Strategy Weekly

내년을 보면 아직 저렴한 코스피

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

- 코스피 역사적인 강세장 지속, 4000선 눈앞
- 코스피 밸류에이션, 내년 이익 성장 고려했을 때 글로벌 증시 대비 여전히 저렴
- AI 인프라 공급 기업 우위 환경은 한국 반도체 업종의 이익 증가 견인
- 코스피 주주환원 증가는 ROE 개선해 밸류에이션 매력도 더욱 높일 전망

코스피 역사적인 강세장 지속, 4000선 눈앞

코스피가 4,000pt에 가까워지며 역사적인 강세장을 지속하고 있다(그림1). 코스피는 한주 동안 192pt가 상승한 3,941.59pt를 기록하며 목요일을 제외한 나흘 동안 사상 최고치를 경신했다. 주초반 코스피에서 -1.4조원 가량 순매도를 보였던 외국인이 금요일 순매수로 전환하면서 수급에 대한 우려를 낮췄다. 코스피는 올 한해동안 64.3% 상승하며 홍콩 항셍(+30.4%), 독일 DAX(+21.6%), 미국 나스닥(+20.2%) 등 주요국 증시를 제치고 글로벌 증시에서 가장 아웃퍼폼 하고 있다**(그림2)**.

올해 코스피 강세 배경에는 전세계적인 AI 투자 붐에 따른 반도체 업종 급등이 있다(그림3). 또한, 트럼프의 새로운 무역 질서에도 불구하고 경쟁력을 가지고 있는 조선, 기계, 방산이 큰 폭 상승했다. 이재명 정부의 상법 개정과 자본시장 활성화 정책에 지주와 은행, 증권 업종도 코스피의 상승을 기여했다. 특히 코스피가 9월 이후 3,150pt에서 3,940pt까지 상승한 2차 강세장에서는 반도체의 강세 기여도가 더욱 커졌다. 대형 반도체주 중심의 강세는 코스피에서 대형주 쏠림 현상을 심화시키고 있다. 7월 이후 코스피200 동일가중 지수는 코스피200 시가총액 지수 대비 언더퍼폼하고 있다**(그림4)**. 초대형주 강세장을 의미한다.

코스피 밸류에이션, 이익 성장 고려했을 때 글로벌 증시 대비 여전히 저렴

코스피가 강세를 보이면서 밸류에이션도 점차 높아지고 있다. 코스피의 12개월 선행 PER은 11.6배로 과거 20년 평균 10배를 상회하고 있다**(그림5)**. **다만 21년 강세장이나 23년과 대비했을 때 여전히 낮은 수준이다. 단기 급등에도 불구하고 밸류에이션 부담은 크지 않은 것이다.**

코스피는 글로벌 주요 증시와 비교해도 저렴하다(그림6). 12개월 선행 PER과 2026년 EPS 성장률을 함께 그리면 코스피는 내년에도 큰 폭의 EPS 성장이 전망되지만 밸류에이션은

낮다. 내년 EPS 성장률 전망 대비 낮은 밸류에이션을 받고 있는 것이다. 그 결과 12개월 선행 PER과 12개월 선행 EPS의 성장률을 함께 보는 PEG(Price/Earnings to Growth Ratio)는 글로벌 증시 중에서 가장 낮은 수준에 있다**(그림7)**.

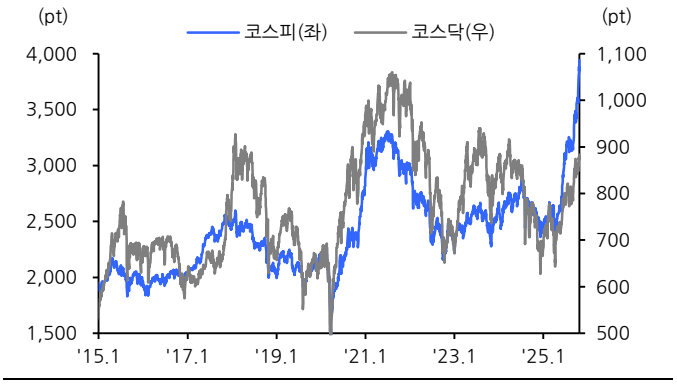
코스피의 영업이익의 성장률은 2분기 바닥을 찍고 상승할 전망이다**(그림8)**. 반도체를 중심으로 조선, 방산, 기계 등의 실적이 호조를 보이고 있는 영향이다. 특히 반도체 업종의 내년도 실적 개선세가 눈에 띈다. 9월 이후 반도체 업종의 강세는 올해가 아닌 내년도 실적에 대한 기대감이 높아진 영향이다**(그림9)**.

반도체 업종의 견고한 실적은 글로벌 AI 투자 붐에 기인한다. 2026년은 물론 2027년에도 미국의 AI 관련 CAPEX 증가는 이어질 것으로 전망된다**(그림10)**. 코스피에서 외국인 수급은 미국 반도체 기업들의 주가 흐름에 더 민감히 움직인다. **필라델피아 반도체지수가 나스닥100 대비 상대적인 강세를 보일 때 외국인은 코스피를 순매수하는 경향이 있다(그림11).** 필라델피아 반도체지수가 AI 인프라를 공급하는 업체를 대표하고, 나스닥 100 지수가 AI에 투자하는 테크 기업들을 의미한다고 가정할 경우 **나스닥100 대비 필라델피아 반도체지수의 아웃퍼폼은 AI 인프라의 공급 기업 우위 상황이 지속되는 것이고, 이는 한국 반도체 업종에 유리한 환경이다.** AI 시대를 맞이해 각국 정부와 테크 기업들은 경쟁적으로 투자에서 나서고 있기 때문에 한국 반도체 업종에 유리한 환경이 지속될 것으로 전망된다.

주주환원 증가는 ROE 개선해 밸류에이션 매력도 더욱 높일 전망

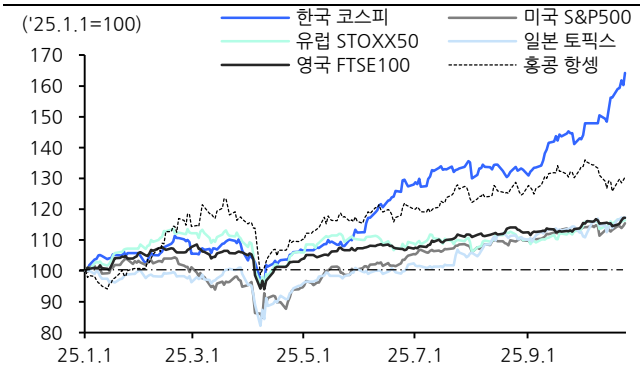
글로벌 주요 증시 대비 코스피의 밸류에이션이 저렴한 요인 중 하나로 낮은 자본효율성이 있다**(그림12)**. 주주환원 증가는 주주에게 잉여 이익을 배분하고 자기자본을 줄여 ROE를 높이는 효과가 있다. 일본은 2014년 이후 거버넌스 개혁을 통해 기업들의 자본효율성 재고를 목표했다. 일본 기업들의 배당 및 자사주 소각을 통한 주주환원 증가는 일본 TOPIX 지수의 ROE 개선을 야기했다**(그림13)**. 이재명 정부는 세제개편 및 상법 개정을 통해 기업의 경영 투명성과 지배구조를 개선해 자본 효율성을 높여 ROE를 상승시키고, 배당성향 향상을 목표하고 있다. **코스피 기업들의 주주환원 증가는 ROE를 개선해 밸류에이션 매력도를 더욱 높일 전망이다.**

〈그림 1〉 코스피 역사적인 강세장 지속



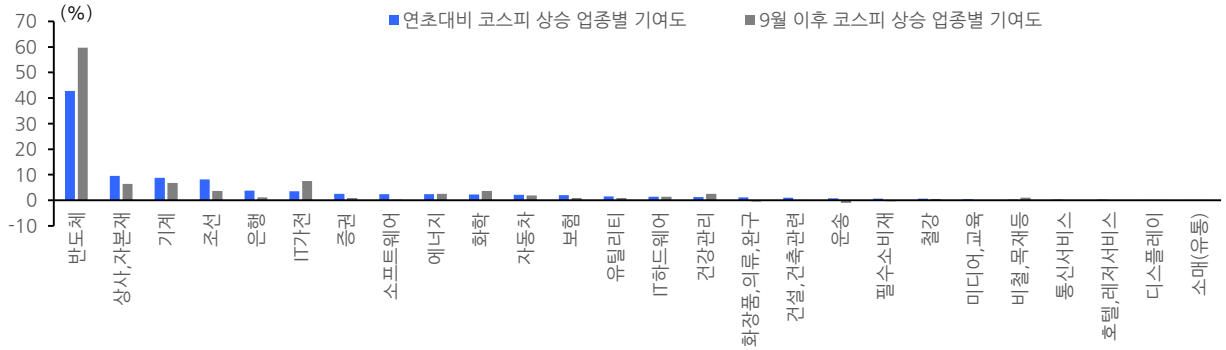
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 2〉 코스피, 올해 기준 글로벌 주요 증시 대비 아웃퍼폼



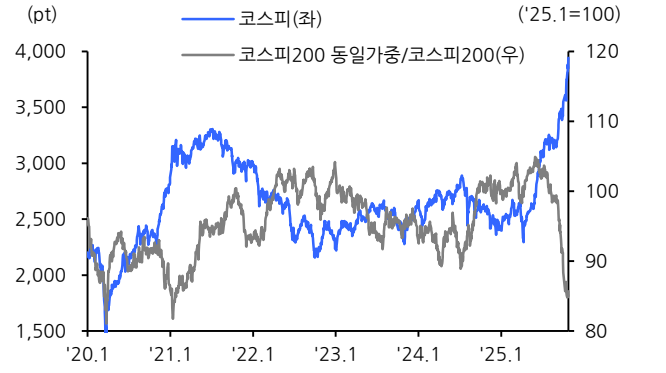
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 3〉 코스피 업종별 기여도, 반도체 업종의 기여 눈에 띔



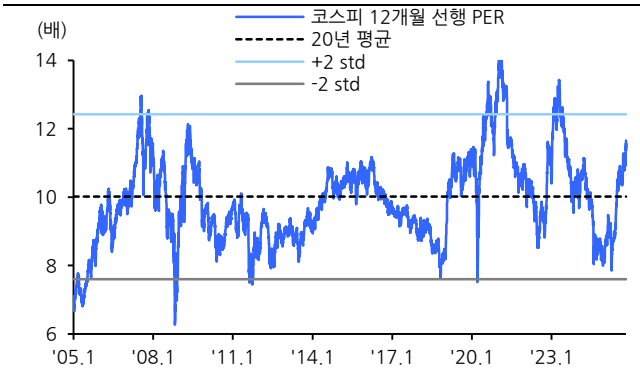
주: 코스피 WICS 26 업종 기준 시가총액 상승분 기여도
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 4〉 코스피 2차 강세장은 대형 반도체주 중심 진행



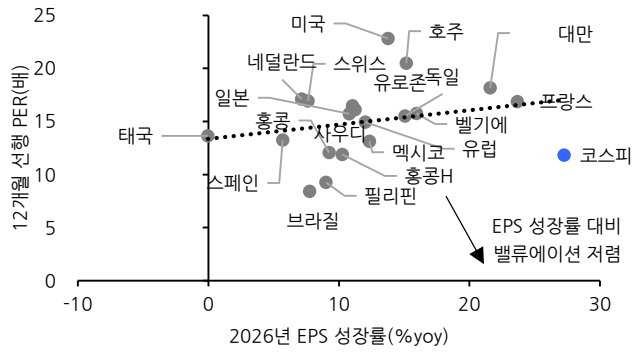
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 5〉 코스피 밸류에이션 과거 평균 대비 크게 높지 않음



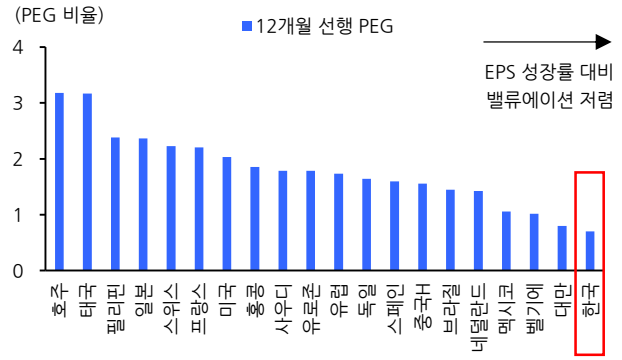
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 6> 코스피 내년 EPS 성장률 전망 대비 밸류에이션 저렴



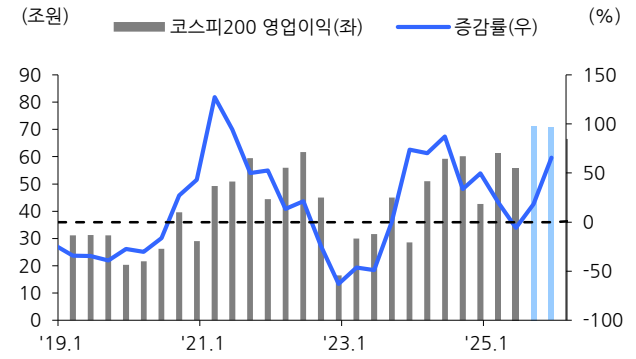
주: 각국 대표 주가지수 기준
자료: FACTSET, 현대차증권

<그림 7> EPS 성장률 고려 시 코스피 밸류에이션 매우 저렴



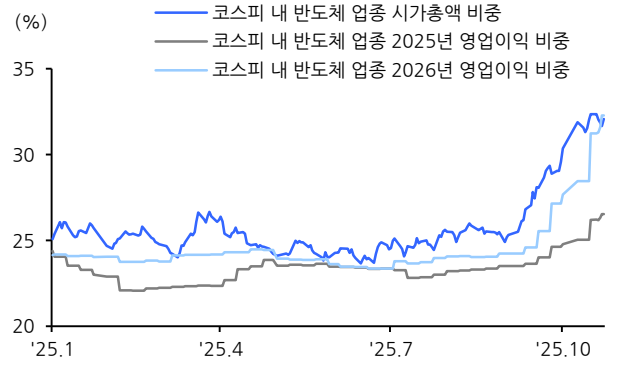
주1: 각국 대표 주가지수 기준
주2: PEG란 12월 선행 PER을 12개월 선행 EPS 1yr Growth로 나눈 값
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 8> 코스피200 영업이익 전망 3분기 이후 반등



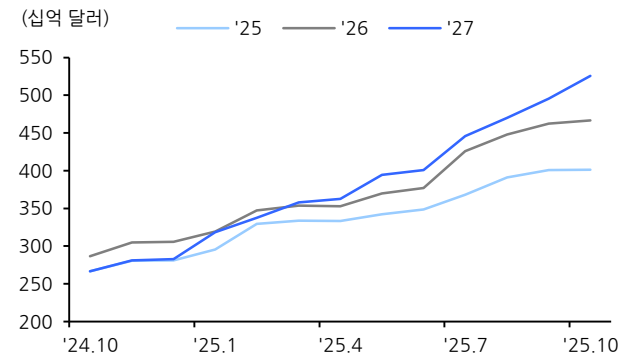
주: 3, 4분기는 전망치 기준
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 9> 반도체 업종 강세는 내년도 실적 전망 개선 영향 큼



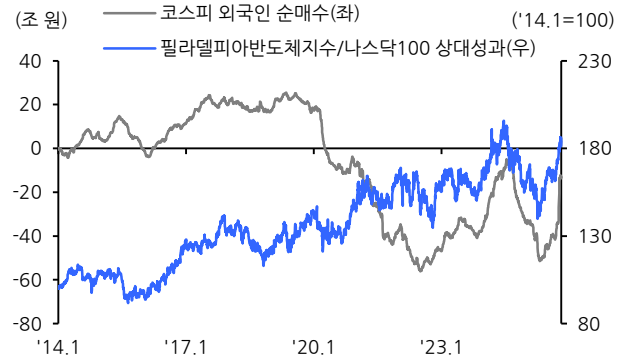
주: 2025, 2026년 코스피 및 반도체 업종 영업이익 전망치 기준
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 10> 미국 테크 기업들 CAPEX 투자 지속 확대 전망



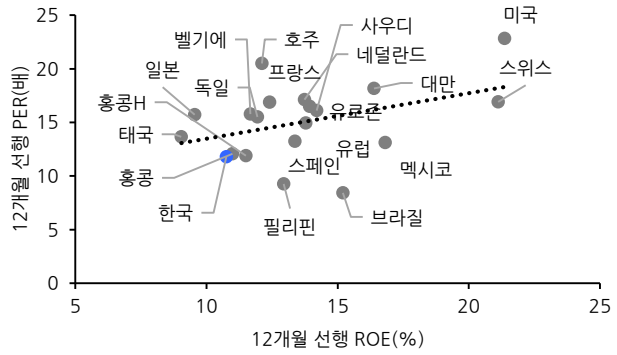
주: 구글, 아마존, 메타, 마이크로소프트, 오라클, IBM의 연간 CAPEX 전망치 합
자료: FACTSET, 현대차증권

<그림 11> 반도체 공급 기업 우위, 코스피 외국인 순매수 야기



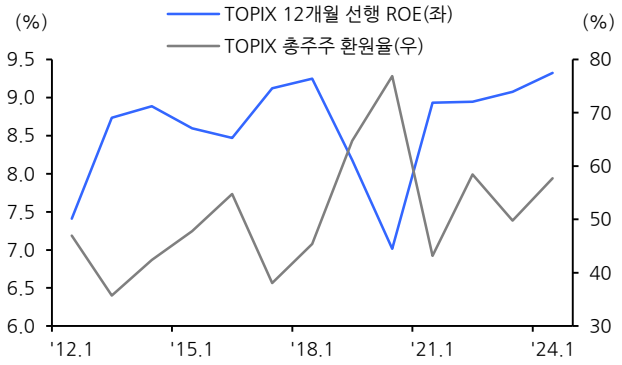
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 12> 코스피 낮은 밸류에이션은 낮은 ROE에 기인



주: 각국 대표 주가지수 기준
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 13> 일본 주주환원율 증가는 ROE 개선 야기했음



주: 총주주 환원율은 TOPIX의 연간 순이익 대비 배당금 및 바이백 규모
자료: FACTSET, 현대차증권

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김재승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.