유진투자증권

Global Macro | 2026.1.12

Equity Strategy

긍정의 속도 위반

Equity Strategy Overview

지난 3주 동안 코스피는 14% 올랐다. 지난 10월에 버금간다. 언제든 속도 조절은 나타날 수 있다. 상반기 반도체 실적 모멘텀이 빠르게 소진될 위험은 있지만, 이익 전망에 비해 반도체 시가총액 비중은 여유가 있다. 더군다나 반도체를 제외하면 자동차, 유틸리티, 조선 등의 매력도 여전하다.

글로벌 전략 **허재환**_ 02)368-6176_ jaehwan.huh@eugenefn.com

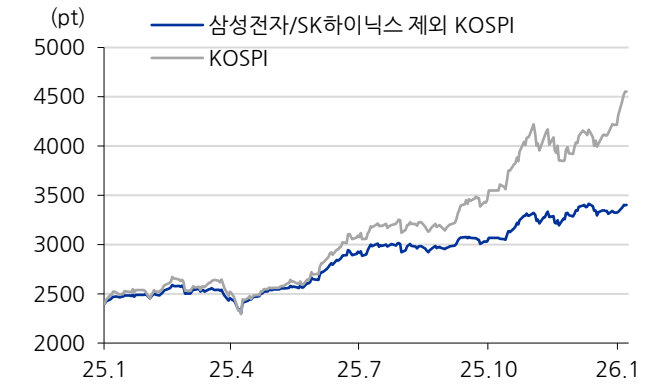
- 연초 랠리로 코스피 5천pt가 가시권에 들어오고 있음. 반도체 등 국내 기업이익 추정치가 가파르게 상향됨.
- 이러한 폭발적인 반도체 이익 상향은 이례적임. AI 수요와 함께 경쟁 구조의 변화 때문임.
- 반도체에 비해 다른 업종들의 체감은 떨어짐. 다행히 그외 업종들의 이익 기대도 점차 개선 중임.
- 이익 비중과 시가총액 비중 간 차이 측면에서 반도체, 자동차, 조선, 유틸리티 업종에 대한 관심이 유효해 보임.

코스피는 12/18일 이후 3주 만에 14% 상승하며 4,600선에 육박했다. 10월 코스피 19.9% 상승 속도와 유사하다. 이 속도면 1월 내 KOSPI 5,000pt도 불가능하지 않다. 반도체 이익이 가파르게 상향되고 있기 때문이다. **닷컴버블 붕괴 및 글로벌 금융위기 직후 회복 국면을 제외하면 이러한 반도체 이익 상향 속도는 이례적**이다.

폭발적인 AI 수요는 어제 오늘 일은 아니다. 그러나 '학습'에서 '추론'으로 AI가 발전해가는 과정이라는 점과 과거와는 달리 주요 업체들이 과도한 설비투자 경쟁을 피하려는 경쟁구조 변화 때문에 병목 현상은 더 뚜렷하다. 이러한 측면에서 **1) AI 인프라 수요가 둔화되거나, 2) 누군가 반도체 점유율 확대를 위해 설비투자를 더 공격적으로 늘리거나, 3) 상반기 성장기대를 다 반영한 이후 하반기 모멘텀이 둔화될 때를 유의할 필요**가 있다.

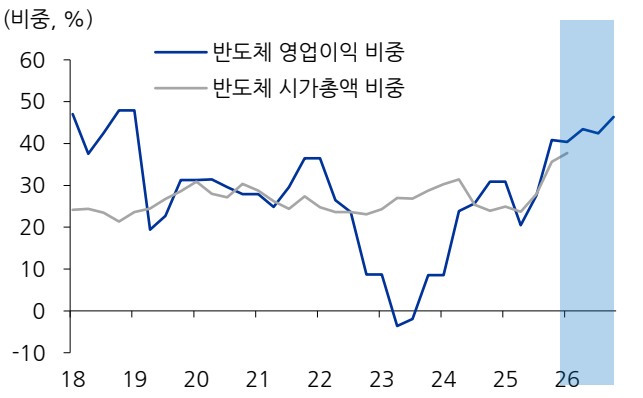
반도체가 독주하다 보니 후유증도 있다. 반도체 이외 주식시장 체감은 아직 떨어진다. 하지만 반도체 이외 기업실적 기대도 나쁘지 않다. 반도체 주가가 쉰다고 국내 증시가 크게 흔들릴 위험은 작년보다 낮다. 이익 비중과 시가총액 비중과의 차이를 감안할 때 반도체뿐만 아니라, **자동차, 조선, 유틸리티에 대한 관심**이 필요하다.

반도체 제외 코스피는 흥분 조짐 없어



자료: Quantiwise, 유진투자증권

이익 비중을 감안할 때 반도체 비중 추가 확대 여지



자료: Quantiwise, 유진투자증권

폭발적인 반도체 이익 상향

연초 코스피 상승세가 심상치 않다. 지난 주 후반 주춤하긴 했지만 코스피는 12/18 일 이후 14% 상승했다. 4,600 선에 육박했다(1/8 일 장중 4,622pt). 이 속도면 이달 내 KOSPI 5,000pt 도 불가능하지 않다.

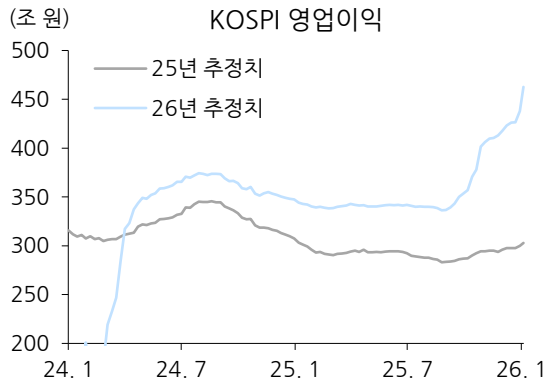
반도체 이익의 폭발적인 상향 조정

반도체 이익 때문이다. 2026 년 코스피 영업이익 추정치가 12 월말 이후 가파르게 상향되고 있다(도표 1). 이제 **반도체 영업이익 컨센서스는 25 년 85~86 조원에서 26 년 190~200 조원으로 2 배 넘게 늘어날 것으로 예상**되고 있다(도표 2).

가시권에 들어온 코스피 5 천

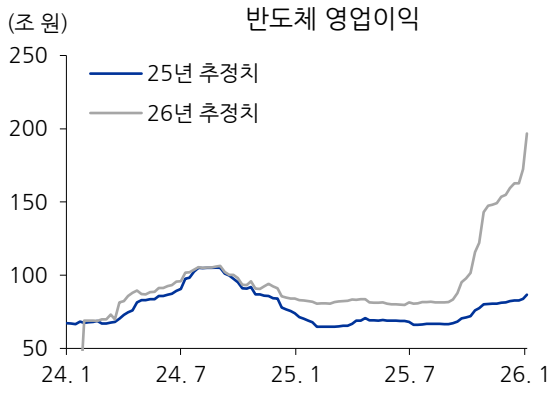
반도체 이익 증가로 인해 올해 코스피 영업이익은 460 조원 이상으로 추정된다. 영업이익과 일평균 코스피 간 상관관계로 추정해 보면, 적정 코스피 상단은 4 천 후반대에서 5,360pt 로 상향된다(도표 3). 애널리스트로서 주가가 오른다고 코스피 상단을 올리고 싶지는 않지만, 이익 상향 속도를 무시할 수는 없다.

도표 1. **25/12 월말 이후 이익 상향 가팔라져**



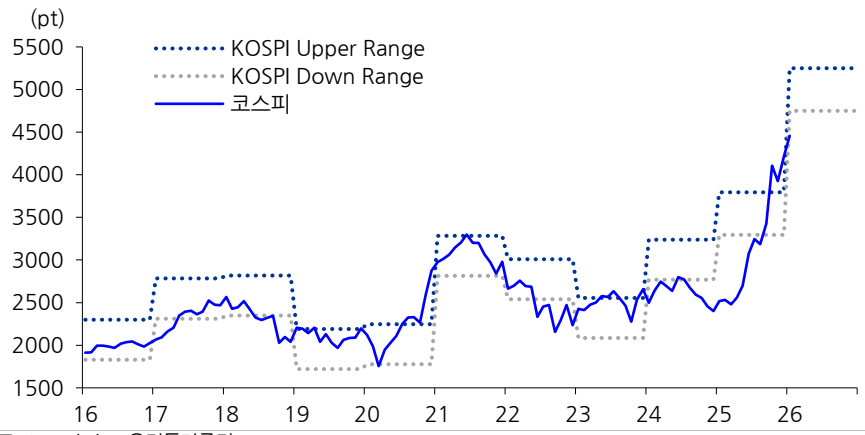
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 2. **올해 반도체 영업이익 200 조원 컨센서스**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 3. **올해 코스피 영업이익 460 조원 가정하면, 코스피 적정 주가 5 천 상회**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

구조적 성장, 그러나 모멘텀은 상반기에 집중

이례적인 반도체 이익 증가 속도

이러한 반도체 이익 증가 속도는 이례적이다. 올해 반도체 영업이익은 2 년간 240% 급증한 것인데, 닷컴버블 이후 01~03 년(730%), 08~10 년(903%) 등 침체/위기 이후 나타난 회복을 제외하면 처음보는 속도다(도표 4). 올해 반도체 영업이익 비중은 41.5%로 역대 최고가 될 가능성이 높다(도표 5).

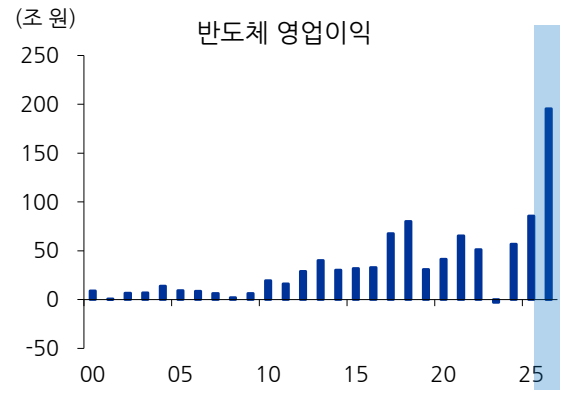
폭발적인 AI 수요 과도한 설비 경쟁 회복 노력

폭발적인 반도체 이익 증가가 어떻게 가능할까? AI 수요가 GPU 중심의 '학습'에서 '추론'으로 확대되면서 나타난 구조적 변화와 함께, **과거와는 달리 주요 반도체 업체들이 과도한 설비투자 경쟁을 피하는 과정에서 생긴 결과**라고 보인다.

반면 상반기 모멘텀이 너무 집중될 위험

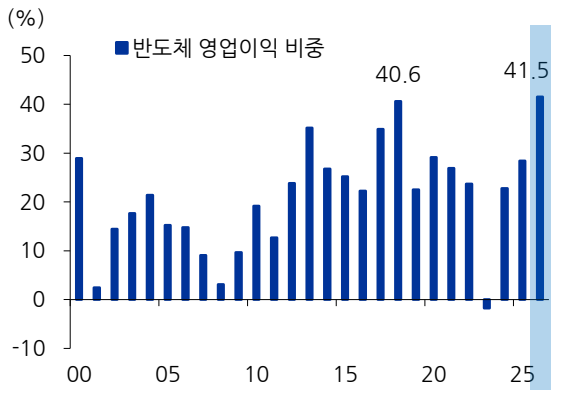
즉, **1) AI 인프라 수요가 둔화되거나, 2) 누군가 점유율 확대를 위해 설비투자를 더 공격적으로 늘리거나, 3) 상반기 성장기대를 너무 다 반영해서 하반기 모멘텀이 둔화될 때(도표 6~7)까지는 긍정적인 시각을 유지**할 필요가 있다.

도표 4. **구조적 변화를 반영한 반도체 이익 기대**



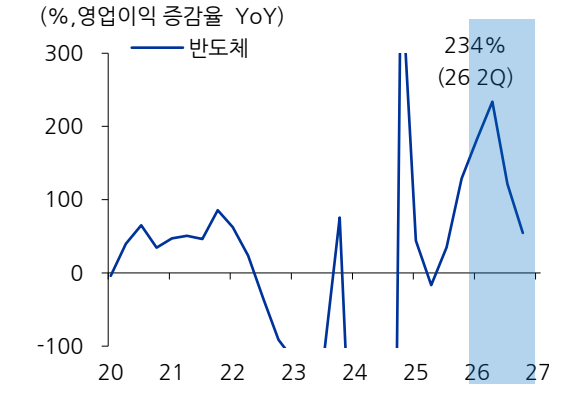
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 5. **역대 최고 반도체 이익 비중 가능성**



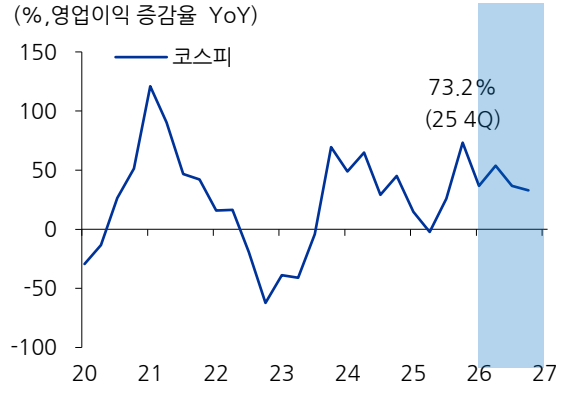
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 6. **하지만 상반기 반도체 이익 모멘텀 Peak**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 7. **하반기까지 모멘텀 지속 여부는 불확실**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

반도체 빼면 과열/흥분 조짐 미미

이처럼 반도체 비중을 줄일 시점은 아니다. 반도체 업종의 12 개월 예상 이익 대비 PER 은 9 배 수준에 불과하다. 코스피(10.4 배)보다도 낮다(도표 8).

반도체 제외한 코스피는 3,400 선으로 추정

관건은 반도체를 제외한 다른 업종들이다. 필자의 계산으로 **반도체(삼성전자와 SK 하이닉스)를 제외한 코스피는 이제 3,400 선**이다(도표 9). KOSPI 가 연초 이후 8% 상승했다. 반도체를 제외한 코스피는 +2.3% 상승에 그쳤다. 반도체를 제외한 국내 증시는 그렇지 화려하지는 않다.

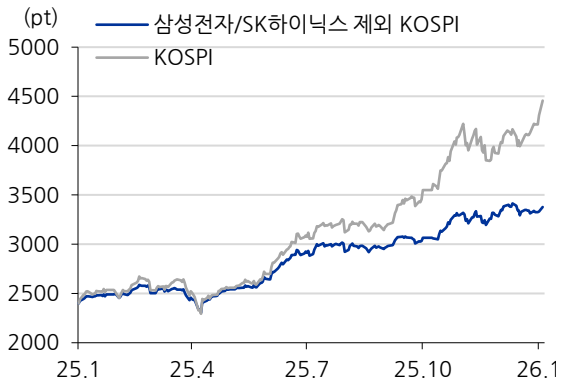
반도체 제외한 코스피 영업이익도 소폭 상향 조정

그래도 반도체 이외 업종으로의 확산 조짐도 있다. 반도체 제외 국내 기업이익도 상향되고 있다(도표 10). **반도체를 제외한 코스피 영업이익은 올해 20% 늘어날 전망**이다. 밸류에이션 부담도 낮다(10 배 초반으로 지난 여름 수준, 도표 11). 반도체 이익 기대가 흔들려도 국내 증시가 심하게 조정을 받을 가능성은 낮다.

도표 8. **반도체 PER 은 9 배 미만**

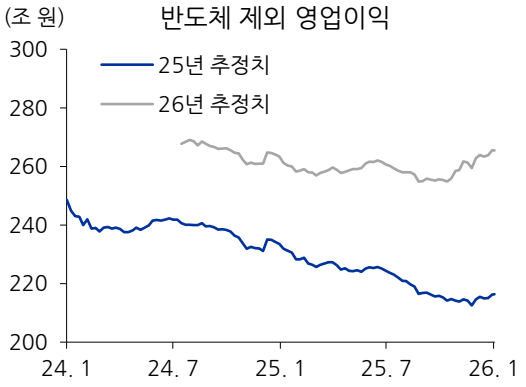
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 9. **반도체 빼면 코스피는 3,400 선**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 10. **반도체 제외한 코스피 영업이익 점차 상향**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 11. **반도체 제외 국내증시 PER 10 배 초반**

자료: Quantiwise, 유진투자증권

자동차/조선/유틸리티도 저평가

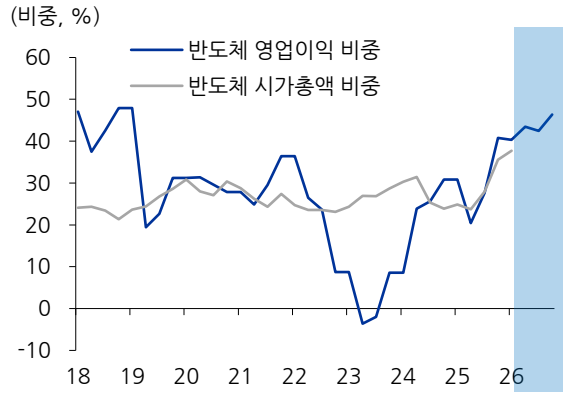
반도체를 빼고 주식시장을 논하기는 어렵다. **반도체 이익 상향 속도와 이익 비중(42%)을 감안하면 반도체 업종의 시가총액 비중은 아직 낮다(37%**, 도표 12).

반도체 이외 자동차, 조선, 유틸리티 선호

그러나 반도체만 들고 갈수는 없다. **영업이익 비중과 시가총액 비중 차이 측면에서 비중을 더 늘릴 필요가 있는 산업은 자동차, 조선, 유틸리티** 등이다(도표 13~15). 자동차 만의 이익 모멘텀은 화려하지 않다. 하지만, 이익 비중에 비해 시가총액 비중이 낮다(5.3%). 이번 CES 를 통해 자동차 업종이 자율주행/로봇 산업과 동행할 가능성도 보여주었다.

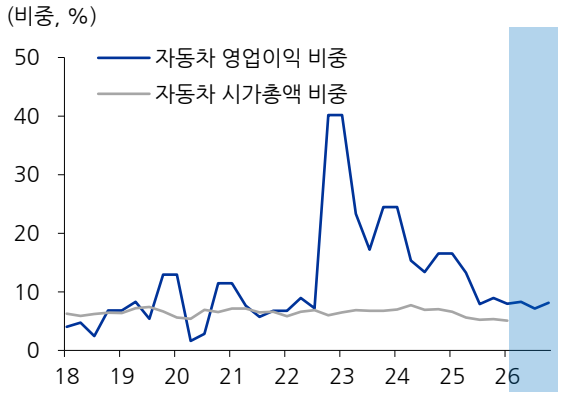
조선업종의 이익 모멘텀은 24~25 년에 비해 떨어진다. 그러나 이익 비중에 비해 과하지 않다. 유틸리티 업종도 유사하다(도표 15). 반도체를 중심으로 하되, 자동차, 조선, 유틸리티 업종에 대한 관심도 필요해 보인다.

도표 12. **반도체 이익을 감안하면 아직 진행형**



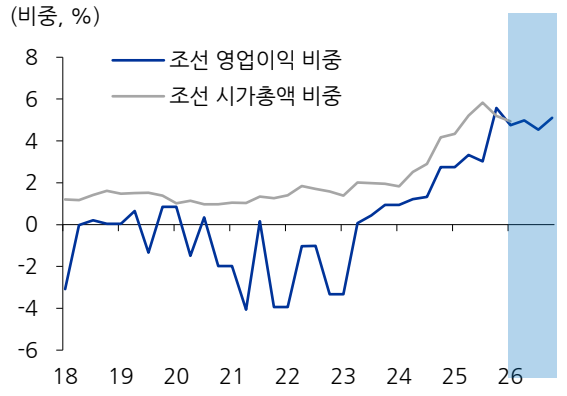
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 13. **절대 저평가 영역인 자동차**



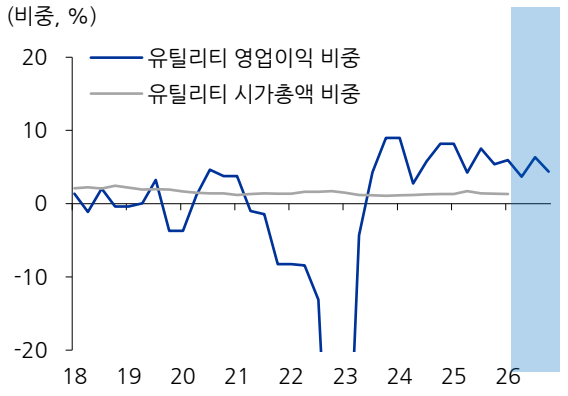
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 14. **적정 수준인 조선**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 15. **저평가된 유틸리티**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다