

Equity Strategy

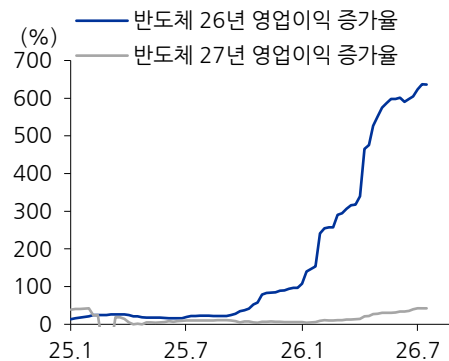
글로벌전략 하재환

6176/jaehwan.huh@eugenefn.com

반도체 고점론의 정체

- “6~7월 국내 증시 급락에는 레버리지 ETF 등 수급 문제도 있었지만, 수급만으로 보기에는 하락 폭이 너무 가팔랐음(6/22일 이후 -25%).
- “가장 논란이 되는 부분은 반도체와 코스피 영업이익 증가율 Peak 우려임. 반도체와 코스피 영업이익 증가율은 각각 올해 640%, 220%를 정점으로 내년에는 42%, 35%로 둔화될 전망이다.
- “주가는 이익에 선행하며, 이익 증가율의 기율기에 민감함. 과거 코스피는 영업이익 증가율에 2~3개월, 영업이익 자체에는 4~5개월 앞서 고점을 형성함.
- “코스피는 2026년 4~5월 이후 이익 증가율 기율기에 비해 가파르게 올랐음. 하반기 이익 증가율이 둔화될 수 있다는 점과 상반기 주가 상승 속도가 너무 가팔랐다는 점이 주가 급락의 배경임.
- “코스피 영업이익 자체는 증가 추세임. 기율기는 둔화되어도 이익 증가 추세가 유효하다면(+), 증시 상승 추세에 대한 신뢰는 다시 회복될 전망.
- “국내 증시가 이익 증가율 정점 우려에 유난히(?) 약한 이유는 기업이익은 경기와 투자 사이클에 민감하기 때문임. 실제로 기업 이익 증가율 둔화 이후 종종 이익이 감소했고, 주가는 추가로 하락했기 때문임.
- “그러나 기업이익 증가율이 둔화되더라도, 기업이익이 2~3년 늘어날 때 주가는 재차 올랐음. 2007~08년과, 2016~18년 당사가 그러함. 이때 기업이익보다 밸류에이션이 올랐음
- “즉, 2027년 기업이익 증가율이 둔화되더라도, 이익 증가세가 경기 침체 없이 2~3년 더 이어질 수 있다는 기대가 형성될 때 코스피는 재차 전 고점을 회복할 것으로 예상함.
- “반도체 주가 급락은 이제는 가격(P) 인상으로만 실적이 늘어나기 어렵고, 조만간 물량(Q) 확대에 이어지는 전환기가 임박했음을 반영하는 것일 가능성이 높음. 이익률은 둔화될 가능성이 있으나, 이익 자체가 감소할 것으로 보기는 이룸.
- “국내 기업이익 증가율이 정점을 지난 후에도 늘어날 있다는 신뢰가 회복되지는 않았음. 주가는 급락에도 제대로 반등하기까지 시간이 소요될 전망. 이익 변동성이 낮은 업종으로는 은행, 필수소비, 하반기 이익 증가율이 (+)로 반전될 수 있는 기계, 자동차, 건강관리 업종에 대한 관심으로 위험을 분산할 필요가 있음.

내년 반도체 이익 모멘텀 둔화 가능성



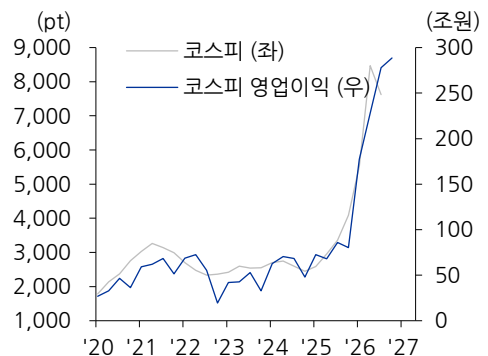
자료: Quantwise, 유진투자증권

이익 증가율 둔화는 코스피 주가 고점의 신호이기도

코스피 고점 시점	영업이익 증가율 고점	주가/이익 증가율 선행 기간 (월)
Mar-02	Dec-02	-9
Dec-03	Jun-04	-6
Dec-07	Jun-08	-6
Sep-09	Dec-09	-3
Jun-11	Mar-11	3
Jun-15	Sep-15	-3
Dec-17	Sep-17	3
Jun-21	Mar-21	3

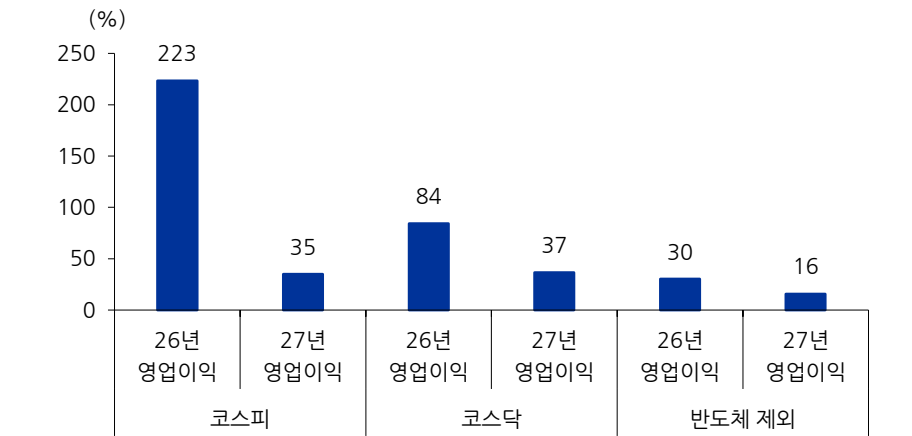
자료: Quantwise, 유진투자증권

2분기 주가 상승 부담, 그러나 추세전환 우려는 일러



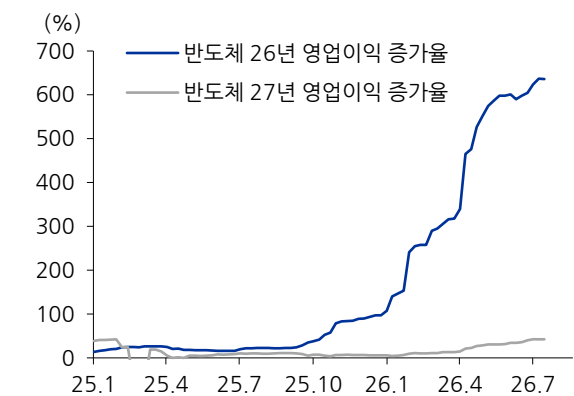
자료: Quantwise, 유진투자증권

2027년 국내 기업이익 증가율은 빠르게 둔화 전망



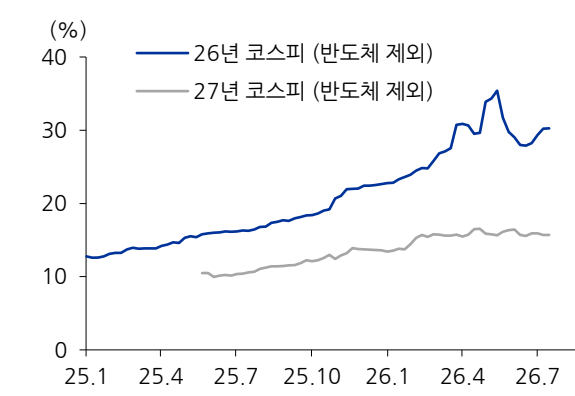
자료: Quantivise, 유진투자증권

올해 폭발적인 반도체 이익 증가, 27년은 완만해져



자료: Quantivise, 유진투자증권

반도체 이외 이익 증가 모멘텀도 아주 높지 않아



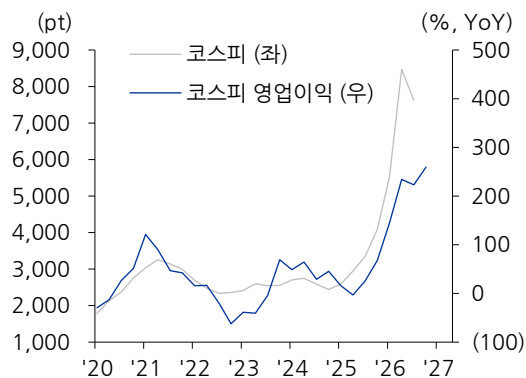
자료: Quantivise, 유진투자증권

주가가 이익 증가율에 2~3개월, 이익 자체에는 4~5개월 선행

코스피 고점 시점	영업이익 증가율 고점	영업이익 고점	주가/이익 증가율 선행 기간 (월)	주가/이익 선행 기간 (월)
Mar-02	Dec-02	Mar-03	-9	-12
Dec-03	Jun-04	Sep-04	-6	-9
Dec-07	Jun-08	Jun-08	-6	-6
Sep-09	Dec-09	Jun-10	-3	-9
Jun-11	Mar-11	Mar-11	3	3
Jun-15	Sep-15	Mar-15	-3	3
Dec-17	Sep-17	Sep-17	3	3
Jun-21	Mar-21	Sep-21	3	-3
평균			-2	-4

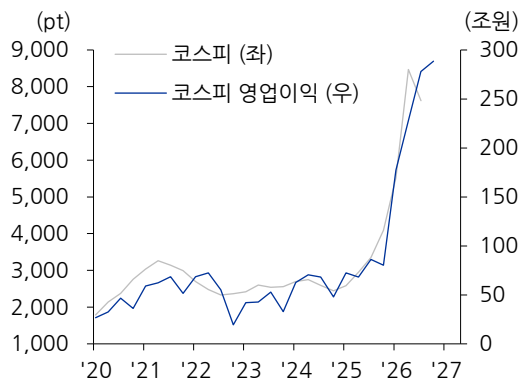
자료: Quantivise, 유진투자증권

코스피 영업이익 증가율 둔화를 반영



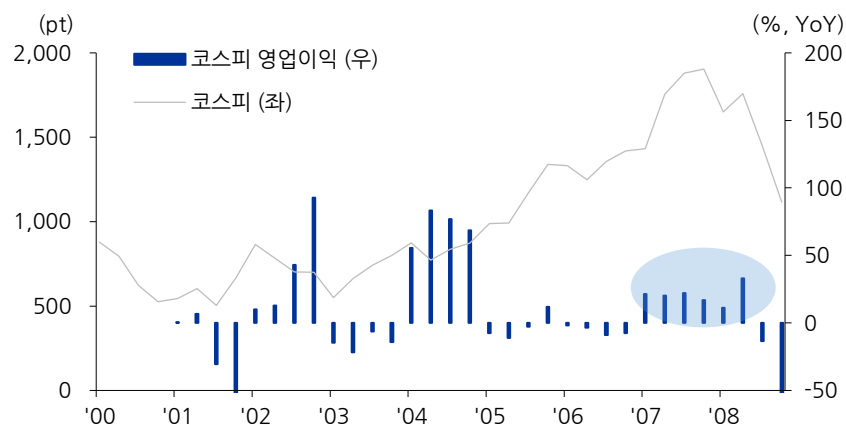
자료: Quantivise, 유진투자증권

그러나 아직 이익 자체는 증가 추세



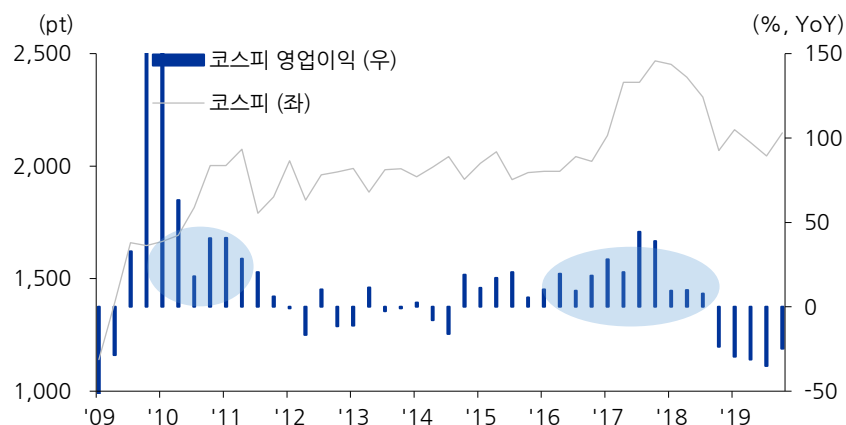
자료: Quantivise, 유진투자증권

코스피 이익 증가율이 둔화되더라도, 꾸준하면 주가는 재상승 (2007~08 년)



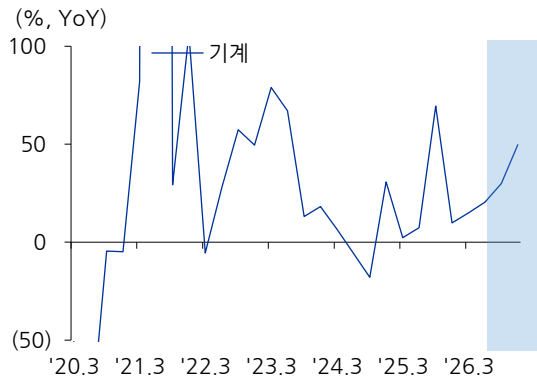
자료: Quantivise, 유진투자증권

2016~18 년도 마찬가지로



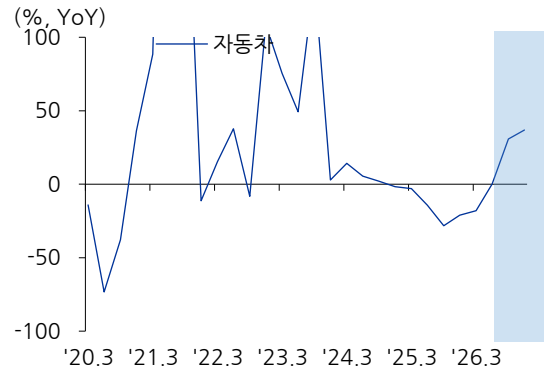
자료: Quantivise, 유진투자증권

기계업종 영업이익 26년 하반기 점차 개선



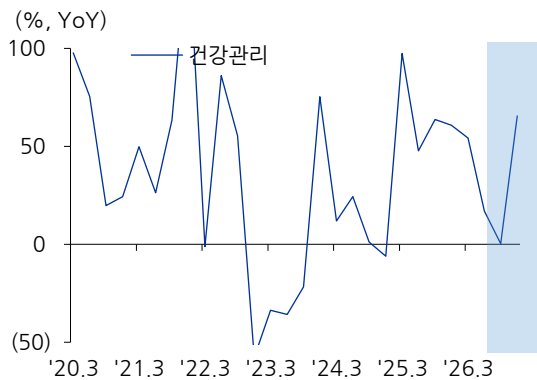
자료: Quantivise, 유진투자증권

자동차도 기저효과 기대



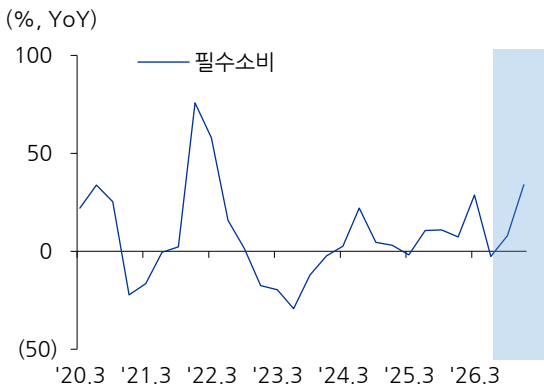
자료: Quantivise, 유진투자증권

건강관리 업종 영업이익도 개선 가능성



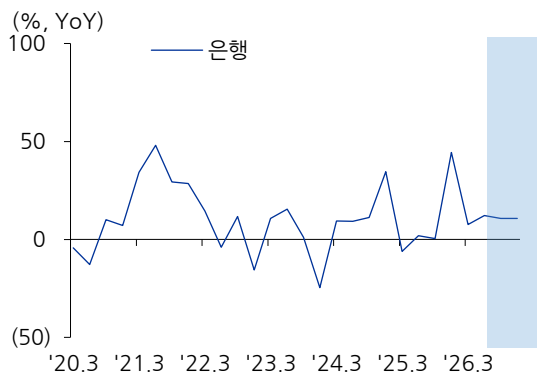
자료: Quantivise, 유진투자증권

필수소비 업종도 꾸준할 것으로 예상



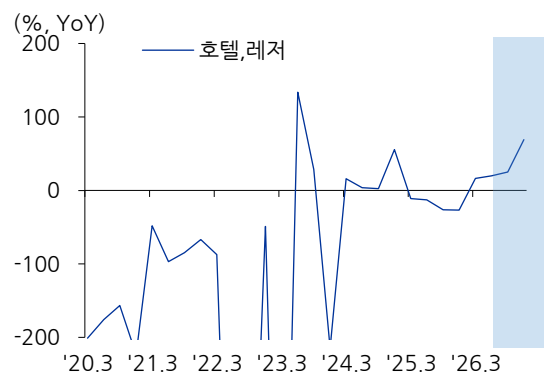
자료: Quantivise, 유진투자증권

상반기와 하반기 모두 은행업종 이익 증가 유지



자료: Quantivise, 유진투자증권

호텔레저 업종, 점차 개선 기대



자료: Quantivise, 유진투자증권

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 제작물로서 모든 저작권은 당사에 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