Equity

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.

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

하나증권 리서치센터

화수분전략

어떤 주식이 오래 살아남는가

연준(Fed)은 기준금리 인하와 2026년 1분기 중 추가적인 인하 가능성 그리고 단기 국채 매입을 발표했다(12/12일부터). 재차 미국 중심의 유동성 확장 가능성(달러 약세)을 암시하고 있다. 연준(Fed) 기준금리 인하 및 동결 국면에서 보유 국채 증가 시 2009년 이후 S&P500지수의 월 평균 수익률은 1.4%(나스닥 1.8%), 코스피는 1.1%(코스닥 0.9%)를 기록했다. 유동성 확장 국면에서 지수는 상승할 가능성이 높다.

다만 유동성 재확장으로 지수의 상승 가능성이 높더라도 기업 선별 전략은 매우 중요하다. 1995~99년 S&P500지수 상승(5년 연속 상승, S&P500지수 연간 누적 주가 수익률 132%, Tech 섹터 266%)을 주도했던 기업들의 사례를 통해 선별 변수를 꼽아 보면,

첫번째, 1995~99년까지 마이크로소프트(MSFT) 주가는 371%나 상승했다. 그러나 같은 S/W 업종이었지만 IBM은 221% 상승하며 주가 차별화가 심했다. 이는 ① 영업이익률 차이에서 나타난 결과다. MSFT의 영업이익률은 99년 50%까지 높아졌지만, IBM은 10%대를 벗어나지 못했다.

두번째, 1995~99년까지 시스코시스템즈 주가는 495%나 상승했지만, 같은 H/W 업종에 속해 있던 HP는 188% 상승하는데 그쳤다. 이는 ② 매출증가율 차이에서 나타난 결과다. 시스코시스템즈의 연 평균 매출증가율은 57%였던 반면 HP는 11%로 Tech 섹터 평균(11%) 보다 낮았다. 1999년 당시 주가가 급등했던 반도체 기업들도 매출증가율 턴어라운드라는 공통점을 가지고 있다.

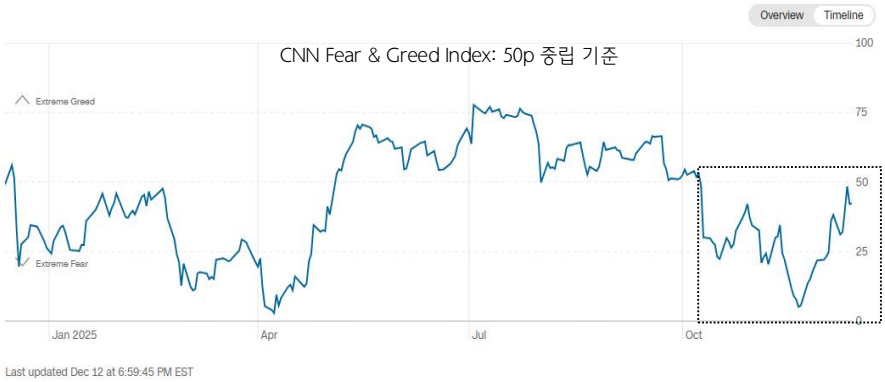
세번째, 1995~99년 Non Tech 섹터 중 주가수익률이 가장 높았던 기업은 월마트(256%)와 GE(217%)를 꼽을 수 있다. 우선 월마트는 IT 재고관리 시스템을 도입하면서 ③ 재고보다는 매출증가율이 높아졌고, 투자 보다는 영업활동 현금흐름증가율이 높아졌다. 한편 GE는 신성장 산업인 캐피탈(리스와 금융)의 성장을 기반으로 ④ 매출보다는 순이익증가율이 높아지면서, 밸류에이션이 리레이팅됐다.

2003~07년 코스피 5년 연속 상승(연간 누적 주가수익률 130%) 기간 동안의 주도업종은 산업재(297%)와 소재(189%) 섹터였다. 당시 주도업종은 아니었지만, NAVER(당시 NHN) 주가는 579%나 급등했다. 앞서 1990년대 중/후반 미국 기업들의 사례를 통해 제시한 ① 높은 영업이익률(NAVER 평균 38%/코스피 8%), ② 높은 매출증가율(68%/8%), ③ 투자 대비 높은 영업활동 현금흐름증가율(CAPEX 대비 영업활동 현금흐름 비율 6배/1배), ④ 매출 보다는 이익증가율이 높았다(매출 68%/영업이익 70%).

향후 AI 산업은 반도체라는 B2B를 넘어 B2C로 확장될 것이고, 스페이스X 상장 기대로 우주 관련 산업까지 신성장 산업으로 부각되고 있다. 확장 과정에서 S/W, 산업재, 헬스케어 업종의 부각 가능성은 높다. 해당 업종 내에서 영업이익률 상승 전망, 매출보다는 순이익 증가율 전망치가 높고, CAPEX보다는 영업활동 현금흐름증가율이 높고, 매출액 대비 잉여현금흐름 비율이 높은 기업에 관심을 가질 필요가 있다(도표 29와 30 참고).

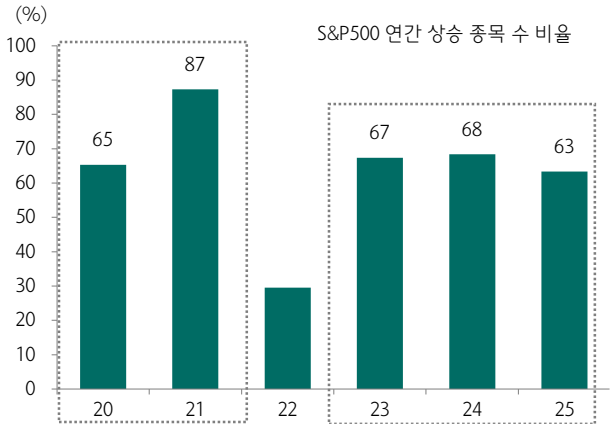
CNN Fear & Greed Index는 지난 10월 이후 현재까지 50p(중립) 이하 수준을 유지하고 있음

도표 1. 미국 증시 투자심리는 2025년 10월 이후 현재까지 위축 국면을 벗어나지 못하고 있음



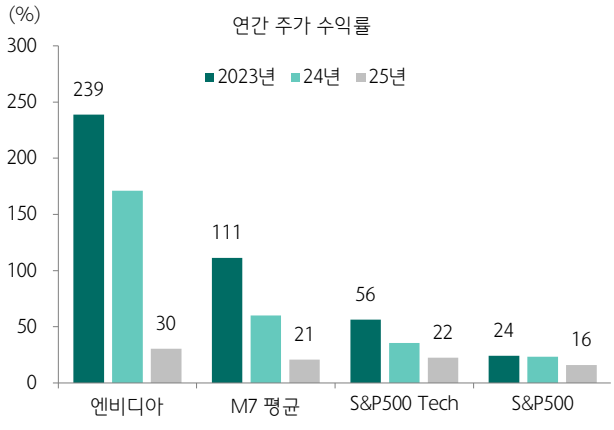
자료: CNN, 하나증권

도표 2. 미국 증시, 지수는 상승해도 상승 종목 확산으로 이어지지 않을 수 있음(박스: S&P500지수 상승 연도)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. S&P500 M7과 엔비디아의 주가 수익률도 평범한 수준으로 하향 조정

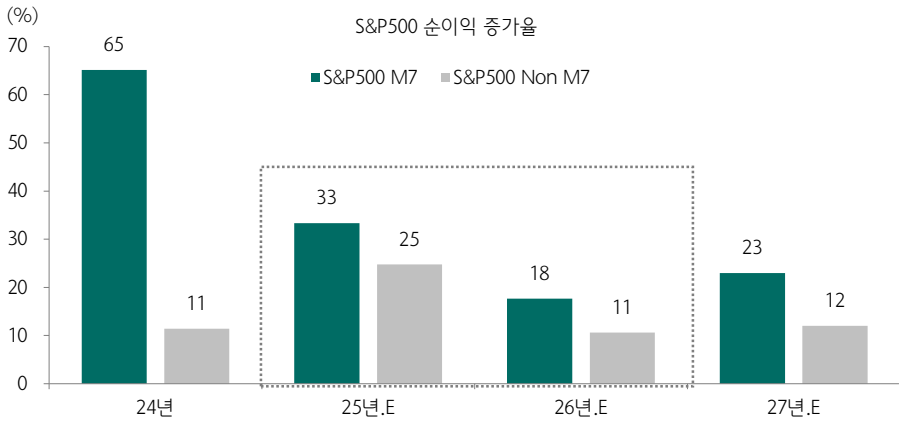


자료: Bloomberg, 하나증권

2026년 M7의 순이익증가율 전망치가 Non M7 대비 압도적으로 높지 않음. M7과의 순이익증가율 격차가 축소되는 과정

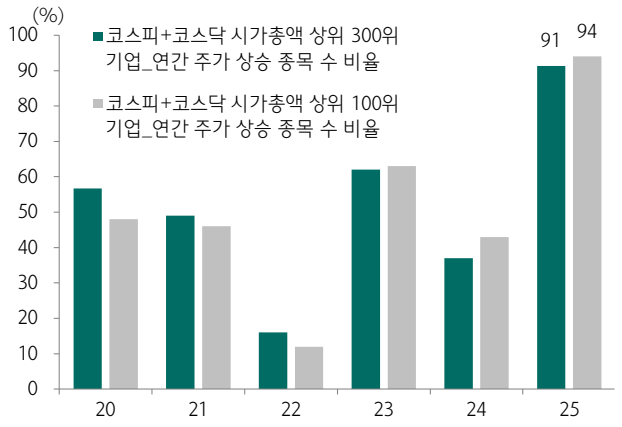
그러나 M7과 Non M7 모두 이익 증가율 둔화 우려가 공존하고 있음

도표 4. S&P500: 기업 선별에 대한 고민이 깊어지는 시기



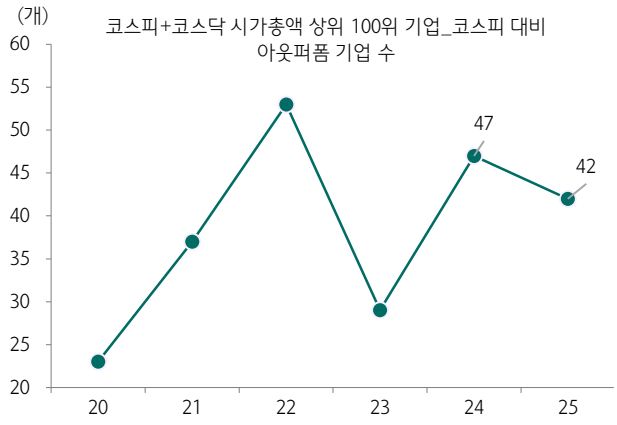
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 2025년 국내 증시 100개 대형주 중 94개의 기업 주가 수익률 (+)플러스 기록: 상승 종목 수 비중이 더 높아지기 어려움



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 6. 2025년 국내 증시 100개 대형주 중 코스피 대비 수익률 아웃퍼폼을 했던 기업 수는 42개에 불과

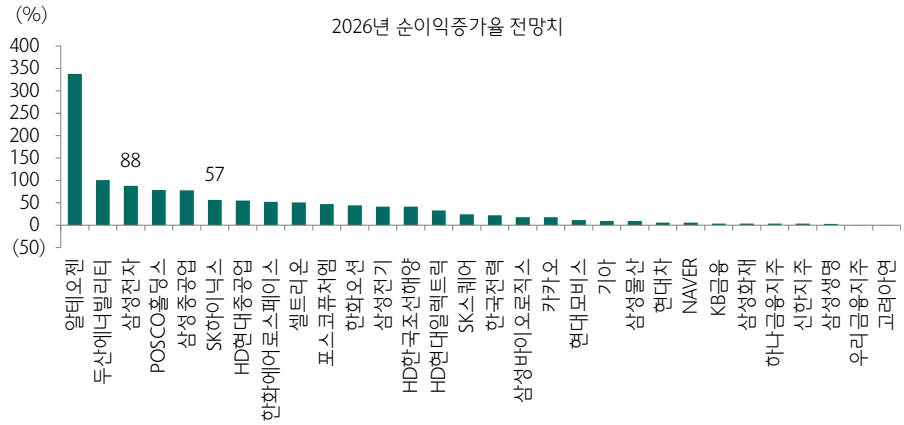


자료: Quantiwise, 하나증권

2026년 삼성전자와 SK하이닉스 순이익증가율 전망치 88%와 57%

두 기업의 이익증가율을 넘어설 수 있는 기업을 찾기도 쉽지 않음

도표 7. 국내 증시: 기업 선별에 대한 고민이 깊어지는 시기

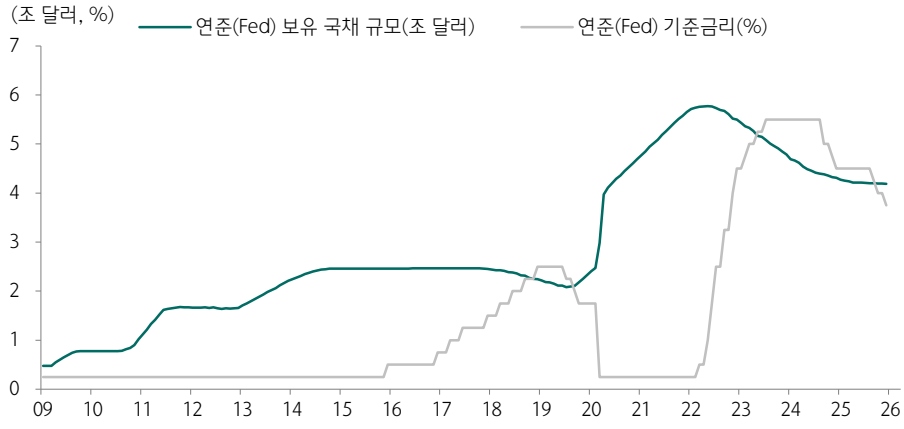


자료: Quantiwise, 하나증권

연준(Fed) 단기 국채 매입(12/12일부터 실행)을 통해 단기 유동성 위축 우려 완화

연준 보유 국채 4.2조 달러 중 단기 국채 1,950억 달러 (장기 국채 3.6조 달러) 매입 규모는 매월 발표 예정(매월 9일경 발표 예정), 첫번째 달 매입 규모는 400억 달러

도표 8. 12월 FOMC회의, 기준금리 25bp 인하와 단기 국채 매입 계획 발표

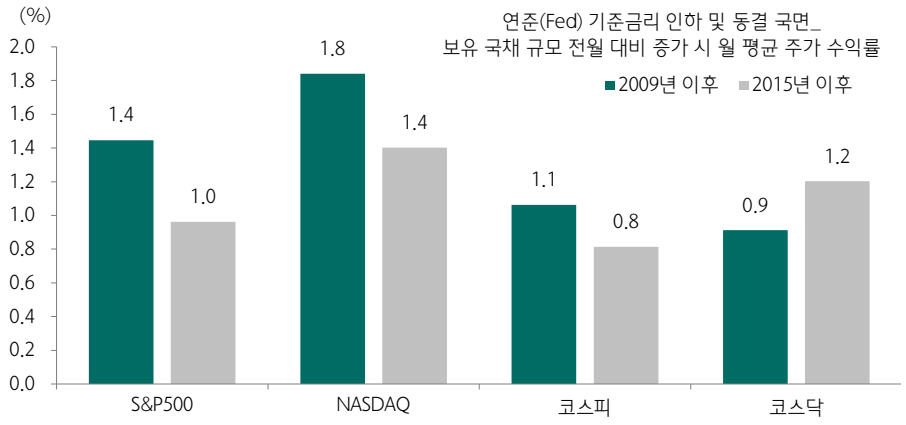


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 연준(Fed) 기준금리 인하 및 동결 국면에서 보유 국채 규모가 증가하는 경우, 미국과 국내 증시 수익률은 (+)플러스를 기록

연준(Fed)의 기준금리 인하와 국채 매입은 지수 상승에 긍정적

2009년 이후 해당 국면에서 S&P500지수 월 평균 수익률 1.4%, 코스피 1.1%

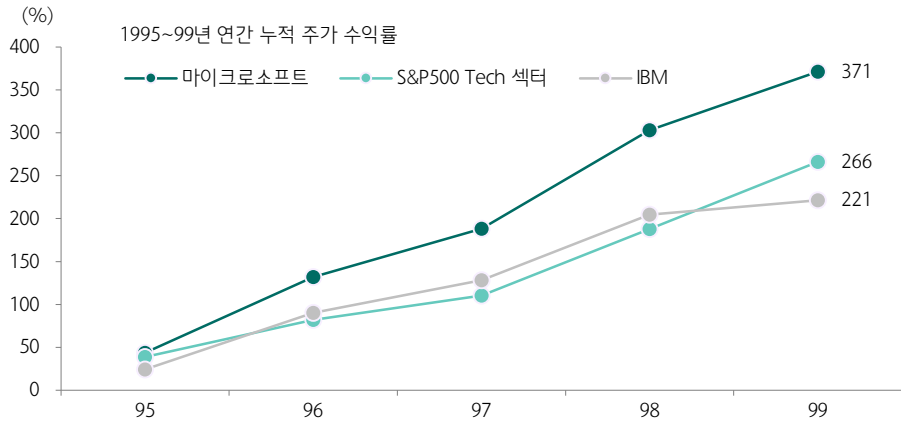


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 1995~99년 S&P500 Tech 섹터 지수 상승을 주도했던 마이크로소프트. 그러나 동일한 S/W 업종에 포함되어 있던 IBM 주가는 상대적으로 부진

1995~99년 5년 동안 마이크로소프트는 꾸준히 주도주 지위 유지

그러나 같은 S/W 업종에 속해 있던 IBM은 5년 중 3개 년도(1995년과 98~99년)는 S&P500 Tech 섹터 지수 대비 낮은 주가 수익률 기록

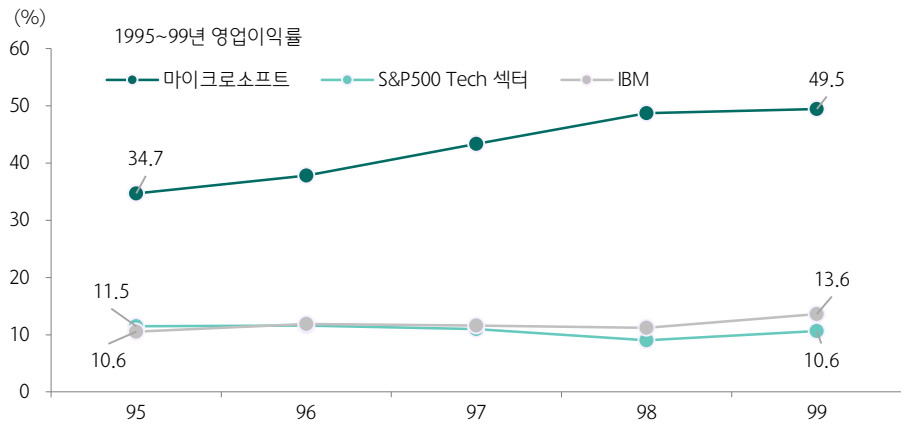


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 주도주의 수명 결정 변수(1), 영업이익률: 1995~99년 마이크로소프트는 영업이익률도 꾸준히 상승, 압도적으로 높은 수준을 유지

1995년 마이크로소프트의 영업이익률은 35%에서 매년 상승하며 99년 50% 기록

IBM의 영업이익률도 상승하긴 했지만, S&P500 Tech 섹터 평균치와 큰 차이가 없는 10%대 수준 기록

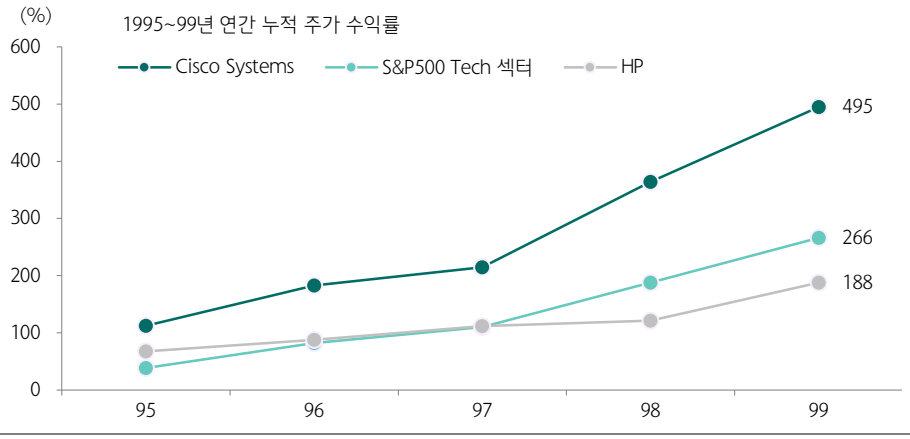


자료: Bloomberg, 하나증권

1995~99년 5년 동안 시스코시스템즈는 꾸준히 주도주 지위 유지

그러나 같은 H/W 업종에 속해 있던 HP는 5년 중 4개 년도(1996~99년)는 S&P500 Tech 섹터 지수 대비 낮은 주가 수익률 기록

도표 12. 1995~99년 S&P500 Tech 섹터 지수 상승을 주도했던 시스코시스템즈. 그러나 동일한 H/W 업종에 포함되어 있던 HP 주가는 상대적으로 부진

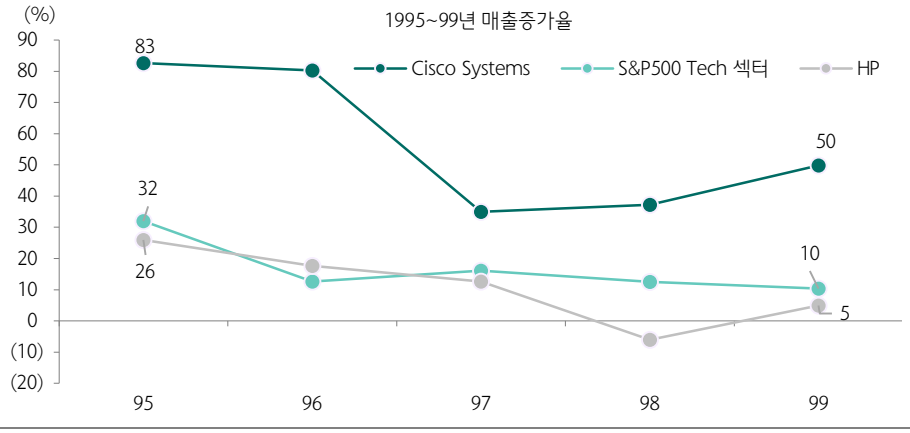


자료: Bloomberg, 하나증권

1995~99년 5년 동안 시스코시스템즈는 꾸준히 높은 매출증가율 수준을 유지, 5년 평균 57%

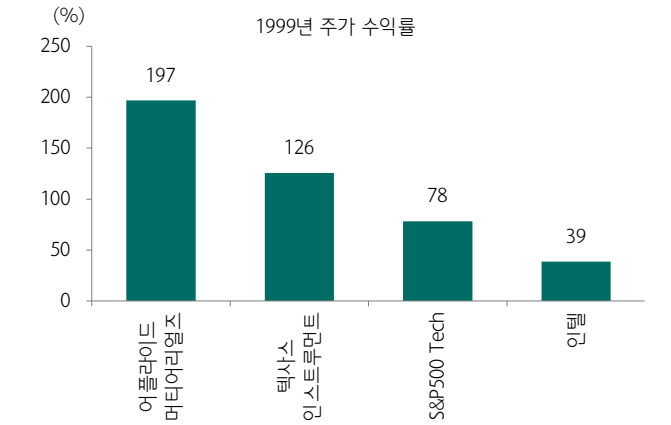
HP는 같은 기간 동안 평균 11%로 S&P500 Tech 섹터(17%) 대비 낮은 수준 유지

도표 13. 주도주의 수명 결정 변수(2), 매출증가율: 1995~99년 시스코시스템즈는 상대적으로 높은 매출증가율 수준을 꾸준히 유지



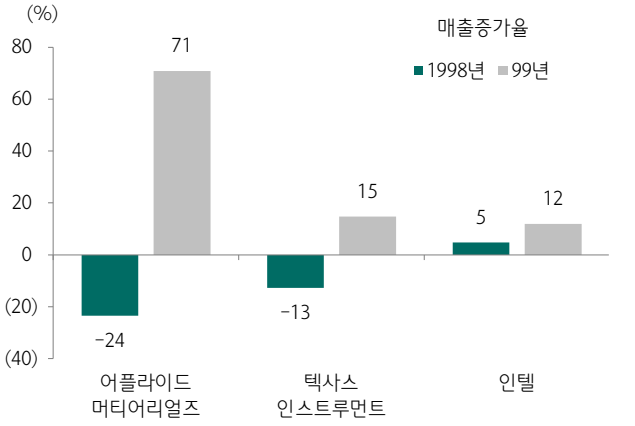
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 14. 1999년 S&P500 반도체 업종 중 어플라이드머티어리얼즈와 텍사스인스트루먼트 주가는 급등. 반면 인텔은 상대적으로 부진



자료: Bloomberg, 하나증권

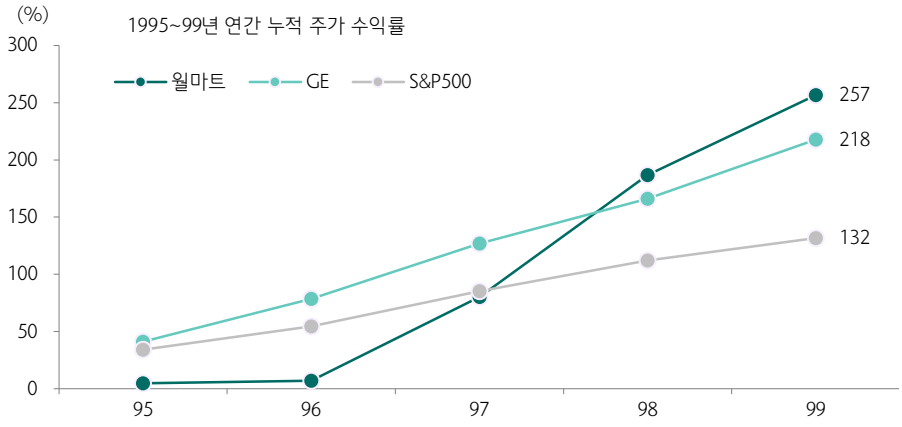
도표 15. 주도주의 수명 결정 변수(2), 매출증가율: 1999년 어플라이드머티어리얼즈와 텍사스인스트루먼트 매출증가율 턴어라운드



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 16. 1990년 중/후반 Non Tech 섹터 중 주도주였던 월마트와 GE

1995~99년 S&P500 Non Tech 기업 중 월마트(5년 누적 주가 수익률 257%)와 GE(218%)는 S&P500지수(132%) 대비 높은 주가 수익률 기록

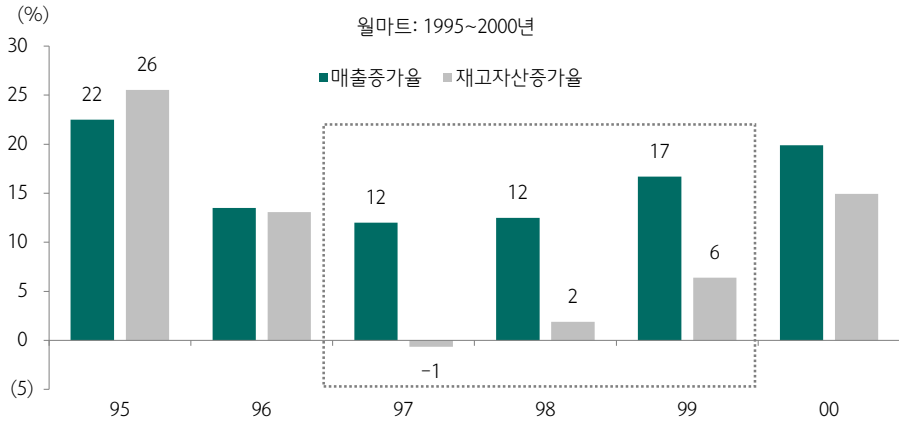


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 주도주의 수명 결정 변수(3), 효율성: 1990년대 중/후반 월마트는 IT시스템을 도입하면서 효율적 재고자산 관리에 성공

1990년대 중/후반 월마트는 IT 시스템을 도입하면서 물류, 공급망, POS(판매시점 정보관리) 실시간 재고 관리 구축

1997년부터 본격적으로 재고자산 보다 매출증가율이 높은 기업으로 변화

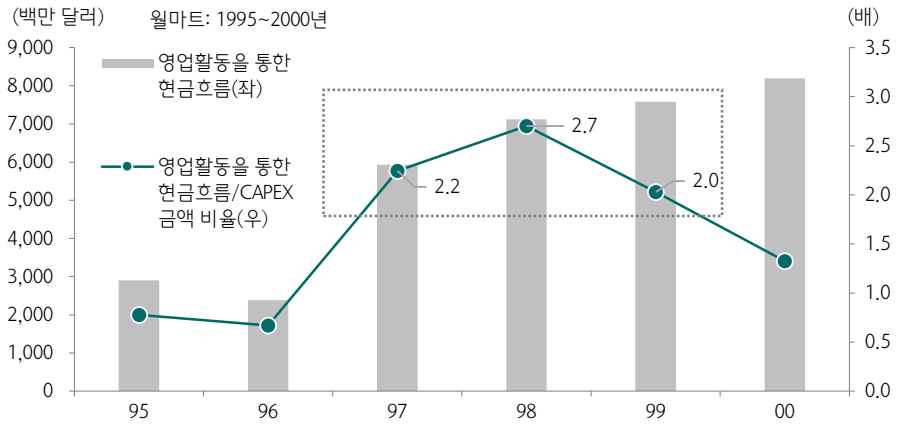


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 18. 주도주의 수명 결정 변수(3), 효율성: 1990년대 중/후반 월마트는 투자보다 영업활동을 통한 현금흐름 증가율이 압도적으로 높았음

월마트는 1997년부터 영업활동을 통한 현금이 급격히 증가하며 투자 증가율을 크게 상회

1997~99년 CAPEX 대비 영업활동을 통한 현금흐름 금액 비율은 2배 이상을 유지



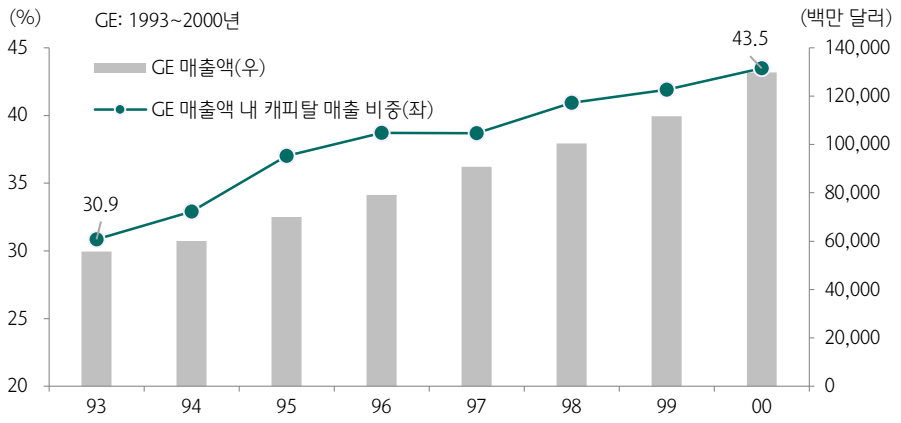
자료: Bloomberg, 하나증권

GE는 전통적인 산업재 기업

1990년대 중/후반 GE캐피탈 (리스와 금융)의 빠른 성장으로 산업과 금융의 복합기업으로 변신

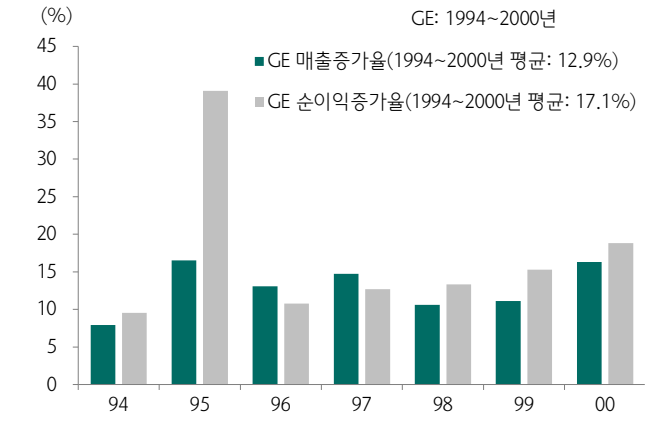
1993년 GE캐피탈 매출 비중은 31%에서 2000년 44%까지 상승

도표 19. 1990년대 중/후반 GE의 새로운 성장 산업이었던 금융 부문이 빠르게 성장



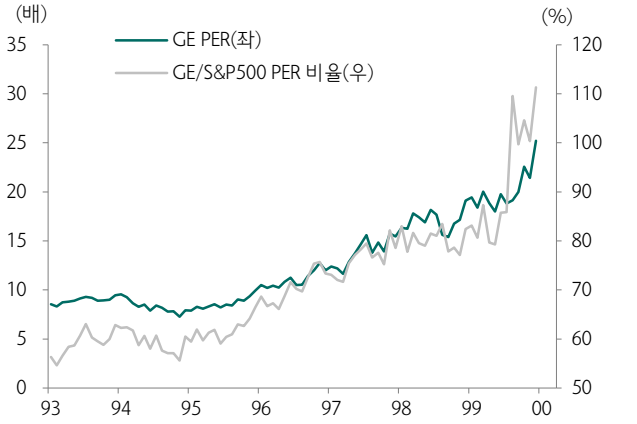
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 20. 주도주의 수명 결정 변수(4), 매출 보다 높은 순이익증가율: GE는 캐피탈 성장을 기반으로 매출 보다 순이익 증가율이 높았음



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 21. 1990년 중/후반 GE 밸류에이션 리레이팅: 1995년까지 PER 10배 이하에서 1999년 25배로 상승하며 S&P500지수 상회



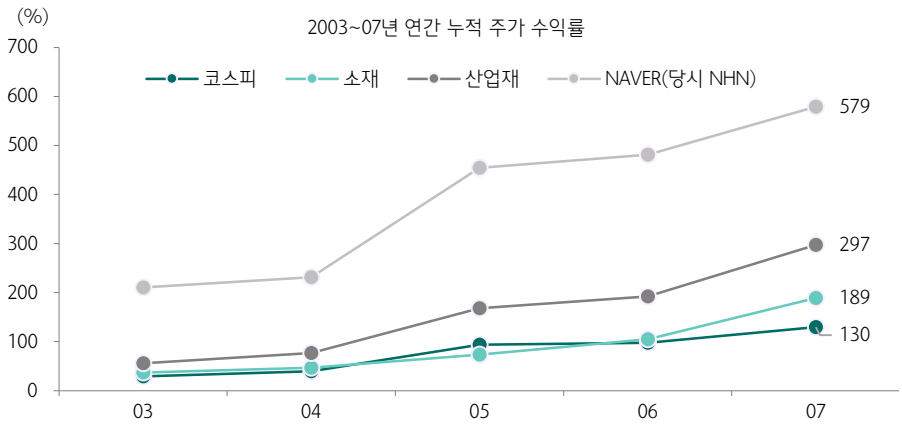
자료: Bloomberg, 하나증권

2003~07년 코스피 5년 연속 상승, 해당 기간 동안 연간 누적 주가 수익률 130%

같은 기간 동안 연간 누적 주가 수익률 소재 189%, 산업재 297%

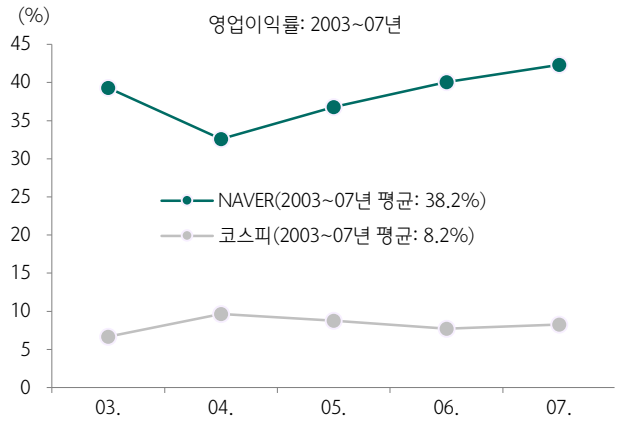
NAVER(당시 NHN) 579%

도표 22. 2003~07년 소재와 산업재 섹터가 코스피 5년 연속 상승을 주도. 그러나 당시 Non 소재와 산업재 섹터 중 NAVER(당시 NHN) 주가도 급등



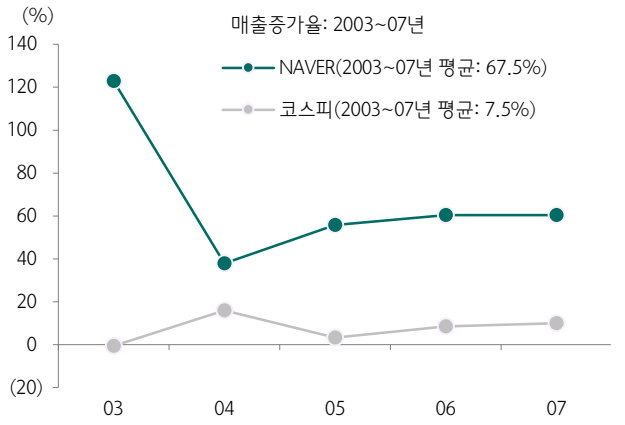
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 23. 2003~07년 NAVER 주도주 수명 연장 결정 변수를 모두 충족(1) 압도적으로 높은 영업이익률



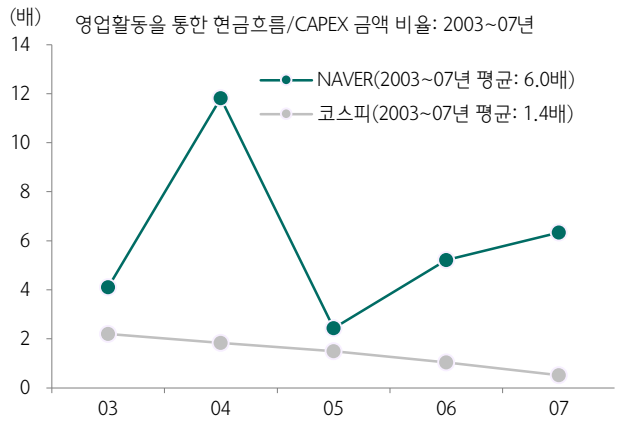
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 24. 2003~07년 NAVER 주도주 수명 연장 결정 변수를 모두 충족(2) 압도적으로 높은 매출증가율



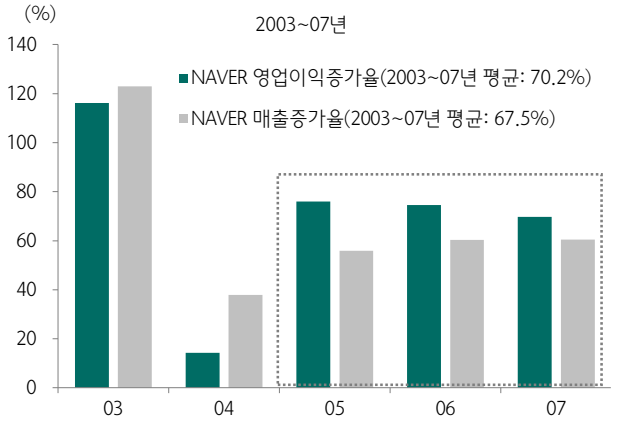
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 25. 2003~07년 NAVER 주도주 수명 연장 결정 변수를 모두 충족(3) 높은 효율성, CAPEX 보다 영업활동을 통한 현금흐름 비율 높음



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 26. 2003~07년 NAVER 주도주 수명 연장 결정 변수를 모두 충족(4) 검색광고 새로운 시장 성장으로 매출 보다 영업이익증가율 높음

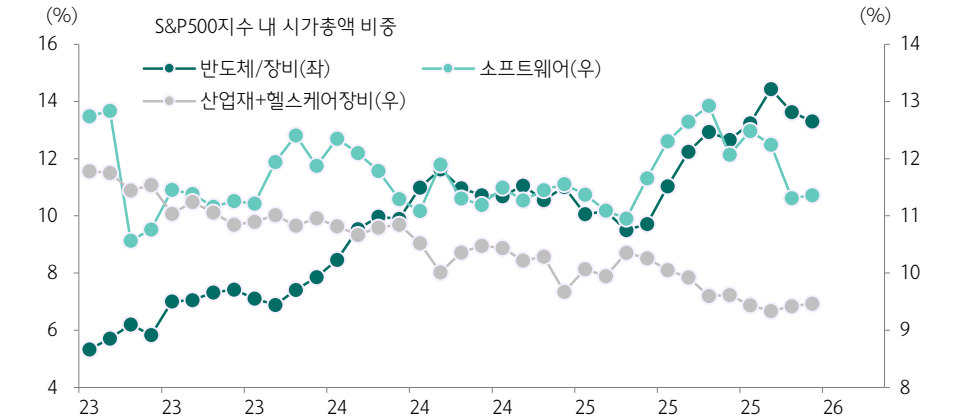


자료: Quantiwise, 하나증권

도표 27. AI 산업은 반도체라는 B2B를 넘어 B2C로 확장되는 과정: 소프트웨어, 산업재(로봇), 헬스케어 장비(의료기기)로 영역을 확장 중

S&P500지수 내 반도체/장비 업종의 시가총액 비중은 2025년 10월 14.4%에서 2개월 연속 하락하며 12월 현재 13.3%

반면 소프트웨어(11.4%)와 자본재+헬스케어장비(9.5%) 업종 시가총액 비중은 11월 대비 12월 소폭 상승

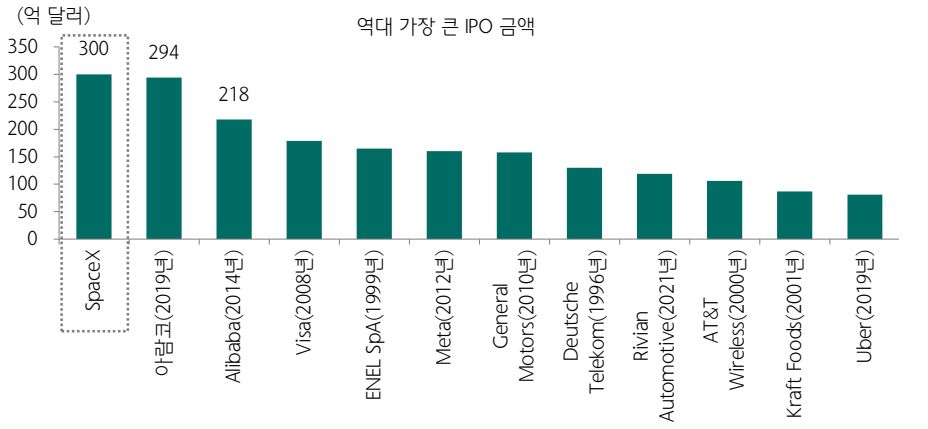


자료: Bloomberg, 하나증권

스페이스X의 기업 가치는 1.5조 달러로 추정, S&P500 시가총액 7~8위 정도 수준(7위 메타 1.6조 달러, 8위 테슬라 1.5조 달러)

참고로 역대 최대 IPO 금액의 기업은 아람코 294억 달러, 현재 시가총액 1.9조 달러

도표 28. 2026년 또 다른 성장 산업으로 꼽히는 우주: 스페이스X의 IPO 금액은 300억 달러 추정, 역대 가장 큰 IPO 금액



자료: 보도 자료, Bloomberg, 하나증권

도표 29. S&P500: 영업이익률 상승 전망, 매출보다는 순이익증가율 전망치가 높고, CAPEX보다는 영업활동 현금흐름증가율이 높고, 매출액 대비 잉여현금흐름 비율이 높은 기업에 관심

기업명	섹터	영업이익률(%)		매출 증가율 (26.E %)	순이익증가율 (26.E %)	CAPEX 증가율(%)	영업활동 현금흐름 증가율(%)	매출액 대비 FCF 비율(%)
		2025년.E	26년.E					
마이크로소프트	IT	45.1	46.1	17.0	19.2	24.0	48.2	28.0
테슬라	경기소비재	4.8	6.4	13.5	35.8	(16.8)	5.5	7.2
일라이 릴리	헬스케어	41.7	45.9	20.7	36.4	25.8	82.2	14.5
AMD	IT	21.6	26.3	31.6	63.5	52.1	110.7	16.0
GE	자본재	21.1	21.7	11.7	13.5	8.9	60.4	15.2
마이크론 테크놀로지	IT	28.3	43.8	55.6	141.9	68.2	106.0	4.5
인튜이티브 서지컬	헬스케어	36.9	36.4	15.1	11.6	(41.5)	22.6	22.9
GE 버노바	자본재	5.1	9.8	12.2	76.8	13.8	32.8	6.6
서비스나우	IT	31.1	31.5	18.6	18.8	2.4	13.5	29.9
암페놀	IT	26.0	27.4	19.5	24.5	50.8	59.9	15.6
텍사스 인스트루먼트	IT	34.0	35.0	8.0	9.7	1.2	9.2	11.8
제너럴 다이내믹스	자본재	10.3	10.8	4.8	11.1	14.6	39.1	9.3
커민스	자본재	13.1	14.2	5.6	13.9	4.2	136.0	6.8
씨게이트 테크놀로지 홀딩스	IT	22.9	30.1	21.1	51.7	9.4	65.6	13.4
리퍼블릭 서비시스	자본재	20.1	20.6	4.0	5.7	2.1	10.2	15.2
오토데스크	IT	35.8	37.5	17.0	22.0	4.3	64.1	34.5
워크데이	IT	25.5	29.0	13.4	27.3	31.2	32.4	31.6
유나이티드 렌털스	자본재	25.4	26.1	6.1	8.2	6.4	9.6	2.8
모놀리식 파워 시스템스	IT	35.2	35.9	17.2	19.3	8.0	14.3	25.4
브로드리지 파이낸셜 솔루션스	자본재	20.0	20.6	5.5	10.5	7.8	26.8	18.7
STERIS PLC	헬스케어	22.9	23.3	8.7	15.9	5.0	33.7	17.6
헌팅턴 잉걸스 인더스트리즈	자본재	5.4	6.0	5.3	15.7	26.0	138.4	4.6

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 30. 국내 증시(코스피와 코스닥): 영업이익률 상승 전망, 매출보다는 순이익증가율 전망치가 높고, CAPEX보다는 영업활동 현금흐름증가율이 높고, 매출액 대비 잉여현금흐름 비율이 높은 기업에 관심

기업명	섹터	영업이익률(%)		매출 증가율 (26.E %)	순이익증가율 (26.E %)	CAPEX 증가율(%)	영업활동 현금흐름 증가율(%)	매출액 대비 FCF 비율(%)
		2025년.E	26년.E					
삼성전자	IT	11.9	21.4	18.9	88.1	(4.1)	6.6	4.7
SK하이닉스	IT	45.9	54.7	47.0	56.7	57.8	59.4	19.4
삼성바이오로직스	건강관리	46.6	46.1	19.3	17.8	-	(17.8)	24.0
한화에어로스페이스	산업재	13.0	14.5	12.2	51.8	127.5	152.3	0.2
현대모비스	경기소비재	5.5	5.9	7.0	11.6	(9.5)	(8.6)	3.5
알테오젠	건강관리	49.8	65.6	118.6	337.9	-	56.2	25.3
삼성전기	IT	8.0	9.5	11.0	41.7	(0.1)	8.9	2.6
현대로템	산업재	17.9	19.4	17.9	31.4	75.1	583.4	9.6
LS ELECTRIC	산업재	8.6	10.1	19.0	49.5	23.2	50.3	2.0
한미반도체	IT	47.7	51.6	51.2	67.5	2.5	19.8	18.3
SK바이오팜	건강관리	29.5	35.5	27.5	34.4	10.5	84.9	14.4
한화시스템	산업재	4.4	7.4	20.4	27.8	50.1	197.3	8.2
HD현대마린솔루션	산업재	17.7	19.6	16.1	32.7	(59.7)	2.3	11.2
현대오토에버	IT	6.2	6.5	11.7	20.5	29.1	22.9	0.4
로보티즈	산업재	8.9	18.9	60.7	166.3	-	30.7	6.3
한화엔진	산업재	8.7	12.0	12.8	49.1	94.6	176.7	20.4
더존비즈온	IT	26.7	27.7	10.4	17.4	(12.8)	7.0	23.3
한솔케미칼	소재	18.9	20.6	12.1	18.5	(20.5)	23.8	7.4
테스	IT	19.9	21.5	18.8	18.8	13.1	124.3	2.0
케이아이엔엑스	IT	14.0	19.0	13.8	54.5	(82.0)	55.8	3.3

자료: Quantiwise, 하나증권