I리서치센터 투자전략팀I 2025년 1월 2일

1월 월간 전망
: 증시 상승의 교집합 찾기

투자전략/시황 한지영
hedge0301@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원
cjw5056@kiwoom.com

시황/ESG 이성훈
shl076@kiwoom.com

키움증권

Summary

Ⅰ. 전략: 증시 상승의 교집합 찾기

- 현재 코스피는 4,000pt대 레벨로 올라오면서 과거에 다녀오지 못했던 지수 영역에 있기는 하지만, 선행 PER 밸류에이션이 10배 초반으로 익숙한 구간(과거 평균 레벨)에 있는 상황
- 코스피 이익 모멘텀의 개선으로 밸류에이션 추가 리레이팅도 가능한 만큼, 1월 주식시장은 상승 흐름을 보일 것으로 예상.
- 매크로, AI 관련 노이즈는 잔존하겠으나, 4분기 실적 시즌 이후 삼성전자, SK하이닉스 등 반도체주의 이익 추정치 추가 상향, 미국 M7 내 하이퍼스케일러 업체들의 CAPEX 투자 모멘텀 등을 확보해가면서 월 중 신고가 경신을 해 나갈 전망
- 기존 전제를 바꿀 만한 리스크가 확산되지 않는 이상(ex: 미국 인플레이션 급등 리스크, 미국 AI주 버블 붕괴 가능성 확대, 메모리 가격 조정, 환율 폭등 등), 분할 매수 대응을 전략의 중심으로 설정하는 것이 적절
- 1월 코스피 레인지 3,950~4,380pt, 추천업종: 반도체(실적), 조선 및 방산(수주 기대감), 바이오(JP모건 헬스케어 컨퍼런스), 국내 인바운드 관련주(원화 약세 수혜주)

Ⅱ. 퀀트: 실적 모멘텀 주도 국면

- 3Q 어닝시즌에 이어 연말까지도 대형 IT 수출주를 중심으로 기업들의 실적 전망 상향이 이어짐. 그 결과 주요국 전반의 연말 상승 장세 속에서도 한국의 밸류에이션 부담이 가장 낮은 점은 긍정적.'25년 연말까지도 이익모멘텀이 강한 상승 탄력을 보인 점에 힘입어 연초까지도 실적 모멘텀 주도 장세가 이어질 것으로 판단
- 실적 모멘텀이 양호한 흐름을 보이고 있고, 4분기 주가 강세에도 밸류에이션 부담이 높아지지 않은 IT(반도체, H/W), 조선, 자본재 등과 같은 이익모멘텀 스코어가 높은 업종의 양호한 흐름 기대

Summary

Ⅲ. 시황: 1월의 알파, 주주가치 프리미엄

- 신년에도 증시 부양 정책 모멘텀 및 주주환원 확대 트렌드는 이어질 전망. 특히, 연초에는 주요 기업들의 주주환원책 발표가 연이어 발표되는 시기임을 감안시, 최근 정부 정책 기조와 맞물려 기업들의 주주환원 확대 공시 증가할 것으로 예상
- 한편, 지난해 통과된 상법개정안으로 인해 주주행동주의에 대한 진입장벽이 낮춰지며 상장사를 대상으로 한 행동주의 본격화 될 전망. 또한, 최근 발표된 스튜어드십 코드 내실화 방안도 연기금을 비롯한 국내 기관투자자의 적극적인 주주활동을 뒷받침 할 것임을 감안시 주주총회를 앞두고 상장사 대상 이사선임, 주주환원 확대 요구 증가할 전망
- 국내 증익 사이클 속 기업들의 주주환원 확대 여력도 증가한 상태. 여기에 12월 확정된 배당소득 분리과세는 올해 지급될 배당분에 적용됨에 따라 배당성향 25%를 소폭 하회하는 기업들은 과세 혜택을 받기 위한 배당 확대 가능성 높을 것으로 예상

Summary

I. 전략: 증시 상승의 교집합 찾기

II. 퀀트: 실적 모멘텀 주도 국면

III. 시황: 1월의 알파, 주주가치 프리미엄

Compliance Notice

- ·당사는 12월 30일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

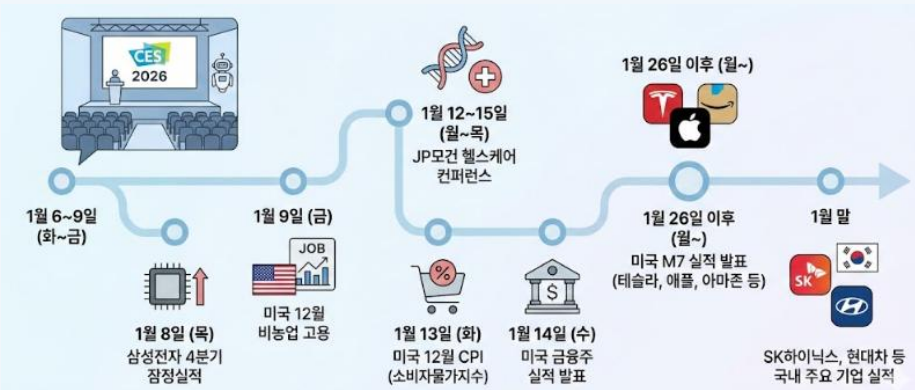
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

Part 1

전략: 증시 상승의 교집합 찾기

00. (요약) 1월 증시 대응 전략

1월 코스피 예상 레인지 : 3,950~4,380pt

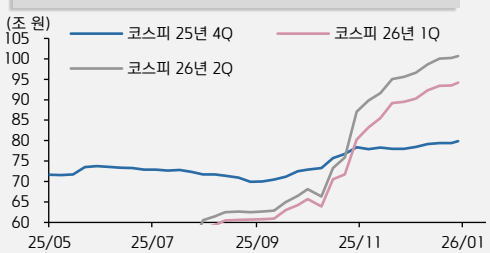


[1월 증시 대응 전략]
- 매크로, AI 관련 노이즈는 상존하겠으나, 4분기 실적 시즌 모멘텀을 확보하면서, 월 중 고점을 높여가는 주가 흐름 시현 예상

[코어 업종]
*** 반도체 (4분기 실적 서프라이즈, 미국 AI주 CAPEX 확대 기대감 등)**

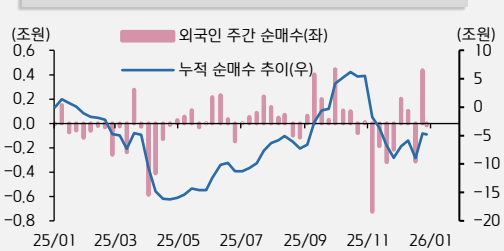
[분할 매수 대응 or 트레이딩 업종]
*** 조선, 방산(낮은 밸류 부담, 수주 기대감 등)**
*** 호텔, 유통 (외국인 인바운드 수혜 등)**
*** 바이오, 자동차(CES, 헬스케어 컨퍼런스 등)**

투자 포인트 1. 4분기 실적시즌 기대



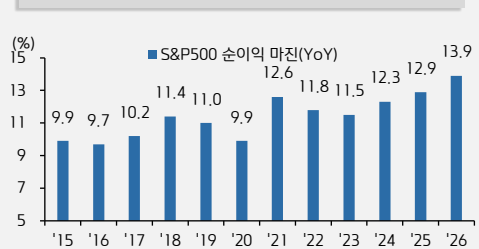
* 평년과 달리, 반도체 중심의 4분기 실적시즌 기대감은 높은 편
* 12월 수출도 호조세를 보인 가운데, 미국 AI주 4분기 실적시즌도 국내 증시에 훈풍 작용 예상

투자 포인트 2. 외국인 수급 개선



* 12월 이후 외국인 +4.2조원대 순매수 전환하면서, 이들의 셀코리아 불안 완화
* 달러/원 변동성 확대에도, 외국인은 환율 플레이가 아닌 실적 펀더멘털 플레이에 주력할 전망

투자 포인트 3. 미국 AI주 불안 완화



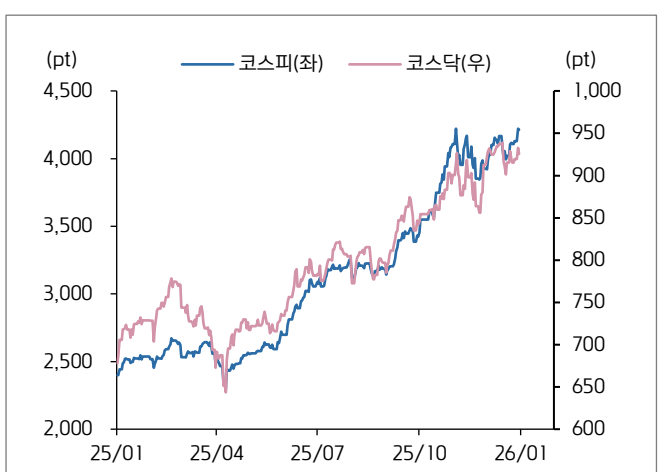
* AI주들의 수익성 불안은 완전히 해소되지 못했으나, 미국 기업들의 순이익 마진은 사상 최고치를 기록할 가능성
* 월말 하이퍼스케일러업체들의 CAPEX 상향 기대감도 베팅해볼 만한 시기

키움증권

01. 12월 중 여러 차례 변동성에 노출됐음에도, 주가 회복력을 보인 주요국 증시

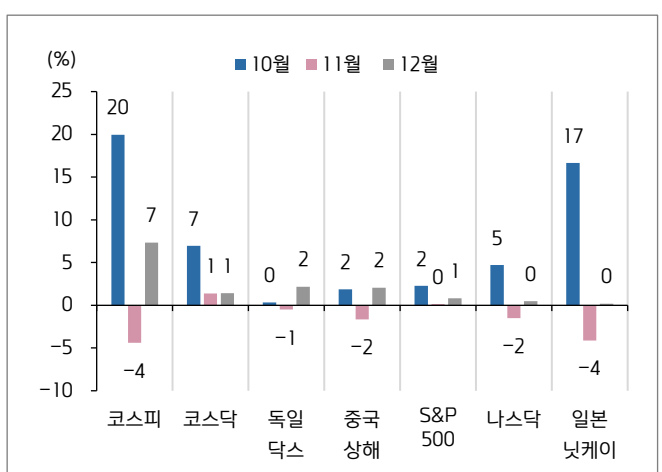
- 국내 증시는 월 초 미국 AI 모멘텀, 한국산 자동차 및 부품 관세율 15% 소급 인하 등 호재에 로봇주와 자동차 중심으로 강세를 보임. 주 중반부터는 12월 FOMC 이후 통화정책 불확실성 재확산, 오라클 실적 미스 및 데이터센터 투자 철회 이슈, 브로드컴의 마진 둔화 불안감 등으로 4,000pt를 하회하기도 함
- 그러나 마이크론 어닝 서프라이즈 이후 메모리 반도체 슈퍼사이클 기대감, 외국인 순매수 전환 등이 호재로 작용하며 코스피는 4,200pt 부근에서 한 해의 종가를 마감
- 주가 회복력 강도의 차이는 있었지만, 미국, 일본, 독일, 중국 등 여타 주요국 증시도 11월 조정 국면에서 벗어나 중립 이상의 주가 흐름을 시현

코스피와 코스닥 주가



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요국 증시 월별 수익률



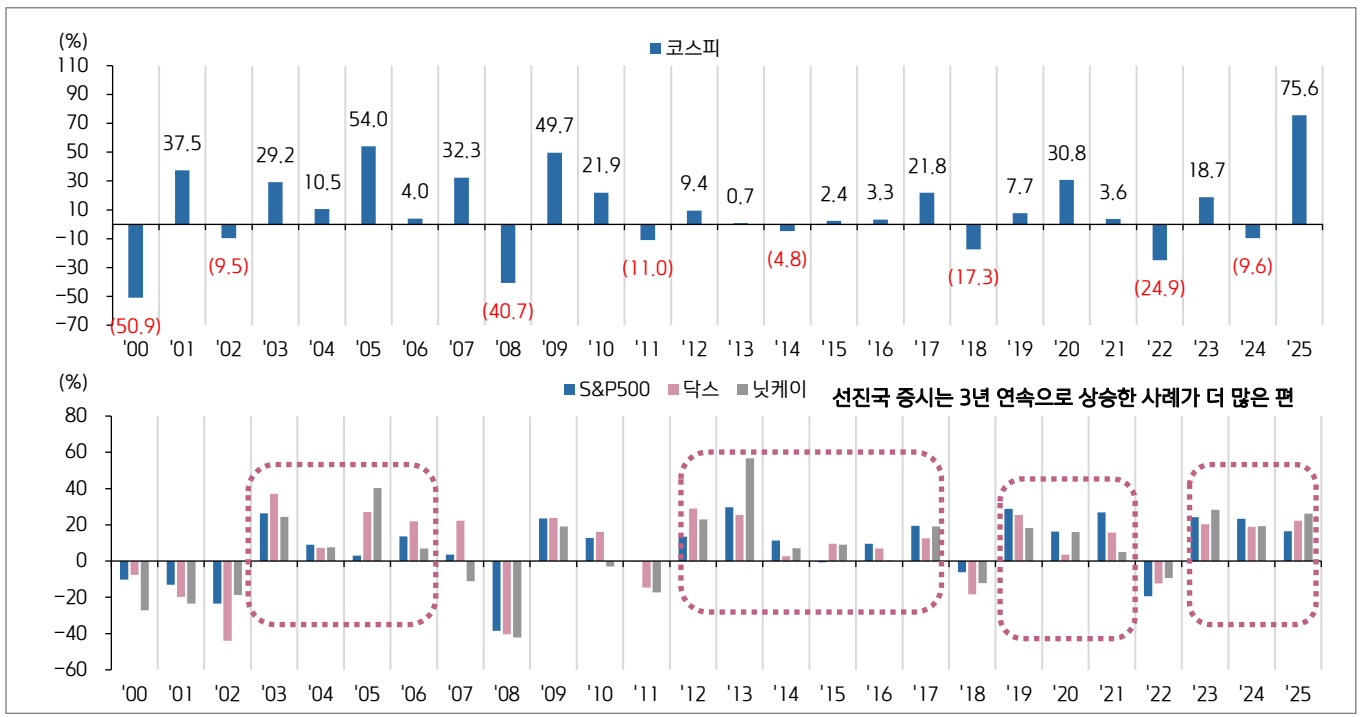
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

02. 25년은 역대급 수익률을 기록한 한 해, 26년에도 지속성은?

- 이제 주식시장은 1월에도 코스피가 강세를 이어 나갈지, 더 나아가, 연간으로 2년 연속 상승세를 기록할지 그 가능성을 타진해 나갈 예정
- 또 미국, 일본 등 여타 주요국 증시는 3년 연속 두자릿수 이상의 플러스 상승률을 기록했으며, 이들 또한 4년 연속으로 플러스 상승률을 이어 나갈 수 있을지가 관건

2000년 이후 연도별 주요국 증시 수익률



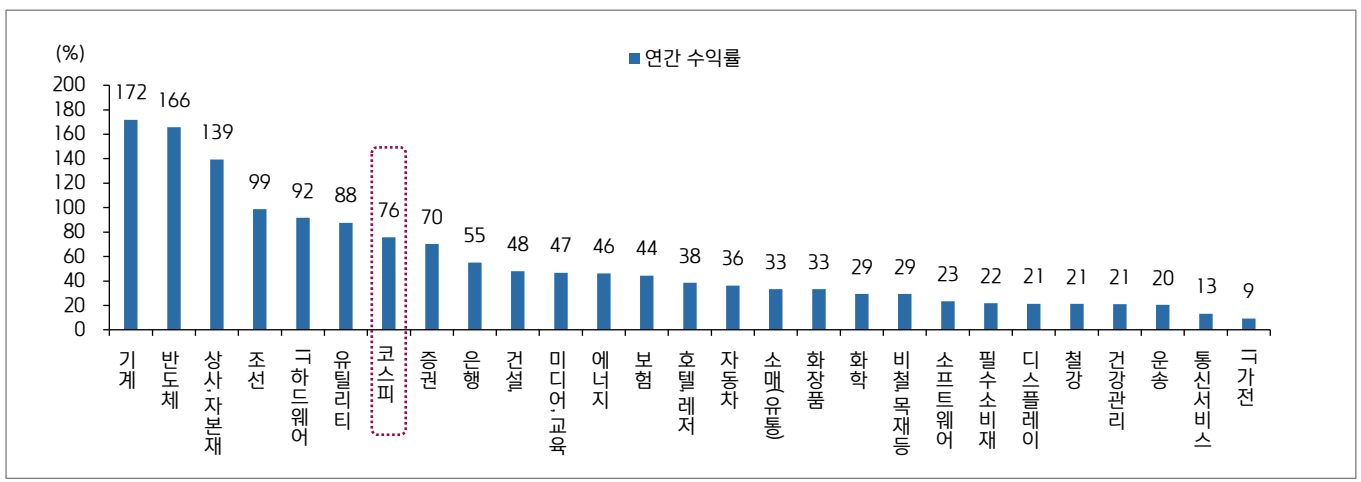
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. 올해도 상승세를 이어가겠으나, K자 형태의 업종 차별화 장세 예상

- 일단 과거 코스피 데이터를 살펴보면, 2년 이상 상승했던 사례는 드문 일이 아닌 편. "19년(+7.7%) -> 20년(+30.8%) -> 21년(+3.6%)"이나, "09년(+49.7%) -> 10년(+21.9%)"의 기간이 대표적인 사례. 당시와 외부 환경(유가, 환율, 금리)은 상이하지만, 1980년대 3저호황 시절인 "86년(+66.8%) -> 87년(+92.6%) -> 88년(+72.8%)"도 또 하나의 사례에 해당.
- 이처럼 이듬해 플러스 수익률의 강도 차이는 있더라도, 연간 단위로 연속 플러스 수익률을 기록할 수 있게 만드는 근본 동인이 "이익 모멘텀"이었으며, 현재 한국 포함 대부분 증시들의 이익 모멘텀은 양호
- 다만, 지난해 코스피 대비 아웃퍼폼한 업종은 기계(+172%), 반도체(+166%), 상사,자본재(+139%), 조선(+99%), IT하드웨어(+92%), 유틸리티(+88%) 등 6개에 불과했던 것처럼, 올해에도 전 업종에 걸쳐 수익률 상승 온기가 확산되는 것이 아닌 특정 업종 위주의 차별화 장세가 전개될 가능성이 높아 보임

2025년 연간 코스피 및 26개 업종 수익률



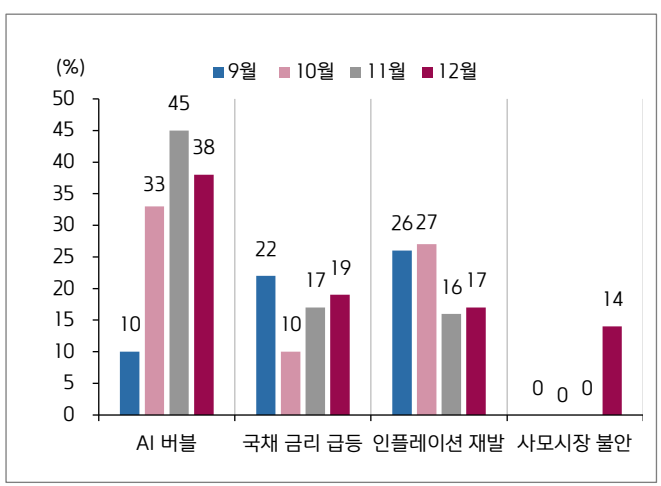
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

04. 1월에도 여러 도전적인 과제들에 직면, 변동성 노출에만 국한될 소지

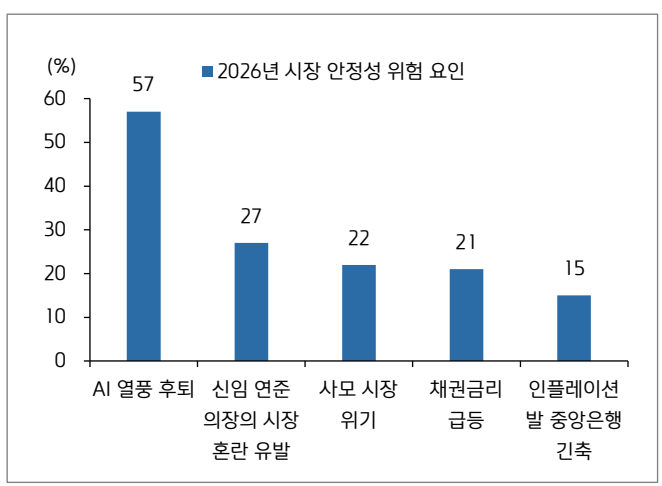
- 이번 1월, 그리리고 연간 전체에 걸쳐 증시 상승 동인을 제공하는 것은 “이익 모멘텀의 지속성”
- 동시에 이 같은 전제를 훼손시킬 수 있는 리스크 요인들을 가늠해 보는 것도 중요한 작업
- 지난 12월 중 BofA, 도이체방크에서 기관을 대상으로 실시한 설문을 통해 시장이 어떤 부분에서 취약성을 드러낼지를 확인할 수 있음. 공통적으로 “AI 버블 붕괴”, “연준발 불확실성“, “인플레이션 재발” 등이 최대 리스크로 지목되고 있는 상황
- 이는 1월에도 상기 리스크 요인 관련 이슈들에 시장이 빈번하게 도전을 받을 것임을 시사하지만, 알려진 재료의 성격이 짙다고 판단. 즉, 주가 추세를 위협하기 보다는, 변동성에만 노출시키는 재료에 국한될 가능성

시장의 잠재 위험 요인에 대한 시장 설문



자료: BofA Survey(25.12), 키움증권 리서치센터

2026년 금융시장 안정성 위험 요인에 대한 기관 설문



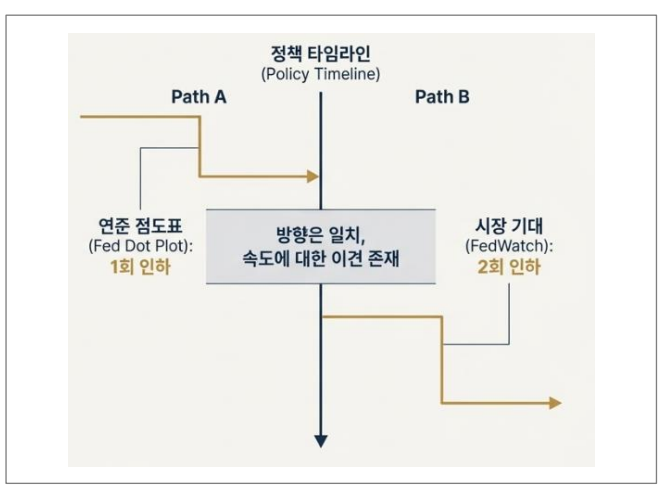
자료: 도이체방크 Survey(25.12, 키움증권 리서치센터

키움증권

05. 12월 FOMC를 잘 넘겼으나, 연준의 정책 타임라인은 정해지지 않았다.

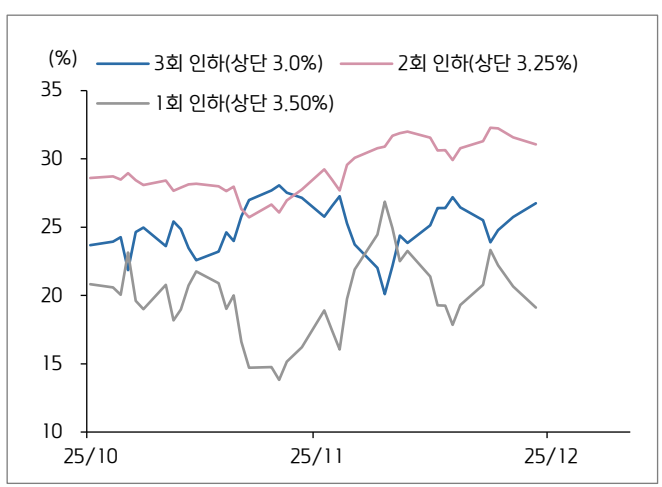
- 지난 12월 FOMC는 우려와 달리 “매파적 인하” 성격이 약했지만, 여전히 내년도 금리 인하 횟수를 놓고, 연준(1회 인하) vs 시장(Fed Watch 상 2회 인하) 간 의견 괴리는 좁혀지지 않은 상태
- 이러한 기대치의 불일치는 향후 발표될 데이터가 조금이라도 예상을 벗어날 경우 충격을 줄 수 있는 뇌관이 될 소지가 있는 만큼, 1월에는 12월보다 개별 경제지표에 대한 증시 민감도가 높아질 전망

연준의 정책 타임라인에 대한 시각 차



자료: 키움증권 리서치센터

2026년 연간 연준 금리인하 확률 변화



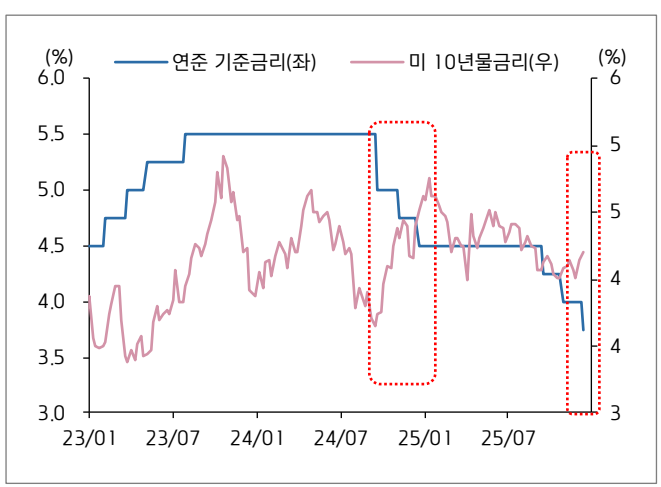
자료: Fed Watch, , 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 기준금리 인하 VS 시장금리 상승, 엇갈린 향방, 누가 잘못보고 있는 것일까?

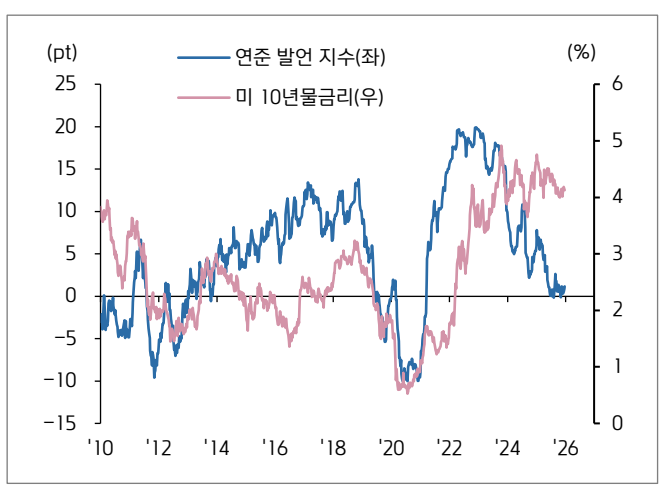
- 12월 말 현재 시장의 풍경은 환호성보다는 불확실성이 가미된 정적에 가까운 듯한 분위기. 매크로 부담은 다시 커진 상태이기 때문. 클리블랜드 연은, 시카고 연은 등 연준 인사들이 인플레이션 불확실성 등을 이유로 향후 금리 동결 입장을 피력하는 등 내부 분열이 정리되지 않았다는 점도 고민.
- 이 여파로 기준금리는 내려간 반면, 미 10년물 금리는 상방 압력을 받고 있는 상황. 기준금리와 시장금리의 탈동조화는 내년 연준의 통화정책 불확실성이 높은 수준에 있음을 시사
- 트럼프가 차기 연준 의장 후보로 매파 성향이었던 케빈 워시 전 연준 이사를 추가적으로 지명하는 등 인사 혼선도 변동성 확대 압력을 가하고 있는 만큼, 당분간 연준 정책을 놓고 계속 수싸움을 해 나가야 할 것으로 판단.

연준 기준금리와 미국 10년물 금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연준 발언 수위 지수와 미국 10년물 금리



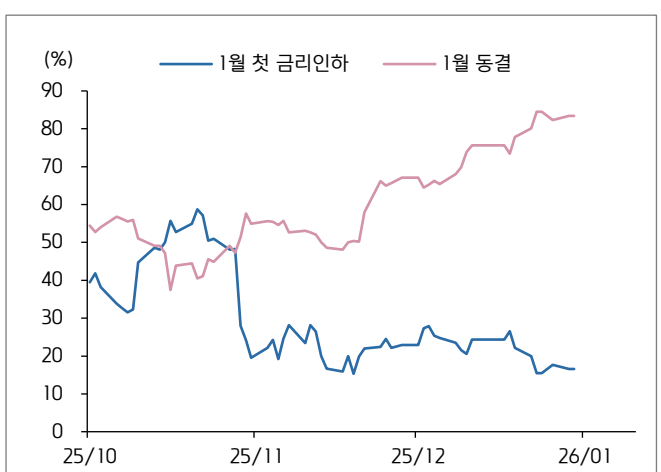
자료: Poly Market, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 1월 FOMC 에서 시장이 찾아야 할 것은 올해 첫 금리인하 예상 시점

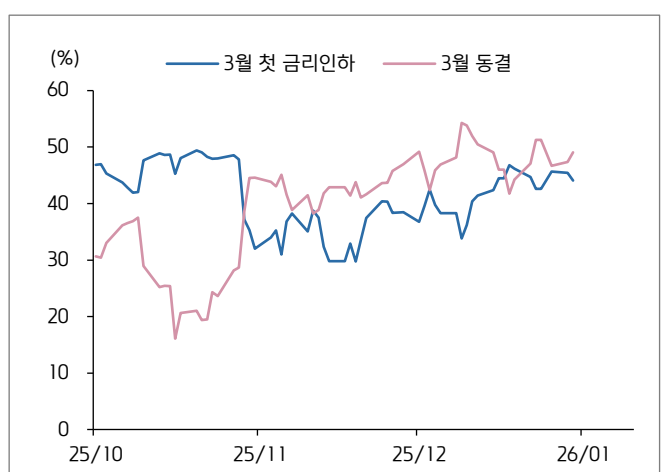
- 결국1월에 예정된 12월 고용 및 CPI의 중요성은 이전보다 높아졌다고 판단. 지난 11월 고용과 CPI는 셧다운 여파로 인해 일부 데이터들이 누락되면서 “통계적인 공백 " 이 발생했으며, 12월 데이터부터 이 같은 누락과 공백 이슈가 제거될 예정(통계적 노이즈가 인플레이션을 실제보다 낮게 보이게 하는 ‘하향 편향’을 제공)
- 이들 지표 확인 후 맞이하게 되는 1월 FOMC 또한 중요성이 높아질 전망. 시장은 올해 첫 금리인하 시점이 1월 FOMC가 될지, 아니면 1월 FOMC에서 결과 확인 후 3월로 인하 시점을 기정사실화할 지를 놓고 수 싸움을 해나갈 것으로 판단

1월 FOMC 금리인하 확률 변화



자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

3월 FOMC 금리인하 확률 변화



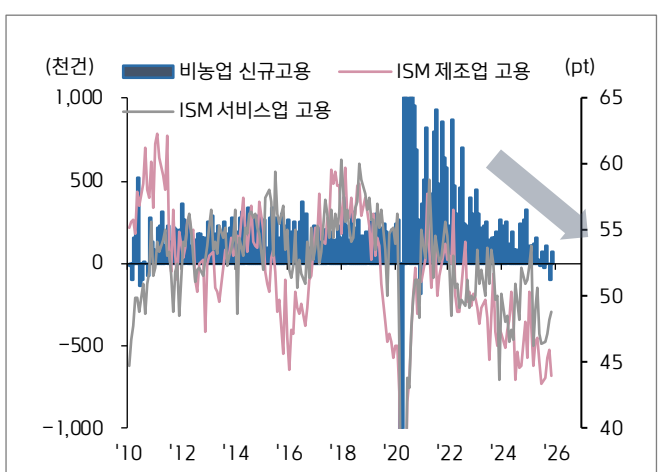
자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. 데이터 의존적인 장세에서 우리가 봐야하는 것들 (1): 고용

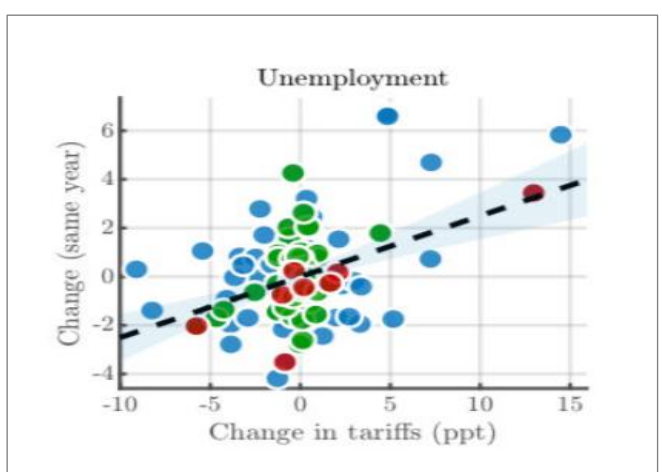
- 앞으로 시장은 "Bad is good, Good is Bad" 형태의 색깔을 띌 것으로 예상
- 11월 신규 고용은 6.4만건으로 지난 10월(-10.5만건) 및 컨센(+5.0만건)을 상회했으나, 실업률(4.6% vs 컨센 4.5%)은 상승하면서 "Good is bad"의 충격을 상쇄시켜준 모습. 시간당 평균 임금(0.1%MoM vs 컨센 0.3%)은 예상보다 둔화되는 등 임금 인플레이션 압력이 제한되고 있다는 점도 마찬가지.
- 추후에도 고용시장의 하방 위험에 연준은 무게를 둘 것으로 보이는 가운데, 최근 세인트루이스 연은에서도 관세가 오히려 총 수요를 위축시켜 실업률 상승 등과 같은 고용 둔화를 유발했다는 결과를 낸 점도 주목할 필요

미국의 주요 고용 지표



자료: 세인트루이스 연은 , 키움증권 리서치센터

관세가 실업률에 미치는 영향



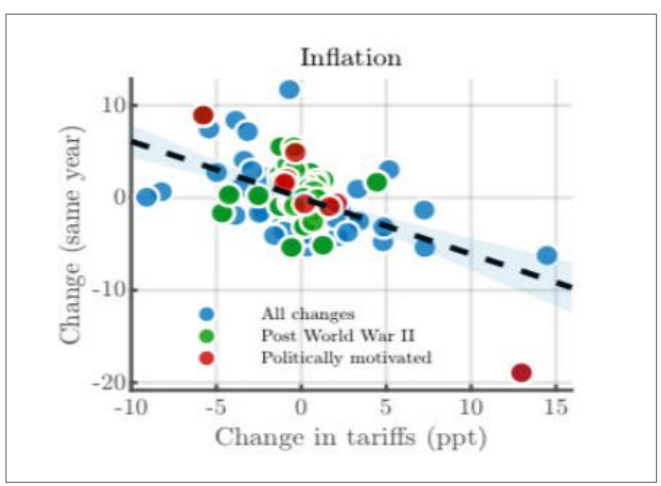
자료: 세인트루이스 연은, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. 데이터 의존적인 장세에서 우리가 봐야하는 것들 (2) : 인플레이션

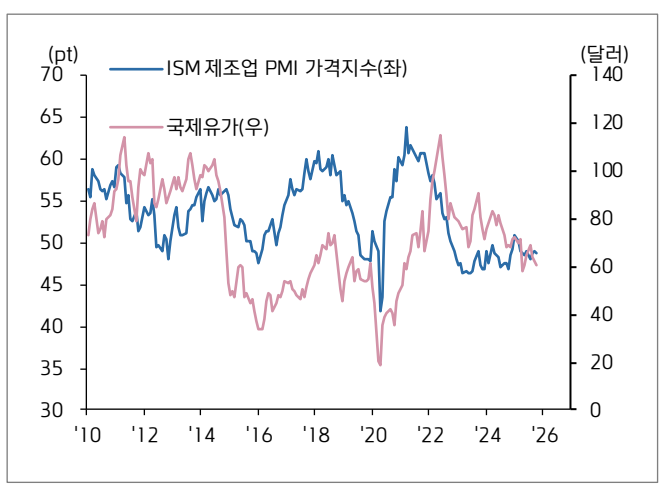
- 내년도 주식시장의 가장 큰 변수는 AI 버블과 함께 인플레이션 향방이 될 것. 인플레이션이 예상보다 높게 급등할 경우, 그간 시장이 짜왔던 판세가 급변할 수 있기 때문(2022년도 사태).
- 하지만 국제 유가(현재 60불대 하회), ISM 제조업 PMI내 가격지수(3월 이후 50pt 선이하에서 안정적인 흐름) 등을 고려 시, 현재 미국내 인플레 압력은 우려보다 크지 않다는 점에 주목할 필요.
- 앞서 언급한 것과 비슷한 맥락에서, 관세 인상이 물가를 올릴 것"이라는 시장의 일반적인 우려와 달리, 관세가 수요를 억제할 수 있음. 오히려 디플레이션(물가 하락)과 경기 침체(주가 하락, 실업 증가)를 유발했던 과거의 경험도 참고

관세가 인플레이션에 미치는 영향



자료: 세인트루이스 연은 , 키움증권 리서치센터

국제 유가와 ISM 가격 지수



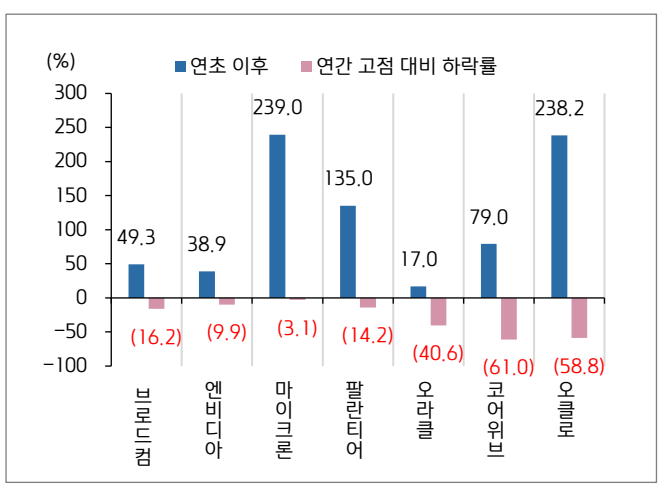
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

10. 미국 AI주, 4분기 실적시즌에서 그간의 족쇄를 덜어낼 지가 관건

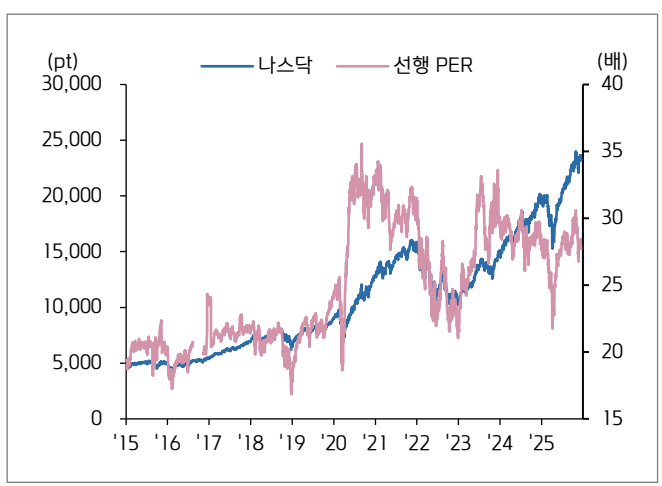
- 지난 12월 중 시장을 불안하게 만들었던 AI주 버블 및 수익성 우려는 1월에도 이어질 전망
- 미국 주요 AI주들 대부분의 25년 연간 수익률은 S&P500(+16.4%)의 연간 수익률을 상회하고 있지만, 마이크론, 엔비디아를 제외한 대부분 AI주들이 고점대비 10~60% 이상 하락한 상황이며, 아직까지 주가 회복력이 취약
- 물론 AI주들이 많이 포진되어 있는 나스닥의 밸류에이션은 30배 미만임을 감안 시, 오버 밸류에이션에 놓여있다고 보기엔 어렵기는 해도, 오라클, 브로드컴 등 특정 AI주들이 만들어낸 노이즈들은 1월에도 이어질 가능성

주요 AI주들의 주가 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

나스닥과 밸류에이션



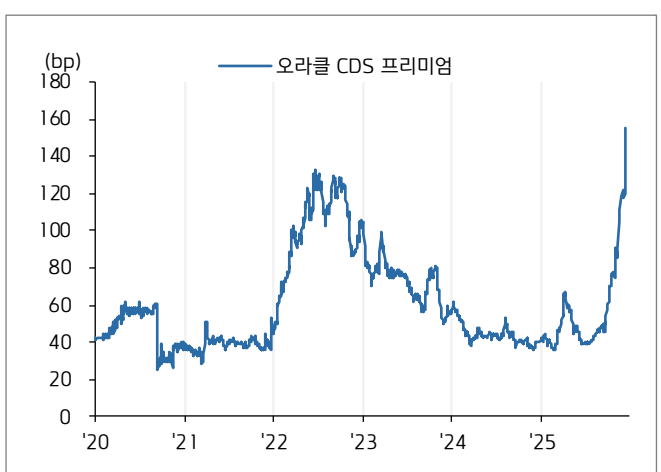
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

11. 하지만 오라클 발 크레딧 불안이 AI주 전반에 걸쳐 전이될 여지는 낮을 전망

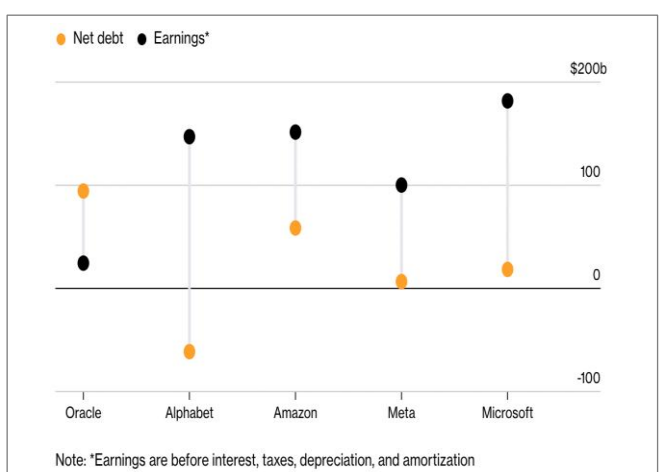
- 12월 중 실적을 발표한 오라클은 CDS 프리미엄 급등 불안을 완전히 해소하지 못하고 있는 실정. 오라클의 부채비율(Debt-to-Equity Ratio)은 4.3배로 다른 하이퍼스케일러(대형 클라우드 기업) 경쟁사들에 비해 매우 높은 수준에 있는 등 오라클 발 부도 위험이 여타 하이스케일러 업체들로 전이될 지가 관건
- 이렇게 부채에 대한 의존도가 증가하고 있다는 점은 모니터링 해야 하는 부분이기는 하나, 오라클을 제외한 여타 메이저 업체들의 CDS 프리미엄은 낮은 수준에 머물러 있다는 점에 주목할 필요
- 오라클의 경우, 잉여현금흐름이 -120억달러로 취약한 상태에 있으나, 메타, 아마존, MS, 알파벳 등 메이저 하이퍼스케일러 업체들은 여전히 순부채보다 순이익이 높은 재정적인 건전성을 유지하고 있는 상황. 잉여현금흐름(FCF) 역시 오라클을 제외한 엔비디아, AMD, 아마존, 마이크론 등 여타 AI주들은 견조한 상태라는 점도 눈여겨볼 부분

오라클 CDS 프리미엄



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

하이퍼스케일러 업체들의 순부채와 순이익



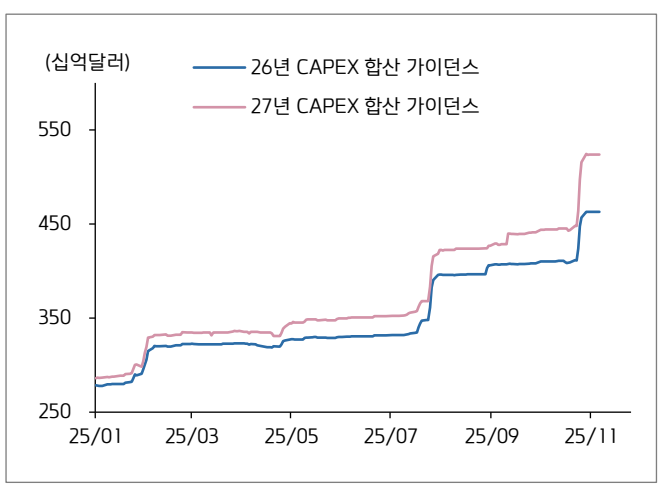
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

12. 하이퍼스케일러 업체들의 CAPEX 변화와 메모리 가격이 시사하는 방향성

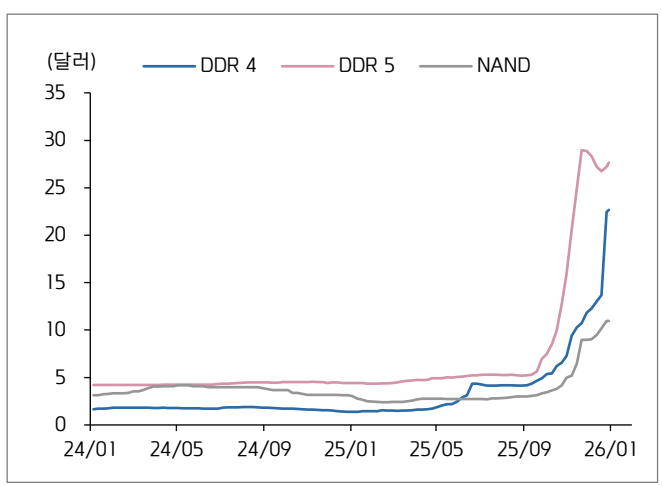
- MS, 아마존, 메타 등 하이퍼스케일러 업체들은 26년, 27년 CAPEX 가이던스 상향 의지를 지속하고 있다는 점은 여전히 이들이 과소 투자로 인한 시장 퇴출 가능성을 우려하고 있음을 보여주는 대목.
- 12월 중순 이후 시장 분위기를 반전시킨 마이크론 실적 컨퍼런스콜도 마찬가지. 이들은 “HBM 수요 증가에 따른 타이트한 디램 공급 환경” ,”2026년 내내 디램 및 낸드 부족 심화” “내년도 수익성 가속화” 등 긍정적인 방향성을 제시했다는 점도 여전히 수요 우위 국면에 있음을 시사
- 1월 중순 이후 예정된 미국 메타, 아마존, MS, 알파벳 등 하이퍼스케일러 업체의 4분기 실적을 통해 시장은 또 한차례 검증에 나서겠지만, 기본 시나리오는 “CAPEX 상향 기조 유지 + 견조한 이익 가이던스 제시 " 로 설정해 놓는 것이 타당

미국 하이퍼스케일러 업체의 26~27년 CAPEX 가이던스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 하이퍼스케일러 업체 지수 – MS, 메타, 아마존, 알파벳 4개 주가의 동일가중지수

주요 메모리 가격 변화



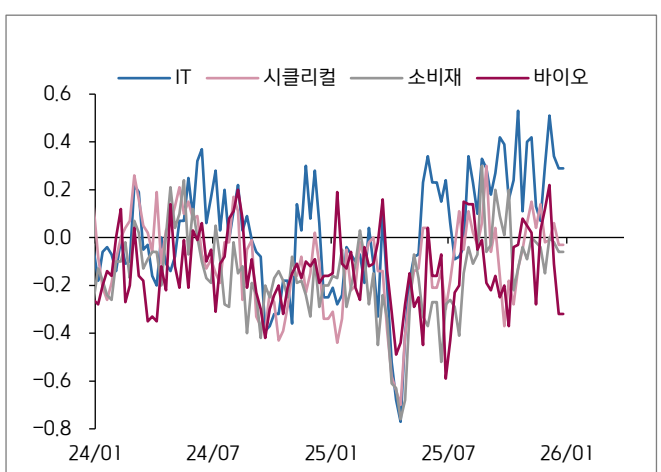
자료 Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

13. AI 중심의 테크주 비중을 확대해야 하는 이유

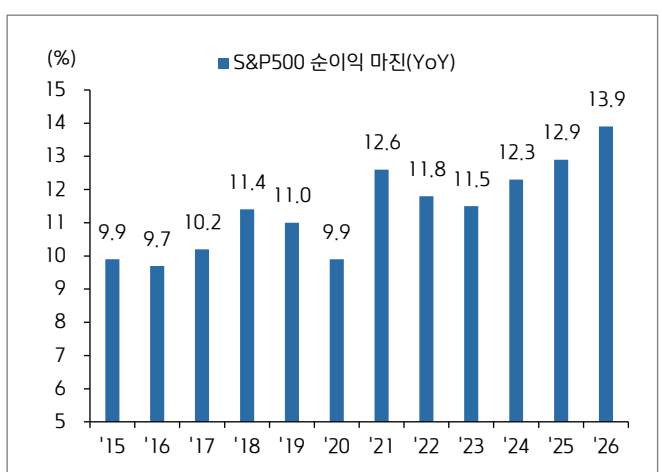
- 오라클 및 브로드컴 실적이 남긴 “수익성 둔화”에 대한 불안 요인이 완전히 해소되지 못한 것은 사실. 주요 업종별 이익 모멘텀(=이익 수정비율) 상으로도 바이오, 소재 등 여타 업종들보다 AI 포함된 IT 업종이 우위에 있다는 점에 주목할 필요
- 내년도 S&P500의 순이익률 컨센서스가 13.9%로 과거 10년 평균(11.0%)보다 높을 뿐만 아니라 데이터 집계 이후 최대 순이익률을 기록할 것으로 형성된 점도 마찬가지
- 이는 AI업체들의 과잉투자 및 그에 따른 수익성 불안 우려가 상존하고 있는 현 상황 속에서, 이들이 숫자로 그 불안을 잠재울 수 있음을 시사. 더 나아가, 이익 전망 개선 -> 밸류에이션 부담 완화”의 고리가 형성될 수 있다는 점도 향후 증시 대응 전략에 반영해 나가는 것이 적절

주요 업종들의 이익 수정비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P500의 연간 순이익 마진



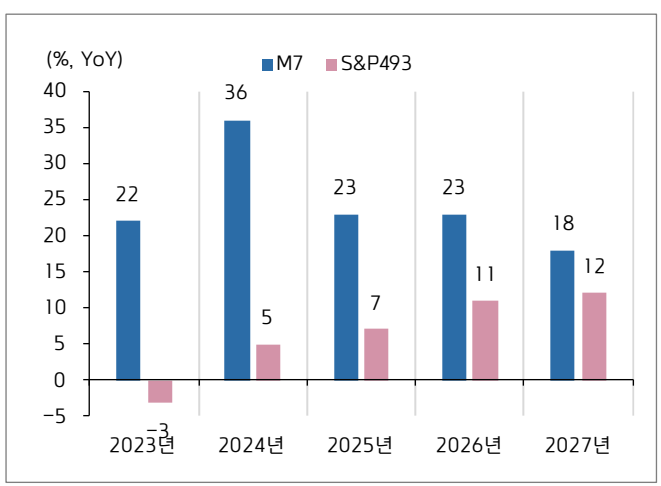
자료: Factset, 키움증권 리서치센터

키움증권

14. 올해에도 미국 증시 10% 수준의 수익률 제공 예상, 그 과정에서 봐야 할 것들은?

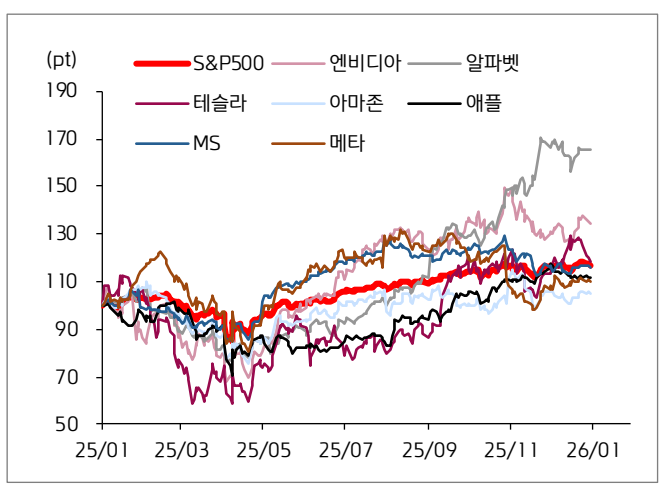
- 기업 실적 모멘텀, 확장 재정, 덜 긴축적인 통화 정책 기조, 주도주로서 AI 지배력 지속 등이 유효한 이상, 2026년도에도 S&P500은 10% 초중반의 수익률을 제공할 것으로 예상. 동시에 내년 증시의 과소 추정 or 과대 추정을 결정하는 것은 AI 포함 M7 주들의 이익 향방이 될 것
- 일단 내년에도 M7의 EPS 증가율은 약 23%대로 높은 수준을 유지할 것으로 예상되나, S&P500 493의 이익 증가율이 25년 7%대에서 26년 11%대로 상승하면서, Non M7의 영향력이 높아질 가능성이 상존
- 절대적인 EPS 금액 자체는 레벨업이 되는 것은 사실이나, EPS 추정치 변화도 증시 방향성에 큰 영향을 미치는 만큼, 2분기 이후 추정치 변화(+ AI 업체들의 CAPEX 등 가이던스 변화)를 유의 깊게 봐야 할 필요

미국 M7 vs S&P493의 연간 EPS 증가율 비교



자료: Factset, GS, 키움증권 리서치센터

2025년 M7 주가 vs S&P500 주가



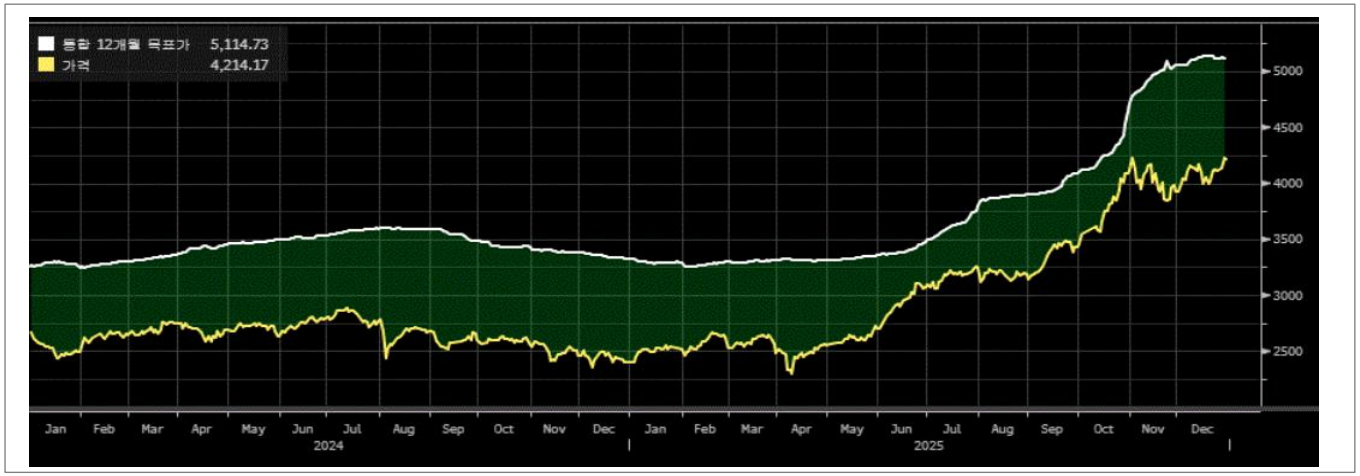
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

15. 코스피, 새해 랠리를 넘어 올해 연간 전체적으로 전망 자체는 낙관론 우위

- 현재 코스피는 4,000pt대 레벨로 올라오면서 과거에 다녀오지 못했던 지수 영역에 있기는 하지만, 선행 PER 밸류에이션이 10배 초반으로 익숙한 구간(과거 평균 레벨)에 있는 상황
- 향후 코스피 이익 모멘텀이 추가적으로 개선된다면, PER 11배 혹은 그 이상의 밸류에이션 리레이팅도 가능할 것으로 예상
- 실제로 블룸버그 상 집계되는 2026년 코스피 목표주가 컨센서스는 5,110pt대로 형성되는 등 많은 시장 참여자들이 올해에도 코스피의 레벨업을 기대하고 있는 분위기

블룸버그 상 집계되는 코스피 12개월 목표지수 컨센서스 변화 추이



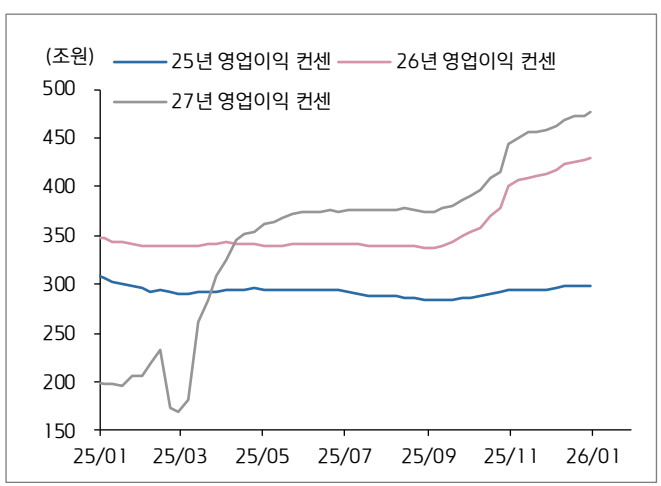
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

16. 실적 컨센서스의 긍정적인 변화는 낙관론 유지에 타당성 부여

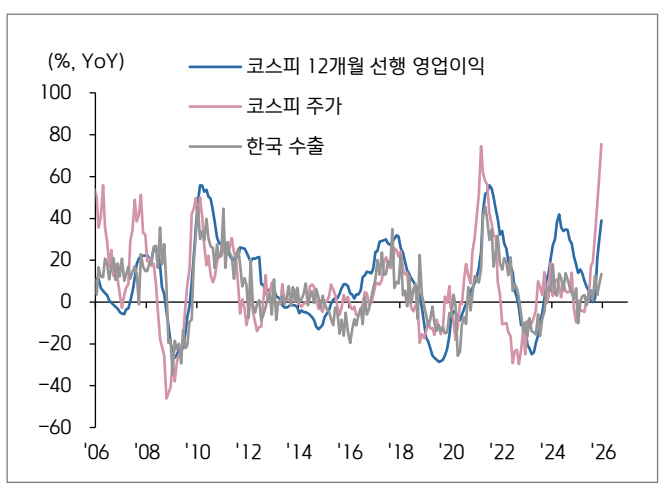
- 현재 코스피의 26년 영업이익 컨센서스 상향추세(11월말 412조원 -> 12월 말 426조원, 25년 대비 YoY +47%)가 지속되고 있다는 점은 상당기간 동안 코스피에 대한 낙관적인 전망을 유지할 수 있게 만드는 요인.
- 아직 가시성은 높지 않아도, 27년 영업이익 컨센서스가 472조원대(26년 대비 YoY +11%)로 작년 3분기 실적시즌 이후 빠르게 올라오고 있다는 점도 특징적
- 더 나아가, 2026년 1월 1일 발표된 한국의 12월 수출(YoY +13.4% vs 컨센 +8.3%)이 반도체(+43.2%), 무선통신기기(+24.7%), 컴퓨터(+36.7%) 등 IT 품목의 호조세에 힘입어 서프라이즈를 기록했다는 점은 이번 4분기 실적시즌에 대한 기대감을 높이는 요인

코스피 25년, 26년, 27년 영업이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피 영업이익 vs 주가 vs 수출



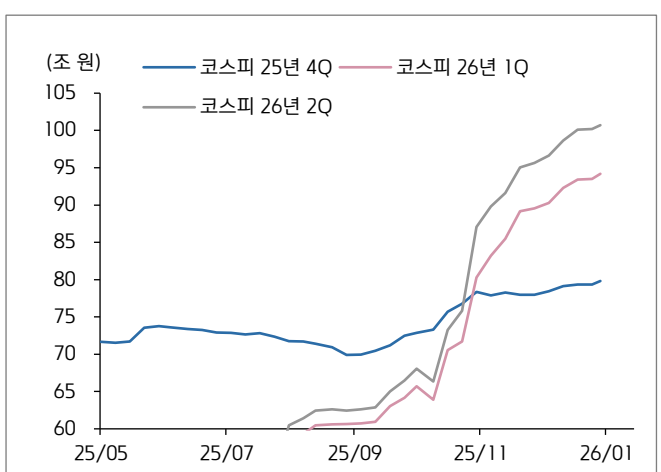
자료 Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

17. 4분기 실적시즌 기대감도 이례적으로 높은 편

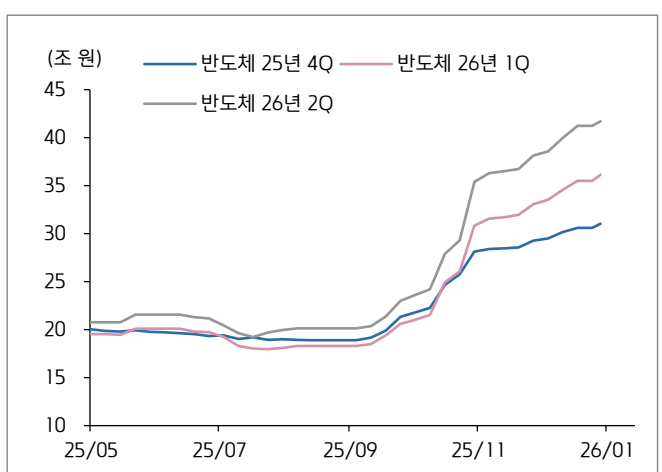
- 통상적으로 4분기 실적시즌은 연말 성과급 지급 등의 일회성 이슈들로 인해 1~3분기 대비 부진한 편이며, 시장에서도 4분기 실적시즌 중요도를 높게 가져가지 않는 경향이 존재
- 그러나 이번 4분기 실적시즌의 경우, 이번 4분기 실적시즌 기대감이 반도체를 중심으로 높다는 점도 눈여겨볼 부분(4분기 코스피 영업이익 컨센 11월 말 77.9조원 -> 12월말 79.4조원, 4분기 반도체 영업이익 컨센 29조원 -> 30조원).
- 이처럼 주도주인 반도체를 포함해 코스피 이익 모멘텀은 견조하며, 밸류에이션 부담도 크지 않은 구간이라는 점도 1월 증시에 우호적인 환경을 제공할 전망(현재 선행 PER 10.2배 vs 작년 하반기 평균 PER 10.7배)

코스피 분기별 영업이익 컨센서스 변화



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

반도체 분기별 영업이익 컨센서스 변화



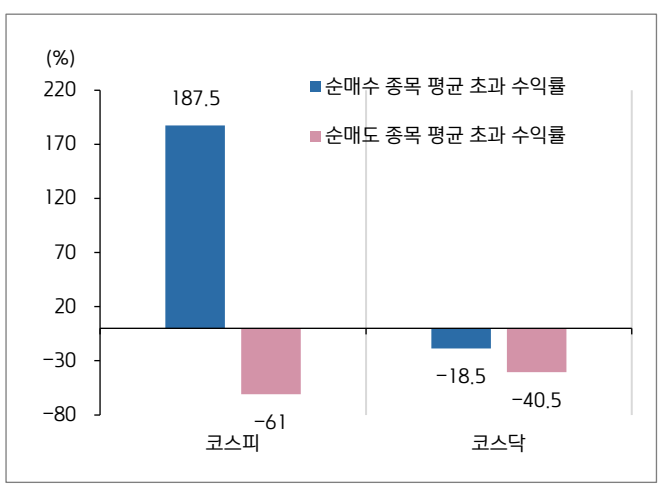
자료 FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

18. 수급 상 1월 증시의 방향성을 결정하는 주체는 여전히 외국인

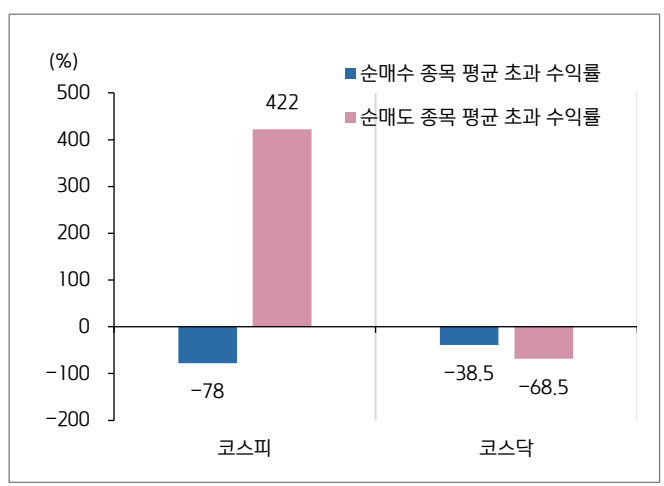
- 1월 포함 추후에도 수급 측면에서 코스피의 방향성을 결정하는 주체는 외국인일 가능성이 높음
- 과거의 수급 데이터를 통해서도 이 같은 결론을 도출해볼 수 있음. 자본시장 연구원에 의하면, 2020년 1월~2025년 11월까지 코스피 상승을 견인한 주체는 외국인으로 이들이 순매수한 종목의 누적 평균 초과수익률은 +187%에 달한 반면, 개인이 순매수한 종목의 누적 평균 초과수익률은 -78%를 기록한 것으로 집계
- 특히나 2025년 같은 장세는 대형주 중심의 모멘텀 팩터가 유효했던 장세였던 만큼, 중소형주, 테마주 중심으로 플레이했던 개인들보다는 외국인의 성과가 더 좋았던 것으로 판단

2020년 1월~2025년 11월 외국인 수급별 초과 수익률



자료: 자본시장 연구원, 키움증권 리서치센터

2020년 1월~2025년 11월 개인 수급별 초과 수익률



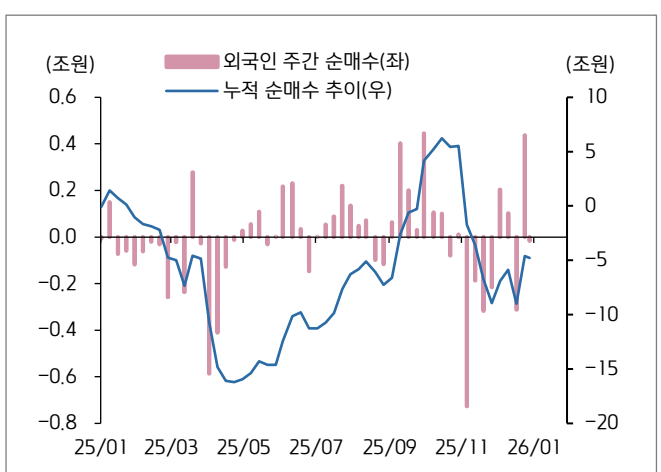
자료 자본시장 연구원, 키움증권 리서치센터

키움증권

19. 11월 역대 최대 순매도 단행 이후 안정을 찾아가고 있는 외국인 수급

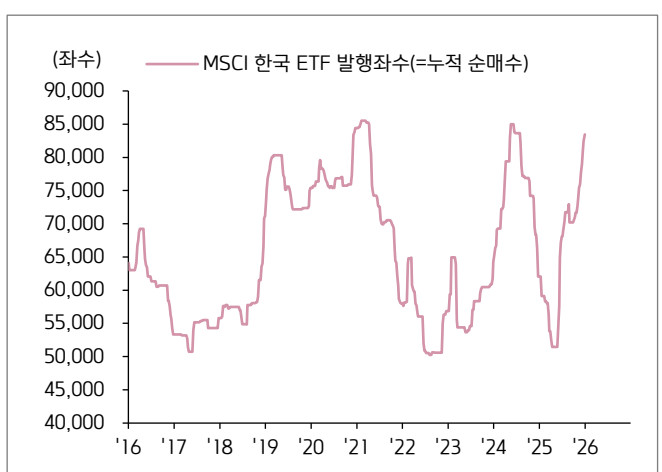
- 이처럼 외국인의 수급 영향력이 높아진 환경 속에서 11월 -14.4조원대라는 역대 1위 순매도를 단행했던 이들이 12월 이후 +4.1조원대 순매수로 전환한 점은 안도 요인
- 물론 반도체 중심의 편식현상(12월 반도체 순매수 +3.4조원으로 전체 순매수 금액의 82%)을 보인 것은 신경 쓰이는 부분일 수 있음. 하지만 지난 11월 순매도 금액의 상당부분이 반도체(11월 반도체 순매도 -10.9조원 vs 코스피 순매도 -14.4조원)에서 나왔음을 감안 시, 12월 반도체 편식 현상은 국내 증시 비중을 재확대하는 과정에서 나온 자연스러운 현상으로 보는 것이 타당
- 더욱이 11월 역대 순매도가 나오는 구간에서 MSCI 한국 ETF를 경유하는 외국인 패시브 수급은 지속 유입됐었다는 점은 지난 11월 순매도가 한국 증시의 본격적인 하방 베팅이 아닌 반도체 차익실현 성격에 한정된 것임을 재확인할 수 있는 대목

외국인 코스피 주간 순매수와 누적 순매수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

MSCI 한국 ETF(EWY)의 발행좌수 추이



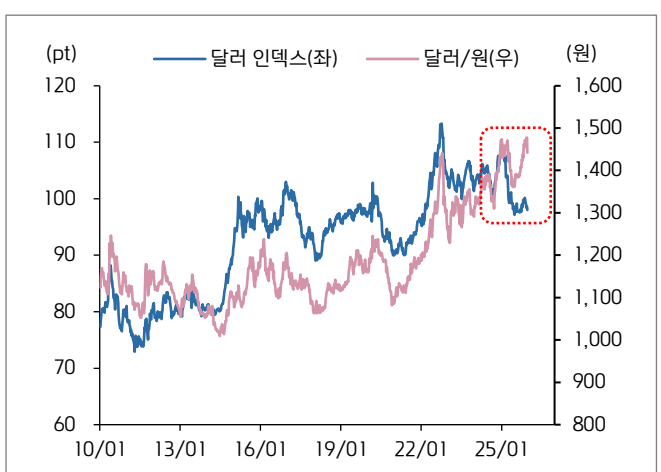
자료 Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

20. 달러/원 환율, 정치적인 민감 수위가 높아지긴 했지만..

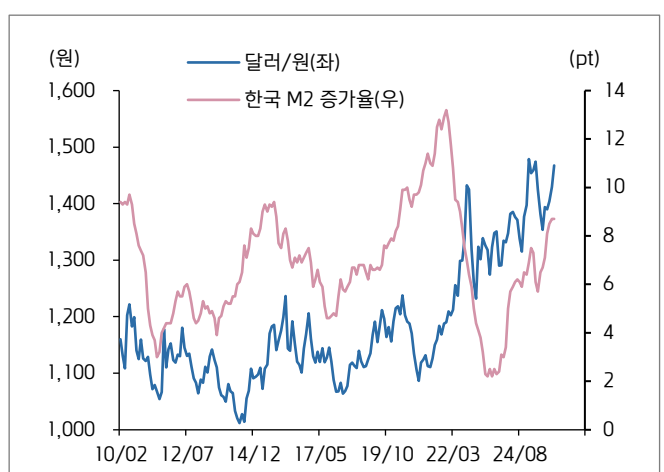
- 미국 경제지표, FOMC, AI주 실적, 국내 4분기 실적시즌 이외에도 달러/원 환율 변화도 1월에 주시해야할 변수가 될 예정.
- 지난 12월 24일 정부의 외환시장 안정화 대책(서학개미 양도소득세 감면 등)으로 달러/원 환율이 1,480원에서 1,440원대로 약 40원 가까이 속락했던 상황. 이렇게 단기적인 환율 급등을 억제하는 데 효과를 거두었지만, 여전히 중장기적인 실효성을 놓고 시장 내 의견이 엇갈리고 있는 분위기.
- 이는 현재의 달러/원 환율 상승이 단순 외부 요인보다는 국내 고유 요인에서 기인한 원화 약세만의 성격이 짙은 것도 있기 때문 (ex: "M2 증가 -> 시중 유동성 확대 -> 원화 희소성 하락 -> 금리 하락 압력 +인플레이션 우려 -> 원화 가치 하락"). 또한 정치적인 논란 거리로 부상했지만, 서학개미의 해외주식 투자 확대 역시 쉽게 꺾이지 않을 것이라는 점도 고환율의 고착화 현상에 힘을 실어주는 부분

달러 인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/원 환율과 한국의 M2 증가율



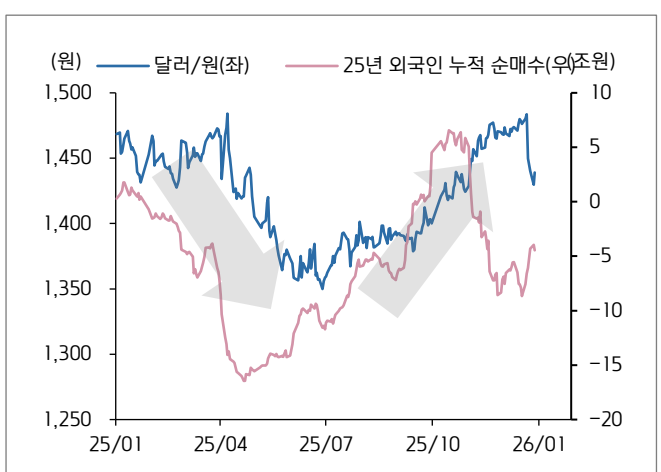
자료 Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

21. 외국인이 환율 플레이보다는 펀더멘털 플레이에 주력한다는 점을 주목

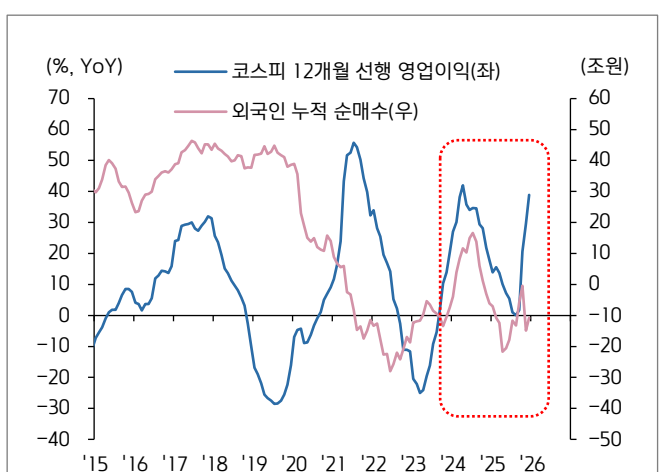
- 당분간 달러/원 환율은 1,400원대 이하 레벨로 내려가기 어려울 전망이며, 지난 12월처럼 중간중간 변동성을 빈번하게 유발하면서 증시에 노이즈를 주입시킬 것으로 판단
- 하지만 외국인들의 수급 변화를 보면 그 변동성은 감내할 만하다고 판단.12월 말 달러/원 환율이 1,440~1,480원대에서 극심한 변동성을 보였음에도, 외국인은 이와 무관하게 코스피를 연속 순매수했기 때문.
- 외국인이 환차손/환차익을 고려한 환율 플레이를 하기 보다는, 자본차익 목적에서 반도체 중심의 펀더멘털 플레이를 하고 있는 것으로 판단. 1월초 삼성전자 잠정실적 -〉 월중순 미국 AI주 실적 -〉 월말 SK하이닉스 등 여타 국내 주력업종 실적을 확인하는 과정에서 국내 이익 펀더멘털의 개선세를 추가 확보할 수 있는 만큼, 환율 변화와 무관한 외국인 순매수세는 지속될 것으로 예상

달러/원 환율과 외국인 코스피 순매수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 선행 영업이익과 외국인 수급 관계



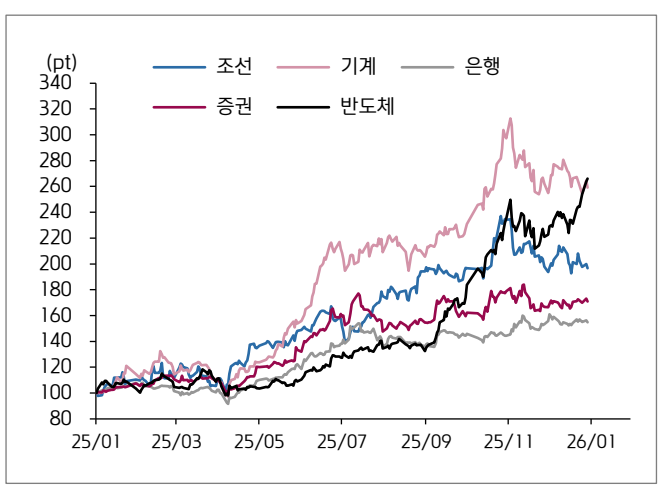
자료 Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

22. 반도체를 제외한 주도주들 4분기 내내 힘겨운 시기를 겪긴 했지만..

- 이번 12월 수출 실적(반도체 +43%)이나, 12월 삼성전자, SK하이닉스 신고가 경신에서 확인할 수 있듯이, 현재 반도체 독주 현상이 이어지고 있는 상태. 반면, 기존 주도주로 불렸던 조선, 방산, 전력기기, 금융 등은 지난해 전고점 탈환해 빈번히 실패하면서 조정 국면을 벗어나지 못하고 있는 모습.
- 하지만 반도체 이외의도 상기 기존 주도주들 역시 "이익 컨센서스 상향 + 밸류에이션 부담" 완화라는 환경에 놓여있는 만큼, 재차 분할 매수로 비중확대에 나서는 것이 적절
- 그간 별다른 촉매가 없다 보니 주가 회복력이 취약하기는 했지만, 방산(유럽, 중동향 추가 수주), 조선(마스가 프로젝트 실체화 가능성), 전력기기(미국 AI주 모멘텀 재생성) 등 신규 재료들이 1월 중 4분기 실적시즌을 치르면서 생성될 것으로 판단

25년 주도주 주가 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주도주들의 현재 상황

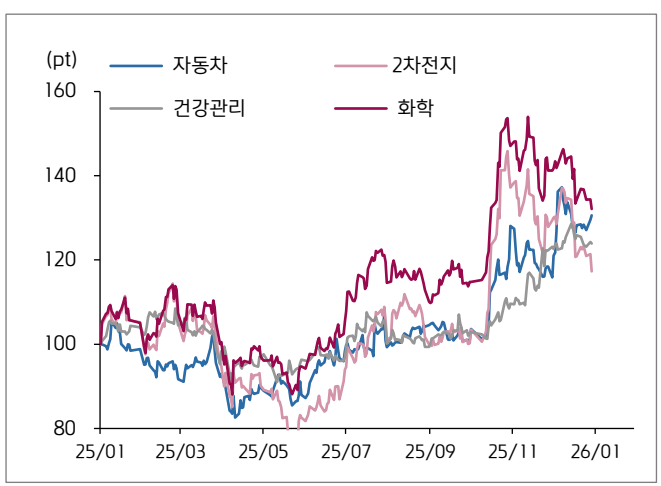
자료 키움증권 리서치센터

키움증권

23. 주도주 이외에 눈여겨볼 만한 업종들도 1월에 존재

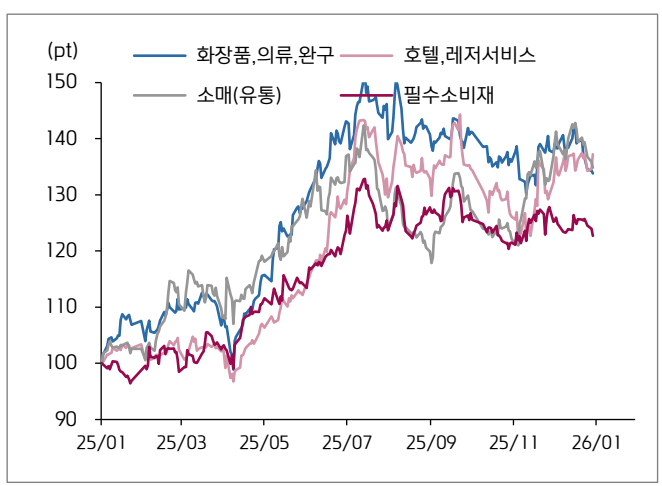
- 이들 주도주로 1월 증시에 대응하는 것이 기본 대응 전략이기는 하지만, 자동차, 바이오, 화장품, 호텔, 소매 등 여타 업종들에서도 초과 수익의 기회를 찾을 수 있다고 판단
- 자동차의 경우, 12월 초 미국의 관세 인하분 소급 적용 이후 재료 소멸이 된 모습이기는 하나, CES 2026에서의 로봇을 중심으로한 피지컬 AI 테마와 맞물리면서 신규 상승 재료를 확보할 전망
- 바이오도 지난해 자동차와 함께 대표적인 소외주였으며, 여전히 이들의 주가 키맞추기는 제한되고 있기는 함. 하지만 1월 초 JP모건 헬스케어 컨퍼런스, 월 중 매크로 이벤트를 치르면서 제한되는 금리 상방 압력, 수급 빈집 인식 등을 고려 시 이들 업종도 지켜볼 필요
- 또한 원화 약세 국면은 당분간 이어질 것인 만큼, 외국인 인바운드 관광 수혜에 따른 25년 4분기~26년 1분기 실적 기대감이 높아진 화장품, 호텔, 소매 등 관련 업종도 1월 포트폴리오에 편입해볼 만하다고 판단

25년 소외주들의 주가 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

외국인 인바운드 수혜주들의 주가 변화



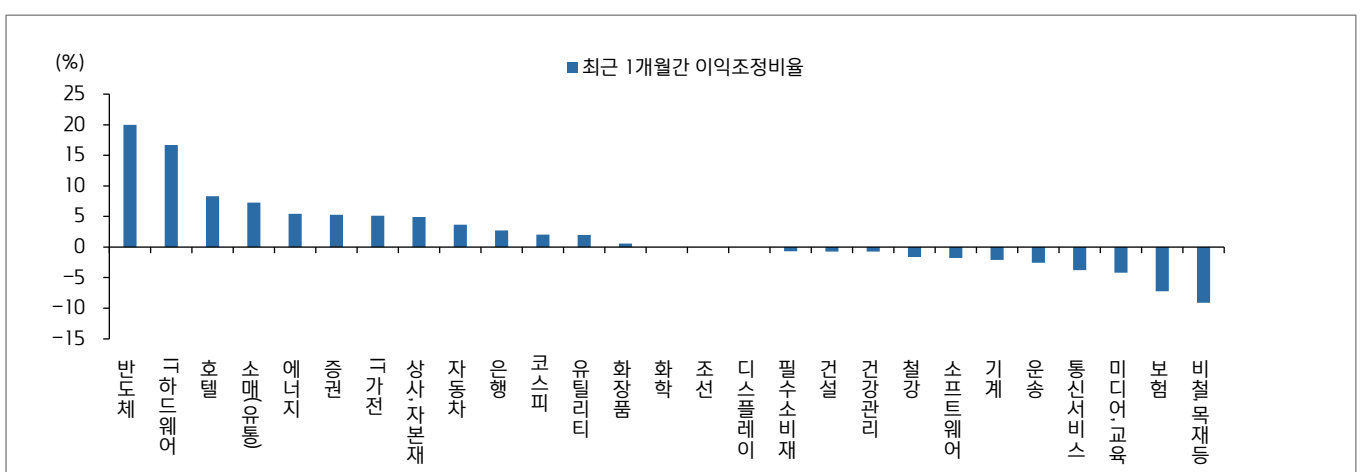
자료 Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

24. 4분기 실적시즌이 중심에 있는 한달, 이익 모멘텀 개선 업종에 주목

- 최근 1개월간 코스피 26개 업종의 이익 조정 비율을 봐도 동일한 업종 대응 전략에 도달
- 코스피보다 이익 조정 비율이 높은 업종과 그렇지 못한 업종간의 양극화(K자 이익 모멘텀)은 여전할 것으로 예상되는 만큼, 실적 기대치가 높아지고 있는 업종에 비중을 확대해야 할 것으로 판단
- 이런 측면에서 반도체, IT하드웨어 등 현재 주도주인 AI, 반도체주를 포트폴리오의 중심으로 가져갈 필요.
- 추가적으로, 4분기 실적시즌을 기점으로 주가 모멘텀이 생성될 가능성이 높은 조선, 방산 등 기존 주도주, 화장품, 호텔, 유통 등 원화 약세 수혜주(외국인 인바운드 수요 확대 수혜) 등에도 관심을 높여보는 것이 적절

코스피와 26개 업종의 최근 1개월 간 이익 조정 비율



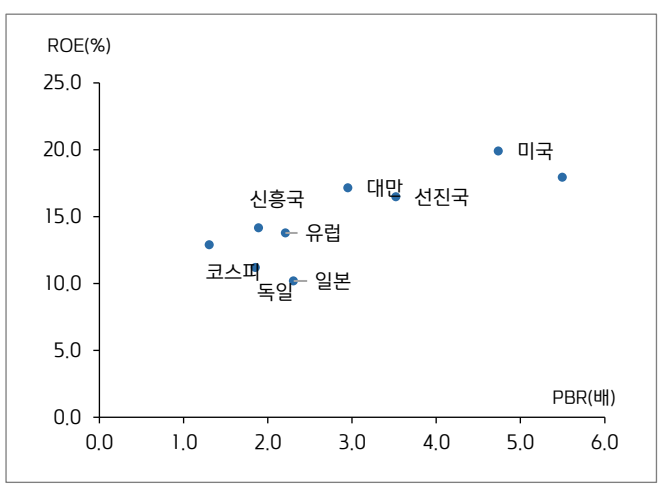
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

25. (결론) 1월에도 상방 요인이 우위를 점할 것으로 예상

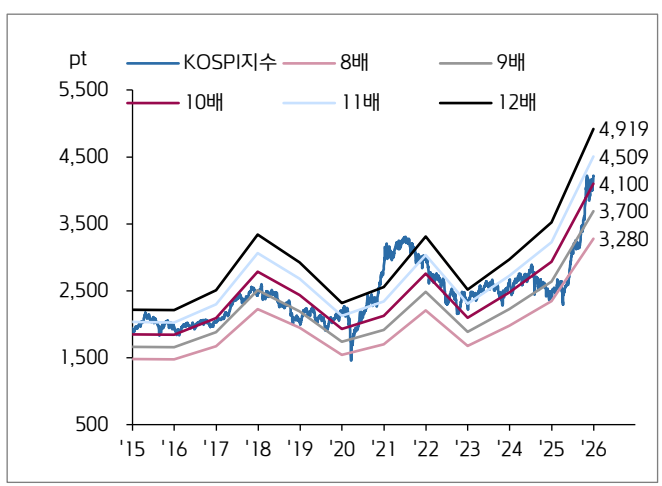
- 결론적으로 1월 주식시장도 상승 흐름을 보일 것으로 예상. 매크로, AI 관련 노이즈는 잔존하겠으나, 4분기 실적 시즌 이후 삼성전자, SK하이닉스 등 반도체주의 이익 추정치 추가 상향, 미국 M7 내 하이퍼스케일러 업체들의 CAPEX 투자 모멘텀 등을 확보해가면서 월 중 신고가 경신을 해 나갈 전망
- 기존 전제를 바꿀 만한 리스크가 확산되지 않는 이상(ex: 미국 인플레이션 급등 리스크, 미국 AI주 버블 붕괴 가능성 확대, 메모리 가격 조정, 환율 폭등 등), 분할 매수 대응을 전략의 중심으로 설정하는 것이 적절
- 1월 코스피 레인지 3,950~4,380pt, 추천업종: 반도체(실적), 조선 및 방산(수주 기대감), 바이오(JP모건 헬스케어 컨퍼런스), 국내 인바운드 관련주(원화 약세 수혜주)

주요국 PBR, ROE 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

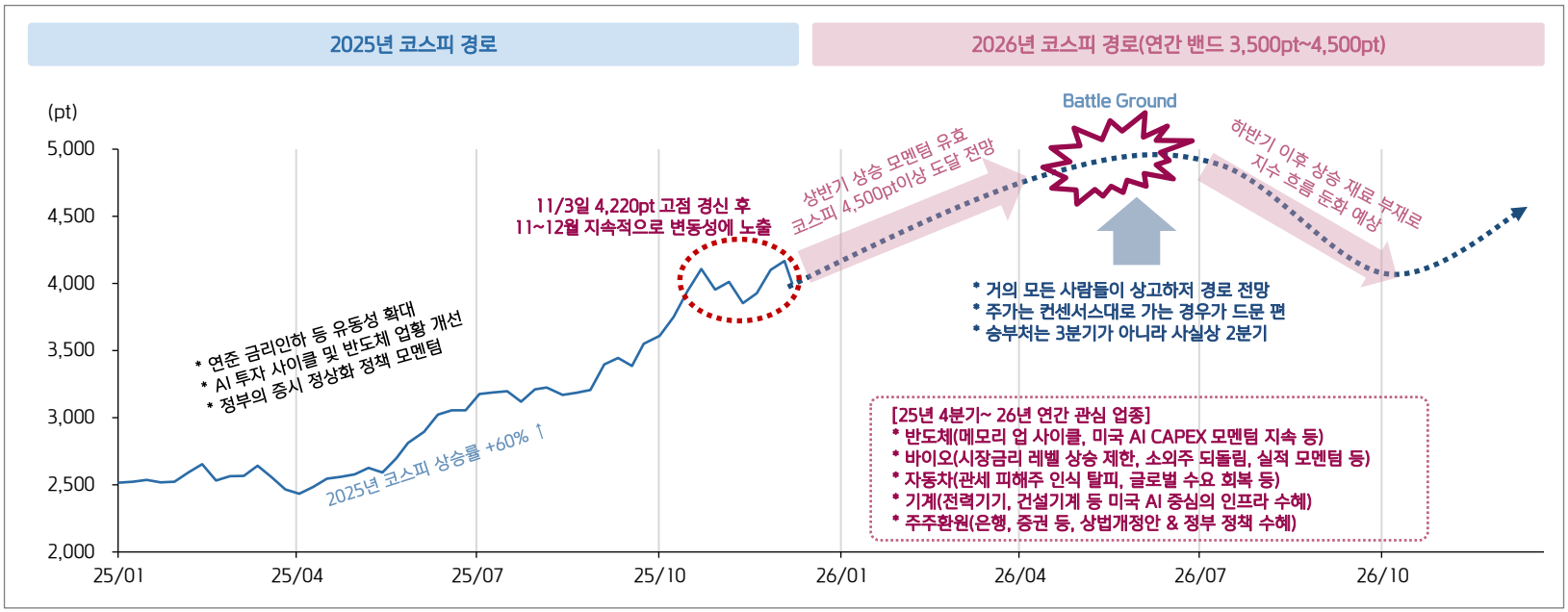
코스피 12개월 선행 PER 밸류에이션 밴드



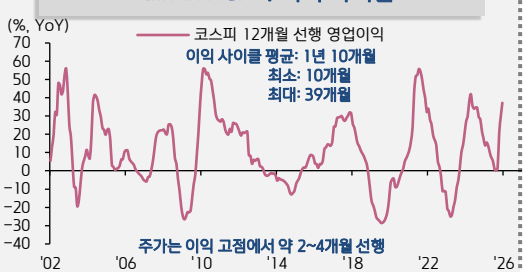
자료 FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

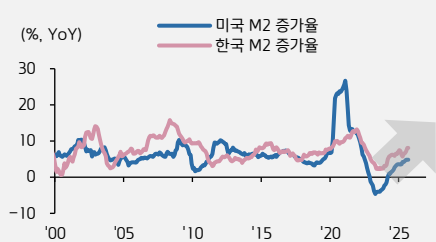
00. (참고) 2026년 연간 코스피 경로 및 투자 아이디어



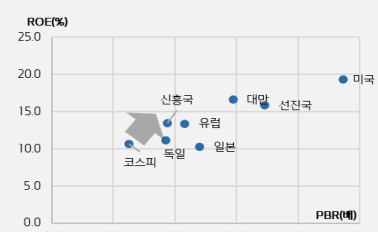
Main Driver 1. 이익 사이클



Main Driver 2. 유동성



Main Driver 3. 정책 리레이팅



키움증권

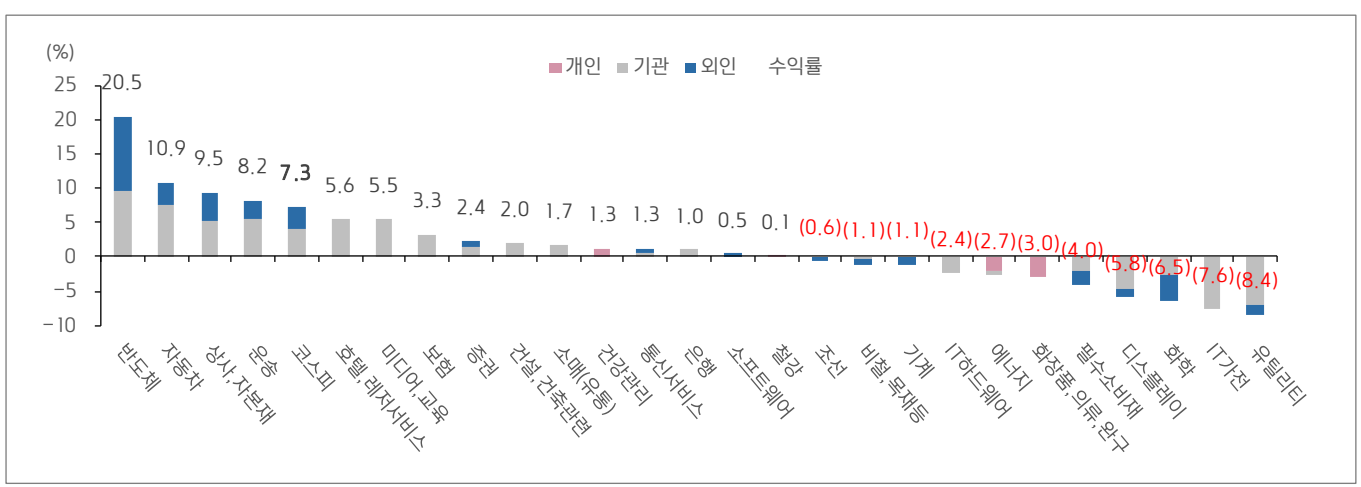
Part 2

퀀트: 실적 모멘텀 주도 국면

01. 12월 업종별 리뷰 : 대형주 주도의 연말 랠리

- AI 수요가 지속되며 반도체 업황 회복 기대감이 부각된 가운데, 기관과 외국인의 매수세가 집중된 영향으로 반도체 업종의 수익률이 20%를 넘어서며 가장 높았음
- 그 외에도 관세불확실성이 완화된 자동차 업종 그리고 수주 모멘텀이 이어지는 방산 업종을 중심으로 한 상사,자본재 등의 업종의 수익률이 두드러졌음
- 반면, AI 데이터센터 전력 수요 기대감에도 차익실현 매물이 집중된 유틸리티 업종을 비롯해 업황 회복이 지연되는 가운데, 개별 종목을 중심으로 연출된 악재로 인해 2차전지 관련 업종(IT가전, 화학) 등은 하락폭이 컸음

업종별 월간 수익률



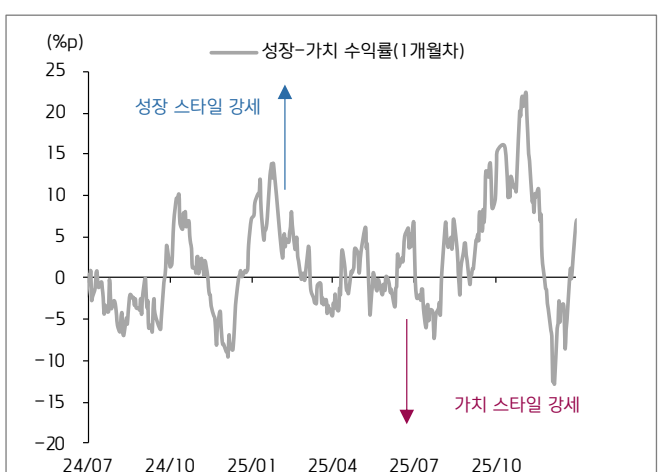
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 막대 음영은 투자 주체별 순매수/도 비중

키움증권

02. Style: AI 모멘텀에 힘입은 성장 스타일 강세

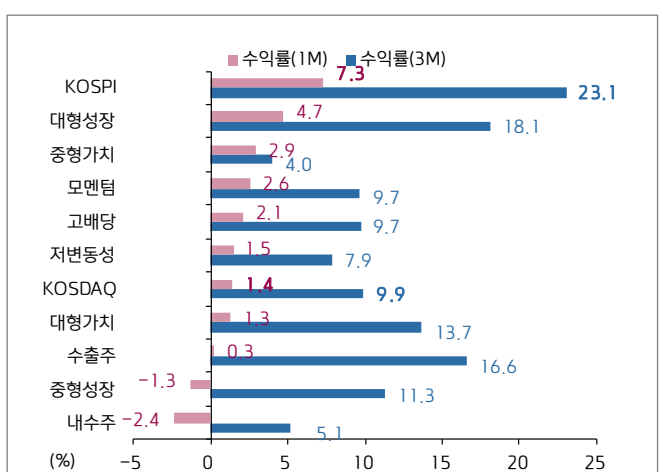
- 12월 중순에 발표된 마이크론의 강력한 어닝 서프라이즈에 힘입어 AI 거품론에 대한 우려가 큰 폭으로 완화
- 특히 강력한 HBM 수요를 바탕으로 국내 기업들의 주도권에 대한 확신이 강화되는 모습이 나타나며, 국내 반도체 기업들을 중심으로 성장주의 강세 연출
  - 다만, 성장 스타일 내에서 규모에 따른 차별화가 연출되고 있는 점은 특징적. 대형성장(4.7%) 스타일과 비교해 중형성장(-1.3%) 스타일은 코스닥을 중심으로 차익매물 출회가 집중되며 상대적으로 부진

성장/가치 스타일 1개월 수익률 차이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요 스타일별 수익률 현황



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 스타일 분류는 MKF500 기준

키움증권

03. 코스피, 투자주체별 월간 수급 현황

- 12월 코스피 기준, 기관(+4조 8,357억원)과 외국인(+4조 1,481억원)의 동반 매수세가 유입된 반면, 개인(-8조 9,893억원) 매도 우위를 기록
- 기관 및 외국인 투자자가 반도체 업종을 집중적으로 매수한 가운데, 그 외에도 자동차, 상사자본재 등을 공통적으로 집중 매수
  - 반면, 조선, IT가전, 소프트웨어, 에너지 등의 업종은 외국인과 기관 투자자의 매수 방향성이 엇갈린 모습 기관
- 반면, 개인은 IT가전, 유틸리티, 필수소비재, 조선 등을 매수한 반면, 반도체와 자동차 업종에서는 큰 폭으로 매도

코스피 업종별 개인/기관/외국인 12월 순매수 대금

(십억 원)	개인	기관	외국인	(십억 원)	개인	기관	외국인
반도체	-6,453.3	2,955.1	3,404.7	조선	146.9	278.4	-396.6
자동차	-1,017.4	694.0	299.4	건설,건축관련	-299.9	318.7	-20.8
IT가전	377.0	-213.0	119.6	소매(유통)	-99.6	113.5	-11.0
기계	51.2	7.5	-93.8	비철,목재등	95.2	-30.6	-71.2
보험	-55.7	97.2	-52.7	운송	-211.2	150.0	78.3
필수소비재	178.5	-102.4	-85.0	건강관리	64.6	-156.3	-164.4
미디어,교육	-37.2	59.6	-21.4	화학	112.7	-42.6	-58.8
화장품,의류,완구	-59.8	37.5	7.3	호텔,레저서비스	-114.4	98.2	-11.9
상사,자본재	-690.4	402.5	320.6	통신서비스	-49.0	24.4	27.8
유틸리티	196.7	-180.7	-33.0	은행	-85.2	158.6	-28.8
디스플레이	39.6	-31.6	-7.0	에너지	-149.4	-34.8	152.3
증권	-184.2	110.7	75.0	소프트웨어	-160.2	-60.8	242.3
IT하드웨어	8.1	-9.8	26.6	철강	45.2	-3.8	-38.9

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

04. 업종별 분기 실적 전망 (YoY) : 4Q, 주력 수출 업종 중심으로 실적 성장 전망

업종별 분기 영업이익 성장률 전망

전 분기 대비(QoQ)

	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2026E
코스피	-3.9	24.8	-0.6	24.5	7.1
코스닥	58.9	-5.0	22.8	8.3	19.4
에너지	-63.7	375.4	-13.6	55.7	-7.5
화학	-68.3	301.1	-61.4	619.1	33.3
비철,목재등	1.7	-17.4	36.1	-9.2	15.9
철강	28.5	-6.8	-9.4	49.6	16.2
건설,건축관련	31.2	-13.0	-1.9	12.0	20.2
기계	17.5	-8.4	24.9	-10.2	21.7
조선	19.6	10.1	8.0	3.1	12.4
상사,자본재	4.9	23.6	-4.4	-0.2	9.0
운송	-30.4	-24.5	25.0	8.9	-13.3
자동차	-1.2	-25.4	16.7	9.2	12.2
화장품,의류,완구	-4.3	5.1	-15.3	42.3	3.0
호텔,레저서비스	-20.6	17.9	-1.1	-	2.3

	2025E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2026E
미디어,교육	152.1	-15.1	37.8	-29.3	94.5
소매(유통)	-34.7	67.5	10.9	-8.2	-20.7
필수소비재	6.0	17.1	-26.6	20.2	9.8
건강관리	23.3	36.8	8.1	-3.7	14.9
은행	1.4	1.3	-43.2	87.0	-2.9
증권	25.4	-2.0	-27.0	28.5	1.5
보험	7.8	-4.9	-38.0	103.3	6.2
소프트웨어	6.4	7.3	3.7	1.1	3.8
IT하드웨어	적전	흑전	23.8	-15.5	-3.4
반도체	-1.4	68.4	30.8	16.7	15.4
IT가전	적지▼	적지▼	적전	흑전	4.1
디스플레이	적지▼	흑전	-0.6	-63.9	23.8
통신서비스	9.7	-54.1	-1.4	86.9	5.4
유틸리티	-46.0	121.4	-33.0	33.4	-33.2

전년 동기 대비(YoY)

	2025E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2026E
코스피	24.9	25.6	72.1	49.2	44.1
코스닥	34.2	43.4	76.4	103.5	59.5
에너지	0.0	흑전	215.9	210.0	103.4
화학	흑전	453.6	흑전	372.7	136.2
비철,목재등	32.4	17.2	206.6	13.1	10.2
철강	9.0	-2.8	흑전	76.8	48.6
건설,건축관련	108.5	47.5	흑전	9.5	21.2
기계	11.7	55.0	37.9	31.2	30.1
조선	134.5	177.8	104.6	42.9	33.4
상사,자본재	49.8	55.8	43.9	19.9	24.7
운송	-39.0	-68.4	-42.5	-19.1	13.5
자동차	-13.0	-25.2	-3.0	-8.9	9.7
화장품,의류,완구	17.7	15.5	40.9	9.8	19.2
호텔,레저서비스	42.0	41.4	144.6	-	21.9

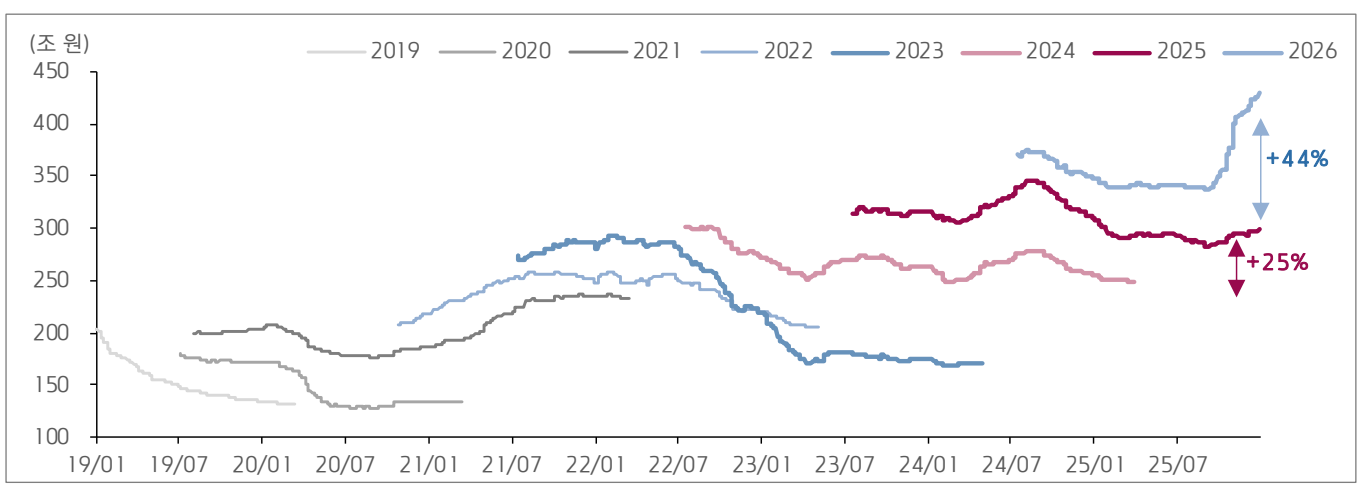
	2025E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2026E
미디어,교육	9.5	-0.1	28.1	80.2	71.4
소매(유통)	36.4	14.1	136.3	12.8	19.6
필수소비재	3.1	0.1	10.5	10.6	12.8
건강관리	57.4	52.2	98.7	74.2	27.8
은행	2.1	0.1	25.4	8.7	7.9
증권	25.7	36.5	52.8	15.5	4.9
보험	-5.1	10.1	68.6	10.3	10.5
소프트웨어	22.2	24.1	40.0	16.7	17.8
IT하드웨어	25.1	49.1	122.8	73.0	51.2
반도체	46.3	45.0	110.8	154.6	99.1
IT가전	-4.4	적지▼	적지▲	223.3	230.3
디스플레이	흑전	흑전	289.3	354.8	61.5
통신서비스	32.7	-39.0	흑전	-8.7	12.0
유틸리티	50.4	흑전	10.9	14.0	14.3

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

05. 코스피 '26년 영업이익은 430조원까지 상향

- 반도체를 위시한 IT 업종들의 실적 전망 상향이 지속되며, 현재 코스피의 '26년 영업이익 전망은 430조원 수준까지 확대
  - '25년 영업이익 성장률은 25%로 전망되는 가운데, '26년 성장률 전망은 44%로 예상
- AI 테마를 둘러싼 성장 기대감이 지속되고 있는 점은 이례적인 '25년의 상저하고의 실적 개선 경로에도 '26년 상반기의 실적 기대감을 이어가게 만드는 배경
- 대형주를 중심으로 실적 개선 모멘텀이 이어지는 모습은 증시 전반의 밸류에이션 부담을 빠른 속도로 낮춰줄 것으로 기대

코스피 연도별 영업이익 전망 추이



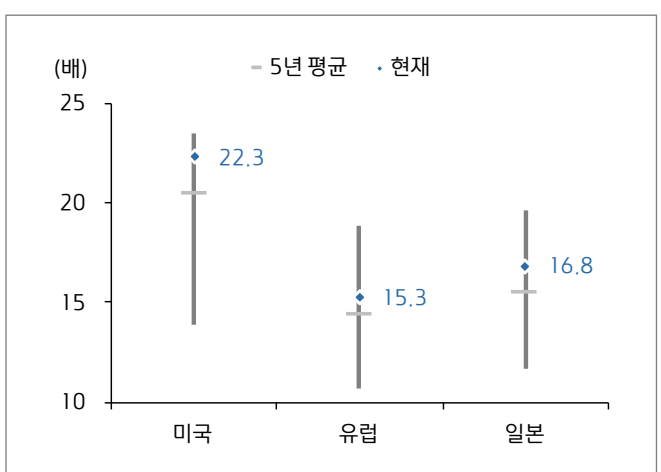
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 글로벌 증시 속, 역사적 평균 밸류에이션을 하회하는 한국

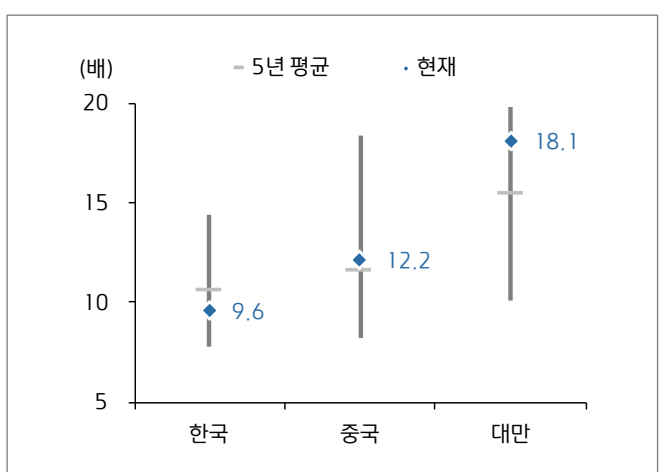
- 연말 글로벌 증시의 랠리에도 AI 투자심리 회복에 힘입은 국내 증시의 막판 상승세가 두드러졌음
- 그럼에도 주요국 중, 한국만이 유일하게 PER 기준 5년 평균을 하회하며 밸류에이션 매력도 보유
- 단기적인 상승 속도에 대한 경계감은 상존하나, 주가 상승세를 앞서는 실적 개선 흐름이 뒷받침되며 밸류에이션 부담을 꾸준히 낮춰주고 있는 점은 국내 증시의 상승 모멘텀을 지속되게 만드는 배경
- 다만, 최근의 실적 개선 흐름은 업종간 차별적으로 나타나고 있는 점을 감안하여 업종 선별에 유의할 필요가 있는 구간

주요 선진국, PER 위치(최근 5년 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 신흥국, PER 위치(최근 5년 기준)



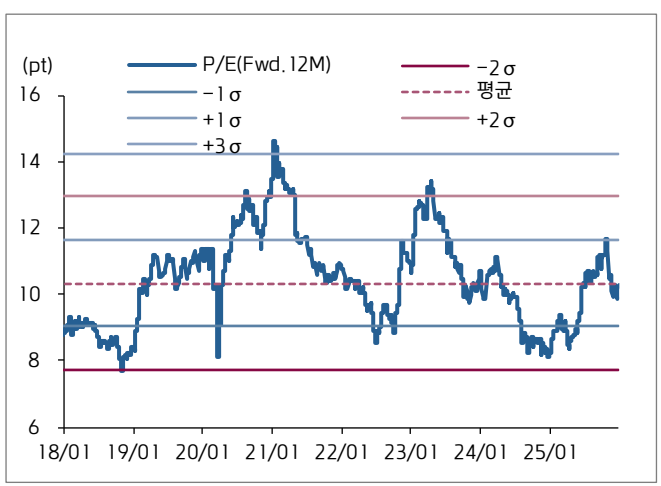
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 실적 모멘텀은 밸류에이션 부담을 빠르게 완화

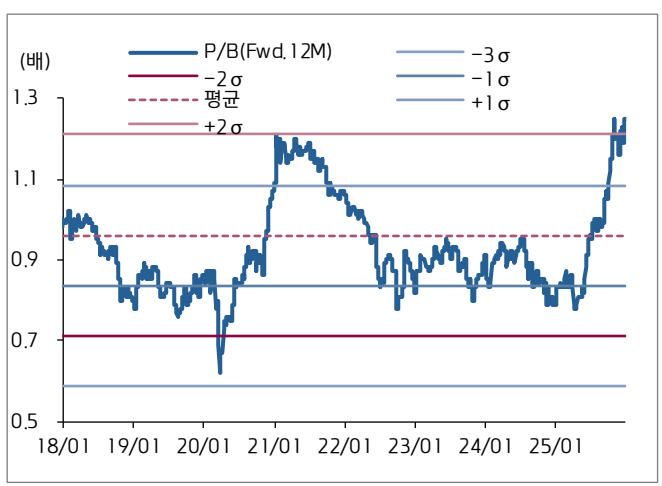
- 3분기 어닝시즌에 이어 연말까지도 IT 수출 대형주를 중심으로 실적 개선세가 지속된 결과 PER 밸류에이션 부담은 빠르게 완화
- 여전히 PBR 측면에서의 밸류에이션 부담은 존재하나, 실적 개선과 동반된 증시 전반의 수익성 개선 국면이 연출되고 있는 점을 감안한다면, 실적 변화와 비교한 주가 수준에 주목하는 것이 적절한 국면으로 판단

코스피, PER(Fwd. 12M) 표준편차 밴드 (최근 10년 기준)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피, PBR(Fwd. 12M) 표준편차 밴드 (최근 10년 기준)



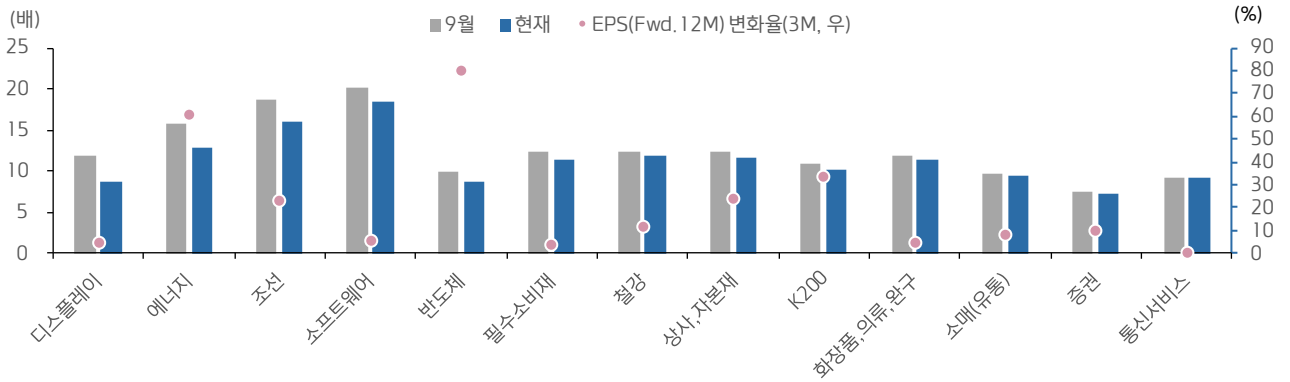
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

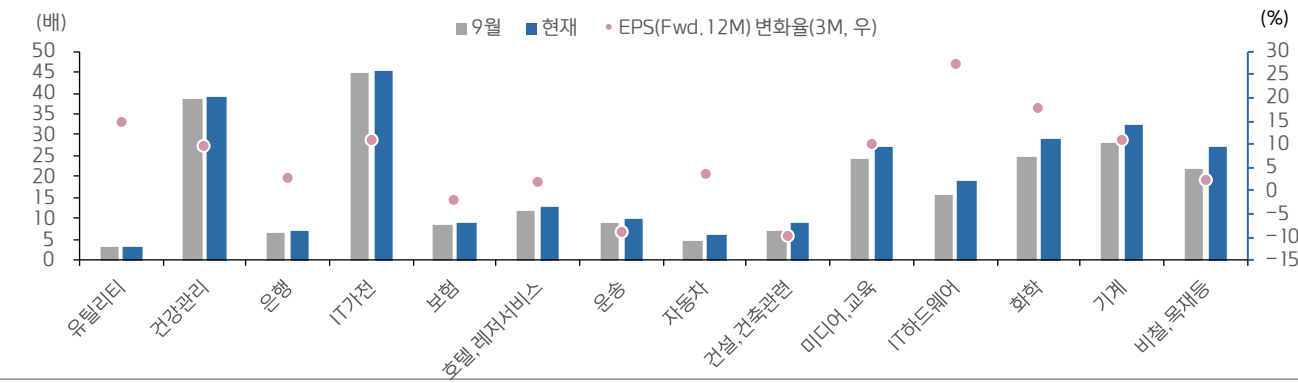
08. 9월말 대비 PER(Fwd. 12M) 밸류에이션 변화

업종별 PER(Fwd. 12M) 밸류에이션 및 EPS 변화율

P/E 밸류에이션 낮아진 업종



P/E 밸류에이션 높아진 업종



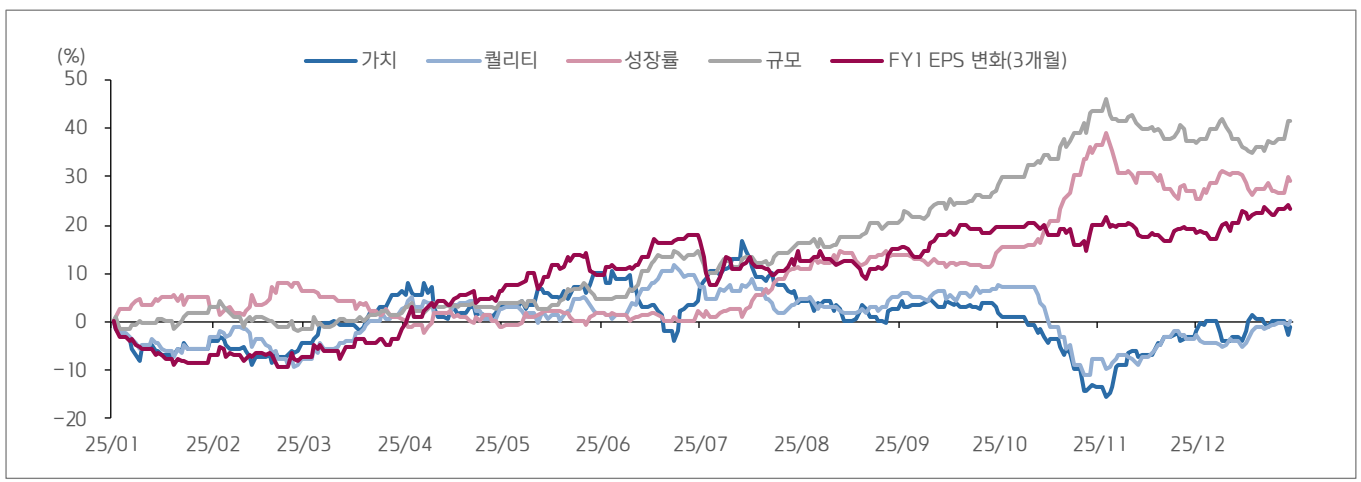
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. 국내 스타일 팩터 추이: 실적 모멘텀 주도 장세

- 연말 국내 증시의 스타일별 동향을 살펴보면, 가치 / 성장 스타일 간의 차별화 흐름은 제한되는 모습
- 그보다는 이익모멘텀 보유 여부 그리고 사이즈에 따른 차이가 주가 성과를 결정 짓는 요인
- 특히 FY1 EPS 변화율(3개월)과 같은 이익모멘텀 팩터는 하반기 이후 완만한 개선 흐름을 보였으나, 연말/연초 투자자들의 관심이 '26년도 실적 성장 여부에 집중되는 시기를 감안 12월에 이어 양호한 흐름을 지속할 것으로 전망

코스피200, 주요 스타일 롱/숏 누적 수익률



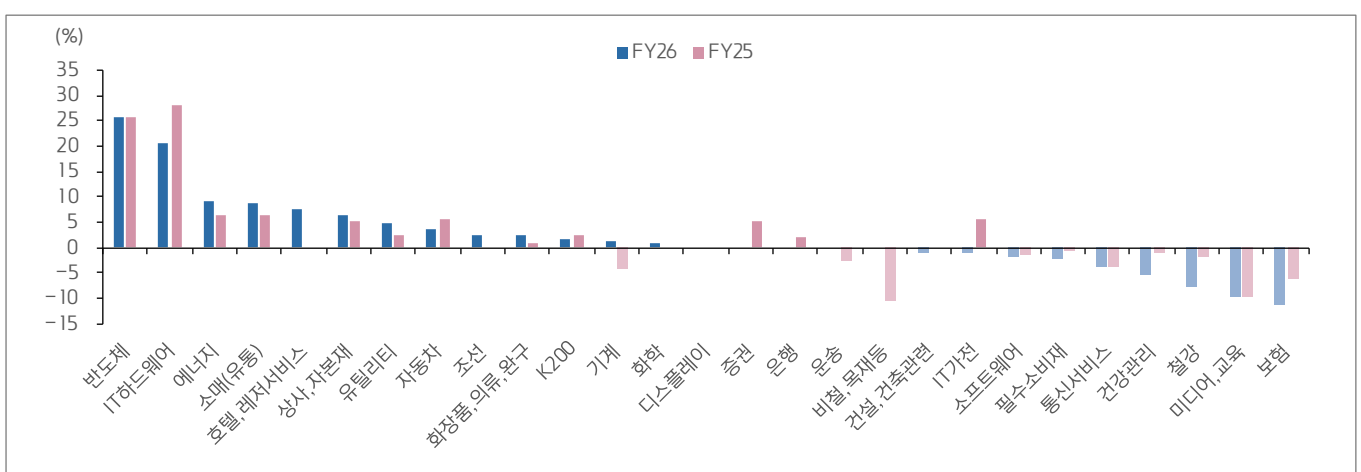
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

10. 업종별 이익모멘텀 점검

- 실적 모멘텀을 살펴보면 여전히 반도체 업종의 실적 전망 상향 비율이 가장 높은 가운데, IT하드웨어 업종 역시 AI 내러티브의 수혜를 받으며 실적 개선 탄력 양호. 그 외에 에너지, 소매 등도 양호
- 한편, 상반기 주도 업종에 속한 상사자본재, 유틸리티, 자동차, 조선 등도 이익 조정비율이 소폭 개선되는 모습
- 반면, 보험, 미디어교육, 철강 등은 '26년도 이익조정비율이 가장 부진한 모습
- 실적 전망 모멘텀 측면에서는 연초 섹터 로테이션 보다는 연말 주도 업종을 중심으로 주가 모멘텀이 지속될 가능성에 무게

코스피, 업종별 '25년, '26년 주당순이익 이익조정비율(1개월)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

Part 3

시황: 1월의 알파, 주주가치 프리미엄

01. 신년에도 정부의 증시 부양 정책과 주주환원 확대 트렌드는 지속될 전망

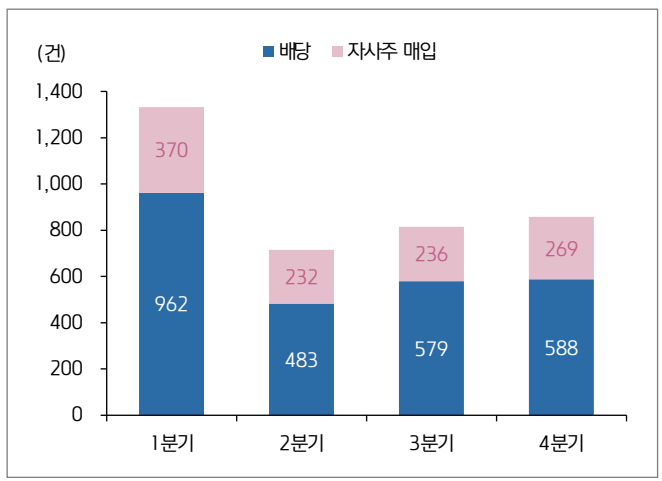
- 통상적으로, 대통령 취임 이후 1~2년 차는 신 정부 정책 기대감이 주식시장에 모멘텀으로 반영될 수 있는 시기
  - 1년차 국정과제 및 예산안 수립 → 2년차 핵심 개혁안 법제화 및 입법화, 성장 전략 실행 등의 사이클을 거치며 새 정부 정책 드라이브가 본격화되는 구간이기 때문
  - 핵심 줄기가 되는 상법, 세법 개정이 집권 1년차에 빠르게 추진된 가운데 증시 체질 개선을 위한 추가적인 정책 모멘텀은 6월 지방선거까지 지속될 것으로 예상
- 한편, 연초에는 주요 기업들이 중장기 주주환원책을 연이어 발표하는 시기임을 감안시, 최근 정부 정책 기조와 발 맞추어 주주환원 확대 공시 증가할 것으로 기대

국정운영 과제 내 주식시장 관련 추진 계획

실행 전략	추진 기한					
	'25	'26	'27	'28	'29	'30
주주 충실 의무 등 [상법] 개정						
합병·분할 등 관련 제 도 개선						
스튜어드십 코 드 내실 화						
자회사 원 칙적 소각 제 도화 검토						
불공정 거래 원스트라이크 아웃						
금융 회사 임직원 불공정 거래 제 재 가중						
부실 기업 신 속 퇴출						
미공개정 보 이용 사전 예방						
ESG 공시 인프 라 고도화						
해외자본 유 입여건 조 성						
정책펀드, 연기금 투자 확대 촉진						
벤처·중 소기업 성장자금 공급						
주식시장 역할 재정 립						

자료: 국정기획위원회, 키움증권 리서치센터

국내 상장사의 분기별 어닝콜에서 주주환원 언급 수 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 2010년 이후 캘린더 기준 분기별 언급 횟수 합산

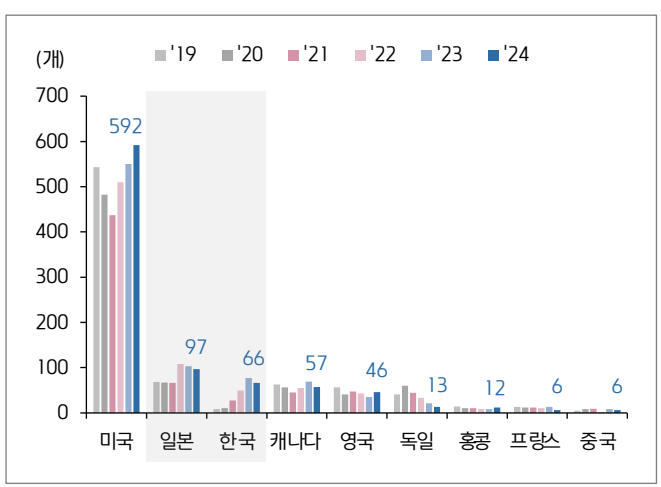
키움증권

02. 거버넌스 개선을 명분으로 한 주주행동주의 활성화

▶ 연초 주주총회를 앞두고 상장사를 대상으로 한 주주행동주의 본격화될 전망

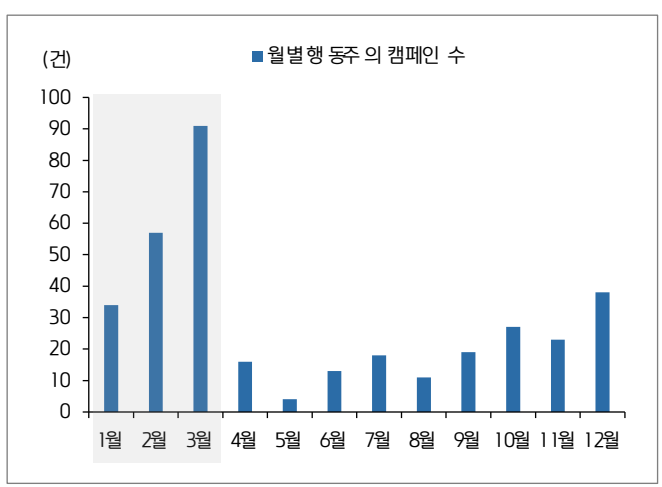
- 코로나 팬데믹 이후 개인투자자 급증 속 기업 지배구조, 밸류업이 주식시장에 화두가 되면서 한국은 주요국 중 세 번째로 행동주의 캠페인 수가 많은 국가로 자리 매김('24년 기준, 미국 592 건, 일본 97 건, 한국 66 건)
- 집중투표제, 감사위원 분리선출, 3%룰 등의 지난해 통과된 상법 개정안은 주주행동주의에 대한 진입 장벽을 낮춤으로써 연초 이후 행동주의펀드 관련 이슈 증가할 것으로 예상

연간 주요 국가별 행동주의 캠페인 대상 기업 수 추이



자료: Diligent Market Intelligence, 키움증권 리서치센터

한국 월별 행동주의 캠페인 수



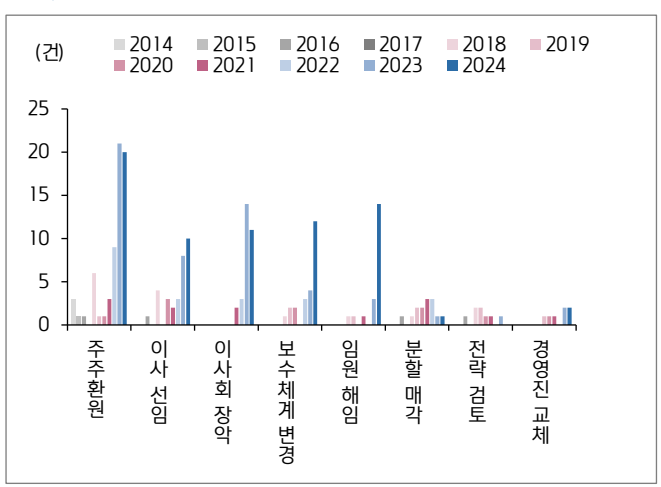
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 2014년 이후 월별 합산

키움증권

03. 행동주의 활성화에 따른 이사선임, 주주환원 확대 기대

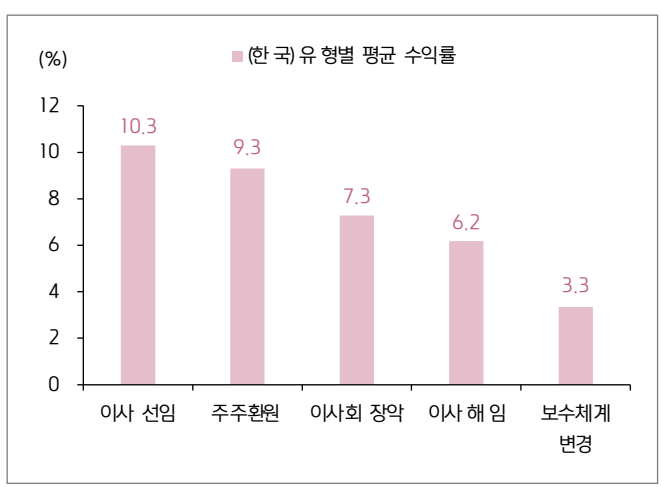
- 국내 행동주의 캠페인 안건을 유형별로 살펴보면,
  - 주주환원, 이사선임 관련 안건이 밸류업 및 거버넌스 개선 정책 추진 이후 증가하는 추세
- 특히, 이사 선임, 주주환원 확대 안건의 행동주의 캠페인은 양호한 수익률을 기록했다는 점이 확인 가능
  - 상법 개정으로 소수주주의 이사회 진입 확보가 가능해진 가운데 향후 이사선임 관련 행동주의 캠페인을 통해 기업의 구조적인 거버넌스 개선, 주주환원 확대를 이끄는 사례 다수 출현할 전망

한국, 연간 행동주의 캠페인 안건 유형별 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 기업별 중복 안건 포함

'21년 이후 한국 행동주의 캠페인 안건 유형별 평균 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) '21년 이후 캠페인 안건 유형이 10개 이상인 경우에만 집계

키움증권

04. 스튜어드십코드 내실화 방안, 이행점검 및 공시 강화

▶ 12월 29일, 정부는 기관투자자의 수탁자 책임을 강화하기 위한 방안으로 스튜어드십코드 내실화 방안 발표
- 스튜어드십코드에 참여하는 기관은 '17년 18개 → 현재 249개로 대폭 증가했지만, 스튜어드십코드 도입에 따른 실효성은 낮다는 지적을 받아왔음
- 그간 자율 선언에 가까웠던 스튜어드십 코드는 금번 개선안을 통해 본격적인 이행 점검, 결과 공시 의무화, 사후관리 체계 등을 갖출 예정

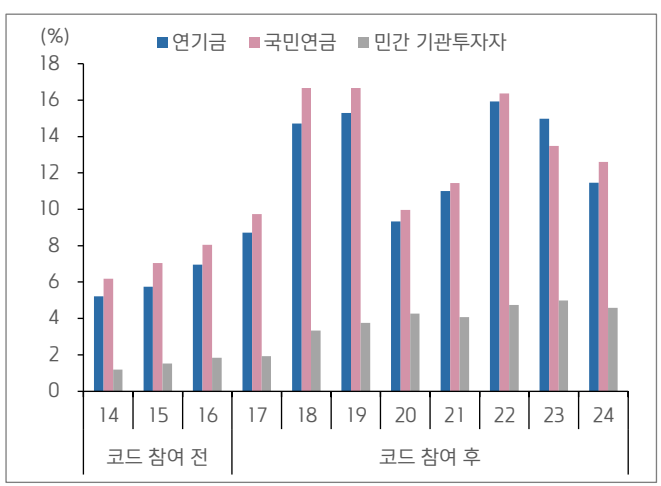
	현행	개선
이행점검 절차 도입	- 스튜어드십 코드 가입 이후 참여기관이 '원칙 준수, 예외 설명' 방식으로 이행 보고서 작성 - 보고서를 작성*하지 않아도 별도 점검 또는 피드백 부재	- 참여기관이 보고서 자체 작성 → 실무 점검 → 스튜어드십 코드 발전위원회 최종 검토·의결 - 준비역량·파급효과 등을 감안하여 자산운용사·연기금부터 우선 점검 후 단계적으로 확대 운영 - 각 원칙별로 필요한 체계와 수행 활동 관련 12개 항목의 이행 여부 점검(필요시 업권 특성에 따라 조정)
이행점검 결과 공시	- 참여기관이 작성한 이행 보고서를 참여기관별 홈페이지에 게재(홈페이지 미운영시 보고서 확인방법 부재)	- 기관투자자별 이행 내역을 쉽게 비교·확인할 수 있도록 점검기준에 따른 기관투자자별 활동 점검결과 비교·공시 - 모범사례 및 우수기관 발굴을 통해 기관투자자의 참여 확대 유도
이행점검 결과 활용	- 주요 연기금은 국내주식 위탁운용사 선정시 스튜어드십 코드 참여기관에 가점을 부여 중	- 스튜어드십 코드 이행 점검 결과가 저조한 기관은 피드백 실시를 통해 보완사항을 제시하여 개선 유도 - 스튜어드십 코드 참여 연기금 간 협의체를 마련·운영지원하여 연기금의 스튜어드십 코드 점검결과 활용 도제고
스튜어드십코드 개정 추진	- 기관투자자의 역할이 강화되고 있음에도 '16년 제정 이후 개정이 이루어지지 않아 적용 범위 및 대상이 제한적 - 수탁자책임의 범위, 투자대상회사의 점검요소 등 관련하여 주요 비재무지표로 '지배구조 '와 관련된 사항만 기술 - 이미 투자가 이루어진 투자대상에 대한 주주활동 중심 - 국내 상장주식으로 한정	- 수탁자 책임 이행시 고려사항에 지배구조(G)외 환경(E), 사회(S) 등 요소 강화 - 투자대상회사를 선정하는 투자의사결정 등 자산배분, 운용 등 주주활동 관련 일련 활동 폭넓게 포함 검토 - 상장주식 외 채권, 인프라, 부동산, 비상장주식 등으로 유형을 확대하고, 지역적 제한을 해제하여 해외 자산도 포함 검토

자료: 금융위, 키움증권 리서치센터

05. 스튜어드십코드 실효성 제고 속 기관투자자 주주활동 확대 전망

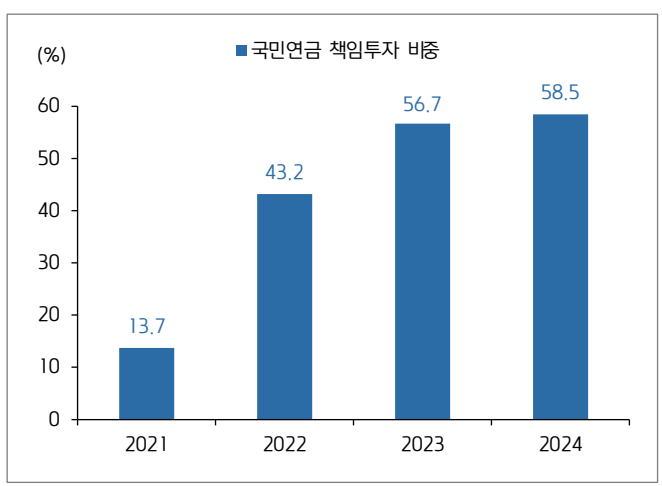
▶ 스튜어드십코드 내실화 방안에 따라, 자산운용사, 연기금부터 우선 점검 후 단계적으로 확대해 나갈 예정
- 2016년 국내 스튜어드십 코드 도입 이후 참여 기관 수 지속적으로 증가하였고, 특히 '18년 국민연금이 스튜어드십코드를 도입한 이후 국내 기관투자자의 반대 의결권 행사 및 주주관여 활동 점진적으로 증가함
- 지난해 통과한 상법 개정안과 금번 스튜어드십 코드 개정안은 상장사 거버넌스 개선을 목적으로 하며, 연기금을 비롯한 국내 기관투자자의 적극적인 주주활동을 뒷받침할 것으로 예상

국내 연기금 정기주총 반대 의결권 행사 비율



자료: 연기금별 수탁자책임보고서, 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

국민연금 자산군 내 책임투자 적용 비중 추이



자료: 국민연금공단, 키움증권 리서치센터
주) 국내외 주식, 채권 기준

키움증권

06. 자사주 소각 의무화 관련 3차 상법개정 모멘텀도 유효

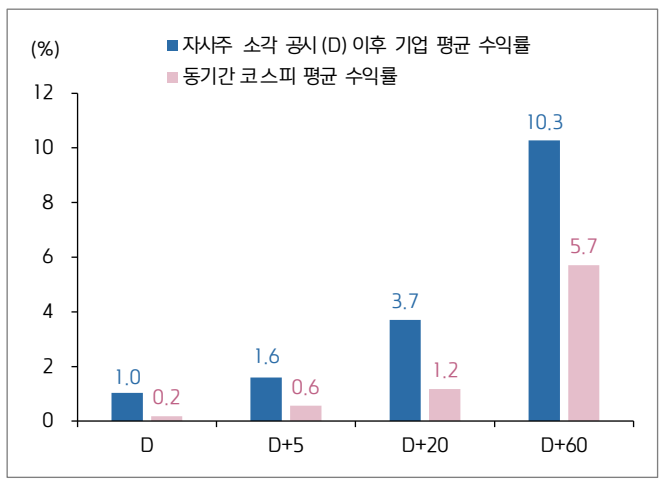
▶ 1,2차 상법 개정안 국회 통과 이후 자사주 소각 의무화를 포함한 3차 상법개정안도 근시일 내 통과 기대
- 12월 26일, 더불어민주당 측은 3차 상법 개정안을 늦어도 '26년 1월 국회에서 처리할 것이라고 예고
- 법안 초안 기준, 신규 취득 자사주는 1년 이내, 기보유 자사주는 1년 6개월 이내 의무 소각을 골자로 할 전망
  다만, 유예기간 조정 등 세부 설계안은 추후 변경될 가능성도 염두에 둘 필요
- 소각 자체를 의무화하는 법안인만큼, 해당 법안 통과될 경우 자사주 비중이 높은 지주사 등은 주가 상승 동력 재차 생성될 전망

자사주 소각 의무화 관련 3차 상법개정안 내용

처분 기한	– **취득일 기준 1년 이내 소각 원칙(기보유분은 6개월 추가 유예 부여)**
자사주 규정	– 자사주 대상의 교환, 상환사채 발행 불가, 합 병 및 분할시 신주 배정 금지 등
자사조 보유 및 처분 계획 작성 의무	– 보유 또는 처분 계획서를 매년 주 총에서 승 인받아야 함
위반시 과태료	– 계획서 위 반 시 이사에 5,000만원 이하 과태료 부과
자사주 처분 절차 규정	– 신주 발행 절차를 준용해 인수권 부여 등

자료: 국회, 키움증권 리서치센터

자사주 소각 공시 이후 기간별 기업 평균 수익률



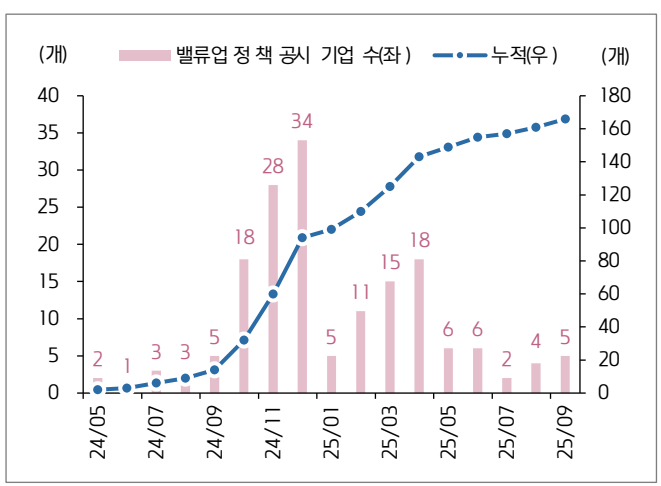
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 2024년 이후 시가총액 3,000억원 이상 기업 중 자사주 소각을 공시한 243개 기업 (중복 기업 포함)

키움증권

07. 기업 밸류업 공시 프로그램도 지속될 전망

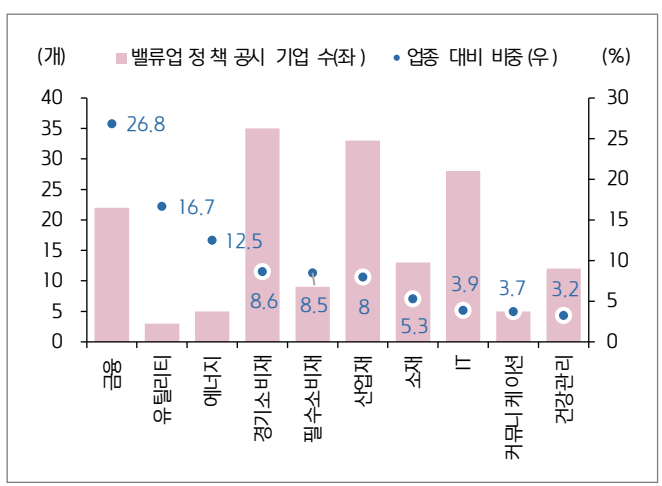
- 지난 정권에서 증시 부양책으로 내놓은 밸류업 정책은 정권 교체 이후 일시적으로 소강 상태에 진입. 새 정부의 증시 정책의 초점이 강제성을 동반한 기업 지배구조 개선으로 이동했기 때문
  - 다만, 밸류업 정책은 저평가된 기업 가치 제고, 주주환원 확대라는 방향성 측면에서 현 정부와 맥을 같이 함
  - 현 정부의 자본시장 친화적인 스탠스를 감안시, 내년에도 밸류업 정책 기조는 지속될 것으로 전망
  - 거래소 측도 최근 밸류업 편입 기업을 대상으로 공시 참여를 재차 독려하는 등 프로그램 지속적으로 추진할 방침을 밝힘
- '25년 11월 말 기준, 전체 2,500여개 기업 중 약 6%인 168개 기업만 밸류업 정책을 공시한 상태
  - 현재까지는 금융주 및 업종 대형주를 중심으로 밸류업 정책을 공시했지만, 현재 정부 정책 기조를 감안한다면 내년부터 여타 상장사의 추가적인 밸류업 정책 공시가 이어질 것으로 판단

국내 기업가치 제고 계획 공시 기업 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치센터

국내 업종별 기업가치 제고 계획 공시 현황



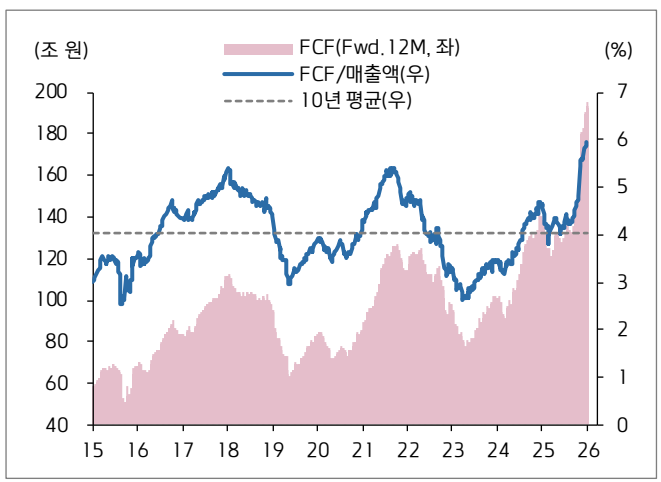
자료: KRX, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. 증익 사이클 속 상장사 주주환원 확대 여력도 증가

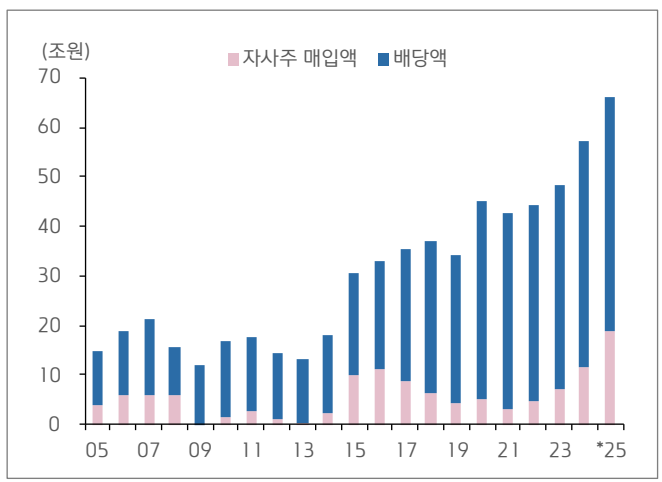
- 국내 상장사 증익 사이클 도래 속 주주환원의 원천인 잉여현금흐름(FCF) 여력도 개선세
  - '25년 12월 말 기준, 코스피 12개월 선행 매출액 대비 FCF는 5.9%로 지난 10년 이후 최고치 수준
  - 향후 상장사 이익 전망 상향이 지속될 수 있다는 점을 감안한다면, 주주환원 확대 여력은 보다 더 개선될 전망. 현재 국내 상장사의 FY25 현금배당액 전망치는 48조 원 수준으로, 이익 전망치 상향과 더불어 확대 추세
- '21년도 이후 상장사의 주주환원 금액은 꾸준히 증가하고 있으나, '24년 기준 주주환원율은 33%로 신흥국(43%)을 여전히 하회하고 있는 상황
  - 밸류업 정책, 세법 개정, 행동주의 활성화 속 주주환원 확대 압력으로 향후 유의미한 주주환원율 증가 예상

코스피 잉여현금흐름 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

국내 상장사 자사주 매입액 및 배당액 추이



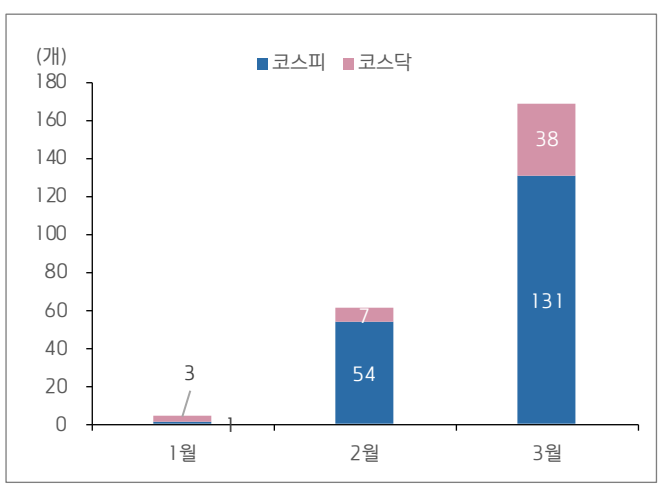
자료: FnGuide, Infomax, 키움증권 리서치센터
주) '25년 자사주 매입액은 연간 순취득액 기준, 배당액은 '25년 컨센서스 기준

키움증권

09. 배당 기준일 변경 속 수급 계절성 연초로 이연

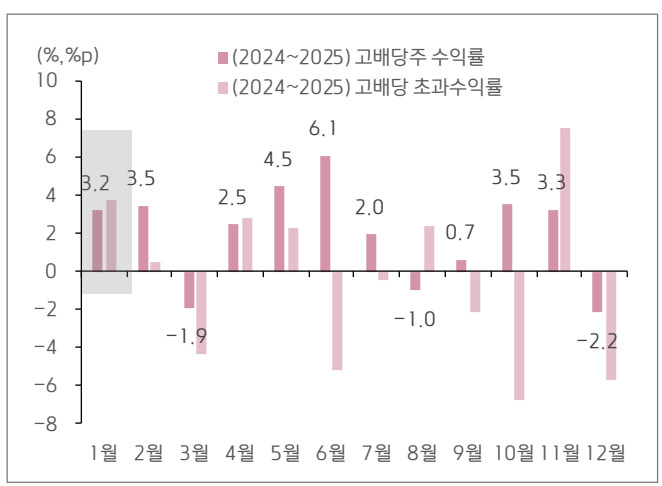
▶ 대표적인 고배당 기업인 은행 등 주요 금융주들은 정관 개정을 통해 배당 기준일을 2월~3월 말, 4월 초로 변경
- ex)주총소집, 이사회 결의(2월) → 주총 배당액 확정(3월) → 배당기준일(3월 말 4월 초) → 배당 지급(4월말)
- 고배당 기업을 대상으로 한 배당향 수취 자금이 1월부터 선제적으로 유입될 가능성도 염두에 둘 필요
- 실제로, 배당절차 개선이 적용된 '24년, '25년의 1월 고배당주의 평균 수익률은 3.2%로 BM(코스피200)의 -0.6%를 상회

2025년 배당기준일 변경 기업 월별 분포



자료: 한국상장사협의회, 코스닥협회, 키움증권 리서치센터

'24년, '25년 월별 평균 고배당주 수익률 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 코스피200고배당 기준, BM은 코스피200

키움증권

10. 배당소득 분리과세 도입에 따른 배당 확대 유인 증대

▶ '25년 12월, 고배당 상장법인을 대상으로 한 배당소득 분리과세 도입안 확정되며 배당 투자 유인 증가
- 또한, 해당 법안은 FY25('26년 초 지급) 배당분부터 적용됨에 따라 '26년부터 상장사로 하여금 배당 확대 유인 증대 요인으로 작용할 전망
- 특히, 배당성향이 25%에 소폭 미치지 못하는 기업은 분리과세 혜택을 받기 위해 배당 상향 가능성이 상대적으로 높을 것으로 예상

배당소득 분리과세 내용

적용대상	24년 대비 배당 이 감소하 지 않은 법인에 한하여, 1) **배당성향 40% 이상 또는** 2) **배당성향 25% 이상 및 전년 대비 10% 이상 증가**
적용시기	**2026년 결산** 배당
세율	- 배당 소득 2,000만원 이하 : 14% (지방세 포함 시 15.4%) - 2,000만원 초과~3억원 이하 : 20% (지방세 포함 시 22.0%) - 3억원 초과 ~ 50억원 이하 : 25% (지방세 포함 시 27.5%) - 50억원 초과 : 30% (지방세 포함 시 33.0%)

자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

배당성향 20~25% 이내 기업 중 배당 서프라이즈 예상 기업

코드명	종목명	FY24 DPS(원)	FY25E DPS(원)	FY25E 배당성향 (%)
A078930	GS	2,700	2,683	24.9
A018670	SK가스	8,000	8,555	24.9
A105560	KB금융	3,174	3,695	24.5
A329180	HD현대중공업	2,090	3,466	24.4
A161390	한국타이어앤테크놀로지	2,000	2,327	24.3
A307950	현대오토에버	1,780	1,741	24.1
A064760	티씨케이	1,410	1,498	23.5
A005930	삼성전자	1,446	1,524	23.0
A089030	테크윙	130	130	22.8
A139130	iM금융지주	500	671	22.7
A237690	에스티팜	500	500	22.3
A294870	HDC현대산업개발	700	764	22.2
A009540	HD한국조선해양	5,100	8,826	22.0
A055550	신한지주	2,160	2,339	21.6
A112610	씨에스윈드	1,000	938	21.4
A079550	LIG넥스원	2,400	2,900	21.4
A071050	한국금융지주	3,980	7,367	20.9
A010140	삼성중공업	0	150	20.5
A011210	현대위아	1,100	1,160	20.4
A204320	HL만도	700	730	20.3

자료: FnGuide, I키움증권 리서치센터
주) FY2025는 컨센서스 기준, 해당 기업은 FY25 순이익증가율 YoY이 (+)인 기업