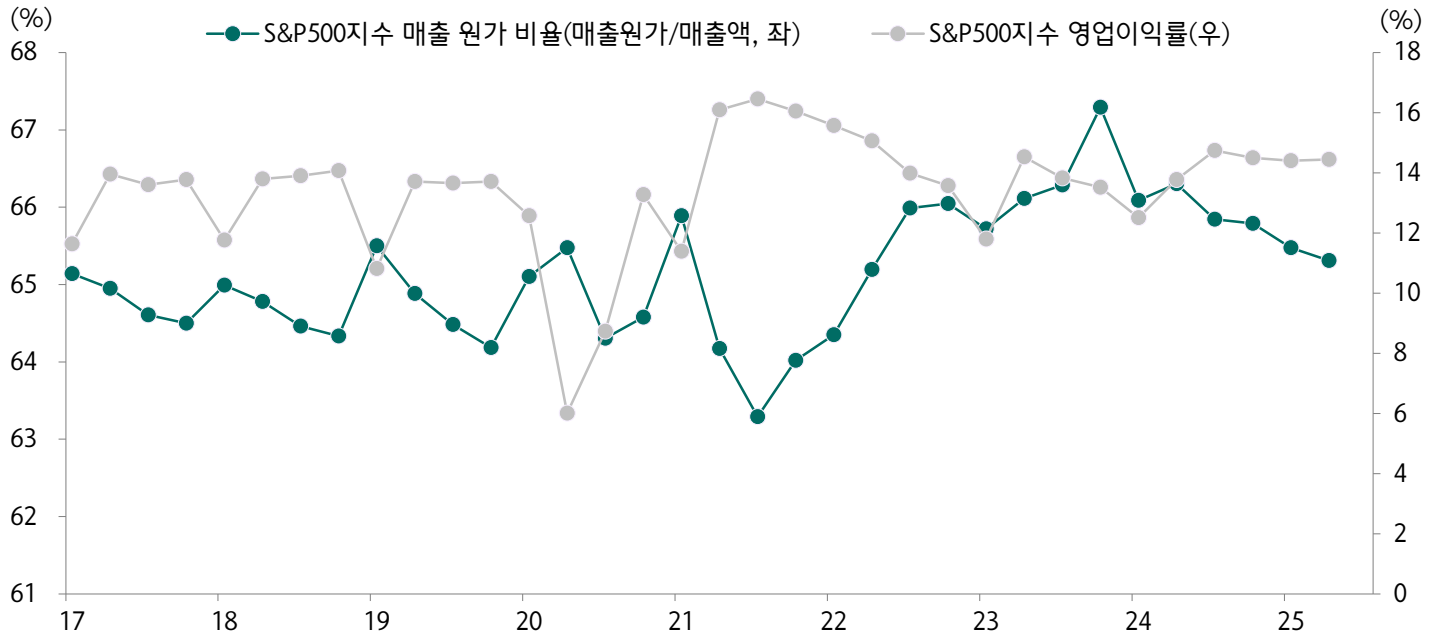


자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500 기업 선별 조건(2) 이익 증가에 대한 신뢰 필요, 가격 전가력이 중요

- S&P500 기업: 국제 유가 하락으로 인해 매출액 대비 매출원가 비율 하락→ 영업이익률 상승
- 그러나 관세 부과로 인해 매출 원가 비율이 상승하면 영업이익률 하락 우려
- 원가(생산단가) 상승을 시차 두고 판매가격으로 전이할 수 있는 기업

미국 관세 부과로 인해 기업 이익 측정 시 가격 전가력은 중요

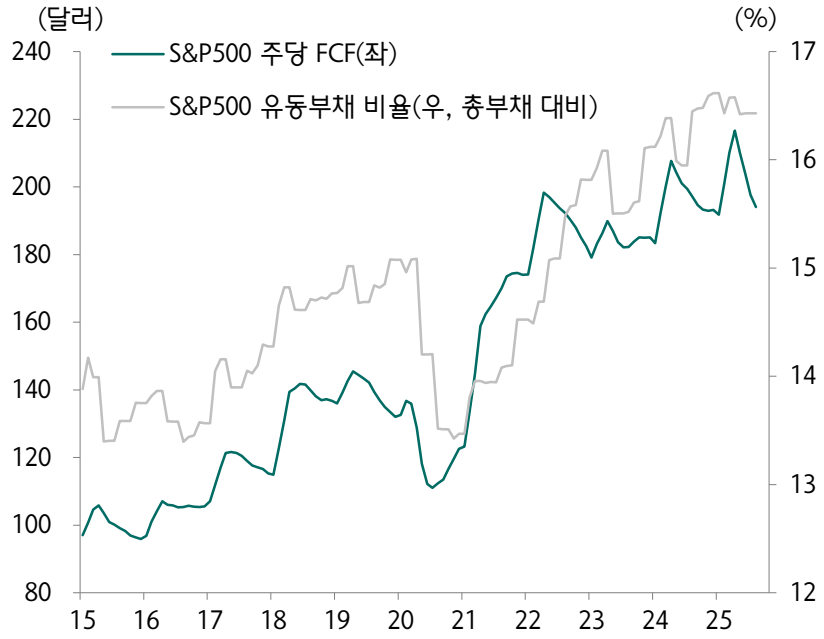


자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500 기업 선별 조건(3) 유동부채 비율이 높으면, 이자 절감 효과로 FCF 개선 효과가 큼

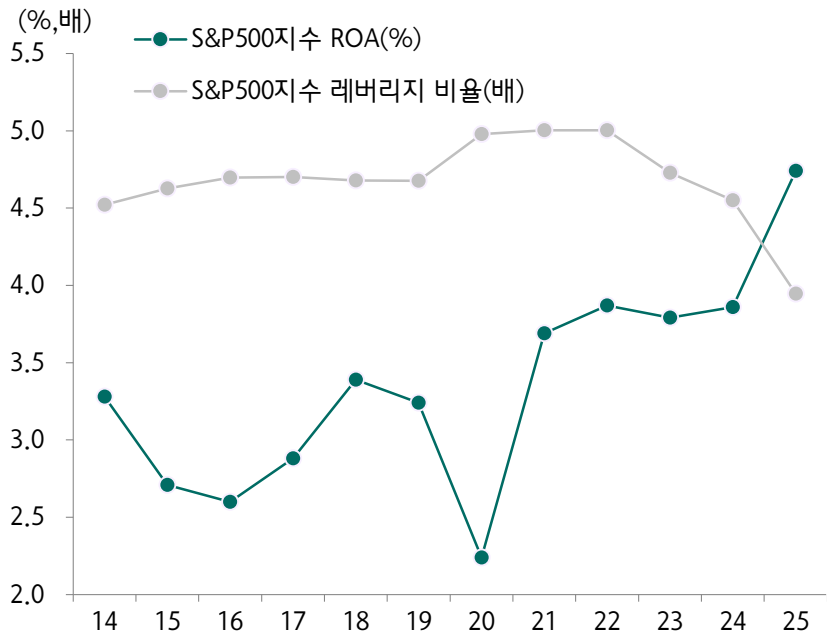
- 미국 단기금리의 하락이 빠르게 진행된다면, 유동부채 비율이 높은 기업들의 비용 절감 효과가 커질 수 있고 이를 통해 FCF 증가율이 높아질 수 있음
- 단기 금리 하락 시 기업의 부채 보유 비용이 절감되기 때문에 레버리지 비율(총자산/총자본)이 높아 ROE(ROA*레버리지 비율)를 상승시키는 기업이 유리할 수 있음

미국 단기금리 하락, 유동부채 비율이 높은 기업에게 유리



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 단기금리 하락, 레버리지 비율이 높은 기업에게 유리

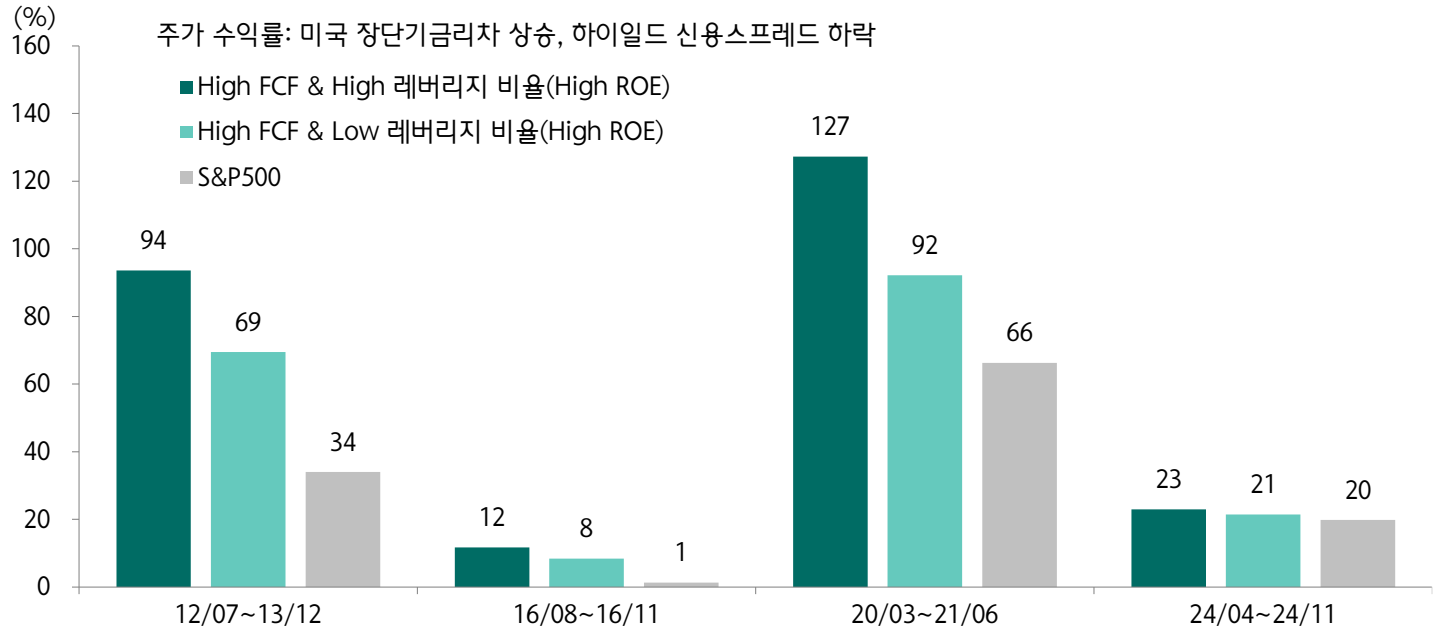


자료: Bloomberg, 하나증권

[참고] S&P500 기업: FCF와 레버리지 비율, 주가 수익률 Test 결과

- 미국 하이일드 신용스프레드 하락과 장단기금리차 상승 국면: FCF가 증가하고, 높은 레버리지 비율을 기반으로 ROE가 상승했던 기업들의 주가 수익률이 높았음

미국 하이일드 신용스프레드 하락과 장단기금리차 상승: [High FCF, High 레버리지 비율, High ROE] 주가 수익률 높음



자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500 기업 선별: (1)밸류 낙폭 과대 & (2)가격 전가력 높음 & (3)레버리지 비율 높음

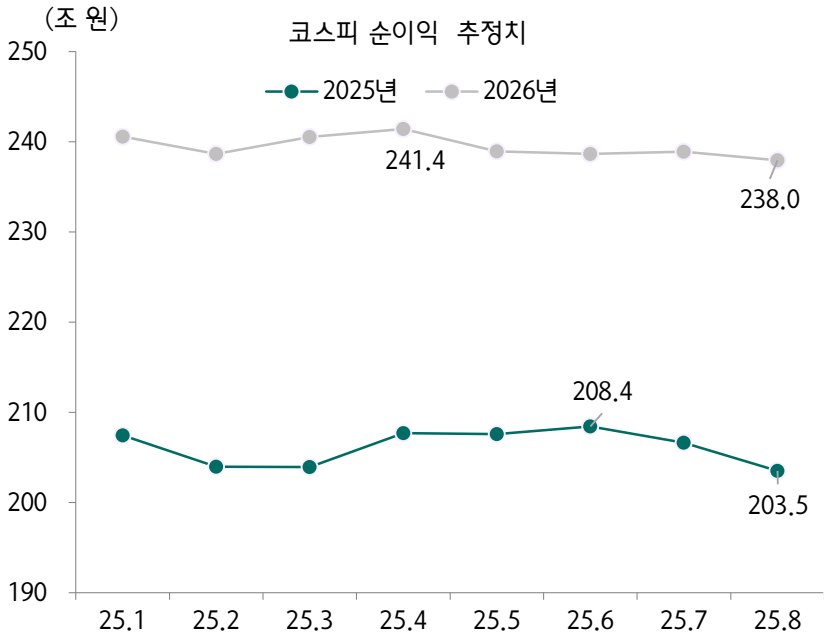
S&P500 기업명	(1) 변수: 밸류와 이익 변화			(2) 변수: 가격 전가력	(3) 변수: 레버리지 비율과 수익성			
	PER 변화율 (25년.E)(%)	EPS 변화율(%)		매출원가율 상승 시 영업이익률 상승폭(%p)(1개 분기 후행)	유동부채 비율 (%)	잉여현금흐름(FCF) 증가율(25.E)(%)	레버리지 비율 (총자산/총자본25.E)	ROE(25.E)(%)
		25년.E	26년.E					
S&P500 지수	(8.3)	19.8	13.3	0.1	-	(0.7)	3.9	18.7
엔비디아	(57.3)	134.2	52.1	1.1	64.1	137.5	1.4	100.8
애플	(9.9)	11.0	6.7	0.9	53.1	0.9	5.8	177.3
넷플릭스	(25.5)	34.2	22.3	1.8	31.8	24.9	2.1	42.4
팔란티어 테크놀로지스	(41.0)	69.6	32.2	26.1	81.3	60.9	1.5	25.9
애브비	(15.6)	18.5	19.0	3.5	29.0	13.5	98.5	632.6
T-모바일 US	(14.0)	16.3	19.4	0.4	14.6	5.0	3.3	20.1
GE	(27.0)	36.9	17.2	7.3	34.4	89.4	6.5	34.4
AMD	(16.1)	19.1	52.1	0.9	64.9	121.8	1.6	8.8
IBM	(8.3)	9.0	6.8	6.5	31.2	9.1	6.3	33.7
우버 테크놀로지스	(40.8)	68.9	17.1	8.7	39.2	31.7	2.5	28.4
인튜이트	(16.3)	19.5	15.3	9.1	60.1	34.0	1.8	25.5
GE 버노바	(56.7)	130.8	61.8	6.3	78.3	86.0	5.0	21.3
보스턴 사이언티픽	(17.3)	20.9	13.9	1.6	27.5	16.6	1.9	18.8
스트라이커	(10.7)	12.0	10.8	0.4	29.0	11.5	2.1	21.6
허니웰 인터내셔널	(7.7)	8.3	8.2	0.2	35.0	11.1	4.2	38.1
이튼	(10.8)	12.1	13.5	1.1	43.9	6.7	2.3	23.7
오토매틱 데이터 프로세싱	(8.1)	8.8	9.4	3.0	87.5	17.2	10.5	77.3
팔로 알토 네트웍스	(14.8)	17.4	16.0	1.4	50.7	11.3	3.5	29.7

자료: Bloomberg, 하나증권

상승 모멘텀이 약해진 국내 증시

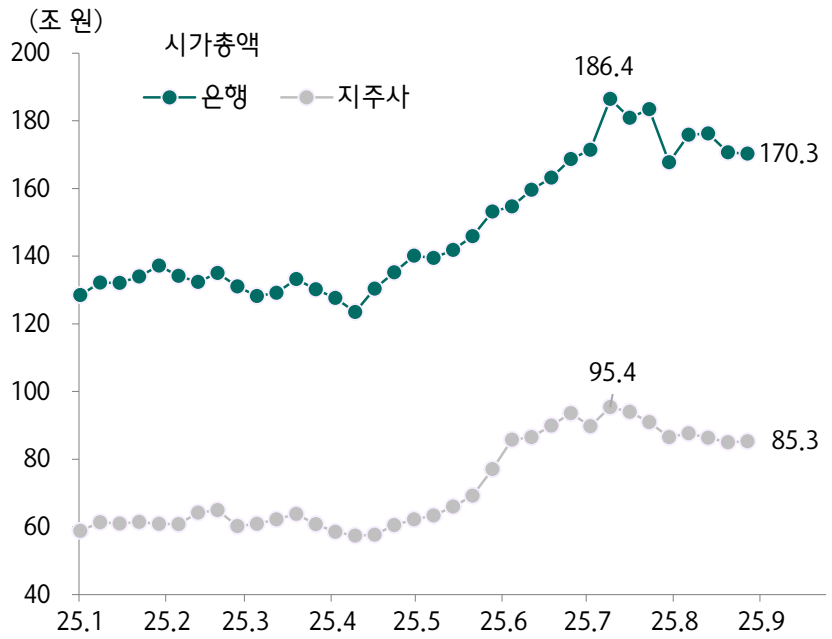
- 코스피 2025년과 26년 현재 순이익 추정치 203조 원과 238조 원으로 하향 조정 진행 중
- 참고: 코스피 순이익 기존 최고치 2021년 190조 원. 2025년 순이익 증가율 전망치 전년대비 21%
- 기업의 배당성향 개선과 자사주 매입, 소각 의무화 등과 같은 세법 개정에 대한 기대감 약화
- 최근 은행과 지주사 주가 부진

코스피, 2025년과 26년 순이익 추정치 하향 조정 진행 중



자료: Quantiwise, 하나증권

국내 정책 기대감 약화, 7월 이후 은행과 지주사 주가 부진

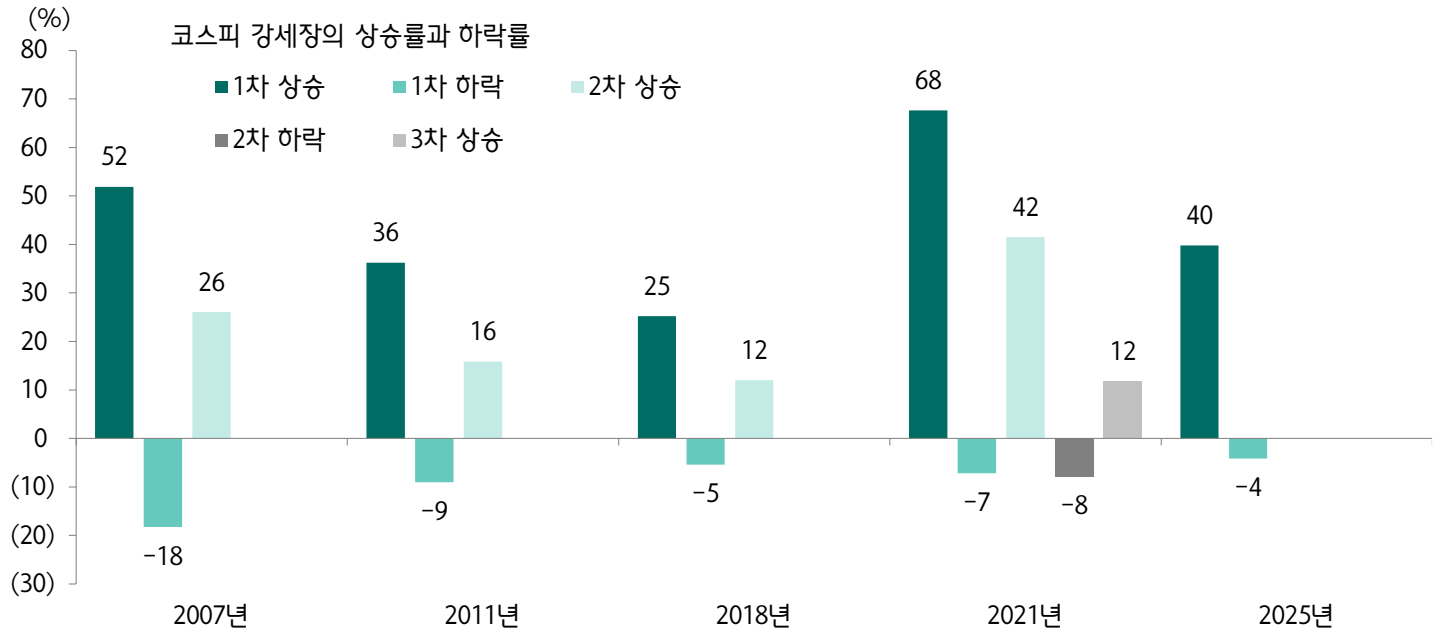


자료: Quantiwise, 하나증권

코스피, 강세장에서 지수 조정 정도는 -5%~-7%

- 지수 상승 모멘텀이 약화되긴 했지만, 유동성 확장 국면이라는 점을 감안 시 강세장의 흐름에는 큰 변화가 없을 것
- 강세장 기조 유지 하에 변동성 확대로 인한 지수 조정(1차 조정): 코스피 고점 대비 -5~-7%(최근 고점 대비 -4.1% 하락 이후 반등)
- 참고로 강세장은 2번의 상승 싸이클 형성: 2차 상승은 1차 상승률의 평균 51%, 최소 44%

강세장의 흐름에는 큰 변화가 없을 것, 변동성 확대로 인한 지수 조정은 가능: 코스피 고점 대비 -5~-7%

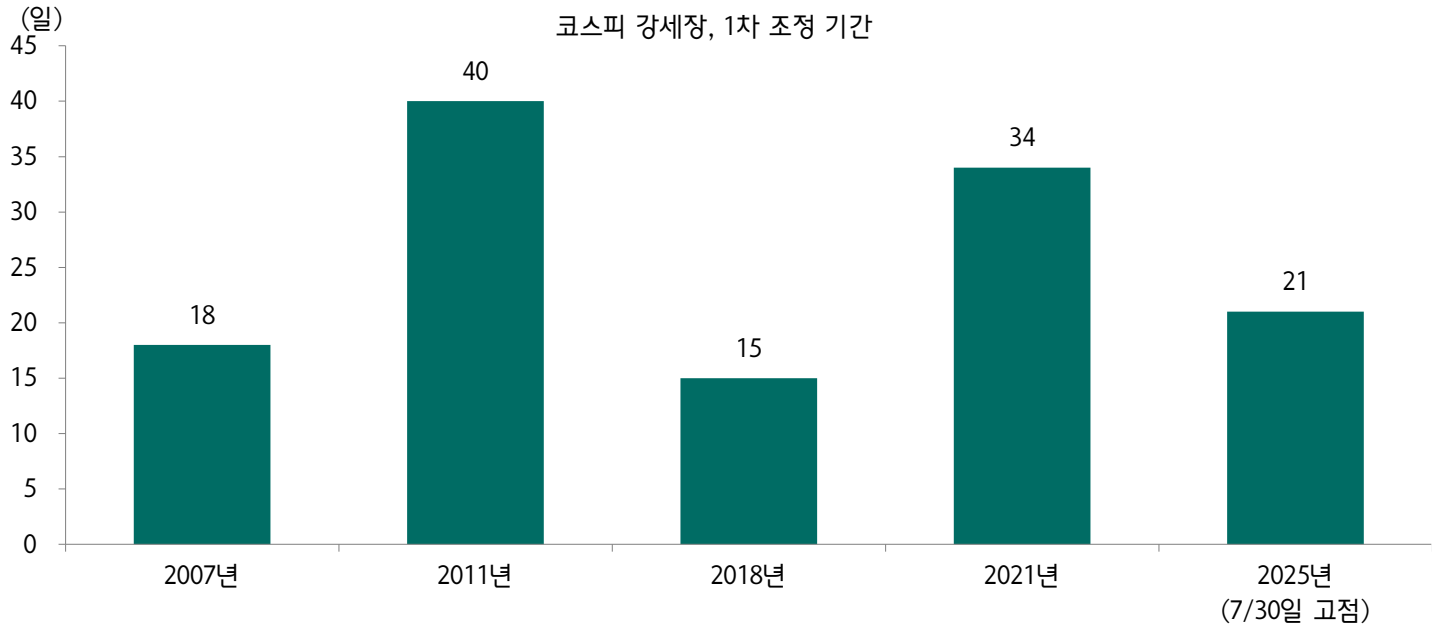


자료: Quantiwise, 하나증권

코스피, 강세장에서 1차 조정 기간은 최소 15일~최장 40일

- 코스피 강세장에서 발생하는 1차 조정 기간은 최소 15일에서 최장 40일(영업일 기준)
- 현재 코스피 조정 기간은 21일 진행(8/29일 기준)

코스피 강세장: 1차 조정 기간은 최소 15일~최장 40일

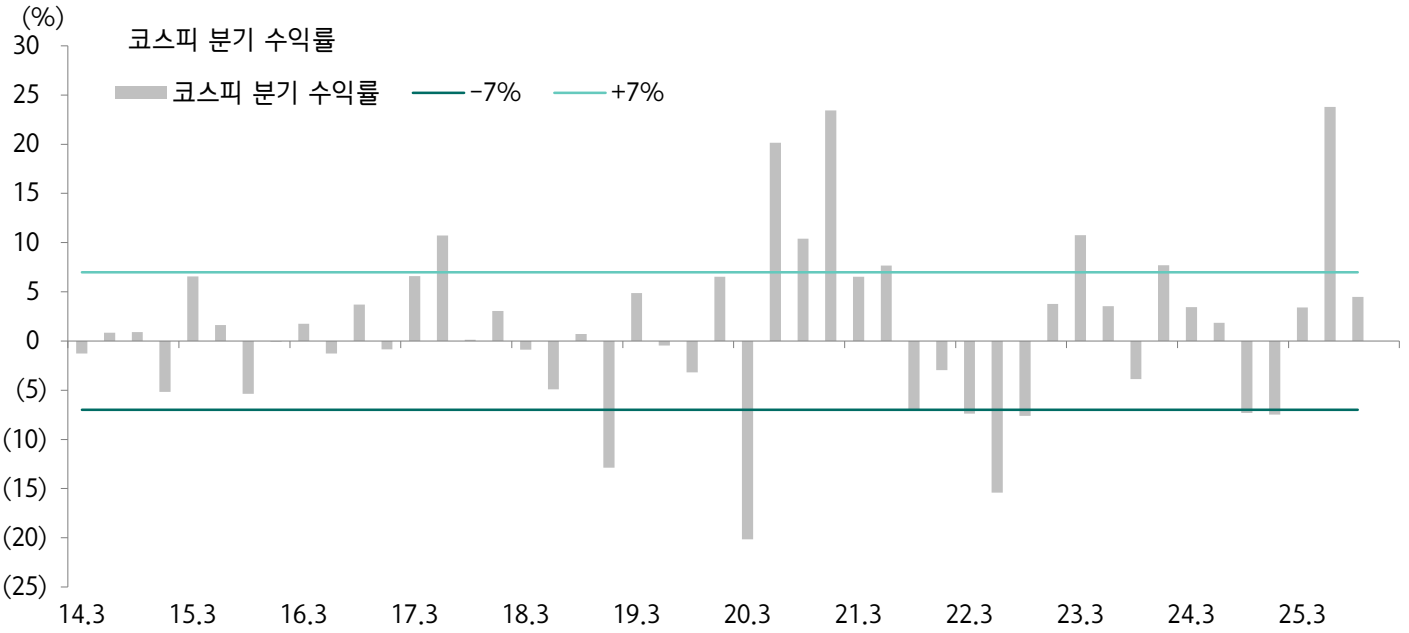


자료: Quantiwise, 하나증권

모멘텀이 약하면, 강세장 속 박스권 형성: 코스피 -7%~+7%

- 코스피 이익 추정치 하향 조정, 원화 강세 기대감과 세법 개정 기대감 약화→ 상승 모멘텀 약화
- 코스피는 과거 분기 평균 수익률 밴드인 -7%~+7%로 수렴할 것으로 예상
- 2014년 이후 분기 기준 해당 수익률 밴드 형성(-7%~+7%) 확률은 68%

코스피, 과거 분기 평균 수익률 밴드인 -7%~+7%로 수렴 가능성 염두

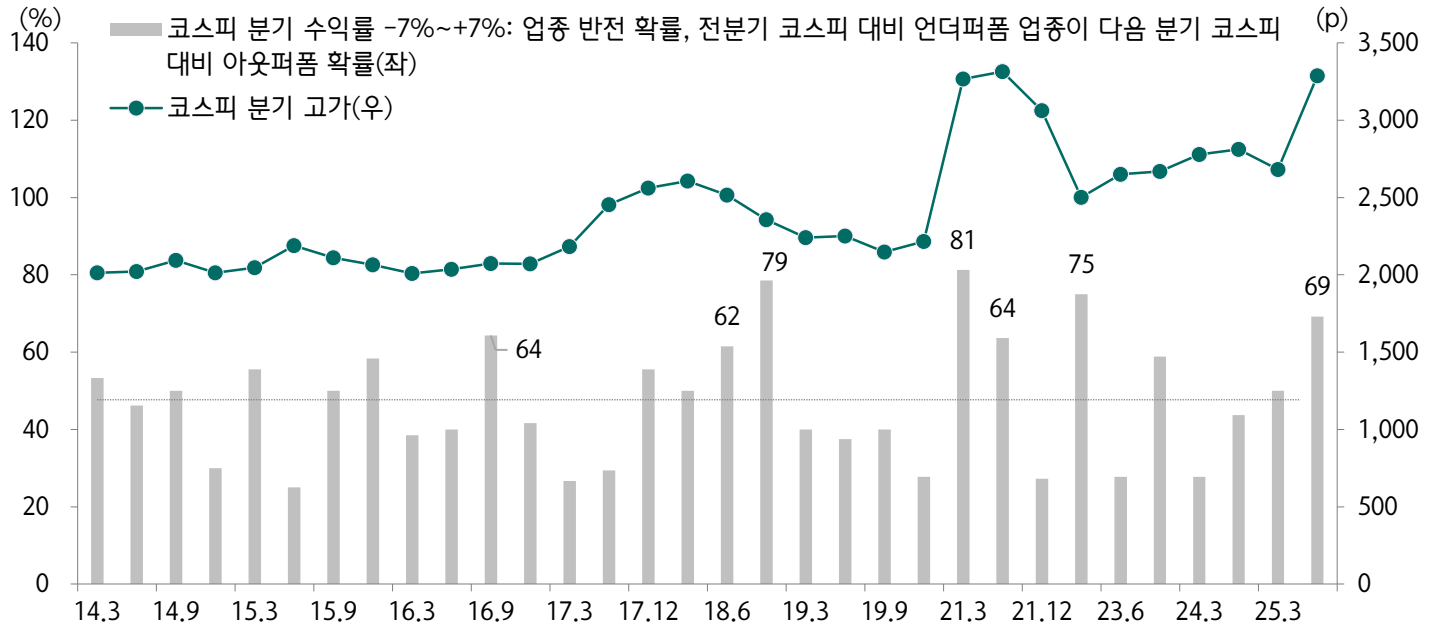


자료: Quantiwise, 하나증권

일반 박스권과 강세 박스권의 차이점: 업종 반전 확률 차이

- 2014년 이후 코스피 수익률 박스권(-7%~+7%) 형성 시 전분기 코스피 대비 언더퍼폼 했던 업종이 다음 분기 코스피 대비 아웃퍼폼 할 확률(이하 반전 확률)은 48%로 낮은 편
- 다만 강세장 박스권에서의 반전 확률은 71%로 매우 높은 편

강세장 박스권에서의 반전 확률은 71%로 매우 높은 편

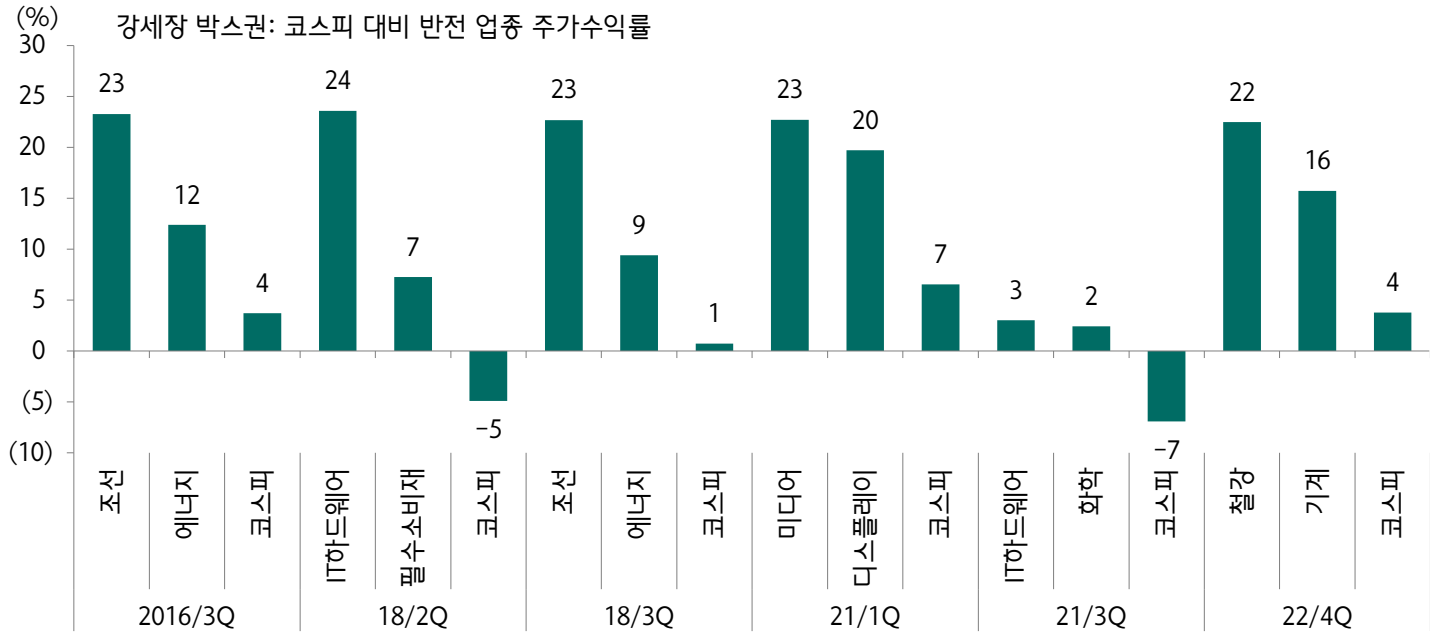


자료: Quantiwise, 하나증권

강세장 박스권에서 주가 반전 수익률이 높았던 업종의 공통점을 찾아보면

- 강세장 박스권: 전분기 주가 부진 업종의 다음 분기 반전 확률은 71%
- 해당 분기에 주가 수익률도 높고, 코스피 대비 아웃퍼폼이 컸던 업종 선별 후 공통점 추출

해당 분기에 주가 수익률도 높고, 코스피 대비 아웃퍼폼이 컸던 업종 선별 후 공통점 추출

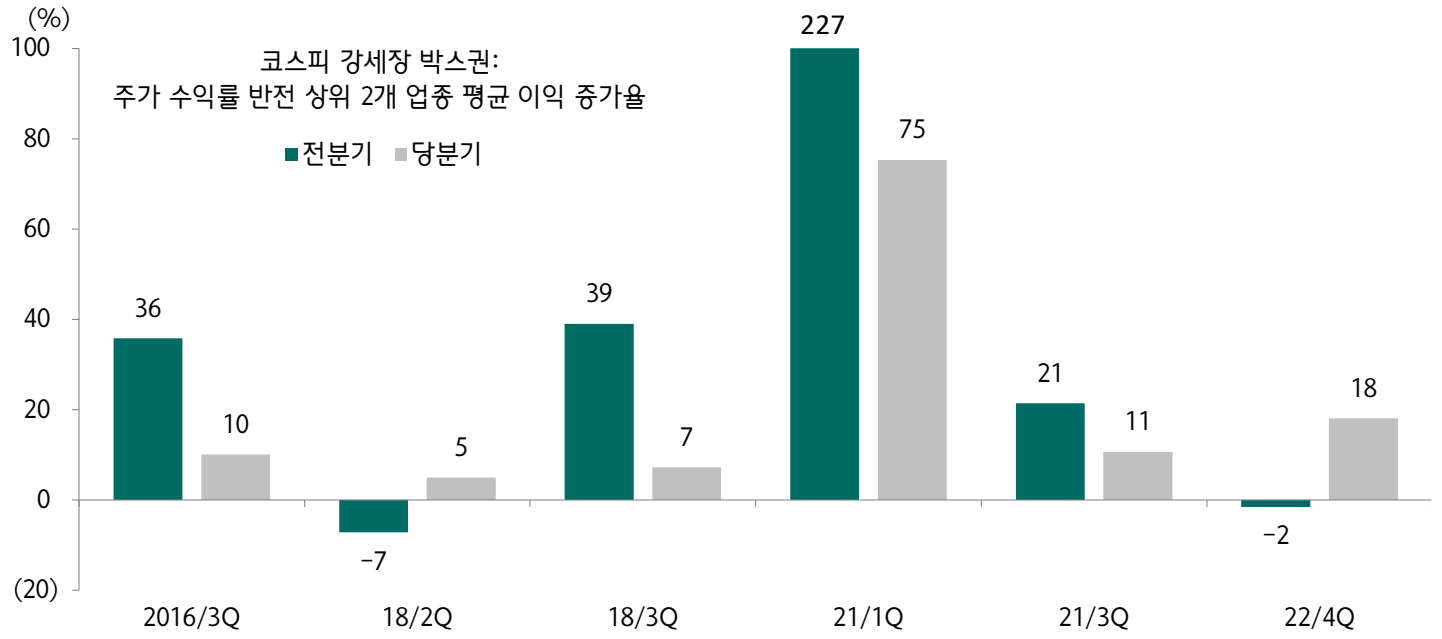


자료: Quantiwise, 하나증권

주가 반전의 공통점: 이익은 주가 반전에 가장 중요한 변수

- 2016년 3분기까지 조선과 에너지 2개 분기 연속 이익 증가
- 18년 2분기 하드웨어와 필수소비재 순이익 턴어라운드. 18년 3분기까지 조선 2개 분기 연속 순이익 증가, 에너지 마이너스 폭 축소
- 21년 1분기까지 미디어와 디스플레이 2개 분기 연속 이익 증가. 21년 3분기까지 하드웨어와 화학 2개 분기 연속 이익 증가
- 22년 4분기까지 기계 2개 분기 연속 이익 증가, 철강 마이너스 폭 축소

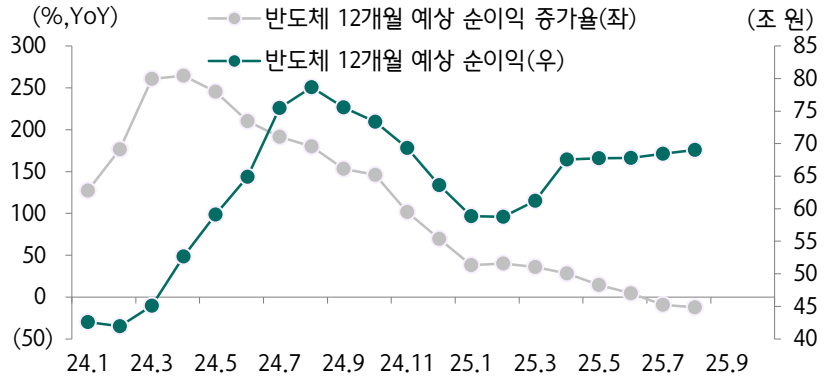
이익은 주가 반전에 가장 중요한 변수: 이익이 2개 분기 연속 증가 또는 턴어라운드



자료: Quantiwise, 하나증권

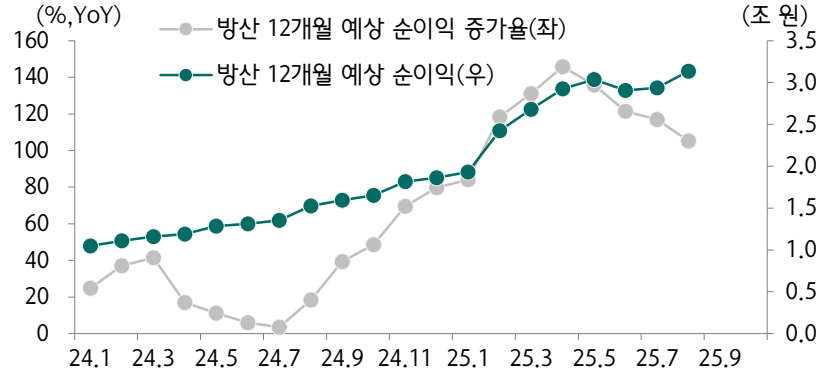
이익 성장 주도 업종 상황 점검(1): 반도체와 방산의 이익 증가율 하락, 조선은 상승 전환

국내 반도체: 이익 규모 증가. 그러나 증가율(YoY) 마이너스 전환



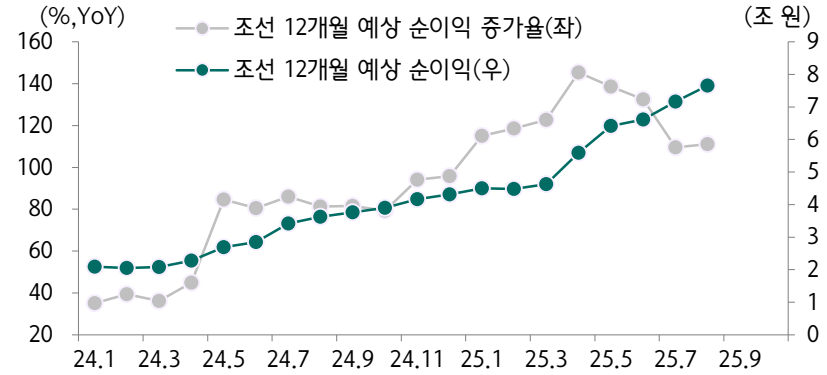
- 과거 주도 업종은 해당 업종의 이익 증가가 끝날 때 주가 상승도 끝남
- 현재 반도체 이익 규모는 확장. 그러나 증가율(YoY)은 2개월 연속 (-)마이너스 기록
- 현재 방산 이익 규모는 확장. 증가율(YoY) 4개월 연속 하락
- 현재 조선 이익 규모는 확장. 증가율(YoY) 재차 상승 전환

국내 방산: 이익 규모 증가. 증가율(YoY) 4개월 연속 하락



자료: Quantiwise, 하나증권

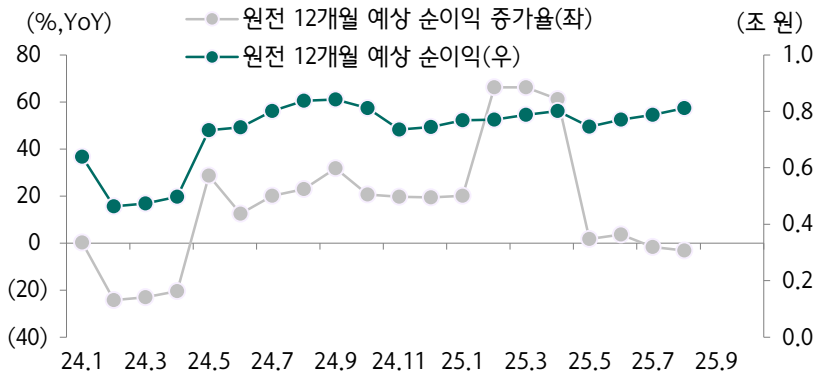
국내 조선: 이익 규모 증가. 증가율(YoY) 재차 상승 전환



자료: Quantiwise, 하나증권

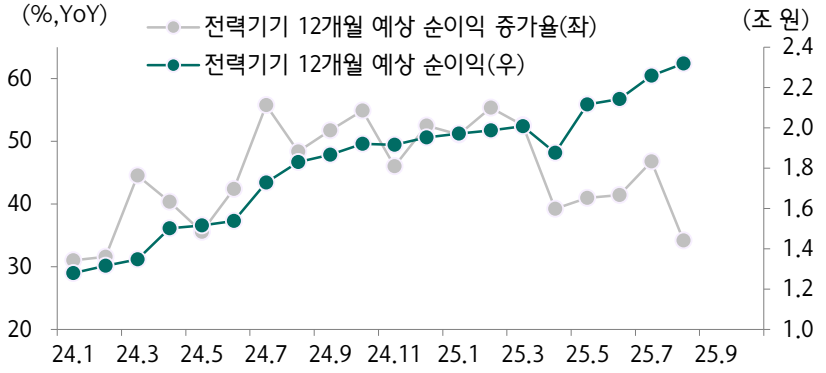
이익 성장 주도 업종 상황 점검(2): 원전과 전력기기 이익 증가율 하락, 증권 상승세 유지

국내 원전: 이익 규모 증가. 그러나 증가율(YoY) 마이너스 전환



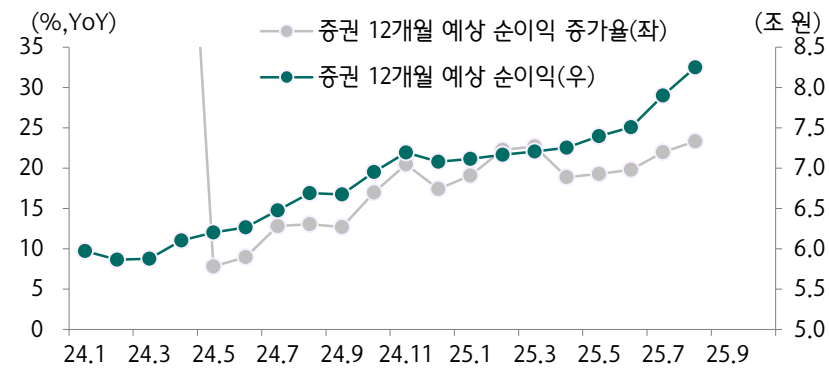
- 현재 원전 이익 규모는 확장. 그러나 증가율(YoY)은 2개월 연속 (-)마이너스 기록
- 현재 전력기기 이익 규모는 확장. 증가율(YoY) 하락 전환
- 현재 증권 이익 규모는 확장. 증가율(YoY) 4개월 연속 상승
- 국내 이익 성장 주도 업종들의 이익 증가율(YoY)이 전반적으로 둔화되고 있어 기업 선별이 중요해진 국면

국내 전력기기: 이익 규모 증가. 증가율(YoY) 하락 전환



자료: Quantiwise, 하나증권

국내 증권: 이익 규모 증가. 증가율(YoY) 4개월 연속 상승

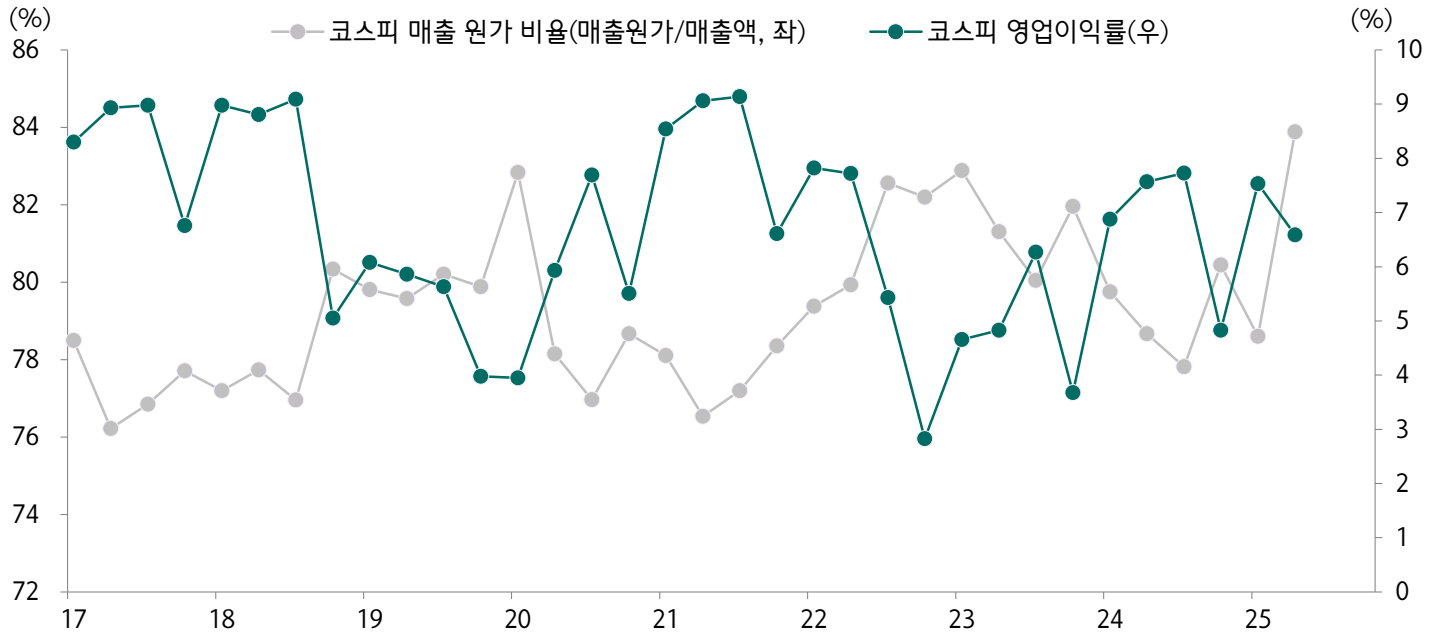


자료: Quantiwise, 하나증권

국내 기업 이익 증가에도 근거가 필요(1) 높은 가격 전가력

- 이익 증가에는 근거가 필요
- (1) 가격 전가력이 높아 관세 부과로 인해 원가가 상승해도 판매가격으로 전이가 가능한 기업
- 2025년 2분기 코스피 매출액 대비 매출원가 비율 상승→ 1분기 영업이익률 7.5%에서 2분기 6.6%로 하락

국내 기업 이익 증가에도 근거가 필요(1) 높은 가격 전가력

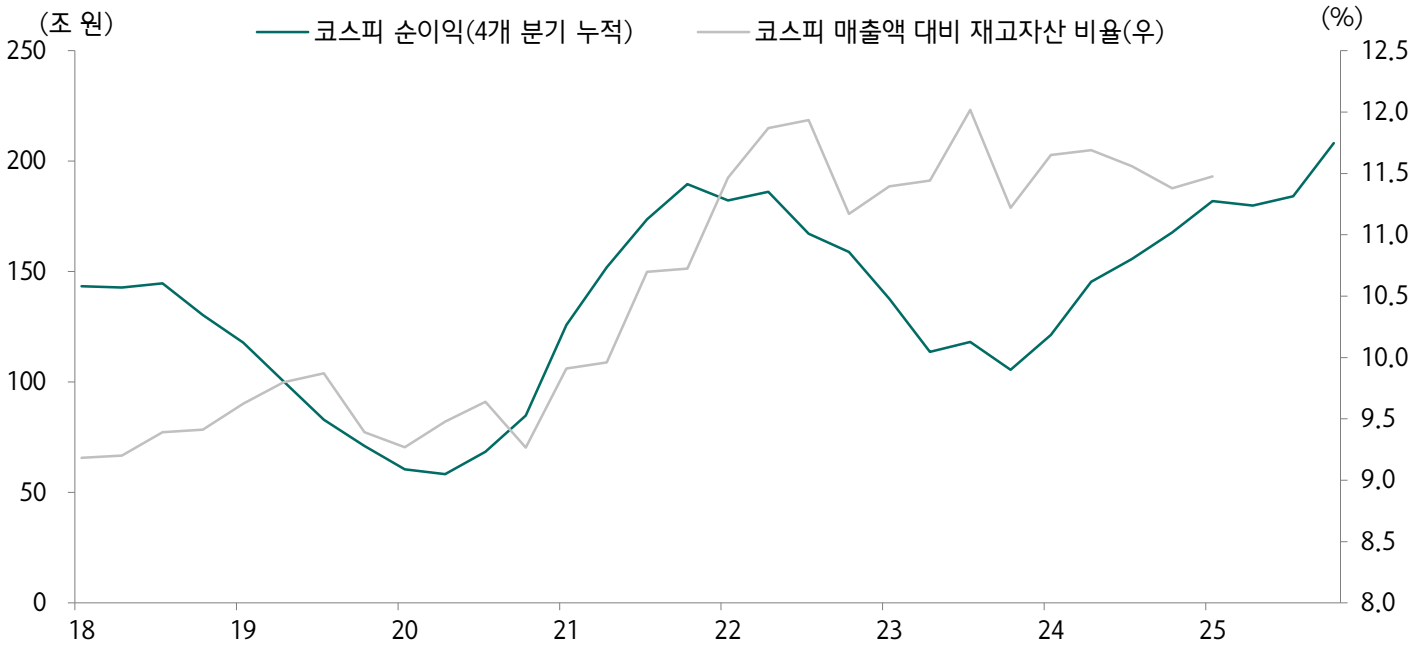


자료: Quantiwise, 하나증권

국내 기업 이익 증가에도 근거가 필요(2) 재고자산 비율 하락

- 이익 증가에는 근거가 필요
- (2) 재고자산 비율 감소를 기반으로 이익 개선이 가능한 기업
- 현재 코스피 매출액 대비 재고자산 비율은 11%로 코로나19 펜데믹 이전 대비 여전히 높은 수준

국내 기업 이익 증가에도 근거가 필요(2) 재고자산 비율 하락

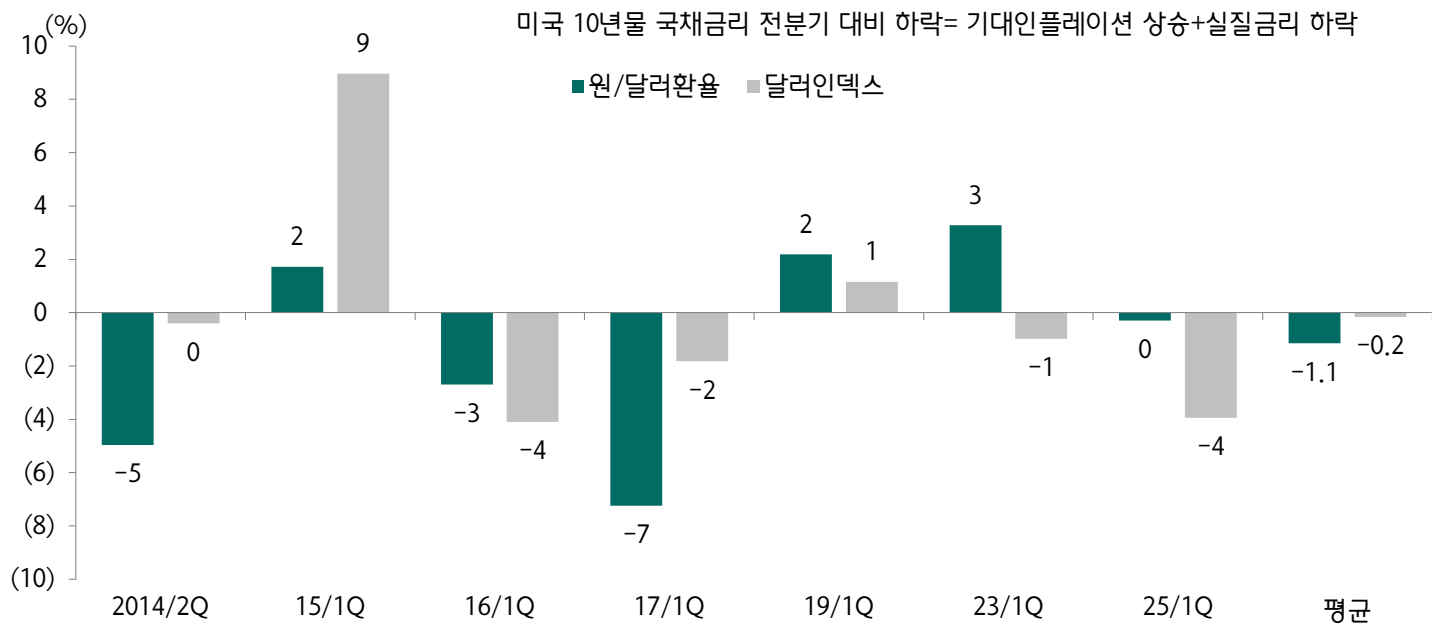


자료: Quantiwise, 하나증권

미국 시중금리 하락을 기업 선별 변수로 활용(1) 원/달러환율 하락

- 2014년 이후 미국 10년물 국채금리 전분기 대비 하락 국면: 기대인플레이션은 상승했지만, 실질금리 하락으로 인해 명목금리 하락
- 일반적으로 달러인덱스 하락, 원/달러환율 하락(원화 강세)
- → 외국인 보유 비율이 감소한 기업 관심

미국 시중금리 하락을 기업 선별 변수로 활용(1) 원/달러환율 하락

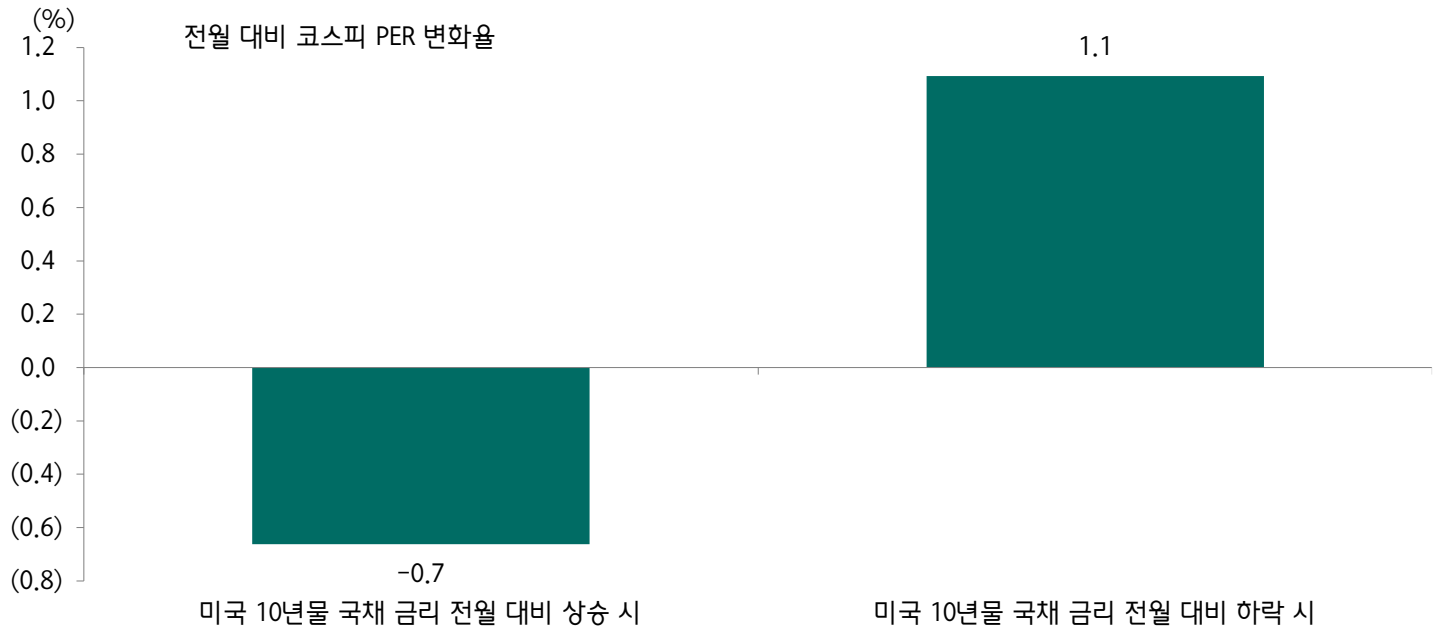


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 시중금리 하락을 기업 선별 변수로 활용(2) PER 상승(반전)

- 2016년 이후 전월 대비 미국 10년물 국채금리 하락 시 코스피 PER 전월 대비 평균 1.1% 상승
- 미국 10년물 국채금리 상승 시 -0.7% 하락
- → PER 하락률이 상대적으로 큰 기업 관심

미국 시중금리 하락을 기업 선별 변수로 활용(2) PER 상승(반전)



자료: Bloomberg, 하나증권

국내 기업 선별: (1)가격 전가력 높음 & (2)외국인 보유 비율 감소 & (3)PER 하락

기업명	(1) 변수: 가격 전가력	순이익 증가율(%)				(2) 변수: 외국인 수급	(3) 변수: 밸류 변화
	매출원가율 상승 시 영업이익률 상승폭(%p) (1개 분기 후행)	25년 상반기	25년 하반기.E	2025년.E	2026년.E	외국인 지분율 연 고점 대비 변화율(%p)	PER (12m Fwd.) 연 고점 대비 변화율(%)
삼성바이오로직스	0.4	19.5	7.0	38.3	17.3	(0.8)	(29.7)
HD현대중공업	3.5	12.8	68.5	108.1	40.9	(0.2)	(19.8)
POSCO홀딩스	0.5	흑자 전환	94.0	38.9	56.5	(0.5)	(11.4)
LG화학	1.2	30.8	216.9	36.5	199.0	(3.2)	(0.2)
현대로템	3.3	39.3	40.0	94.0	30.2	(1.2)	(25.2)
HD현대일렉트릭	3.5	21.1	28.7	34.6	23.5	(0.4)	(5.5)
포스코퓨처엠	0.6	흑자 전환	102.5	흑자 전환	863.3	(0.7)	(88.5)
삼성에스디에스	0.6	3.0	6.9	2.7	9.7	(0.6)	(21.3)
삼양식품	0.8	36.2	19.1	51.6	32.5	(2.0)	(8.0)
한국항공우주	2.9	7.5	99.1	52.1	51.1	(2.7)	(12.2)
한미반도체	3.1	26.0	75.5	112.6	41.9	(5.4)	(34.6)
LS ELECTRIC	0.4	37.5	23.6	24.5	32.8	(0.4)	(12.9)
S-Oil	2.2	적자 지속	흑자 전환	흑자 전환	1,437.3	(0.9)	(31.7)
현대건설	1.6	흑자 전환	18.0	흑자 전환	35.0	(1.1)	(14.8)

자료: Quantiwise, 하나증권

국내 기업 선별: (1)재고자산 비율 하락 & (2)외국인 보유 비율 감소 & (3)PER 하락

기업명	(1) 변수: 재고자산 비율		순이익 증가율(%)				(2) 변수: 외국인 수급	(3) 변수: 밸류 변화
	매출액 대비 재고자산 비율(%)		25년 상반기	25년 하반기.E	2025년.E	2026년.E	외국인 지분율 연 고점 대비 변화율(%p)	PER (12m Fwd.) 연 고점 대비 변화율(%)
	최근 4개 분기 평균	최근						
삼성전자	17.3	16.5	(25.3)	20.9	(13.1)	22.8	(0.2)	(2.8)
셀트리온	81.2	72.3	(46.3)	236.7	98.3	52.1	(4.2)	(3.8)
LG이노텍	8.1	6.9	(63.7)	310.5	(15.9)	34.5	(1.9)	(6.4)
코스맥스	11.5	10.6	(3.1)	128.2	22.7	54.7	(5.2)	(21.4)
GS건설	9.5	8.7	적자 전환	흑자 전환	(70.4)	366.0	(2.9)	(16.9)
금호타이어	20.8	20.5	(39.6)	35.9	(23.5)	32.4	(1.5)	(1.1)

자료: Quantiwise, 하나증권