



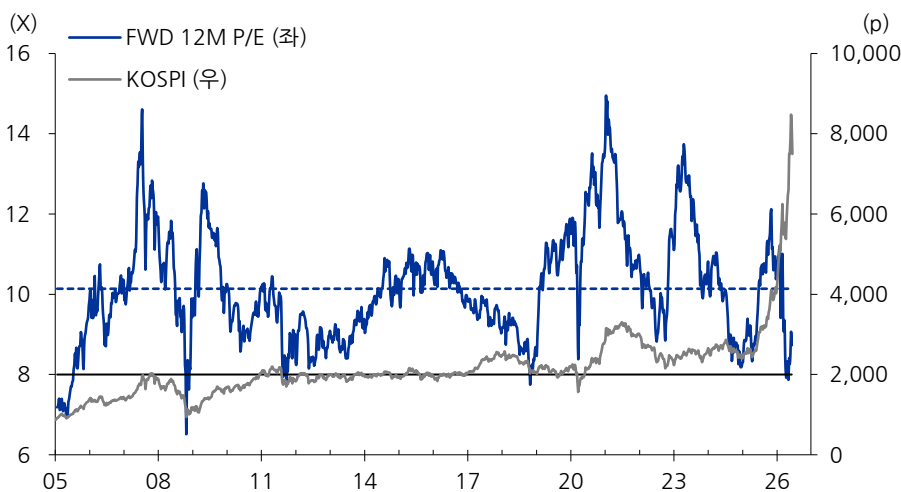
VIX 상승, KOSPI 밸류에이션, 지지선 추정

ETF/파생상품 강승철 02)368-6153_buykang@eugenefn.com

KOSPI 밸류에이션, 지지선 추정

- 코스피 밸류에이션: 코스피 12개월 선행 P/E 지난 주말 8.7배 기록(6/5일, KOSPI 8,160p, 12m fwd EPS 935p, Refinitiv 자료). 오늘(6/8일) 주가 하락으로 8배 수준 하락
- 과거 12개월 선행 P/E 8배는 KOSPI 지수 바닥권이었음. 지수가 8배 이하 수준에서 머무른 기간은 과거 길지 않았음 (그림 1)
- 수치로 보면, 2005년 이후 KOSPI P/E 7배~8.6배는 밸류에이션 최하위 10% 이하에 해당하는, 밸류에이션이 가장 낮은(싼) 구간임
- 해당 수준에서 투자했을 때 이후(6개월, 1년, 3년~5년, 10년 뒤) KOSPI 성과는 좋았음 (표 1)

[그림 1] KOSPI, 12M fwd P/E 추이



자료: Refinitiv, 유진투자증권

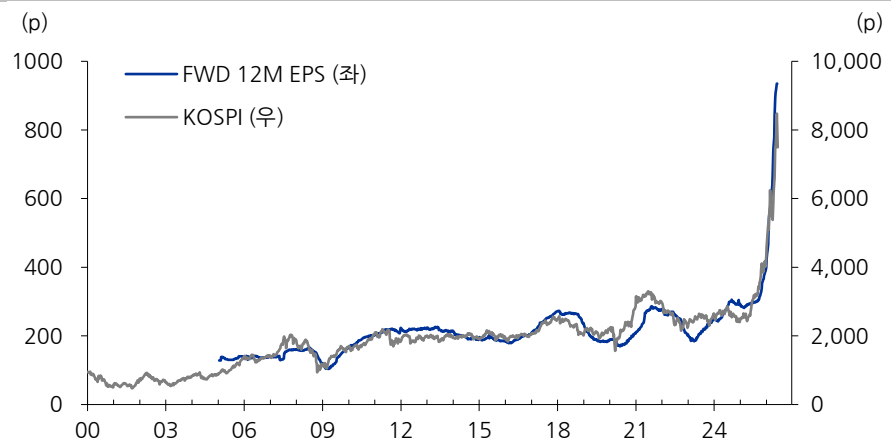
[표 1] KOSPI 12M fwd P/E, 이후 KOSPI 수익률

Percentile (%)		P/E (X)		수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률
부터	까지	부터	까지	6M		1Y		3Y		5Y		10Y	
0	10	6.9	8.6	16%	91%	27%	93%	42%	98%	45%	100%	80%	100%
10	20	8.6	9.0	7%	65%	24%	74%	15%	81%	27%	100%	38%	100%
20	30	9.0	9.3	2%	50%	10%	46%	12%	77%	14%	82%	34%	100%
30	40	9.3	9.7	3%	56%	10%	61%	8%	56%	21%	85%	41%	100%
40	50	9.7	10.0	4%	62%	10%	72%	9%	68%	20%	81%	40%	96%
50	60	10.0	10.3	3%	61%	9%	66%	12%	66%	28%	85%	52%	100%
60	70	10.3	10.7	6%	55%	1%	50%	13%	82%	26%	90%	72%	100%
70	80	10.7	11.1	4%	43%	-2%	39%	12%	81%	24%	82%	77%	100%
80	90	11.1	12.0	2%	48%	4%	60%	16%	79%	29%	99%	35%	100%
90	100	12.0	14.8	10%	65%	6%	65%	33%	53%	40%	85%	37%	100%
평균				6%		10%		17%		27%		52%	

자료: Refinitiv, 유진투자증권. 2005년 이후. 배당을 포함하지 않은 Price index 기준

- 지금이 과거 KOSPI 밸류에이션이 8배 수준까지 하락했던 때와 다른 점은 주가가 빠르게 오르는 국면에서 밸류에이션(P/E)이 낮아졌다는 점임
- 즉 현재 밸류에이션이 역사상 하단 부근까지 낮아진(싸진) 건, 높은 이익전망 때문
- KOSPI 향후 12개월 이익 전망(EPS)은 사상 최고 수준. 또한 작년 4분기 이후 올해 이익 전망치의 상향 조정 폭이나 속도 역시 과거 유례없는 수준임

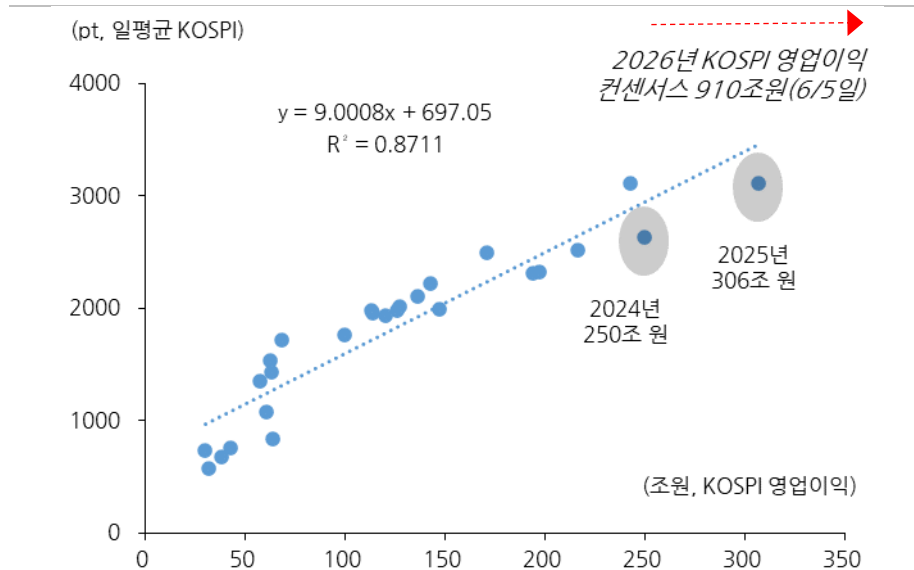
[그림 2] KOSPI, 12M fwd EPS 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

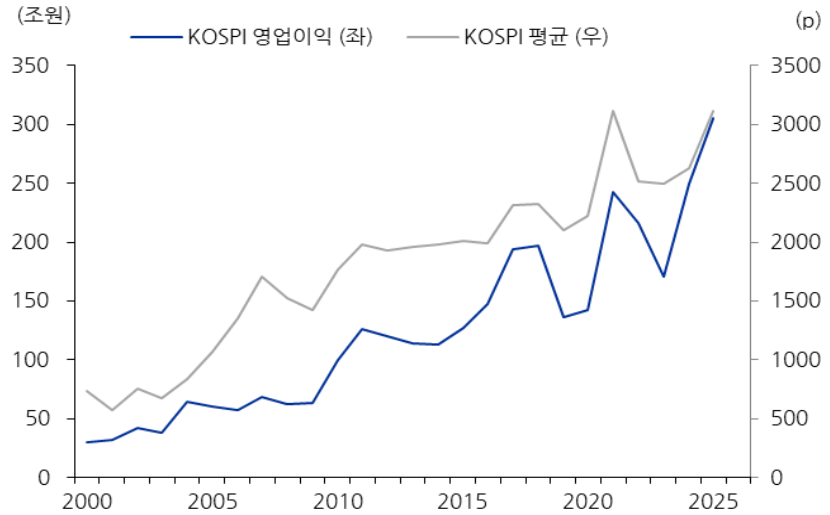
- 주지하다시피, 작년 4분기 이후 올해 KOSPI 이익 전망 상황은 거의 대부분 반도체가 주도하고 있음,
- 작년 8월말 336조원 이던 올해(2026년) KOSPI 영업이익 전망치가 6월 현재(6/5일) 913조원으로 2배 이상(+577조원) 상향 조정됐는데,
- 이 중 92%에 해당하는 530조원은 반도체(삼성전자, 하이닉스) 이익 전망 상황이 차지하고 있음
- 또한 올해 현재 KOSPI 영업이익 전망 913조원 중 60% 이상을(67%) 삼성전자, 하이닉스 2종목이 차지. 삼성전자, 하이닉스 올해 영업이익 컨센서스 금액은 각각 352조원, 258조원임(6/5일 기준)
- 한편 KOSPI 지수는 기업 이익에 연동.
- KOSPI 지수와 KOSPI (영업)이익은 상관관계가 높음. 추가: KOSPI 지수는 기업 이익에 따라 결정되는 모습을 보였음
- 따라서 이익 전망에 따라 적정 KOSPI 지수를 추정해 볼 수 있음. 현재 기준 올해 KOSPI 영업이익 전망(910조원, 6/5일)을 적용하면, 적정 KOSPI 지수는 8,880p로 계산됨

[그림 3] KOSPI 이익 따라 KOSPI 지수 수준 결정 (2000년~2025년)



자료: Fnguide, 유진투자증권

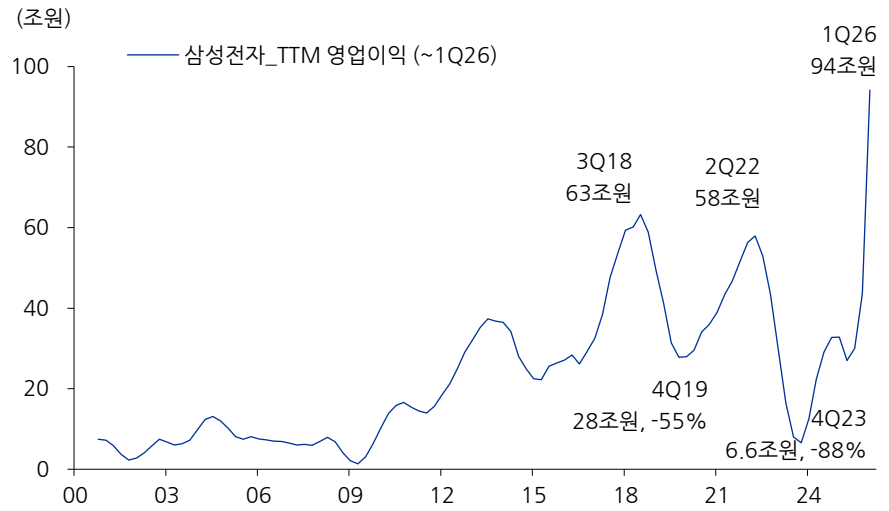
[그림 4] KOSPI 영업이익, KOSPI 지수 추이 (2000년~2025년)



자료: Fnguide, 유진투자증권

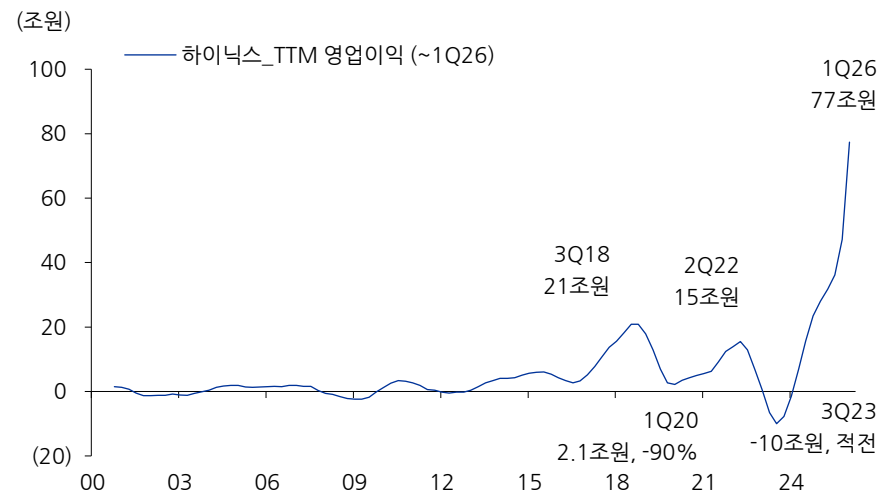
- 고민되는 점은, KOSPI 이익 전망의 대부분을 차지하는 반도체 기업: 삼성전자, 하이닉스, 이 과거 다운사이클에서 이익이 급감하는 모습을 보였다는 점(“씨클 리컬”)임
- 과거 사이클에서 삼성전자, 하이닉스 영업이익(최근 4개 분기 합산)은 고점에서 저점까지 최대 -50% ~ -90% 감소하는 모습을 보였음(그림 5, 6)
- 두 기업이 미래 이익이 감소하는 경우를 가정해 적정 KOSPI 지수 밴드를 계산해 봤음

[그림 5] 삼성전자, TTM 영업이익 추이



자료: Fnguide, 유진투자증권

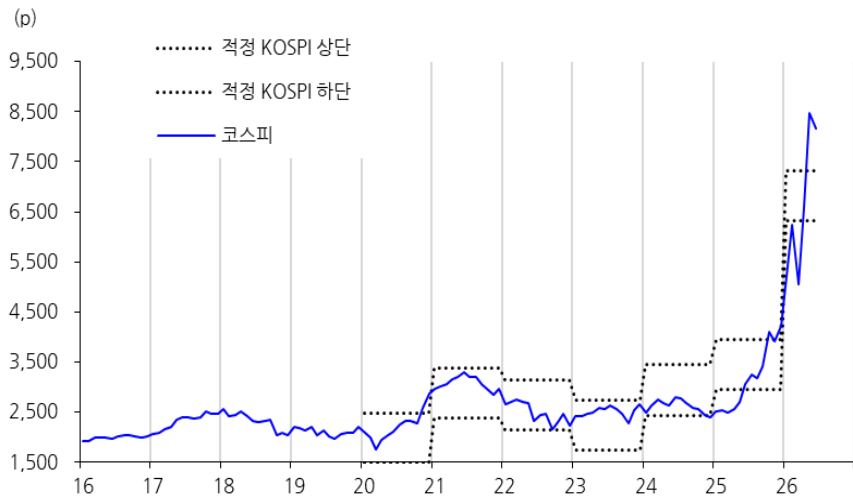
[그림 6] SK 하이닉스, TTM 영업이익 추이



자료: Fnguide, 유진투자증권

- ①: 현재의 높은 반도체 가격이 이후 공급 증가 혹은 수요 감소, (반도체) 가격 하락으로 이어지고, 삼성전자, 하이닉스 이익도 감소할 것으로 가정해 두 기업의 이익 전망을 절반(-50%)으로 깎아주면,
- 올해가 1/3 가량 지난 점을 감안해, 삼성전자, 하이닉스의 향후 12개월 예상 영업이익 사용. 이익 전망 절반(-50%)을 깎으면, 두 기업 합산 영업이익은 350조 원이 됨. 삼성전자, 하이닉스를 제외한 나머지 KOSPI 기업 이익이 전망치와 같다고 가정하면, 전체 KOSPI 영업이익은 680조원.
- 영업이익 680조원을 가정하면 적정 KOSPI 지수는 6,810p로 계산됨. 2020년~2025년 적정 지수 대비 실제 지수 등락을 감안해 ±500p 지수 상단/하단을 적용하면 지수 밴드는 6,300p~7,300p 수준이 됨

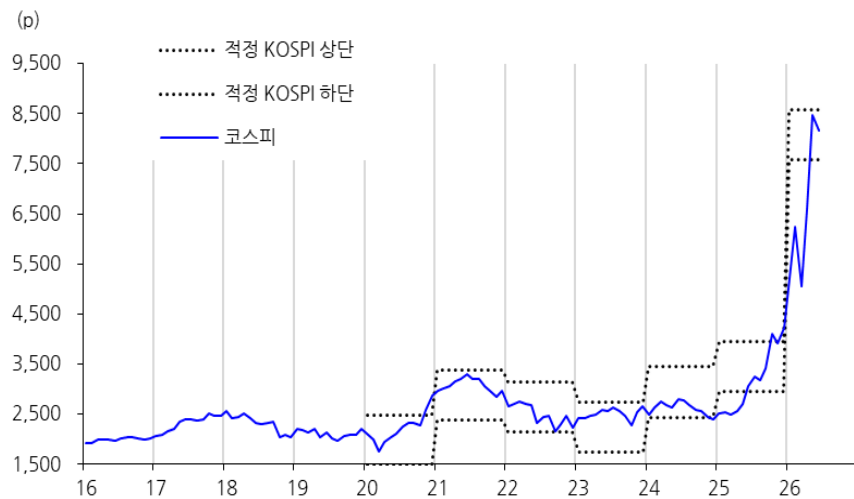
[그림 7] 적정 KOSPI와 KOSPI 지수 추이: KOSPI 밴드 6,300p~7,300p 가정



자료: Quantivise, 유진투자증권. 2020년 이후, KOSPI 영업이익으로 계산한 적정지수에 ±500p로 상단, 하단 그려 줌. KOSPI는 6/5일 마감 수치, 8,160p

- ②: AI 투자 급증과 메모리 반도체 공급 부족으로 반도체 기업이 고객사와 장기 공급계약(LTA)을 맺는 사례가 늘어나고, 이에 따라 앞으로 메모리 기업들의 이익 변동이 과거보다 덜 심해질 것으로 보는 시각이 있음
- 이를 감안해 삼성전자, 하이닉스 향후 이익이 -30%만 감소할 것으로 가정하면, 두 기업 합산 영업이익 500조원. 나머지 기업 이익이 전망치와 같다고 가정하면, KOSPI 영업이익 820조원
- 영업이익 820조원을 가정하면 적정 KOSPI 지수는 8,070p. \pm 500p 지수 상단/하단을 적용한 지수 밴드는 7,570p~8,570p 수준

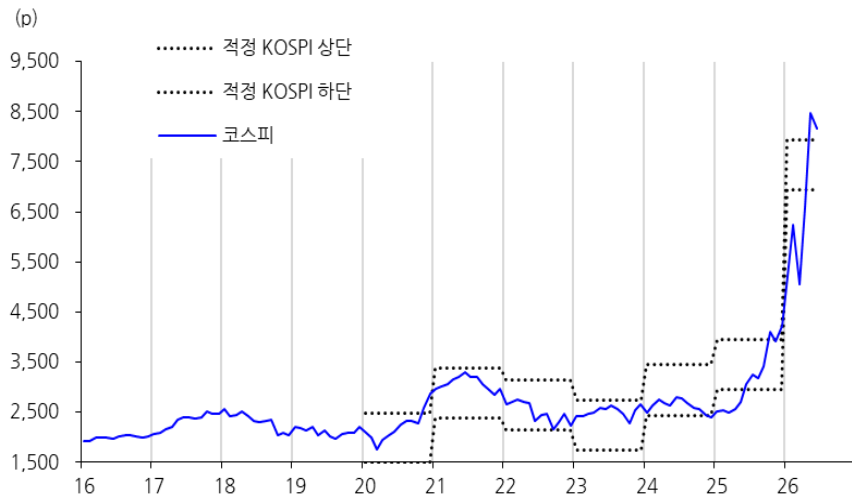
[그림 8] 적정 KOSPI와 KOSPI 지수 추이: KOSPI 밴드 7,600p~8,600p 가정



자료: Quantivise, 유진투자증권. 2020년 이후, KOSPI 영업이익으로 계산한 적정지수에 $\pm 500p$ 로 상단, 하단 그려 줌. KOSPI는 6/5일 마감 수치, 8,160p

- ③: ①과 ②의 중간을 취해 삼성전자, 하이닉스 향후 이익이 현재 전망보다 -40% 감소할 것으로 가정하면,
- 두 기업 합산 영업이익 420조원. 나머지 기업 이익이 전망치와 같다고 가정하면, KOSPI 영업이익 750조원
- 영업이익 750조원을 가정하면 적정 KOSPI 지수는 7,440p. ± 500p 지수 상단/하단을 적용하면 지수 밴드는 6,940p~7,940p 수준이 됨

[그림 9] 적정 KOSPI와 KOSPI 지수 추이: KOSPI 밴드 7,000p~8,000p 가정



자료: Quantivise, 유진투자증권. 2020년 이후, KOSPI 영업이익으로 계산한 적정지수에 ±500p로 상단, 하단 그려 줌. KOSPI는 6/5일 마감 수치, 8,160p

- 앞서 적은 내용을 정리하면, 1) KOSPI 7,500p는 12개월 P/E 8배 수준. 지수가 8배 이하 수준에서 머무른 기간은 과거 길지 않았음
- 2) 향후에 삼성전자, 하이닉스 이익이 깎이는 시나리오를 가정했을 때 7천선 초반이나 6천선 후반(③번, ①번 시나리오)을 KOSPI 지수 바닥권으로 설정할 수 있음
- 1)과 2)를 감안하면 KOSPI 6천선 후반~7,500p 사이는 분할 매수를 고려할 수 있는 지수대로 판단됨

미국 VIX 상승

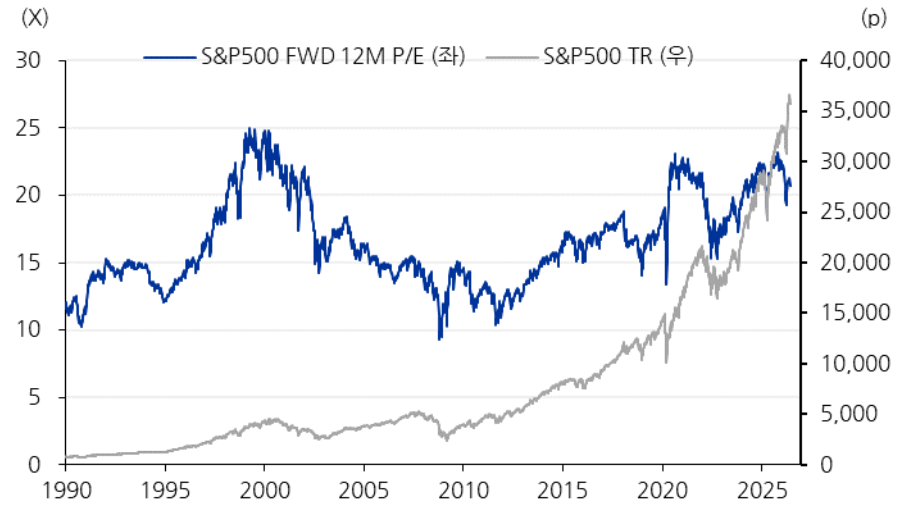
- 지난 주말(6/5일) 미국 증시 하락과 함께 VIX도 큰 폭 상승했음. 금요일 VIX는 21.5로 전일 대비 +40% 급등.
- 과거 VIX가 하루에 30% 이상 급등했을 때 이후 미국 증시: S&P500은 3개월~6개월 뒤 반등 확률이 70%~80% 수준으로 높았음 (표 3)
- 1990년 이후 전체 기간 동안 3개월, 6개월뒤 지수는 각각 72%, 81% 확률로 반등. 3개월, 6개월 뒤 평균 수익률 +4.5%, +9% 기록
- 다만 주말(6/5) 마감 기준 S&P500 12개월 선행 P/E 20.7배로 역사적 평균 대비 아직 높은 수준. 상위 82% 수준에 해당(S&P500 7,380p, P/E 20.7배)
- 과거 해당 밸류에이션 수준에서 이후 투자 성과는 밸류에이션이 낮은 다른 구간 대비 좋지 않았음, 주말 급락에도 다소 부담되는 부분
- 또한 이란 전쟁 우려로 유가 상승 지속 → 특히 장기 금리 상승으로 이어지는 경우도 미국 증시와 KOSPI에 추가적인 부담으로 작용할 것

[표 2] S&P500 밸류에이션(12m fwd P/E), 이후 수익률

Percentile (%)		P/E (X)		수익률		승률		수익률		승률		수익률		승률	
부터	까지	부터	까지	6M		1Y		3Y		5Y		10Y			
0	10	9.3	12.6	9%	78%	21%	94%	64%	99%	114%	100%	323%	100%		
10	20	12.7	13.7	5%	76%	13%	87%	61%	94%	121%	100%	221%	100%		
20	30	13.8	14.5	6%	81%	11%	87%	35%	78%	92%	97%	189%	100%		
30	40	14.5	15.0	5%	84%	11%	93%	37%	74%	95%	93%	155%	100%		
40	50	15.0	16.0	8%	91%	15%	88%	43%	89%	58%	88%	168%	100%		
50	60	16.0	16.8	6%	80%	13%	95%	53%	100%	70%	92%	172%	100%		
60	70	16.8	18.0	6%	77%	14%	92%	46%	100%	69%	90%	135%	100%		
70	80	18.0	20.3	7%	72%	14%	77%	39%	99%	30%	79%	65%	99%		
80	90	20.3	21.8	2%	54%	3%	49%	15%	72%	31%	71%	29%	96%		
90	100	21.8	24.8	4%	70%	6%	65%	-8%	31%	18%	30%	-8%	13%		
평균				6%		12%		40%		75%		168%			

자료: Refinitiv, 유진투자증권

[그림 10] S&P500 지수 12개월 선행(fwd) P/E



자료: Refinitiv, 유진투자증권

[표 3] VIX 급등*, 이후 S&P500 수익률

Date	VIX close	VIX change(%)	S&P500 change(%)	+1TD	+5TD	+10TD	+25TD	+75TD	+125TD	+250TD
1990-06-22	19.4	31.5	-1.4	-0.9	0.7	1.2	0.0	-14.2	-7.1	5.6
1990-07-23	23.7	51.5	-1.7	0.1	0.1	-5.9	-9.5	-12.3	-6.5	8.1
1990-08-03	28.7	40.7	-1.9	-3.0	-2.7	-4.9	-6.7	-7.4	-0.3	12.3
1991-08-19	21.2	32.4	-2.4	0.8	4.6	4.2	3.0	1.0	9.6	11.0
1991-11-15	21.2	51.7	-3.7	0.7	-1.7	-0.3	3.7	6.2	7.2	10.3
1994-02-04	15.3	41.9	-2.3	0.4	0.1	-0.5	-0.5	-2.9	-2.7	0.6
1997-10-27	31.1	34.3	-6.9	5.1	7.1	5.0	11.4	16.6	24.8	22.3
2001-09-17	41.8	31.2	-4.9	-0.6	-3.4	0.0	4.9	12.2	12.2	-14.3
2006-05-30	18.7	30.9	-1.6	0.8	0.3	-2.9	0.9	4.5	11.2	20.5
2007-02-27	18.3	64.2	-3.5	0.6	-0.3	-1.5	2.8	8.9	5.7	-1.9
2008-09-29	46.7	34.5	-8.8	5.4	-4.5	-9.3	-12.7	-23.7	-28.8	-5.6
2008-10-22	69.7	31.1	-6.1	1.3	3.7	6.2	-1.0	-7.8	-5.0	21.7
2010-04-27	22.8	30.6	-2.3	0.6	-0.9	-2.4	-7.2	-8.5	-0.1	13.0
2010-05-06	32.8	31.7	-3.2	-1.5	2.6	-5.0	-3.2	-5.4	5.8	20.3
2011-08-04	31.7	35.4	-4.8	-0.1	-2.3	-5.0	-3.8	1.3	10.5	14.6
2011-08-08	48.0	50.0	-6.7	4.7	7.6	0.4	4.8	6.1	20.1	24.3
2011-08-18	42.7	35.1	-4.5	-1.5	1.6	5.6	-0.4	10.2	19.1	23.2
2011-11-09	36.2	31.6	-3.7	0.9	0.6	-5.5	-1.1	11.1	10.5	12.1
2013-02-25	19.0	34.0	-1.8	0.6	2.5	4.6	5.5	8.4	11.4	23.4
2013-04-15	17.3	43.2	-2.3	1.4	0.7	2.7	7.3	8.6	9.0	18.1
2014-01-24	18.1	31.7	-2.1	-0.5	-0.4	0.4	3.1	6.0	11.0	15.2
2014-07-17	14.5	32.2	-1.2	1.0	1.5	-1.4	1.7	3.1	2.7	7.6
2015-06-29	18.9	34.5	-2.1	0.3	1.2	2.5	1.7	-3.1	0.2	-1.0
2015-08-21	28.0	46.4	-3.2	-3.9	0.9	-2.5	-4.5	4.7	-1.3	11.0
2015-08-24	40.7	45.3	-3.9	-1.4	4.2	4.0	-0.5	8.2	1.5	15.4
2016-06-24	25.8	49.3	-3.6	-1.8	3.2	4.9	6.5	4.9	11.2	19.5
2016-09-09	17.5	39.9	-2.5	1.5	0.5	1.7	0.2	6.6	11.5	15.9
2017-05-17	15.6	46.4	-1.8	0.4	2.0	3.1	3.3	5.1	9.7	15.0
2017-08-10	16.0	44.4	-1.4	0.1	-0.3	0.0	2.5	6.7	5.9	17.2
2017-08-17	15.6	32.5	-1.5	-0.2	0.4	1.7	3.0	8.6	12.4	16.0
2018-02-05	37.3	115.6	-4.1	1.7	0.3	2.5	4.4	3.2	7.2	2.9
2018-03-22	23.3	30.7	-2.5	-2.1	-0.1	-1.5	1.0	5.7	10.0	8.0
2018-10-10	23.0	43.9	-3.3	-2.1	0.8	-4.7	-3.0	-3.8	3.7	4.8
2019-08-05	24.6	39.6	-3.0	1.3	1.4	2.8	4.7	9.7	14.2	15.0
2020-02-24	25.0	46.5	-3.4	-3.0	-4.2	-14.9	-18.6	-1.1	4.9	21.1
2020-02-27	39.2	42.1	-4.4	-0.8	1.5	-16.7	-15.2	2.9	15.6	31.8
2020-03-12	75.5	40.0	-9.5	9.3	-2.9	6.0	15.9	23.1	37.0	57.2
2020-03-16	82.7	43.0	-12.0	6.0	-6.2	10.1	14.7	30.6	40.0	65.3
2020-06-11	40.8	48.0	-5.9	1.3	3.8	2.7	7.4	11.6	23.3	40.6
2021-01-27	37.2	61.6	-2.6	1.0	2.1	4.2	0.5	11.3	17.3	17.6
2021-02-25	28.9	35.4	-2.4	-0.5	-1.6	2.9	5.0	11.1	17.2	12.4
2021-11-26	28.6	54.0	-2.3	1.3	-1.2	2.6	4.4	-5.2	-11.7	-14.1
2024-08-05	38.6	64.9	-3.0	1.0	3.0	8.1	5.5	13.6	16.4	22.7
2024-09-03	20.7	33.2	-2.1	-0.2	-0.6	1.9	4.0	9.4	6.0	17.0
2024-12-18	27.6	74.0	-2.9	-0.1	2.8	1.2	3.9	-13.6	2.7	16.6
2025-04-03	30.0	39.6	-4.8	-6.0	-2.4	-2.1	4.9	16.7	23.1	21.5
2025-04-04	45.3	50.9	-6.0	-0.2	5.7	1.7	15.2	24.3	31.3	29.9
2025-10-10	21.7	31.8	-2.7	1.6	1.7	3.7	2.8	6.5	3.5	
2026-06-05	21.5	39.7	-2.6							

자료: Bloomberg, 유진투자증권. *VIX가 전일 대비 +30% 이상 상승했던 경우

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 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 3자에게 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 저작물로서 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 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다
