



스타일 전략:

픽크아웃 우려와 순환매 점검



자산배분/스타일전략 김중원

02) 3787-2290

simon@hmsec.com

Executive Summary

1. 반도체 픽아웃 우려 점검: 가격과 이익 전망은 여전히 견조

- 6월 DDR4 · DDR5와 NAND의 현물 · 고정거래 가격이 동반 상승하며 메모리 가격 개선 흐름 지속
- 코스피 12개월 선행 EPS는 최근 단기 조정에도 지난해 9월 이후 상승 추세를 유지하고 있으며, 과거 픽아웃 국면과 달리 뚜렷한 하락 전환 신호는 확인되지 않음
- 최근 조정은 AI 투자 사이클 종료보다 GPU · HBM 세대 전환 과정의 불확실성과 금등 이후 차익실현 성격이 강한 것으로 판단

2. 순환매 업종 점검: 유통 · 은행 · 보험은 기대 선반영 부담

- 유통은 소비 회복 기대, 은행은 금리 상승과 주주환원 기대, 보험은 일부 종목의 자산가치 · 자사주 소각 이슈가 주가 상승을 견인
- 반면 세 업종 모두 코스피 대비 ROE와 EPS 개선 강도가 제한적이며, 유통 · 은행 · 보험의 PER은 과거 할인에서 할증 구간으로 전환
- 최근 상대강세는 인정되나 업종 전반의 펀더멘털 개선보다 기대와 개별 이슈의 영향이 커 추가 상승 여력은 제한적

3. 기존 주도주 점검: 반도체 · 조선 · 증권의 복원력 우위

- 반도체는 ROE와 EPS의 가파른 개선, 조선은 높은 수익성과 수주잔고, 증권은 ROE 개선과 PBR 할인 유지가 핵심 강점
- 최근 주가 조정에도 세 업종의 이익 전망은 대체로 견조해 순환매 업종보다 펀더멘털에 기반한 복원 가능성이 높은 상황
- 반도체 최우선 선호, 증권은 거래대금 회복 확인, 조선은 단기 이벤트 소멸 이후 선별적 비중 확대 전략

4. 턴어라운드 후보: 화학은 업황 바닥 통과 여부 확인 필요

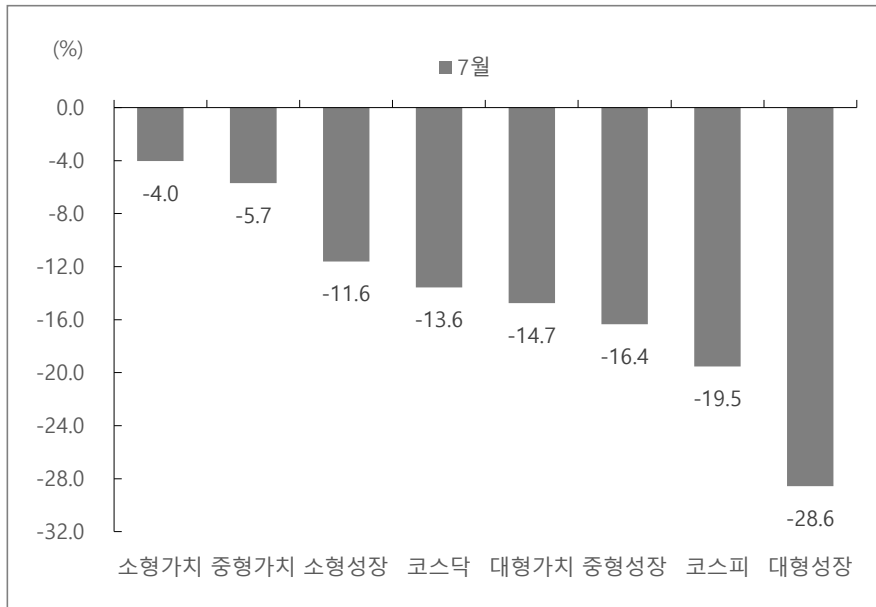
- 화학 업종은 장기간 주가와 업황 부진으로 밸류에이션 부담이 낮아진 가운데, 제품 스프레드 개선과 함께 이익 전망이 상향 전환
- 연초 이후 2분기 영업이익 전망치와 12개월 선행 EPS가 각각 36.1%, 27.8% 상향되며 실적 회복 조짐 확인
- 절대 ROE는 여전히 낮지만 2분기 실적에서 개선 흐름이 확인될 경우 중장기 턴어라운드 후보로 접근 가능



7월 국내증시, 가치 · 소형주와 내수 업종 중심의 순환매

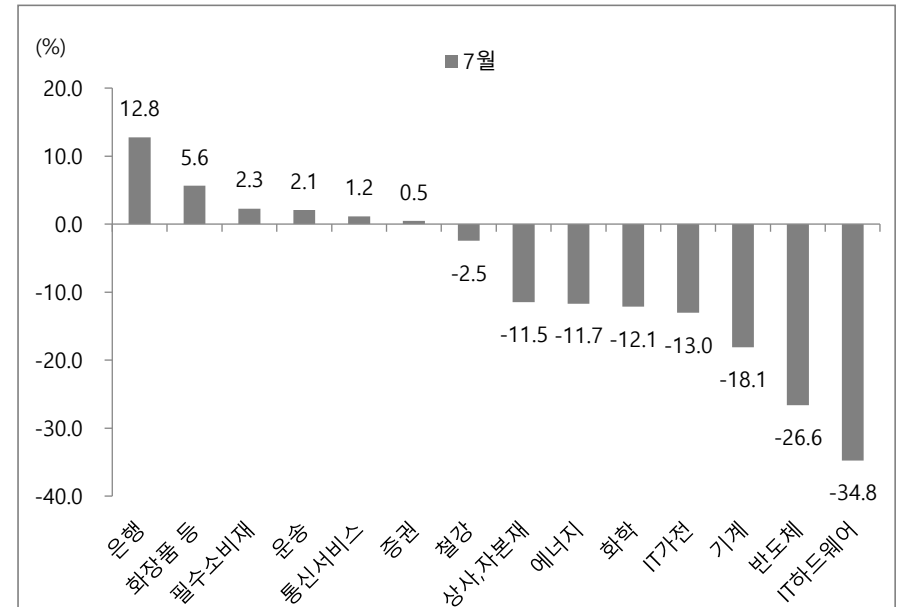
- 7월 16일 기준 성장주와 대형주의 조정이 두드러진 가운데, 소형가치주(-4.0%)와 중형가치주(-5.7%)가 대형성장주와(-28.6%) 중형성장주(-16.4%) 대비 뚜렷한 강세 기록
- 한국은행의 7월 기준금리 인상 이후 은행주가(+12.8%) 강세를 보였으며, 화장품(+5.6%), 필수소비재(+2.3%) 등 내수 업종으로 순환매가 확산되는 모습
- 반도체 피크아웃 우려가 부각되며 반도체(-26.6%)와 IT하드웨어(-34.8%) 등 기존 성장 업종이 큰 폭으로 조정된 반면, 가치 · 소형주 중심의 스타일 전환이 뚜렷하게 나타난 상황

7월 스타일 수익률: 가치주와 소형주의 상대적 강세



주: 7/16일까지 수익률 비교
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

7월 업종 수익률: 금리 인상 수혜와 내수주 중심의 순환매



주: 7/16일까지 수익률 비교
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

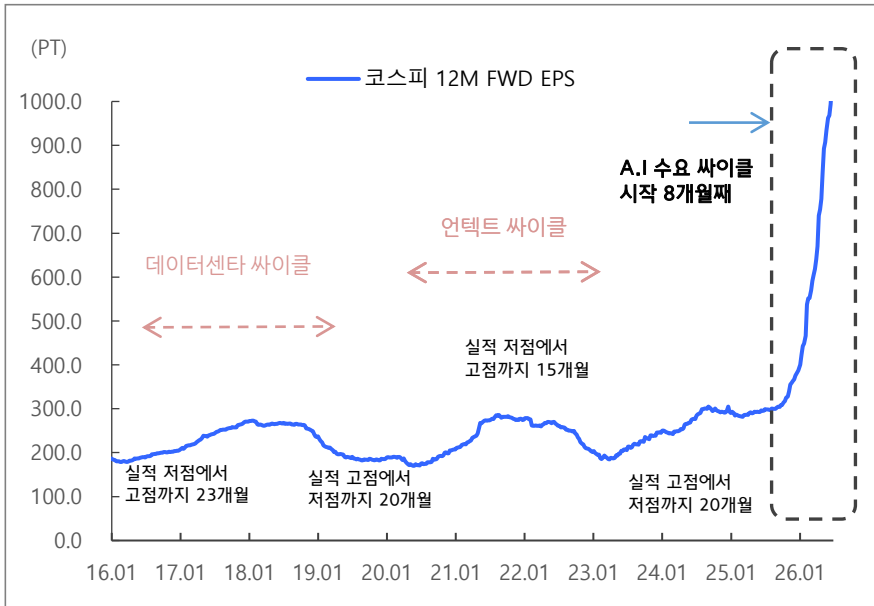


**반도체 피크아웃 우려,
아직은 이른 판단**

코스피 12개월 선행 EPS는 여전히 상승 추세 지속

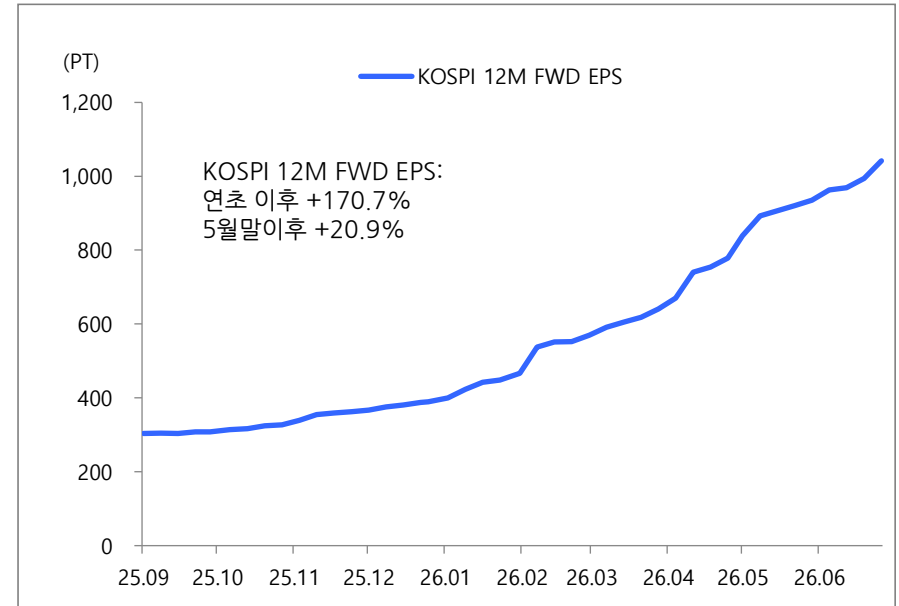
- 주식시장 Peak-out은 일반적으로 코스피 12개월 선행 EPS가 상승 추세에서 정점을 형성한 뒤 하락 전환할 때를 의미
 - 2016년 이후 코스피 12개월 선행 EPS는 반도체 · 성장주 · AI 사이클을 거치며 상승과 정점, 하락과 저점 형성을 반복
 - 현재 이익 사이클은 2025년 9월 이후 시작된 AI 실적 개선 국면으로, 코스피 12M FWD EPS는 아직 상승 추세 지속
 - 2025년 9월 이후 코스피 12개월 선행 EPS는 +213.2% 상승했고, 5월말 이후에도 +20.9% 상향 조정되어 이익 전망 훼손 신호는 제한적
- 따라서 Refinitiv 주간 기준 최근까지 코스피 12개월 선행 EPS는 상향 흐름 지속 중

2016년 이후 코스피 12개월 선행 EPS 추이



자료: Refinitiv, 현대차증권

지난 9월 이후 코스피 12개월 선행 EPS 추이



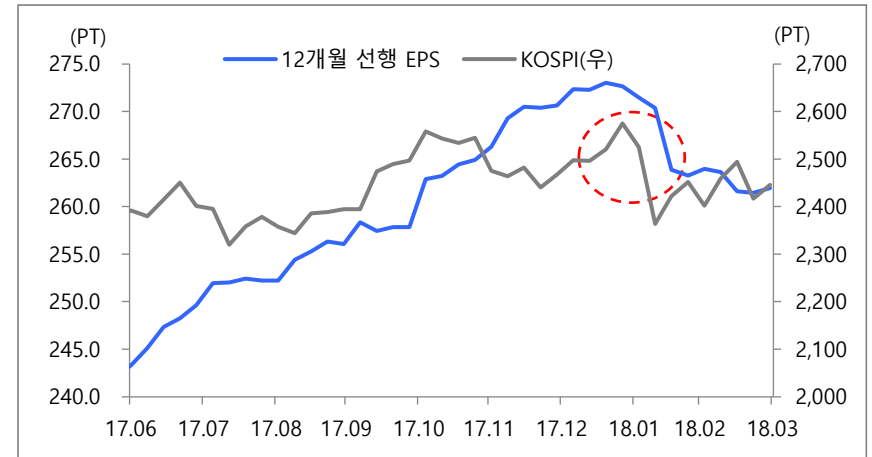
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



과거 피크아웃과 다른 현재

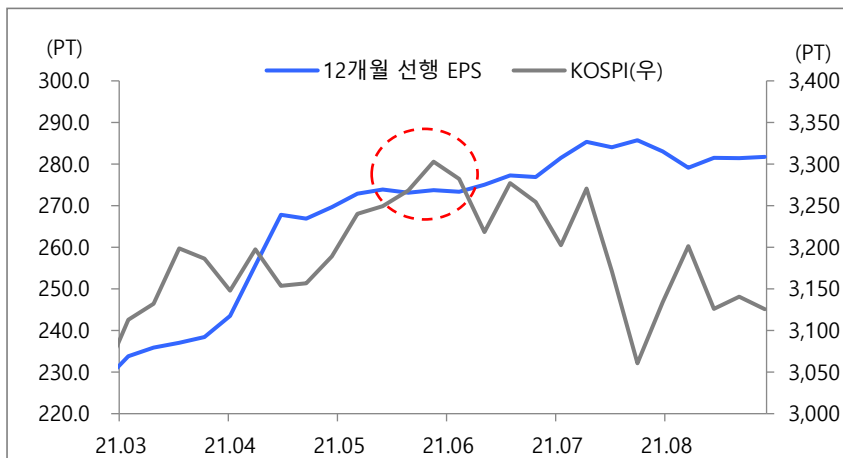
- 2018년 1월 피크아웃 당시에는 코스피 고점 형성과 함께 12개월 선행 EPS 증가율도 점차 둔화되며 주가와 동행하는 모습
- 2021년 9월에는 주가가 먼저 하락했으나, 최소한 12개월 선행 EPS의 상승세는 정체 국면에 진입
- 반면 현재는 주가 변동성 확대에도 불구하고 12개월 선행 EPS가 매주 상향 조정되고 있으며, 주간 증가율 역시 역사적 평균을 상회
- 결국 현 국면은 과거와 같은 전형적인 이익 피크아웃보다는 기대치 조정 및 단기 차익실현 성격이 더욱 강한 것으로 판단

2018년 1월 : EPS 증가율 둔화와 함께 주가 고점 형성



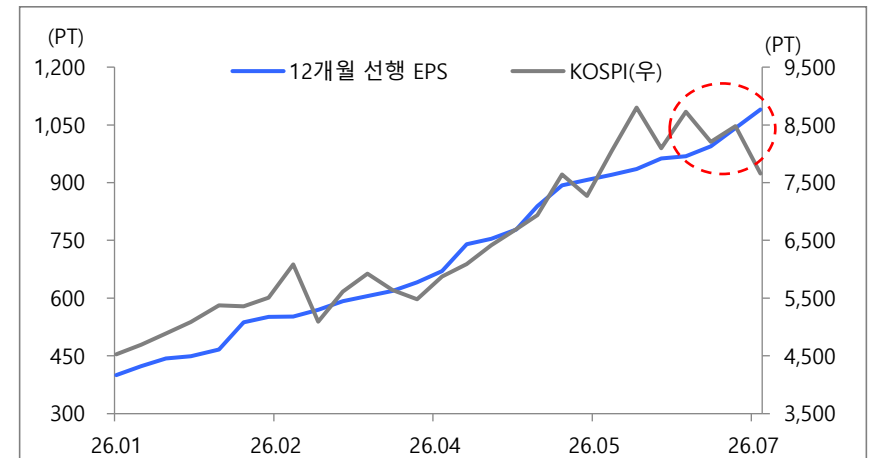
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

2021년 9월 : 주가가 선행 조정, EPS는 이후 후행적으로 둔화



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

현재 : 주가 조정에도 12개월 선행 EPS 상향 추세 지속



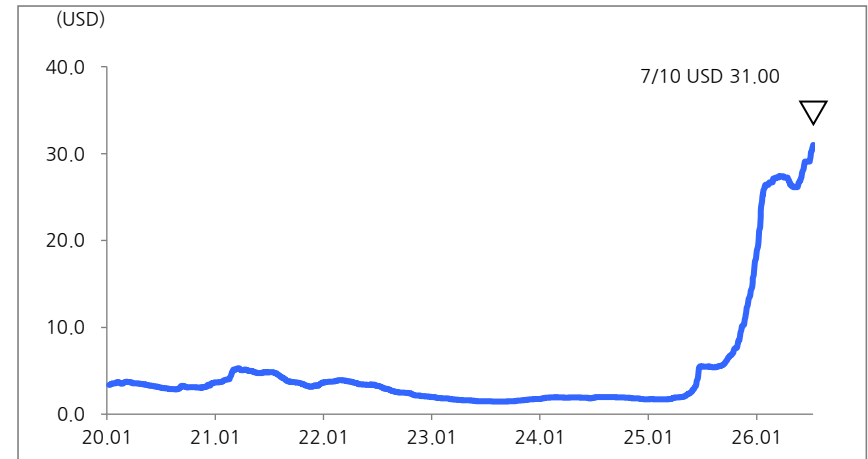
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



반도체 가격: 현물 · 고정거래 가격 동반 상승

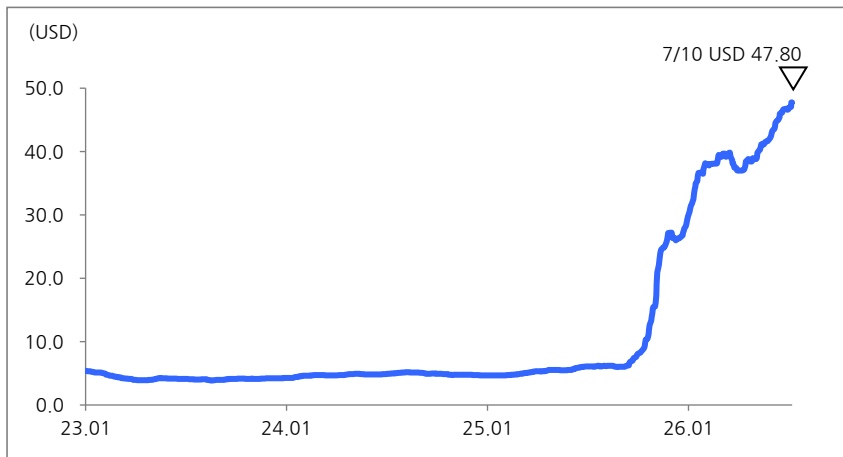
- 2025년 9월 이후 2026년 6월까지 누적 기준으로 DDR5(16G) 현물가격은 +677.9%, 고정거래 가격은 +344.7% 급등
- 6월 메모리 반도체 가격은 현물과 고정거래 모두 상승.
- DDR4(8G) 현물 · 고정거래 가격은 전월 대비 각각 +8.1%, +5.0% 상승했고, DDR5(16G)는 각각 +11.8%, +2.0% 상승
- NAND(64G) 가격도 현물 +33.8%, 고정거래 +11.5% 상승하며 메모리 전반의 가격 개선 흐름 확인
- 7월 들어서도 메모리 반도체 현물 가격 상승세 지속
- 7월10일까지 또한 DDR5(16GB)와 NAND(64GB) 현물가격은 10일까지 각각 2.1%와 4.8% 상승하며 가격 모멘텀 유지

DDR4 8GB 2666Mbps 현물 가격 추이



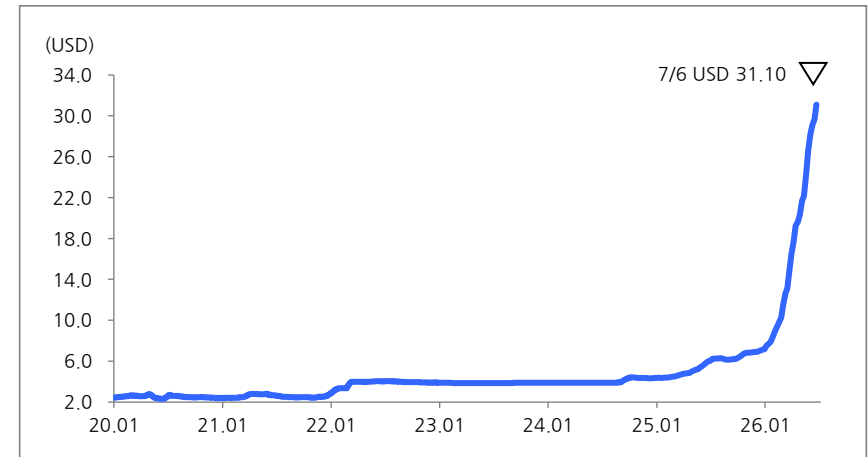
자료: DRAMeXchange, 현대차증권

DDR5 16GB 48000/5600 Mbps 현물 가격 추이



자료: DRAMeXchange, 현대차증권

NAND MLC 64GB 현물 가격 추이



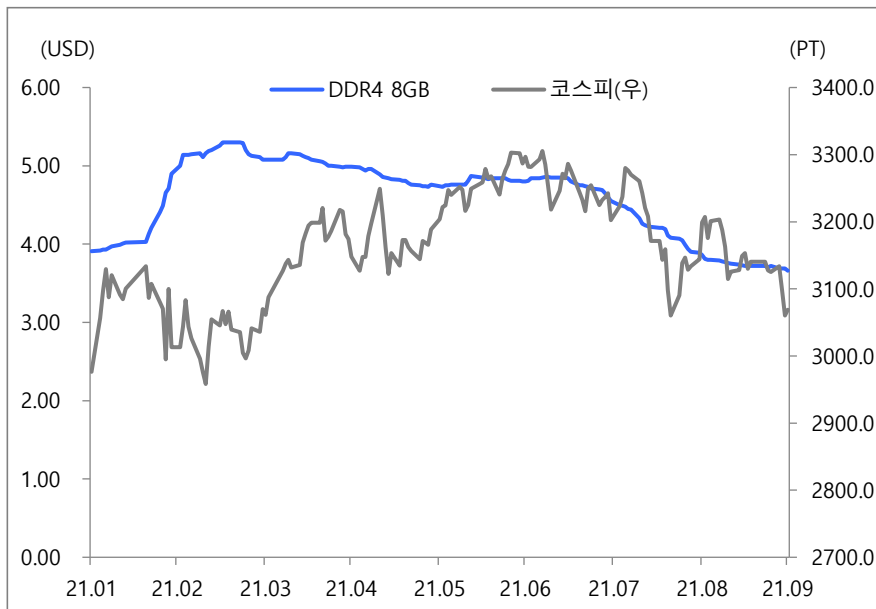
자료: DRAMeXchange, 현대차증권



과거와 다른 반도체 가격 흐름

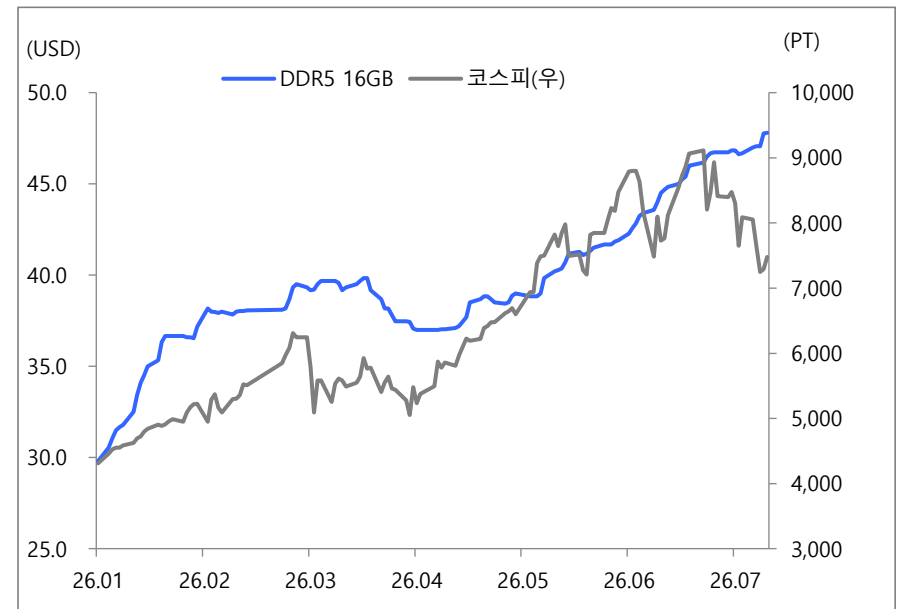
- 2021년 피크아웃 국면에서는 DDR4 현물가격이 하락세로 전환한 이후 코스피도 본격적인 조정 국면에 진입.
- 반면 현재는 코스피 변동성이 확대되고 있음에도 DDR5 현물가격이 여전히 높은 수준을 유지하고 있어, 과거와 같은 전형적인 반도체 업황 피크아웃 신호는 아직 확인되지 않고 있음.
- 특히 6월 이후 DDR5 현물가격은 7월10일까지 14.1% 상승하는 등 메모리 수급은 건조한 흐름을 지속하고 있어 최근 코스피 조정은 반도체 가격 하락에 따른 펀더멘털 훼손보다 급등 이후 차익실현과 기대치 조정의 성격이 더 큰 것으로 판단

2021년 피크아웃: DDR4 가격 하락과 코스피 조정 동행



자료: DRAMeXchange, 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

현재: 코스피 조정에도 DDR5 가격 강세 지속



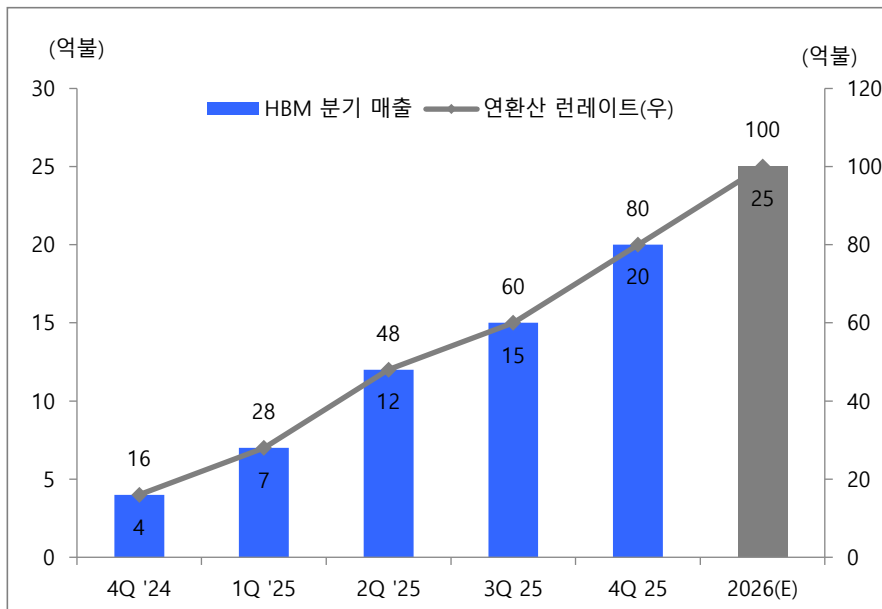
자료: DRAMeXchange, 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



Bit Shipment 둔화 ≠ 수요 둔화

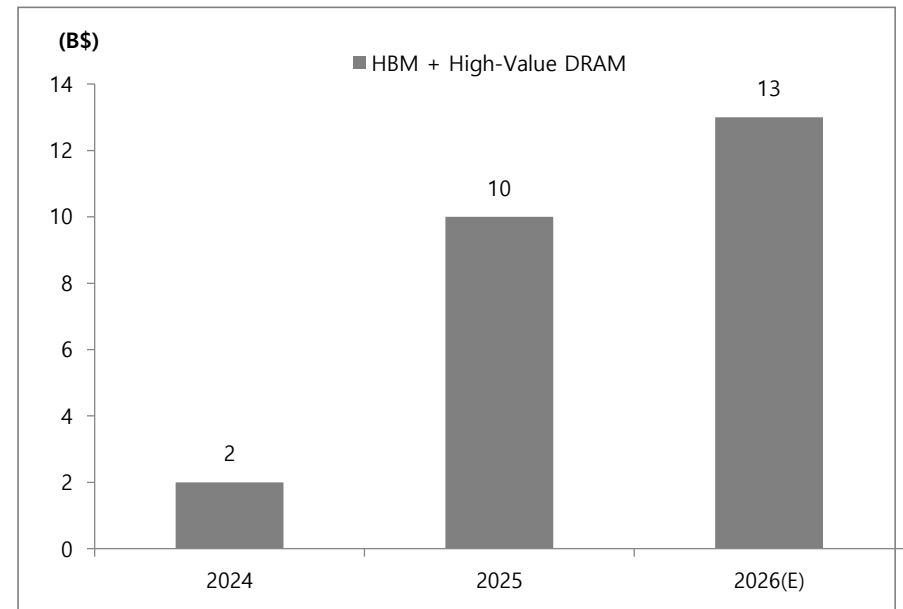
- 올해 Bit Shipment 증가율 둔화는 수요 부진보다 HBM 중심의 공급 제약 영향이 큰 상황
- 마이크론은 이미 FY2026 공급 물량 대부분이 선계약(Sold-out) 상태라고 언급하며 높은 AI 메모리 수요 지속을 확인
- HBM 및 고부가 DRAM 비중 확대 과정에서 일반 DRAM 공급 여력이 제한되며 출하 증가율은 제한적
- 과거와 달리 AI 인프라 수요 확대와 공급 제약이 동시에 발생하면서 ASP 상승과 높은 수익성이 장기화되는 새로운 사이클 가능성

4Q '24 이후 Micron HBM 런레이트 추이 및 2026년 전망



자료: Micron 4Q FY2025 Earnings Deck, 현대차증권

Micron HBM 및 고부가 DRAM 매출 추이 및 FY2026 전망



자료: Micron 4Q FY2025 Earnings Deck, 현대차증권

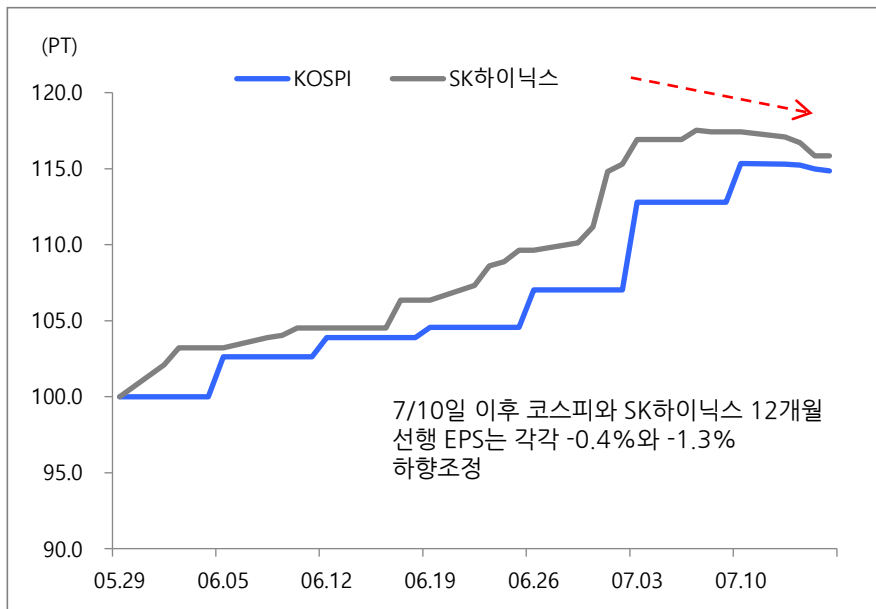


최근 EPS 조정은 단기 불확실성 반영

- Quantiwise 일간 기준 최근 일부 반도체 기업의 이익 전망치가 소폭 하향 조정되며 KOSPI 12개월 선행 EPS도 단기 조정 국면에 진입
- 이는 지난해 9월 이후 지속된 전망치 상향 사이클 이후 처음 나타난 조정으로, 시장의 피크아웃 우려를 일부 자극
- 다만 최근 전망치 조정은 GPU 및 HBM 세대 전환 과정에서 나타나는 일시적 불확실성에 기인한 것으로 판단
- 반도체 기업들의 장기공급계약(SPC) 확대는 향후 수 분기 동안 안정적인 매출과 높은 실적 가시성을 높일 요인

→ 최근 EPS 조정은 AI 투자 사이클 종료보다 GPU · HBM 전환 과정에서 나타나는 단기 불확실성 반영으로 판단

2026년 5월말 이후 코스피와 SK하이닉스 12개월 선행 EPS 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

7/10일 이후 전망치 변화 점검

구분	반도체 기업		코스피
	26년2분기 영업이익 변화	2027년 영업이익 변화	12개월 선행 EPS
6월말 대비	0.7%	1.4%	7.3%
7월10일 대비	-1.4	-1.4%	-0.4%

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



픽아웃 우려의 배경과 향후 시나리오

블랙웰 → 베라 루빈 전환 구간의 불확실성이 단기 모멘텀을 제약,
하반기 소프트랜딩 시 우려 해소 및 실적 기대 재가속 전망

최근 픽아웃 우려가 부각되는 이유

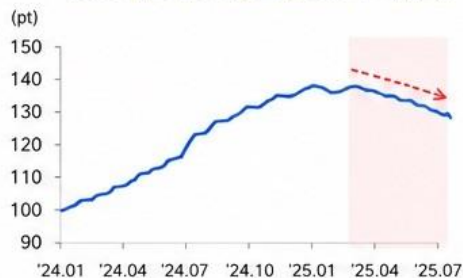
- 1  엔비디아 주력 GPU가 블랙웰에서 베라 루빈으로 전환되는 시점
- 2  HBM3 → HBM4로의 전환 구간 기술 검증, 생산 수율, 공급 확대 시점 등 불확실성 상존
- 3  공급망 / 고객사 재고 / 인증 일정 등 여러 변수에 따른 단기 변동성 확대
- 4  이러한 불확실성이 반도체 실적 모멘텀에 단기적으로 부정적 영향

블랙웰 → 베라 루빈 전환 로드맵 (예상)



단기 영향: 실적 모멘텀 둔화

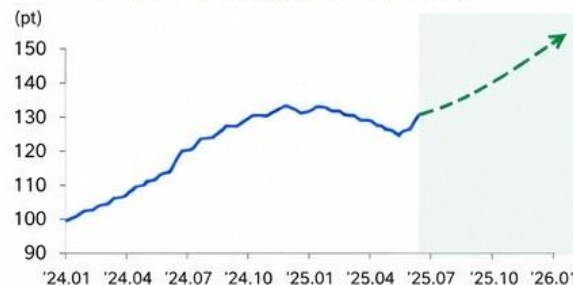
KOSPI 반도체 12개월 선행 EPS 추이(예시)



- ✓ 전환 구간의 불확실성 반영으로 전망치 하향 조정 발생
- ✓ 실적 모멘텀 둔화 및 투자심리 위축으로 단기 주가 변동성 확대
- ✓ 픽아웃에 대한 시장 우려 확대

하반기 전망: 소프트랜딩 시 우려 해소 및 기대 재가속

KOSPI 반도체 12개월 선행 EPS 추이(예시)



- ✓ 베라 루빈 양산 및 수요 정상화
- ✓ HBM4 공급 확대 및 수율 안정화
- ✓ 고객사 AI 인프라 투자 지속

실적 모멘텀 회복 및
전망치 가파른 상향 전망

결론

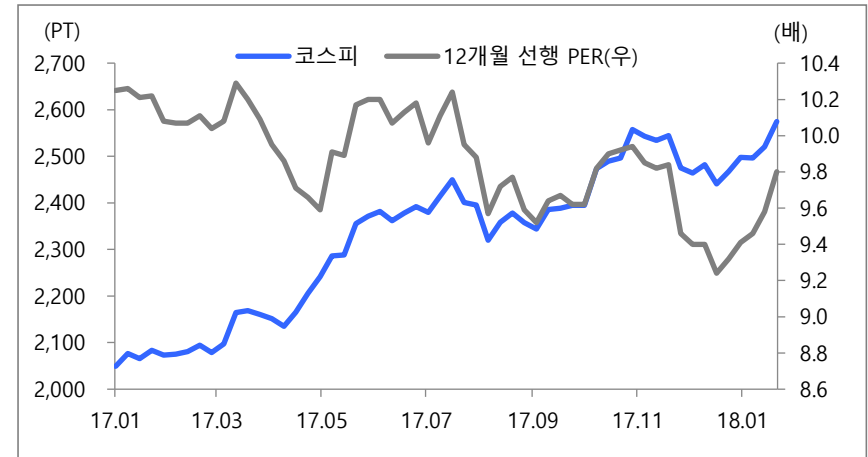
현재의 픽아웃 우려는 블랙웰 → 베라 루빈 전환 과정의 일시적 불확실성에 기인
하반기 전환이 순조롭게 진행될 경우, 실적 기대는 다시 가파르게 높아질 것으로 전망

픽아웃 우려 완화
중장기 반도체 사이클 유효

사이클 성숙 국면에서 PER은 낮아지는 경향

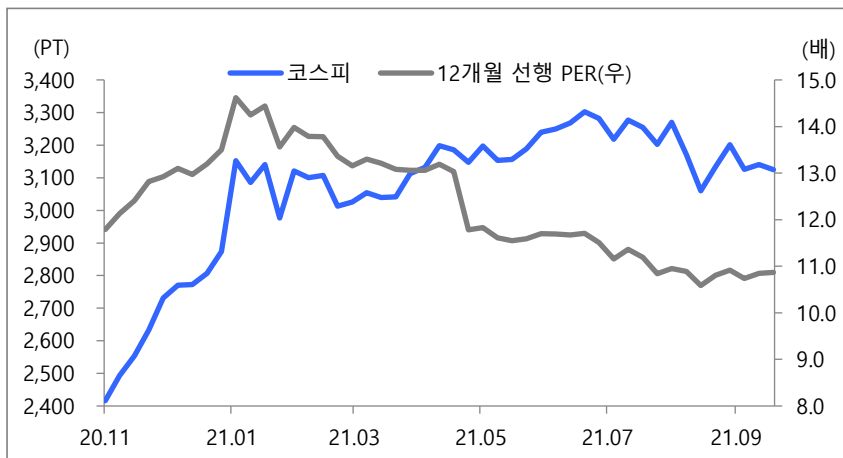
- 통상적으로 새로운 성장 사이클 초기에는 미래 기대가 선반영되며 PER이 역사적 평균 수준 이상으로 상승
- 이후 실적 증가가 본격화되면서 주가 상승보다 이익 증가 속도가 빨라지고, PER은 사이클 진행과 함께 점진적으로 하락
- 최근 AI 사이클에서도 2025년 4분기 10~12배, 2026년 상반기 8~10배 수준으로 PER 밴드가 단계적으로 하향
- 하반기에는 이익 사이클 후반부 진입과 함께 PER이 6~8배 수준에서 등락할 가능성
- 이는 역사적 평균으로의 정상화가 아니라, 강한 이익 증가 국면에서 PER이 장기 평균을 크게 하회하는 사이클 후반부의 전형적 현상

반도체 슈퍼사이클 초기 PER 상승 이후 점진적 하락



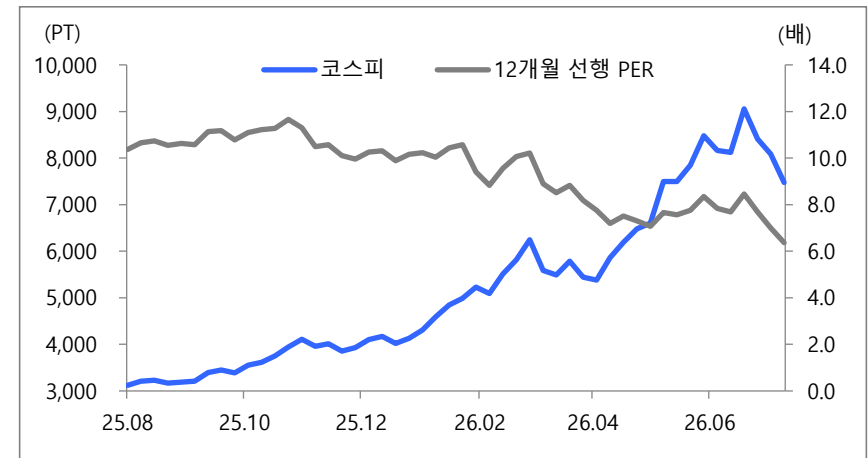
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코로나 언택트 사이클에서도 유사한 PER 정상화 진행



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

AI 사이클 역시 실적 개선과 함께 PER 정상화 국면 진입



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

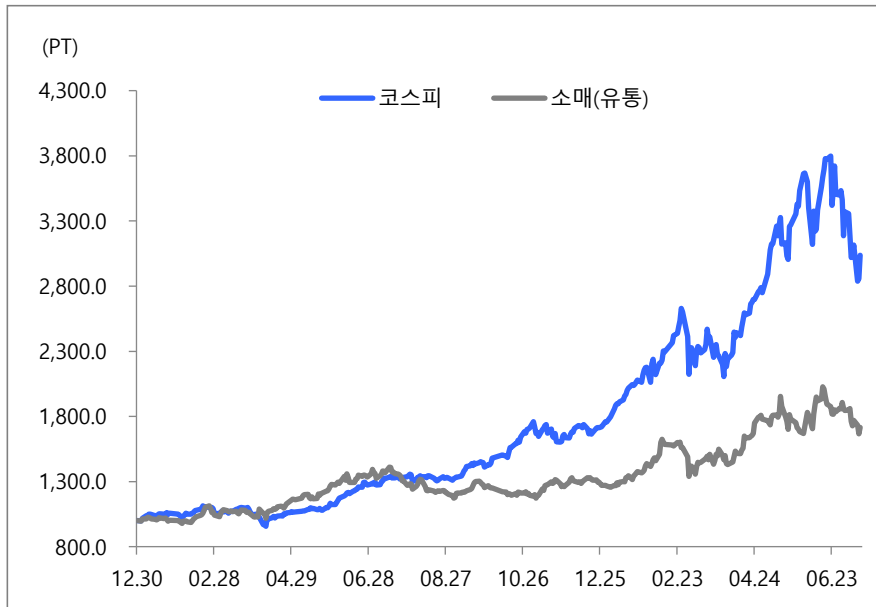


순환매 업종:
주가 상승 대비 펀더멘털 개선은 제한적

유통, 소비 회복 기대가 주가에 선반영

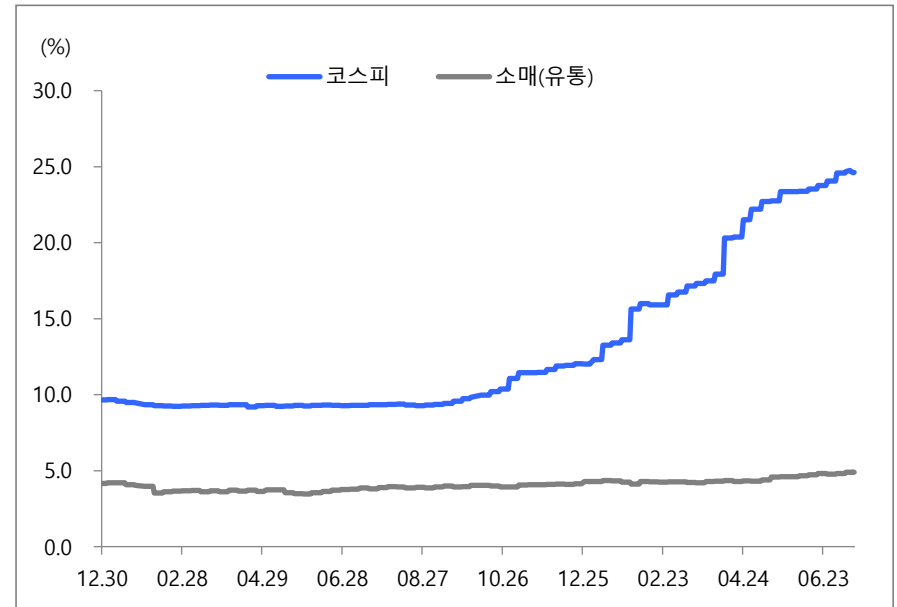
- 최근 유통 업종은 증시 상승에 따른 자산효과와 외국인 관광객 매출 증가, 반도체 기업 성과급 지급에 따른 명품 · 패션 소비 확대 기대가 주가 상승을 견인
- 2026년 유통 업종은 33.5% 상승했으며, 7월 조정 이후에도 코스피 대비 높은 상대수익률을 유지하는 등 소비 회복 기대가 주가에 상당 부분 선반영된 상황
- 반면 유통 업종의 12개월 선행 ROE는 2026년 초 4.3%에서 4.9%로 소폭 개선되는 데 그쳐, 코스피 ROE의 12.0%에서 24.6% 상승과 비교할 때 이익 모멘텀은 상대적으로 제한적

2026년 이후 코스피와 유통 업종 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

2026년 이후 코스피와 유통 업종 12개월 선행 ROE 전망치 추이



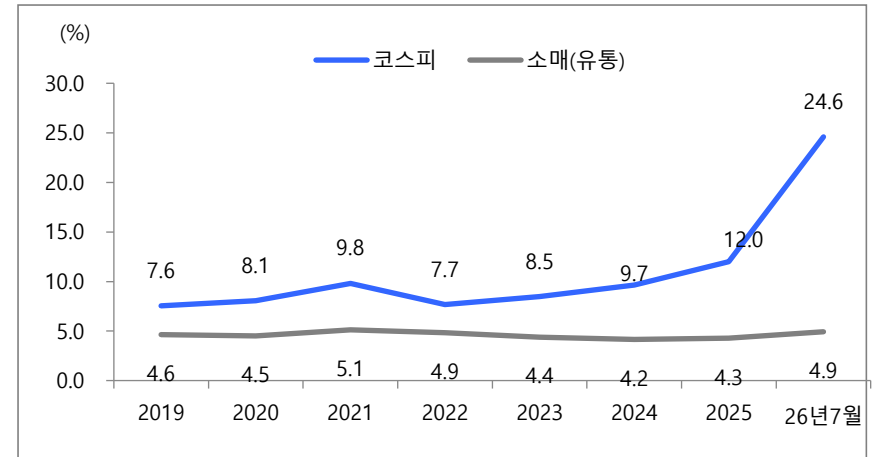
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



유통, 제한적인 ROE 개선에도 PER 할증 부담 확대

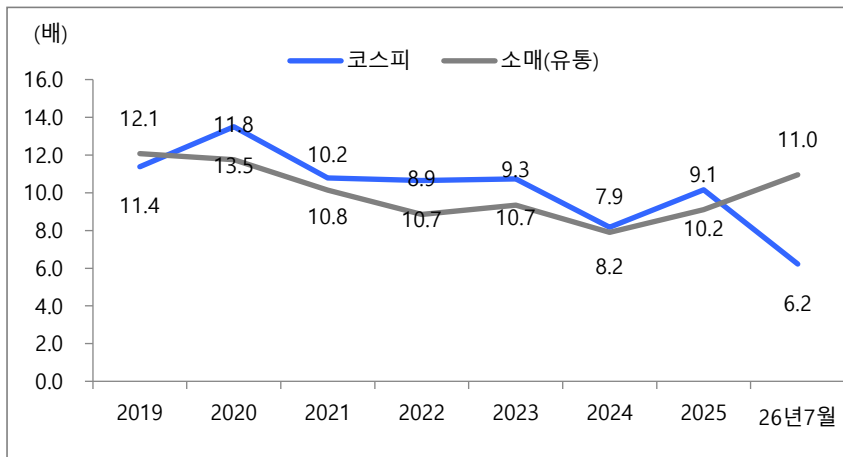
- 2019년 이후 유통 업종의 12개월 선행 ROE는 4%대에 머물며 코스피 대비 낮은 수익성이 지속된 상황
- 2026년 7월 유통 업종 ROE는 4.9%로 소폭 개선됐으나, 코스피 ROE 24.6%와의 격차는 19.7%p까지 확대
- 유통 업종의 12개월 선행 PER은 과거 코스피 대비 평균 8.2% 할인됐으나, 현재는 76.0% 할증되며 수익성 대비 밸류에이션 부담이 크게 확대
- 12개월 선행 PBR은 코스피 대비 64.7% 할인된 수준이나, 낮은 ROE를 고려할 경우 저평가 매력으로 해석하기에는 제한적인 상황

코스피와 유통 업종 12개월 선행 ROE 비교



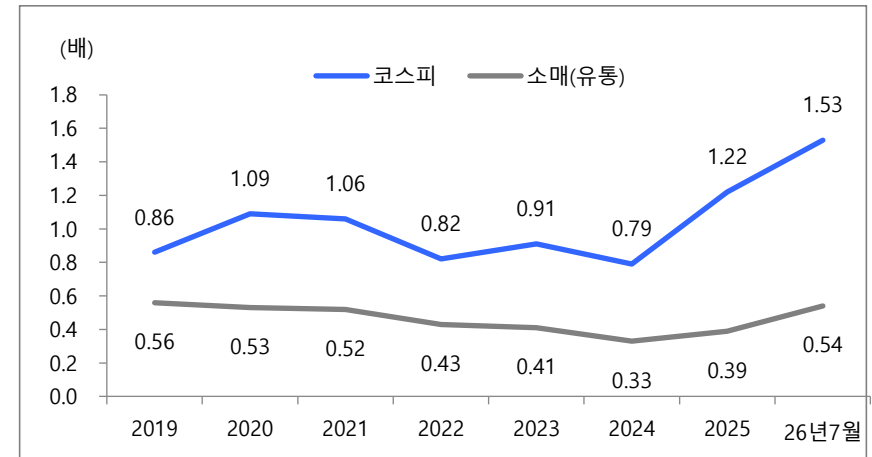
자료:에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 유통 업종 12개월 선행 PER 비교



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 유통 업종 12개월 선행 PBR 비교



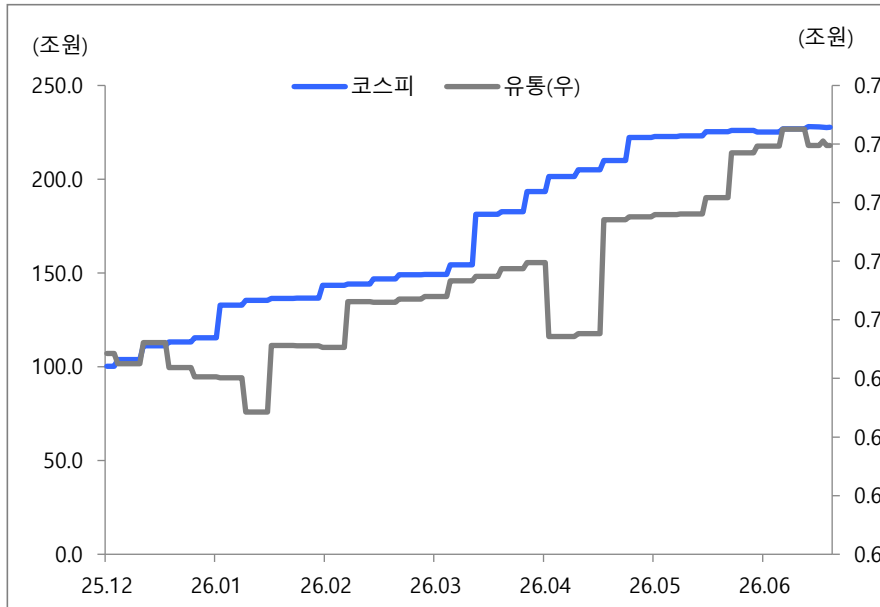
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



유통, 2분기 실적 개선에도 EPS 모멘텀은 상대적으로 제한적

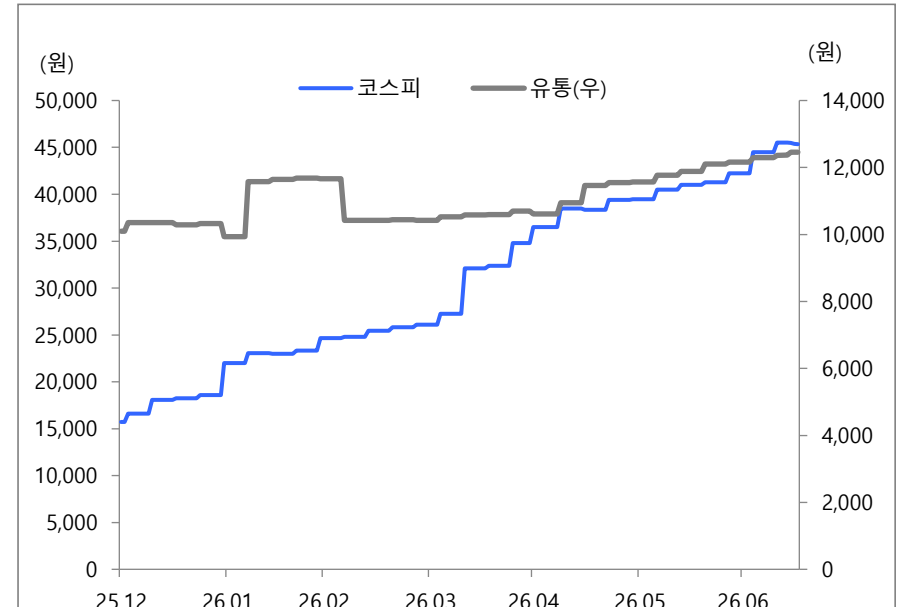
- 연초 이후 유통 업종의 2026년 2분기 영업이익 전망치는 10.9% 상향 조정됐으나, 같은 기간 코스피의 상향 폭 127.0%를 크게 하회
- 유통 업종의 12개월 선행 EPS도 연초 이후 23.4% 상향됐으나, 코스피의 188.8% 상승과 비교할 때 이익 모멘텀은 상대적으로 제한적
- 최근 주가 상승에도 실적 전망치 개선 속도는 코스피 대비 낮아, 유통 업종의 추가적인 밸류에이션 확장을 위해서는 이익 추정치의 본격적인 상향이 필요한 상황

연초 이후 코스피와 유통 업종 2분기 영업이익 전망치 추이



자료: QuantiWise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 유통 업종 12개월 선행 EPS 추이



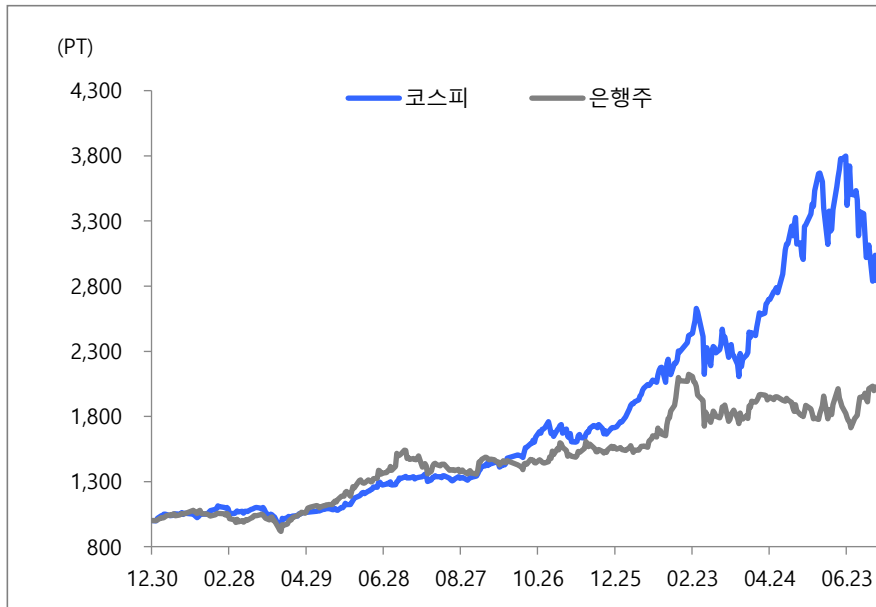
자료: QuantiWise, 현대차증권



은행, 금리 상승 수혜에도 ROE 개선은 제한적

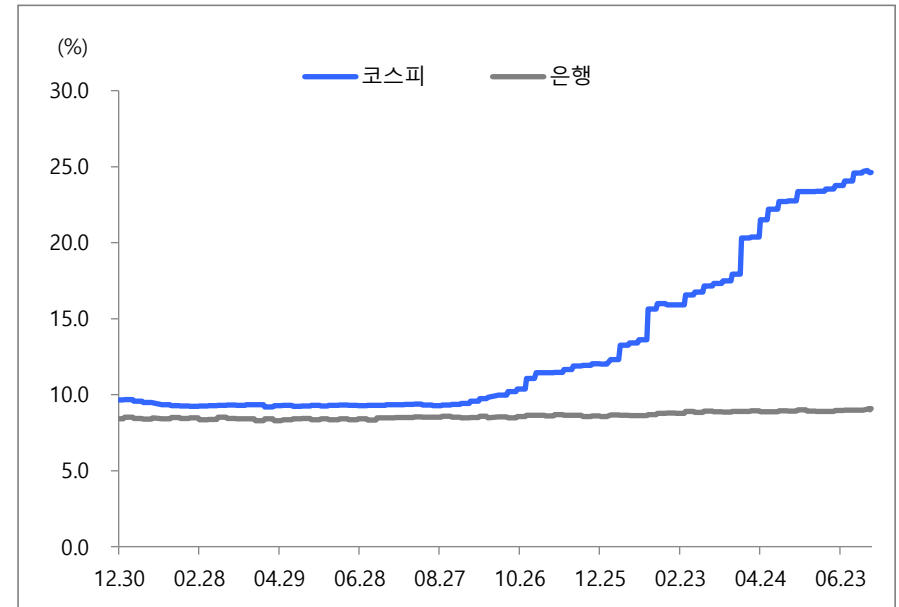
- 2026년 은행 업종은 31.1% 상승하며 양호한 수익률을 기록했으나, 코스피 상승률 61.8%를 하회한 흐름
- 7월에는 한국은행의 기준금리 인상과 순이자마진 개선 기대가 부각되며 12.8% 상승, 코스피 수익률 -19.5%를 크게 상회
- 2026년 초 이후 코스피 12개월 선행 ROE는 12.0%에서 24.6%로 크게 개선된 반면, 은행 업종은 8.6%에서 9.1%로 소폭 개선에 그친 상황
- 단기적으로 금리 상승에 따른 수익성 개선 기대가 은행주 강세를 지지하나, 하반기에는 자사주 소각과 배당 확대 등 주주환원 정책의 지속성이 핵심 변수

2026년 이후 코스피와 은행 업종 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

2026년 이후 코스피와 은행 업종 12개월 선행 ROE 전망치 추이



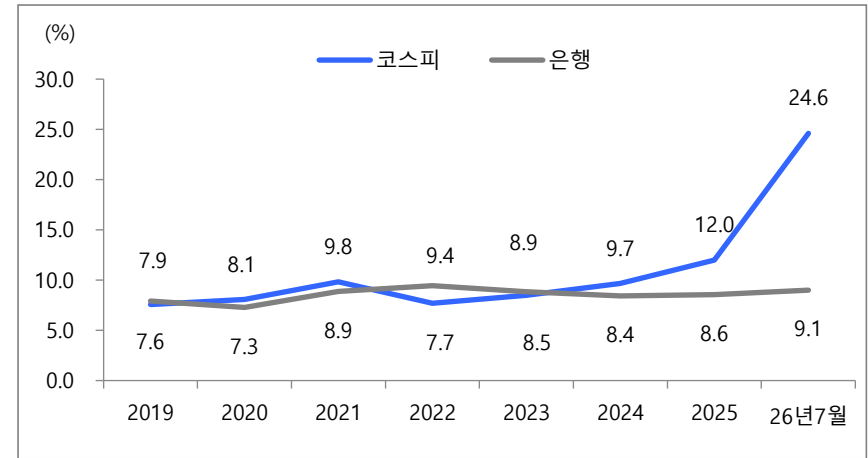
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



은행주, 금리 상승과 주주환원 기대에 PER 할증 전환

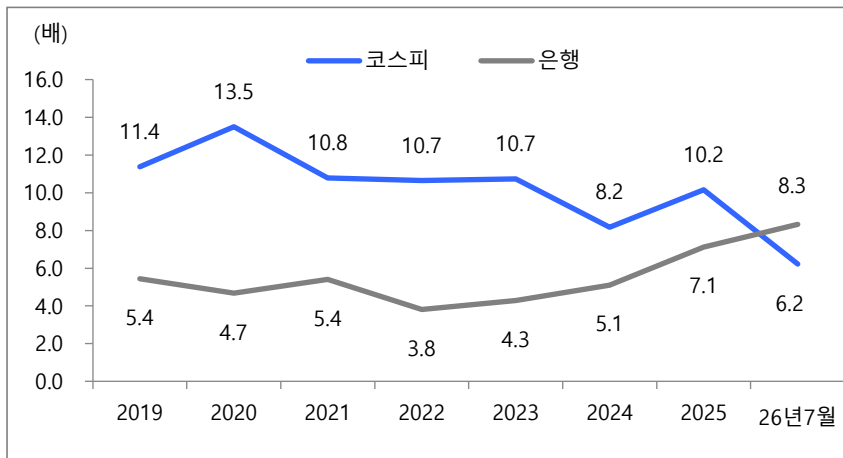
- 2019년 이후 은행 업종의 12개월 선행 ROE는 평균 8.5%로 코스피 평균 9.0%를 소폭 하회했으며, 2026년 7월에도 9.1%로 코스피 24.6% 대비 낮은 수준
- 은행 업종의 12개월 선행 PER은 과거 코스피 대비 평균 52.5% 할인됐으나, 2026년 7월에는 33.9% 할증으로 전환되며 금리 상승과 주주환원 기대를 상당 부분 반영
- 12개월 선행 PBR은 코스피 대비 평균 55.1% 할인된 수준이며, 2026년 7월에도 51.0% 할인으로 과거 평균과 유사한 수준 유지
- 제한적인 ROE 개선에도 PER이 할증 구간에 진입한 만큼, 향후 은행주 추가 상승을 위해서는 순이자마진 개선과 자사주 소각·배당 확대의 지속 여부가 핵심 변수

코스피와 은행 업종 12개월 선행 ROE 비교



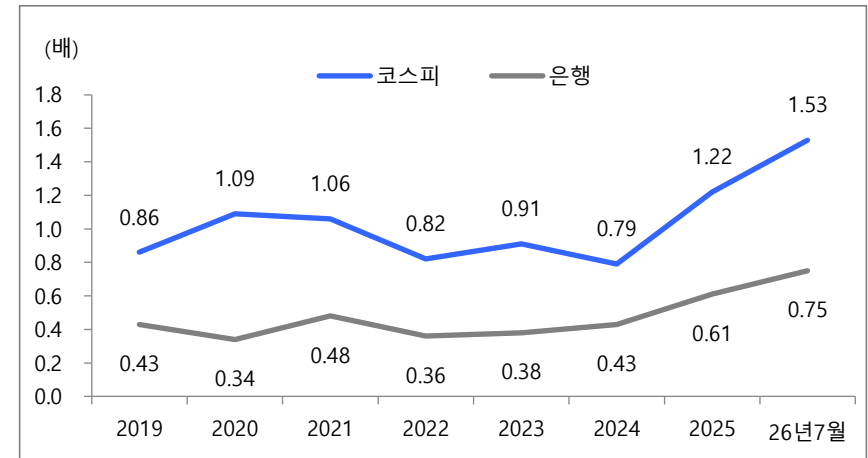
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 은행 업종 12개월 선행 PER 비교



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 은행 업종 12개월 선행 PBR 비교



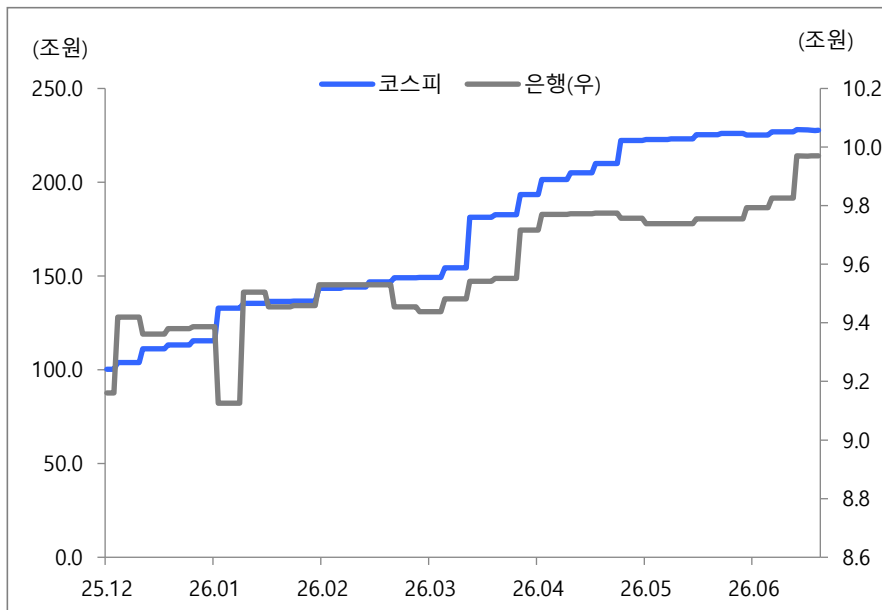
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



은행, 2분기 실적 개선에도 EPS 모멘텀은 제한적

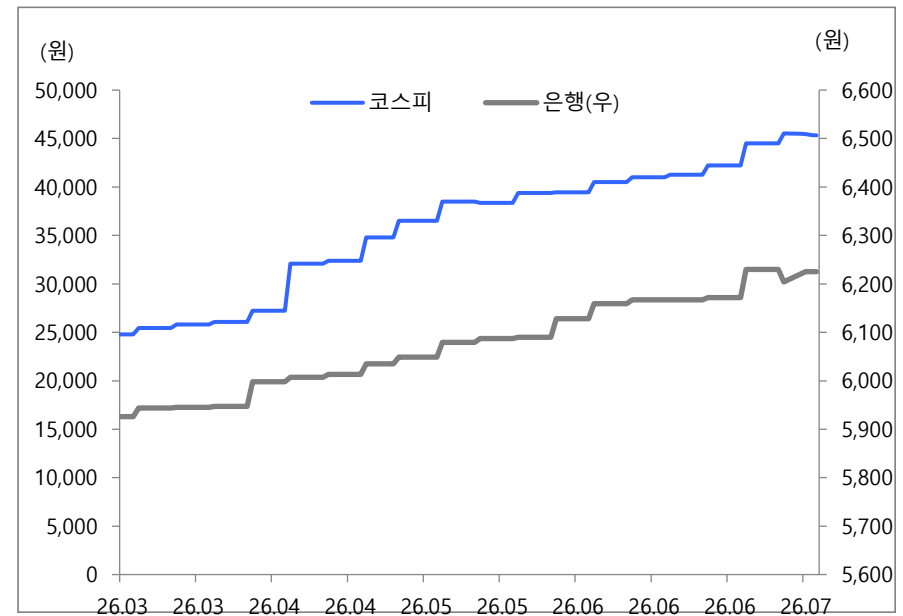
- 연초 이후 은행 업종의 2026년 2분기 영업이익 전망치는 8.8% 상향 조정됐으나, 같은 기간 코스피의 상향 폭 127.0%를 크게 하회
- 은행 업종의 12개월 선행 EPS는 3월 초 이후 5.0% 상향에 그치며, 같은 기간 코스피의 82.7% 상승 대비 이익 모멘텀은 상대적으로 제한적
- 최근 은행주 강세는 실적 전망치 상향보다 금리 상승에 따른 순이자마진 개선 기대와 자사주 소각 · 배당 확대 등 주주환원 기대를 중심으로 전개된 흐름

연초 이후 코스피와 은행 업종 2분기 영업이익 전망치 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

3월초 이후 코스피와 은행 업종 12M FWD EPS 추이



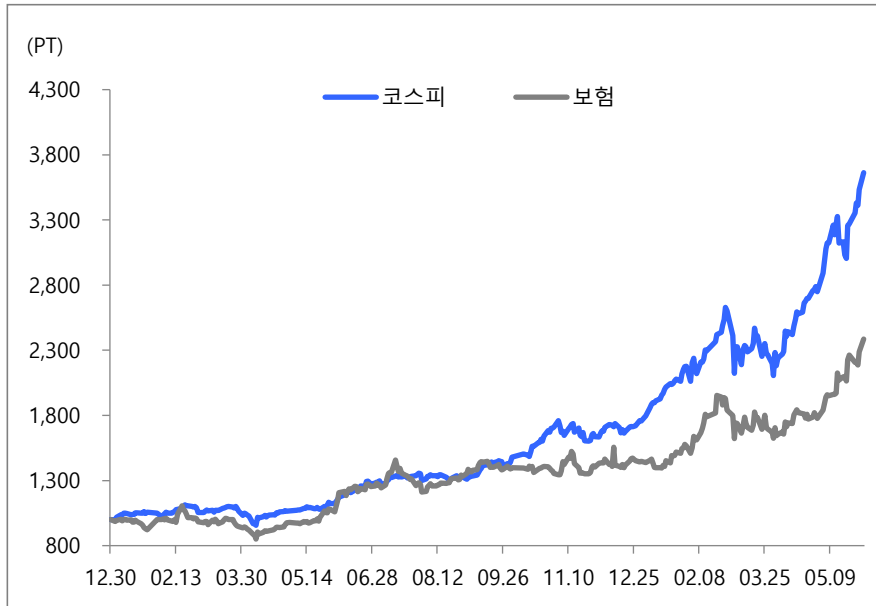
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



보험, 개별 종목 강세와 달리 ROE 전망은 하락

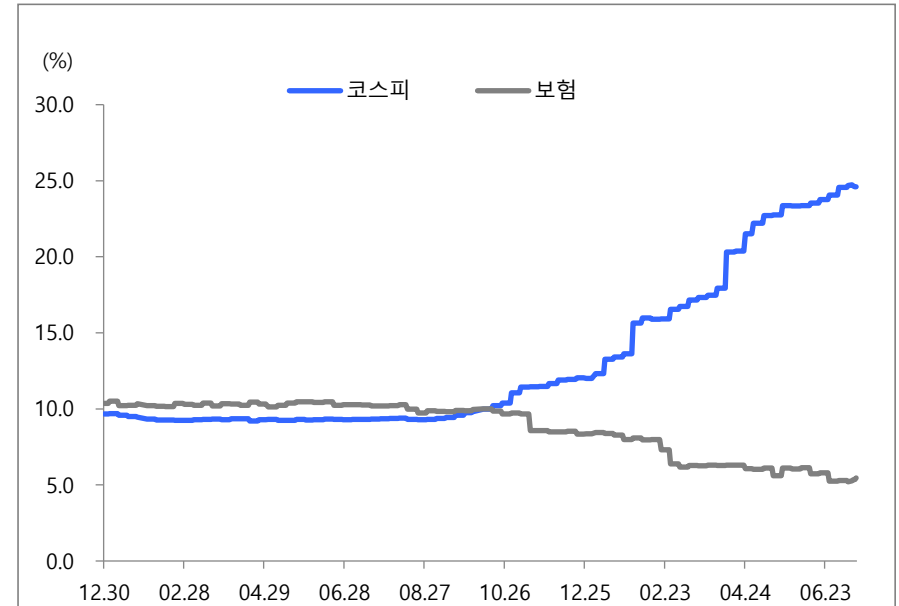
- 2026년 보험 업종은 58.5% 상승하며 코스피 상승률 61.8%에 근접했으나, 업종 내 종목별 수익률 격차가 크게 나타난 흐름
- 삼성생명은 삼성전자 지분가치 상승에 따른 평가이익 기대, 미래에셋생명은 대규모 자사주 소각 등 개별 기업 이슈가 주가 상승을 주도
- 보험주 평균 수익률은 32.1%이나 삼성생명과 미래에셋생명을 제외할 경우 12.4%로 19.7%p 하락, 업종 전반의 펀더멘털 개선보다는 일부 종목 중심의 상승 성격
- 보험 업종의 12개월 선행 ROE는 2026년 초 8.4%에서 7월 5.5%로 하락한 반면 코스피 ROE는 12.0%에서 24.5%로 상승, 주가와 수익성 전망 간 괴리가 확대된 상황

2026년 이후 코스피와 보험 업종 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

2026년 이후 코스피와 보험 업종 12개월 선행 ROE 전망치 추이



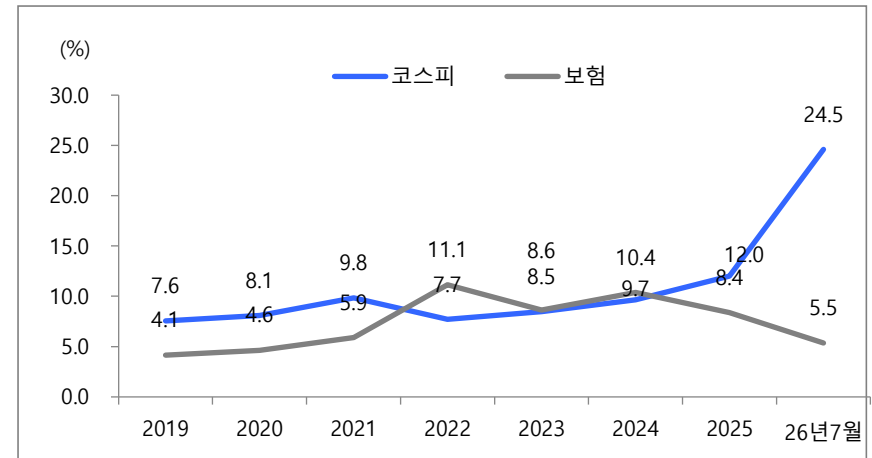
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



보험, ROE 하락에도 PER 할증 전환

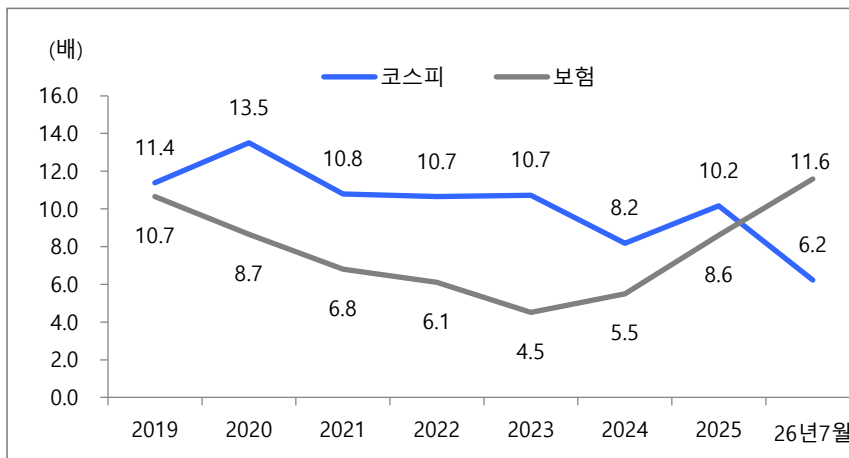
- 2019년 이후 보험 업종의 12개월 선행 ROE는 평균 7.6%로 코스피 평균 9.0%를 1.5%p 하회했으며, 2026년 7월에는 5.5%까지 하락
- 반면 코스피 ROE는 24.5%까지 빠르게 상승하면서 보험 업종의 상대 ROE 격차는 과거 평균 -1.5%p에서 현재 -19.2%p로 확대
- 보험 업종의 12개월 선행 PER은 과거 코스피 대비 평균 32.6% 할인됐으나, 현재는 86.3% 할증으로 전환되며 수익성 대비 밸류에이션 부담이 크게 확대
- 12개월 선행 PBR은 코스피 대비 59.5% 할인된 수준이나, ROE 하락을 고려할 경우 저평가 매력으로 해석하기에는 제한적

코스피와 보험 업종 12개월 선행 ROE 비교



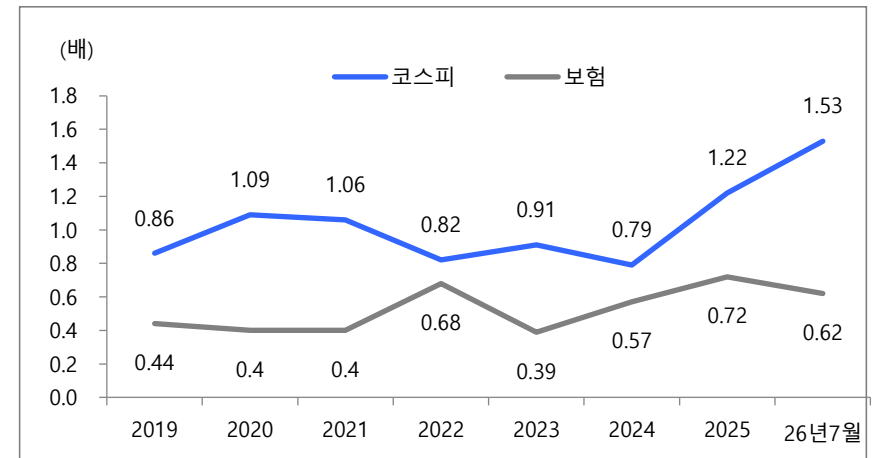
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 보험 업종 12개월 선행 PER 비교



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 보험 업종 12개월 선행 PBR 비교



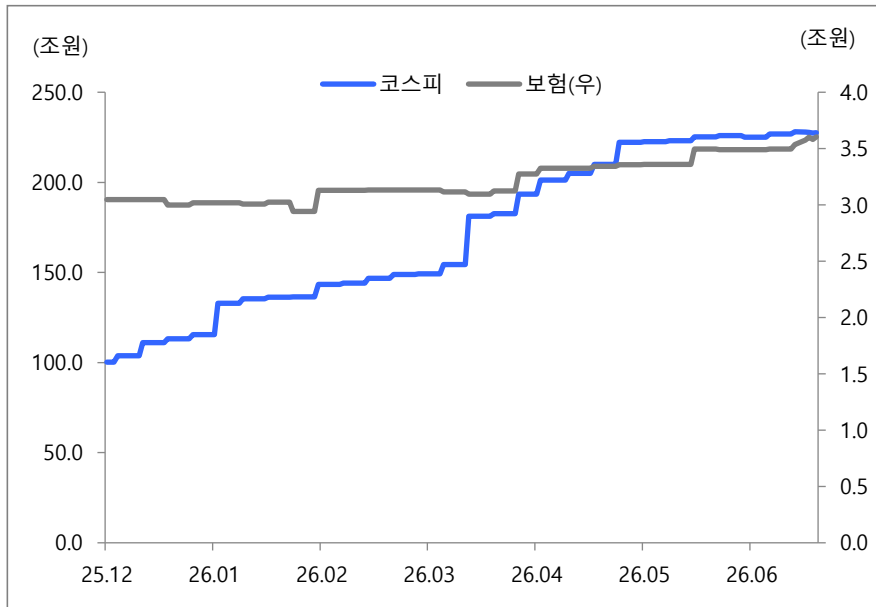
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



보험, 실적 전망 상향에도 코스피 대비 이익 모멘텀은 제한적

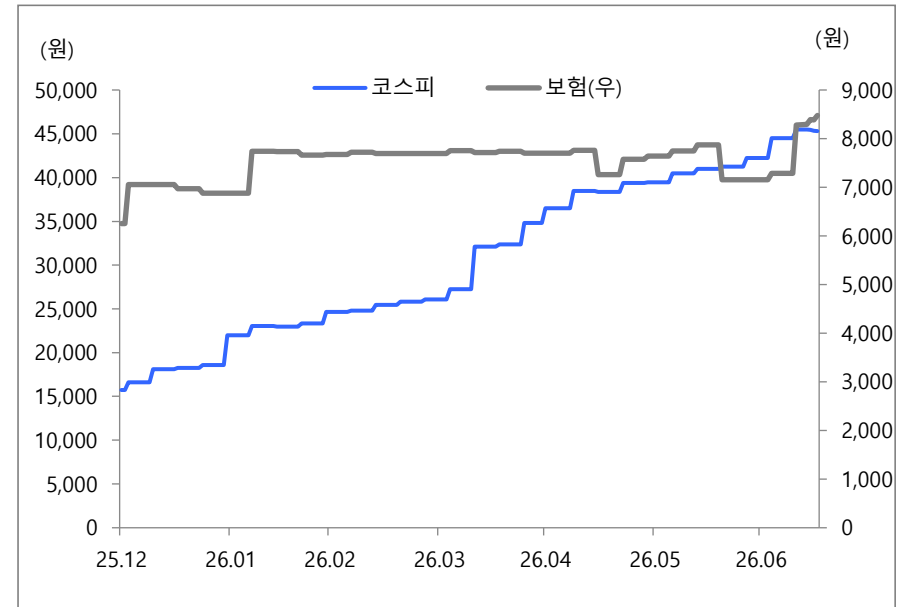
- 연초 이후 보험 업종의 2026년 2분기 영업이익 전망치는 17.5% 상향 조정됐으나, 같은 기간 코스피의 상향 폭 127.0%를 크게 하회
- 보험 업종의 12개월 선행 EPS도 연초 이후 35.7% 상향됐으나, 코스피의 188.0% 상승과 비교할 때 상대적인 이익 모멘텀은 제한적
- 보험 업종의 실적 전망은 개선되고 있으나, 최근 주가 상승은 업종 전반의 이익 상향보다 삼성생명의 삼성전자 지분가치 상승과 미래에셋생명의 자사주 소각 등 개별 종목 이슈의 영향이 큰 흐름

연초 이후 코스피와 보험 업종 2분기 영업이익 전망치 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 보험 업종 12개월 선행 EPS 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

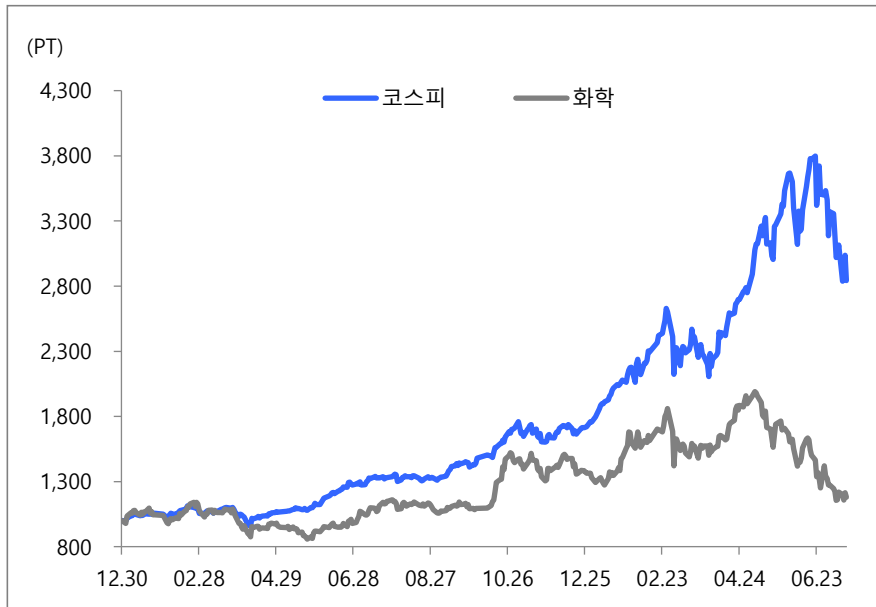


화학: 업황 바닥 통과와 실적 개선 가능성 점검

화학, 주가 부진 속 ROE 개선 조짐 확인

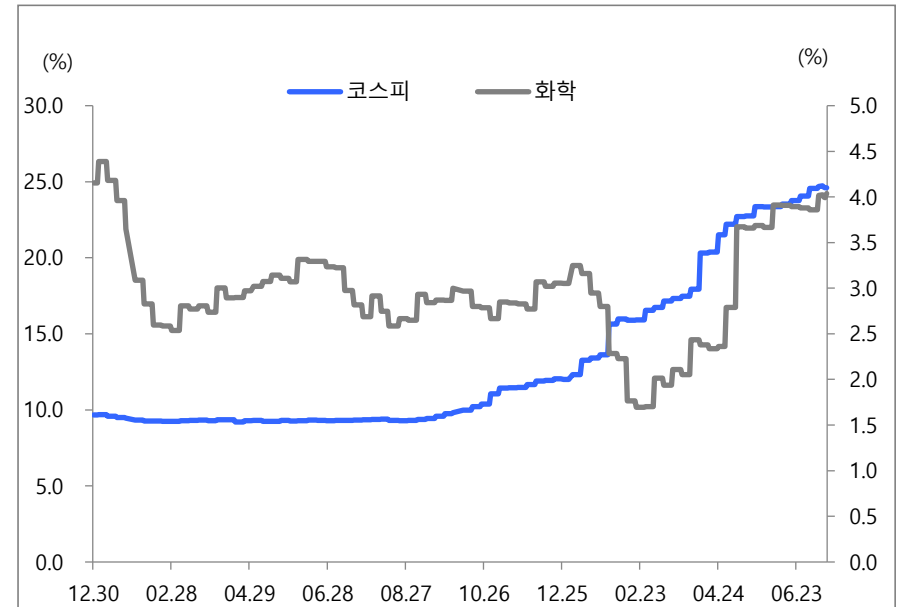
- 2026년 화학 업종은 11.3% 하락하며 코스피 상승률 61.8%를 크게 하회했으며, 7월에도 12.1% 하락하며 상대적 부진 지속
- 반면 화학 업종의 12개월 선행 ROE는 연초 3.1%에서 7월 4.0%로 개선되며, 낮은 수익성 구간에서 점진적인 회복 조짐 확인
- 공급과잉 완화와 물류 차질, 제품 스프레드 개선 등이 2분기 이익 전망 상향으로 연결되며 실적 회복 기대 확대
- 낮은 ROE와 업황 불확실성은 부담이나, 실적 개선이 이어질 경우 주가 하락으로 누적된 밸류에이션 매력 부각 가능성

2026년 이후 코스피와 화학 업종 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

2026년 이후 코스피와 화학 업종 12개월 선행 ROE 추이



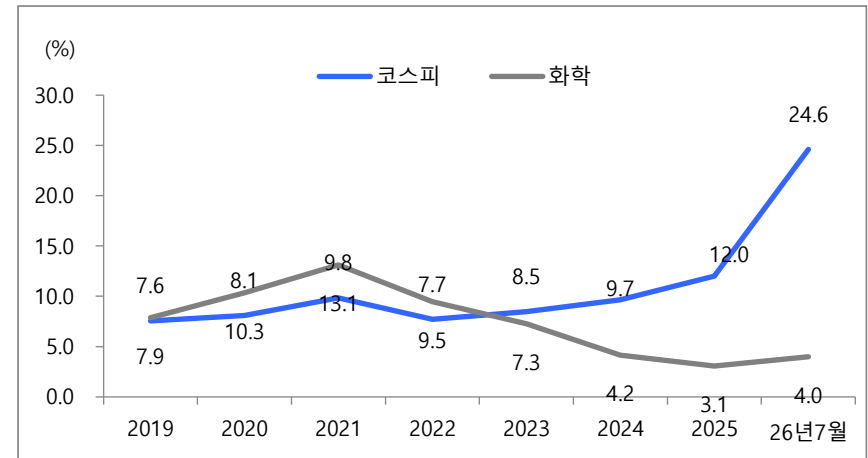
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



화학: ROE 개선 조짐과 PBR 부담 완화

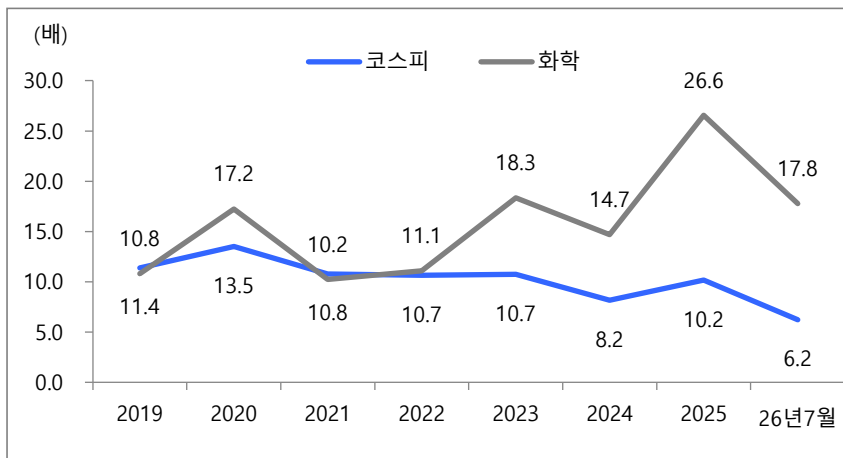
- 화학 업종의 12개월 선행 ROE는 2026년 7월 4.0%로 절대 수준은 낮지만, 연초 3.1% 대비 개선되며 수익성 회복 조짐 확인
- 12개월 선행 PER은 과거 코스피 대비 평균 44.4% 할증 거래됐으나, 7월 현재 186.0%까지 할증 폭이 확대되며 낮은 이익 수준에 따른 부담 지속
- 반면 12개월 선행 PBR은 과거 코스피 대비 평균 15.1% 할증됐으나, 현재는 53.6% 할인으로 전환되며 장기간 주가 부진의 영향 반영
- 낮은 ROE와 높은 PER은 부담이나, PBR 할인과 2분기 이익 전망 상향을 고려할 경우 추가적인 하방 위험은 점차 완화될 가능성

코스피와 화학 업종 12개월 선행 ROE 비교



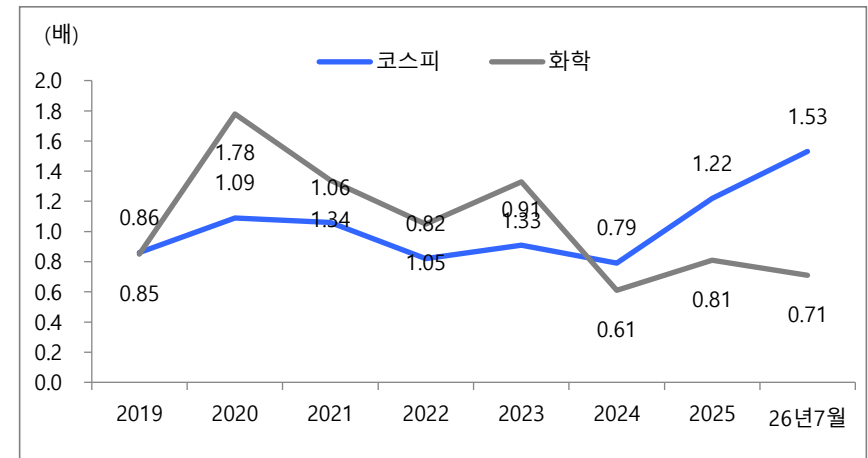
자료: QuantiWise, 현대차증권

코스피와 화학 업종 12개월 선행 PER 비교



자료: QuantiWise, 현대차증권

코스피와 화학 업종 12개월 선행 PBR 비교



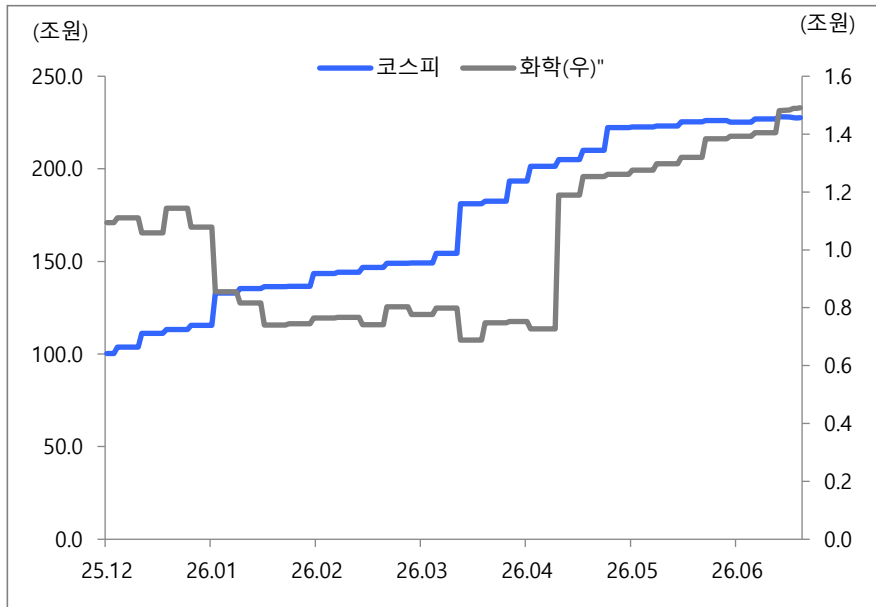
자료: QuantiWise, 현대차증권



화학: 장기 부진 이후 실적 개선 확인 국면

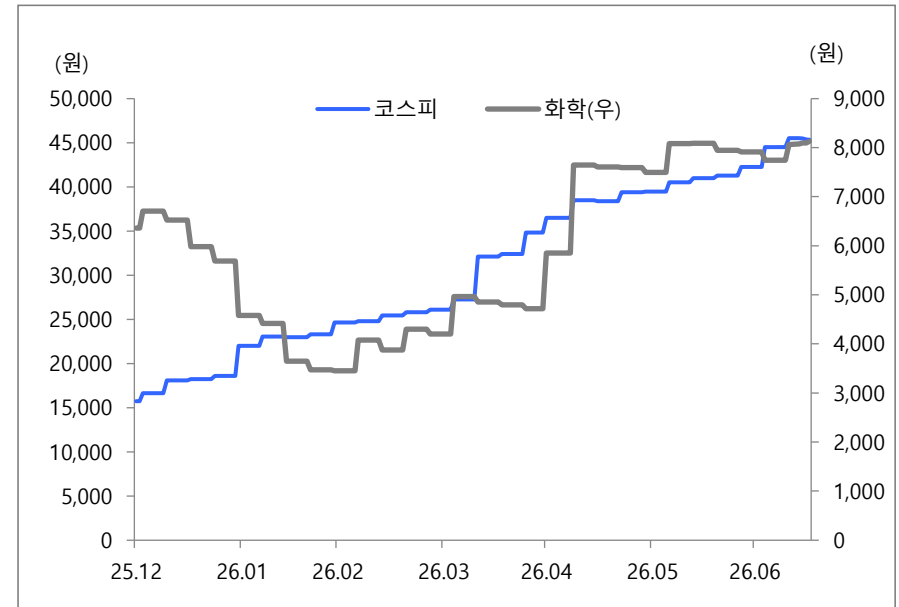
- 장기간 업황 부진으로 화학 업종의 주가 수익률 부담이 낮아진 가운데, 최근 제품 스프레드 개선에 따른 2분기 실적 회복 기대 확대
- 연초 이후 화학 업종의 2026년 2분기 영업이익 전망치는 36.1%, 12개월 선행 EPS는 27.8% 상향되며 5월 이후 이익 전망 개선 흐름 뚜렷
- 공급 차질과 물류 여건 변화로 화학제품 스프레드가 개선된 만큼, 2분기 실적을 통해 이익 회복의 지속 가능성을 확인할 필요
- 아직 컨센서스 상향 초기 단계로 판단되나, 실적 개선이 확인될 경우 이익 서프라이즈와 밸류에이션 회복이 동시에 나타날 가능성

연초 이후 코스피와 화학 업종 2분기 영업이익 전망치 추이



자료: QuantiWise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 화학 업종 12M 선행 EPS 추이



자료: QuantiWise, 현대차증권

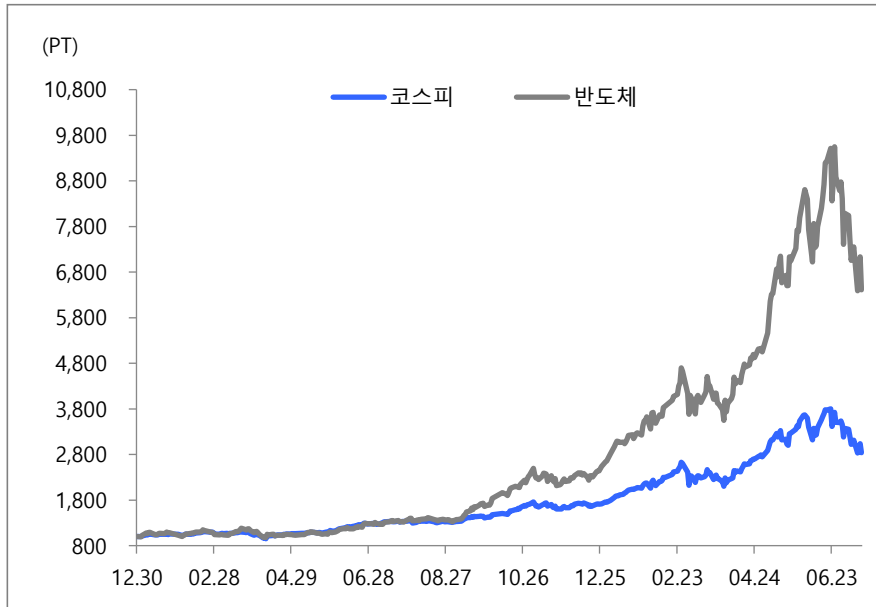


기존 주도주:
조정 이후에도 이익과 ROE 개선은 유효

반도체: 주가 급등에도 ROE 개선으로 밸류 부담 완화

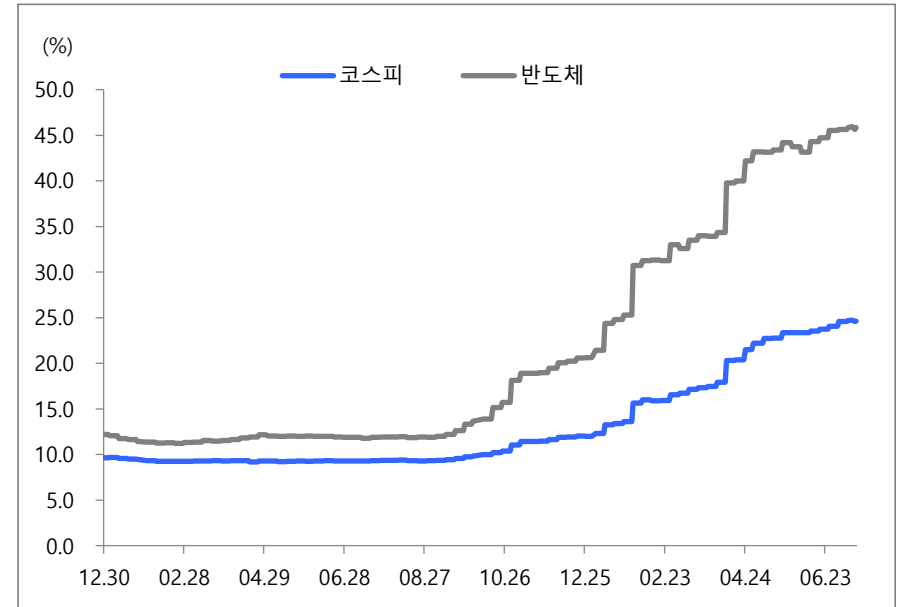
- 2026년 반도체 업종은 141.1% 상승하며 코스피 상승률 61.8%를 크게 상회했으나, 7월에는 27.0% 하락하며 피크아웃 우려 부각
- 반도체 업종의 12개월 선행 ROE는 연초 20.4%에서 45.8%로 급등해, 같은 기간 12.0%에서 24.6%로 개선된 코스피 대비 수익성 우위 확대
- 주가 급등에도 이익과 ROE가 동반 개선되고 12개월 선행 PER도 코스피를 하회해, 반도체 상승은 멀티플 확장보다 펀더멘털 개선에 기반한 흐름
- 최근 조정은 밸류에이션 부담보다 이익 피크아웃 우려와 단기 차익실현의 영향으로 판단되며, 실적 전망이 유지될 경우 핵심 복원 업종으로 판단

2026년 이후 코스피와 반도체 업종 주가 추이



자료: QuantiWise, 현대차증권

2026년 이후 코스피와 반도체 업종 12개월 선행 ROE 전망



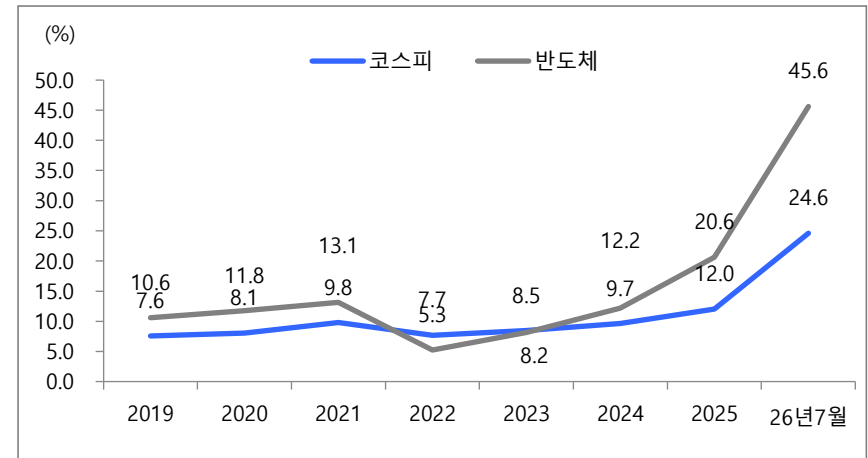
자료: QuantiWise, 현대차증권



반도체, ROE 개선으로 PBR 프리미엄 부담 상쇄

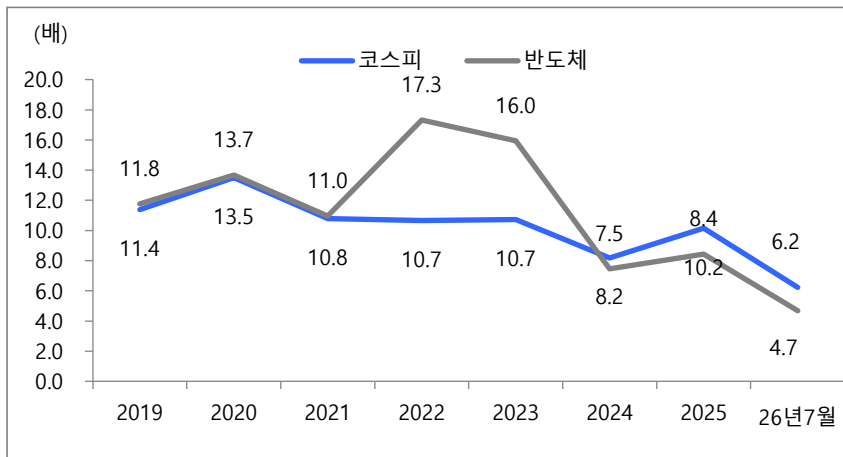
- 2019년 이후 반도체 업종의 12개월 선행 ROE는 평균 11.8%로 코스피 평균 9.0%를 상회했으며, 2026년 7월에는 45.6%까지 상승해 코스피 대비 ROE 격차가 21.0%p로 확대
- 반도체 업종의 12개월 선행 PER은 과거 코스피 대비 평균 13.4% 할증됐으나, 현재는 24.6% 할인으로 전환되며 이익 전망 대비 밸류에이션 매력 확대
- 12개월 선행 PBR은 코스피 대비 39.9% 할증돼 과거 평균 35.7%를 소폭 상회했으나, ROE 개선 폭을 고려할 경우 프리미엄 부담은 제한적
- 주가 급등에도 이익과 ROE 개선이 동반되고 PER이 시장 대비 할인된 만큼, 최근 조정은 밸류에이션 부담보다 피크아웃 우려와 차익실현의 영향으로 판단

코스피와 반도체 12개월 선행 ROE 비교



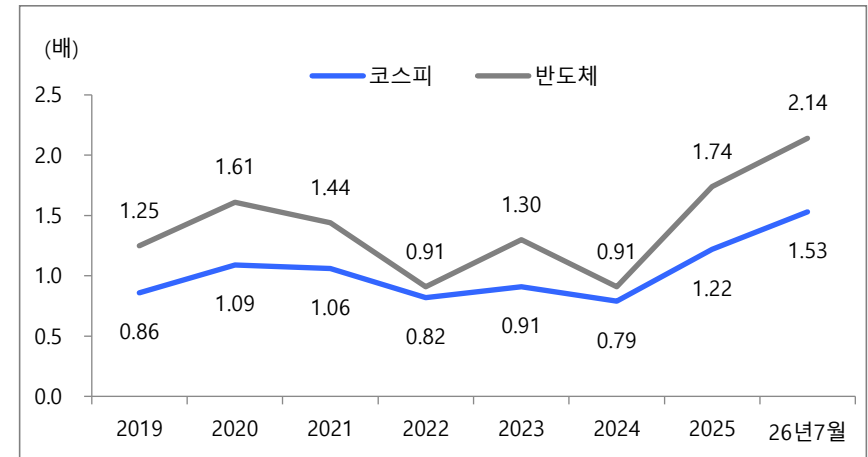
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 반도체 12개월 선행 PER 비교



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

코스피와 반도체 12개월 선행 PBR 비교



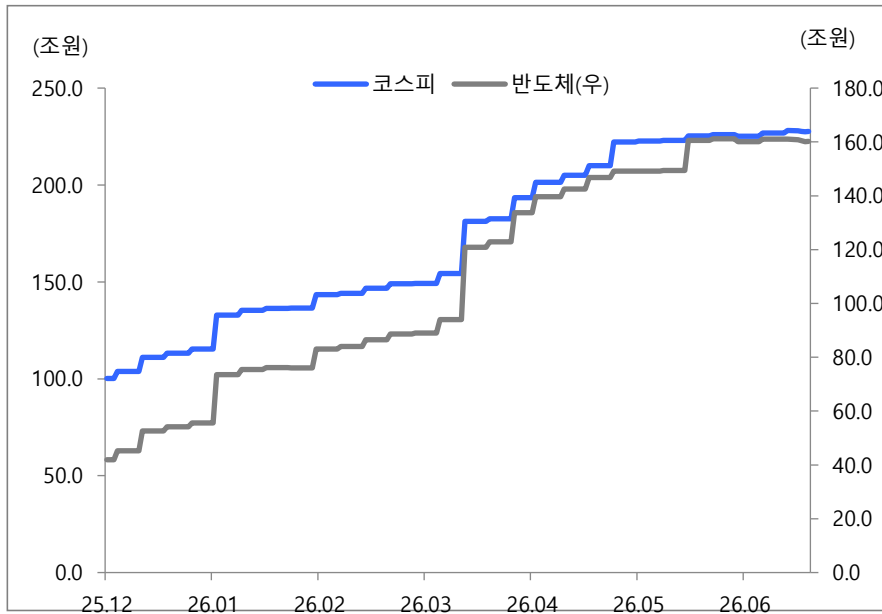
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



반도체, 2분기 실적과 EPS 전망의 동반 상향

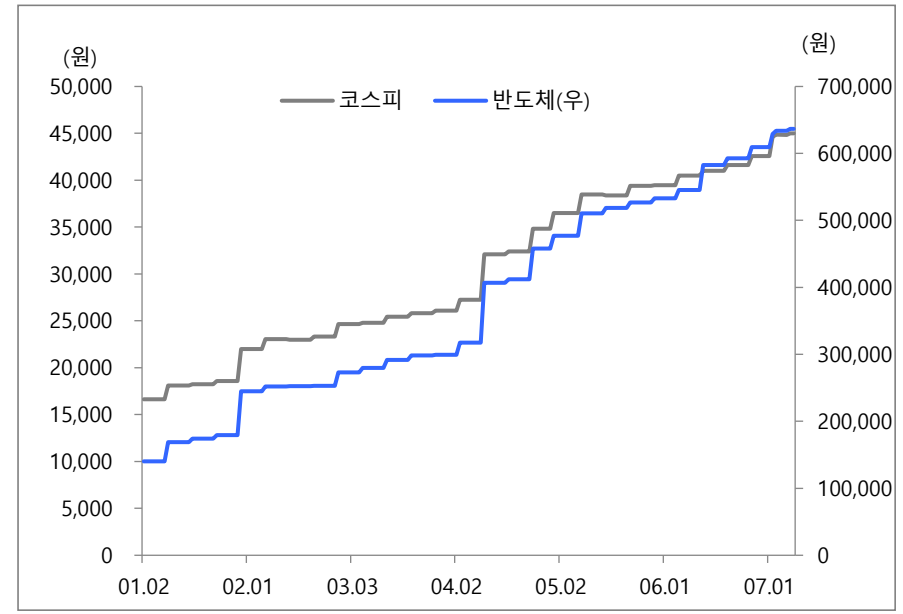
- 연초 이후 반도체 업종의 2026년 2분기 영업이익 전망치는 281.8% 상향 조정되며, 같은 기간 코스피의 상향 폭 127.0%를 크게 상회
- 반도체 업종의 12개월 선행 EPS 역시 연초 이후 394.5% 상향되며, 코스피 상승률 188.8% 대비 두 배 이상의 개선 폭 기록
- 2분기 실적과 중장기 EPS 전망이 동시에 상향되고 있어, 최근 주가 조정에도 반도체 업종의 이익 모멘텀은 여전히 유효한 상황
- 향후 주가 복원의 핵심 변수는 실적 피크아웃 우려보다 반도체 가격과 출하량, HBM 수요에 대한 전망치 유지 여부

연초 이후 코스피와 반도체 업종 2분기 영업이익 전망치 추이



자료: QuantiWise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 반도체 업종 12개월 선행 EPS 추이



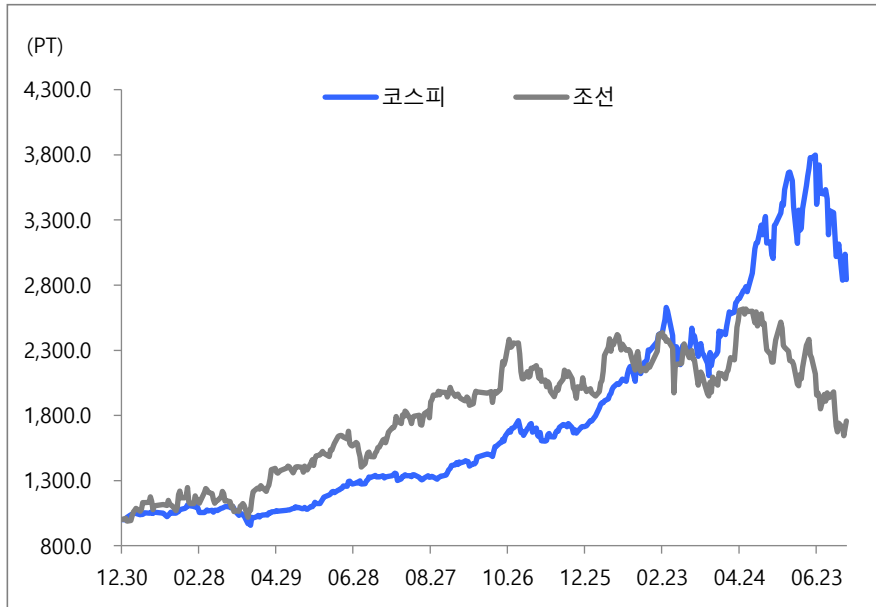
자료: QuantiWise, 현대차증권



조선, 주가 조정에도 높은 ROE와 수주 모멘텀 유지

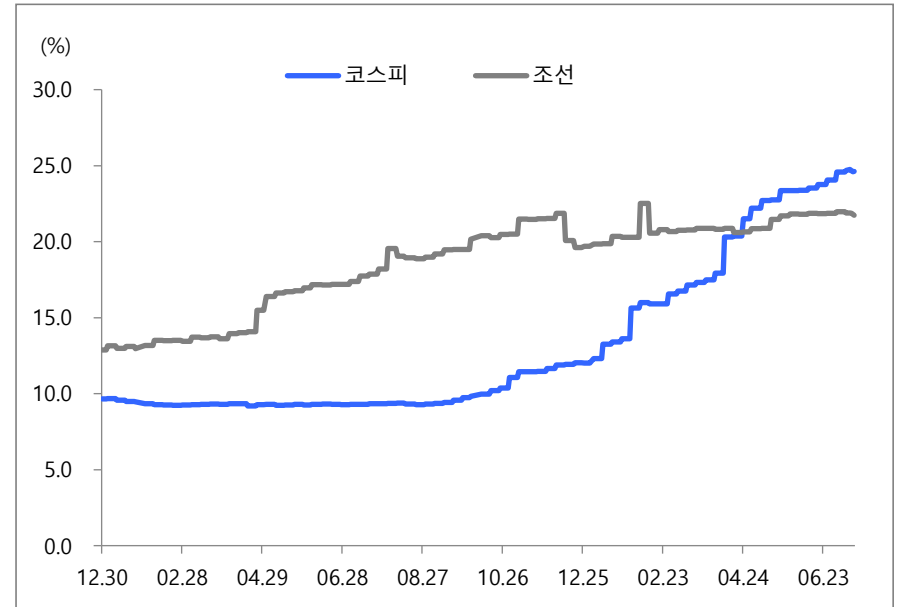
- 7월 16일 기준 조선 업종은 연초 이후 10.9% 하락하며 코스피 상승률 61.8%를 크게 하회했으며, 7월에도 7.9% 하락하며 상대적 부진 지속
- 반면 조선 업종의 12개월 선행 ROE는 연초 19.7%에서 7월 21.7%로 개선되며, 코스피 대비 높은 수익성과 견조한 이익 체력 유지
- 주가는 2025년 하반기 이후 박스권 조정을 이어가고 있으나, 수주잔고와 선가 흐름, LNG선 발주 가시성 등을 고려할 때 펀더멘털 훼손 가능성은 제한적
- 반도체처럼 이익 전망이 급격히 상향되는 업종은 아니지만, 높은 ROE와 주가 조정 폭을 감안할 경우 금리 인상 이후 낙폭과대 복원 후보로 판단

2026년 이후 코스피와 조선 업종 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

2026년 이후 코스피와 조선 업종 12개월 선행 ROE 전망 추이



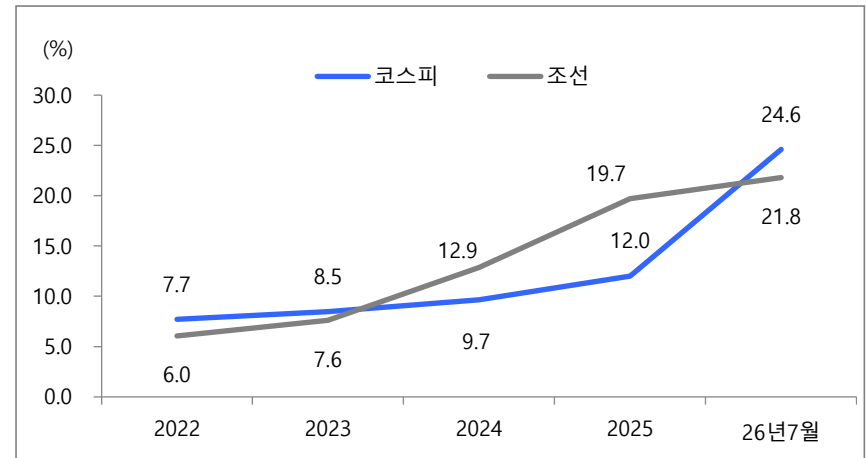
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



조선: ROE 개선에도 밸류에이션 부담은 완화

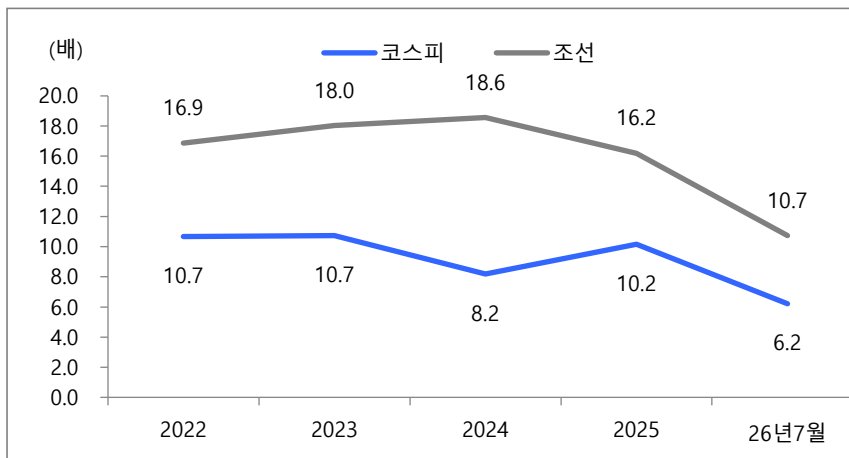
- 2022~2025년 조선 업종의 12개월 선행 ROE는 평균 11.6%로 코스피 평균 9.5%를 상회했으며, 2026년 7월에는 21.8%로 상승해 높은 수익성 유지
- 조선 업종의 12개월 선행 PER은 과거 코스피 대비 평균 75.3% 할증됐으며, 현재도 72.5% 할증으로 높은 수준이나 과거 평균과 유사한 범위
- 12개월 선행 PBR은 과거 코스피 대비 평균 113.1% 할증됐으나, 현재는 52.9% 할증으로 축소되며 주가 조정에 따른 밸류에이션 부담 완화
- 높은 ROE와 축소된 PBR 프리미엄을 고려할 때, 향후 주가 복원 여부는 수주 흐름과 방산·LNG선 발주 모멘텀의 지속성에 좌우될 전망

코스피와 조선 업종 12개월 선행 ROE 비교



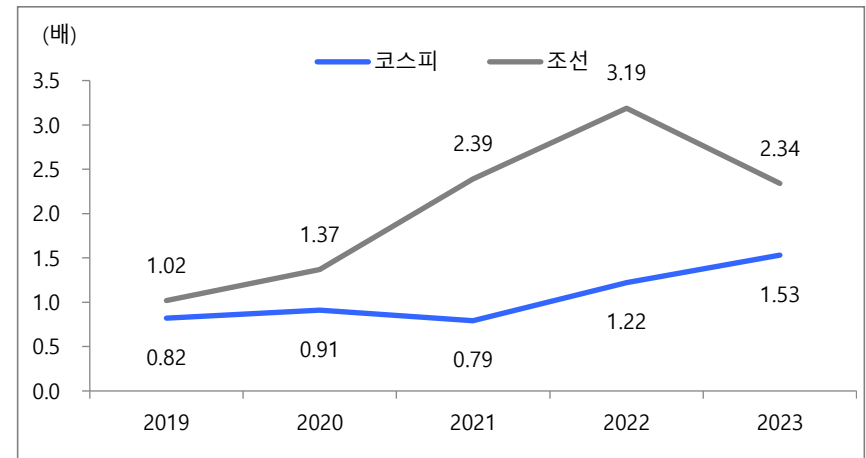
자료: QuantiWise, 현대차증권

코스피와 조선 업종 12개월 선행 PER 비교



자료: QuantiWise, 현대차증권

코스피와 조선 업종 12개월 선행 PBR 비교



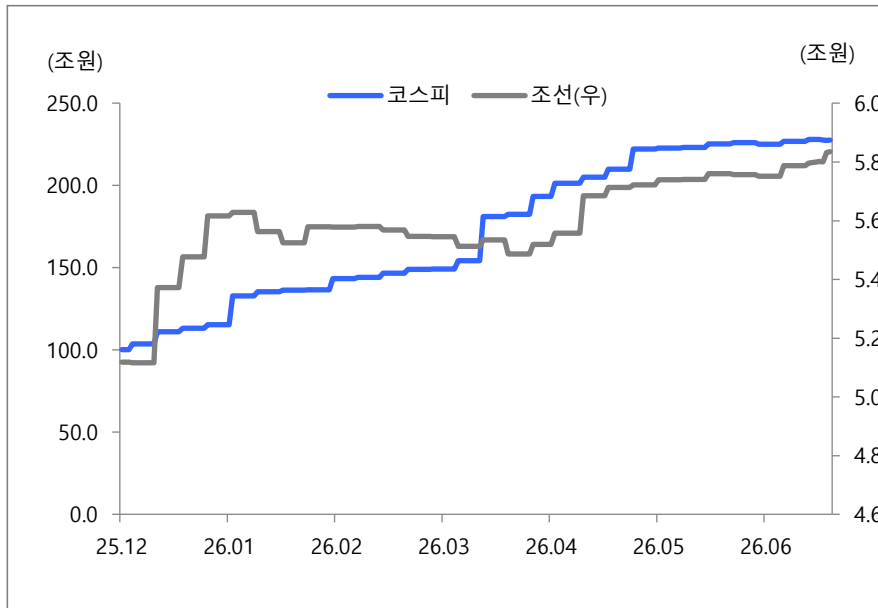
자료: QuantiWise, 현대차증권



조선: 이벤트 소멸에도 수주와 ROE 개선은 유효

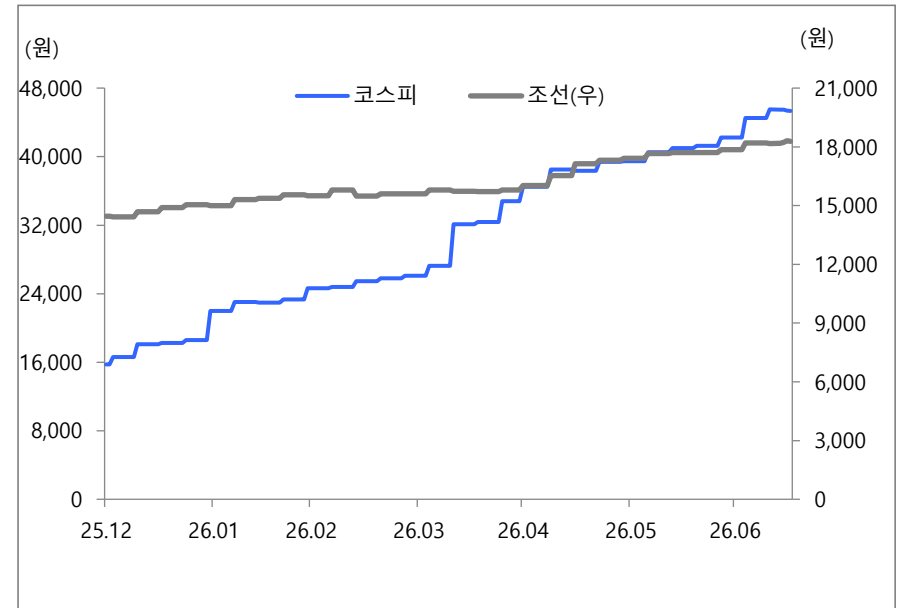
- 연초 이후 조선 업종의 2026년 2분기 영업이익 전망치는 13.9% 상향되며 실적 개선 기대가 이어졌으나, 같은 기간 코스피의 상향 폭 127.0%는 하회
- 조선 업종의 12개월 선행 EPS도 연초 이후 26.4% 상향됐으나, 코스피의 170.7% 상승 대비 이익 전망 개선 속도는 상대적으로 완만한 수준
- 캐나다 잠수함 사업은 독일 TKMS 선정으로 단기 이벤트 모멘텀이 약화됐으나, 상선 · LNG선 수주잔고와 높은 선가를 기반으로 중장기 수익성 개선 흐름 지속
- 단기 이벤트 소멸과 주가 조정을 감안하더라도 높은 ROE와 견조한 수주 기반을 고려할 때 낙폭과대 복원 후보로 접근 가능

연초 이후 코스피와 조선 업종 2분기 영업이익 전망치 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 조선 업종 12개월 선행 EPS 추이



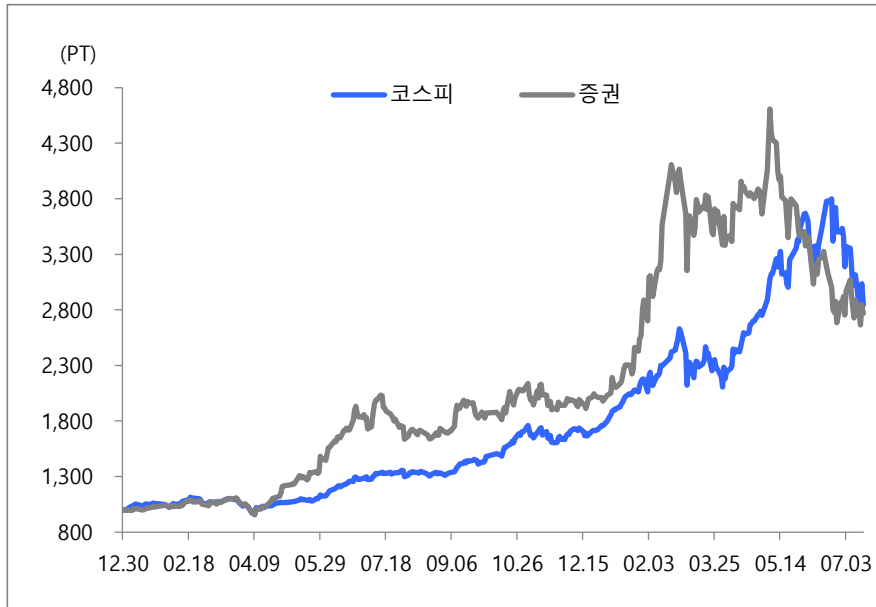
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



증권: ROE 개선은 유효하나 거래대금 회복 필요

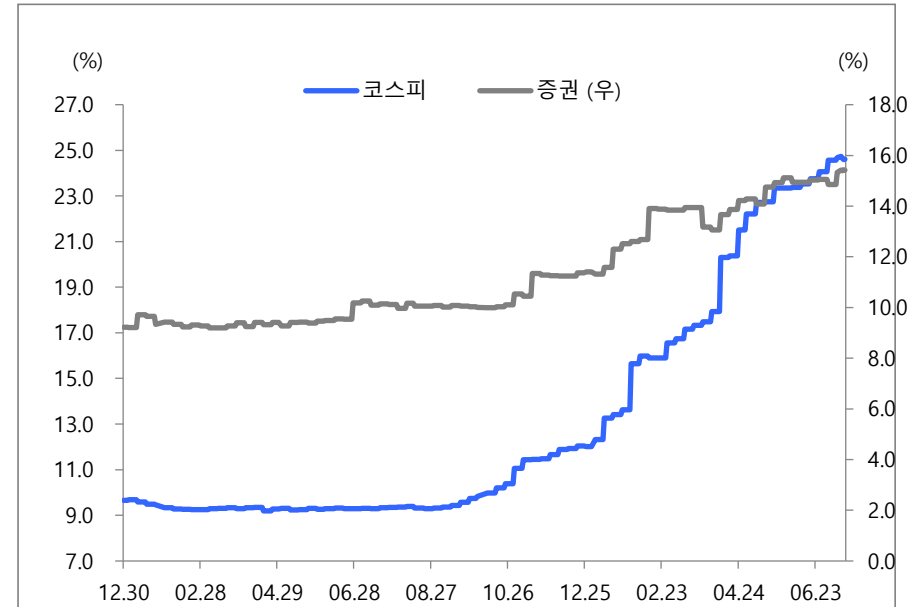
- 2026년 증권 업종은 39.8% 상승했으나 코스피 상승률 61.8%를 하회했으며, 최근 두 달 이상 주가 상승이 제한되며 반등 탄력 둔화
- 증권 업종의 12개월 선행 ROE는 연초 11.3%에서 7월 중순 15.4%까지 개선되며 수익성 회복 흐름 지속
- 코스피 상승에 따른 거래대금 증가와 자본시장 활성화 기대가 긍정적 요인이거나, 최근 시장 상승에도 거래대금 회복이 뚜렷하지 않아 실적 상향의 지속성 확인 필요
- 자사주 소각과 주주환원 확대는 업종 재평가 요인이거나, 추가적인 주가 상승을 위해서는 ROE 개선과 거래대금 회복의 동반 확인 필요

2026년 이후 코스피와 증권 업종 주가 비교



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

2026년 이후 코스피와 증권업종 12개월 선행 ROE 전망 비교



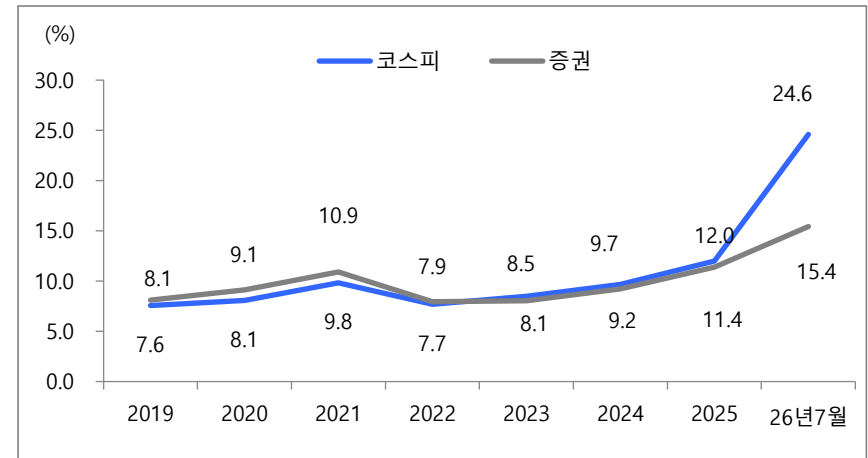
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



증권, ROE 개선과 밸류에이션 부담 완화 지속

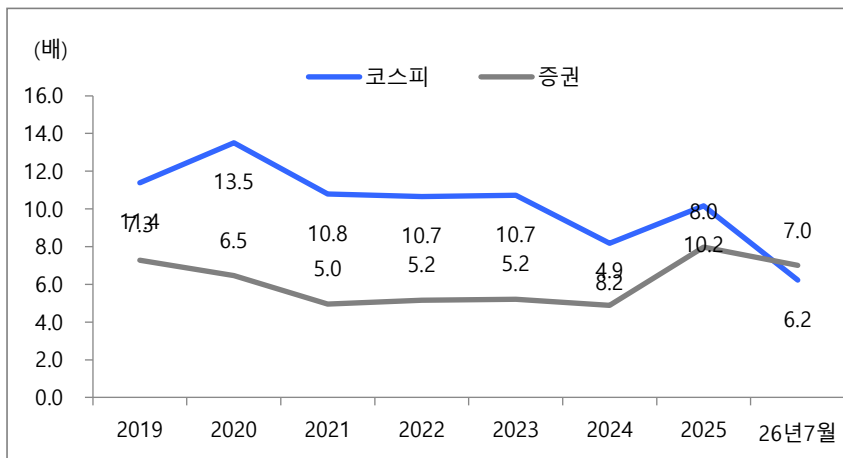
- 2019~2025년 증권 업종의 12개월 선행 ROE는 평균 9.3%로 코스피 평균 9.0%와 유사했으나, 2026년 7월에는 15.4%까지 상승하며 코스피 대비 수익성 격차 축소
- 증권 업종의 12개월 선행 PER은 과거 코스피 대비 평균 44.4% 할인됐으나, 현재는 12.5% 할증으로 전환되며 수익성 개선과 주주환원 기대 반영
- 12개월 선행 PBR은 과거 코스피 대비 평균 42.1% 할인됐으며, 현재도 29.4% 할인된 수준으로 절대적인 밸류에이션 부담은 제한적
- ROE 개선과 PBR 할인, 거래대금 증가 기대 및 자사주 소각 등 주주환원 확대를 고려할 때 업종 재평가 여력은 유효하나, 추가 상승을 위해서는 거래대금 회복 확인 필요

코스피와 증권 업종 12개월 선행 ROE 비교



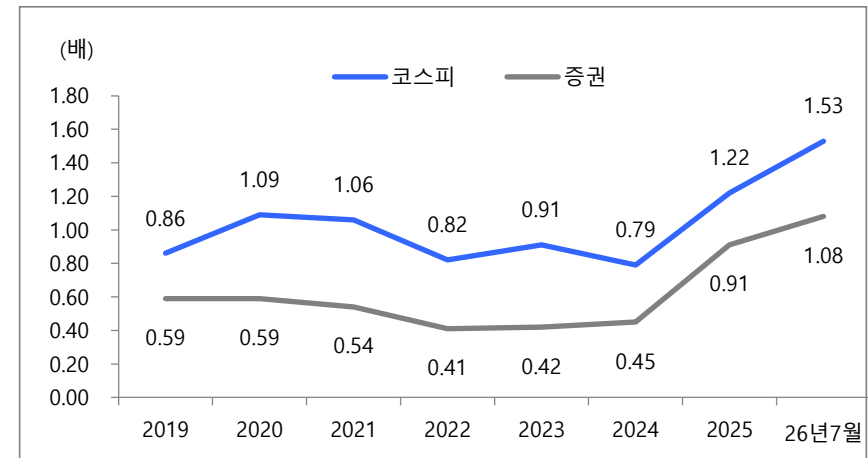
자료: QuantiWise, 현대차증권

코스피와 증권 업종 12개월 선행 PER 비교



자료: QuantiWise, 현대차증권

코스피와 증권 업종 12개월 선행 PBR 추이



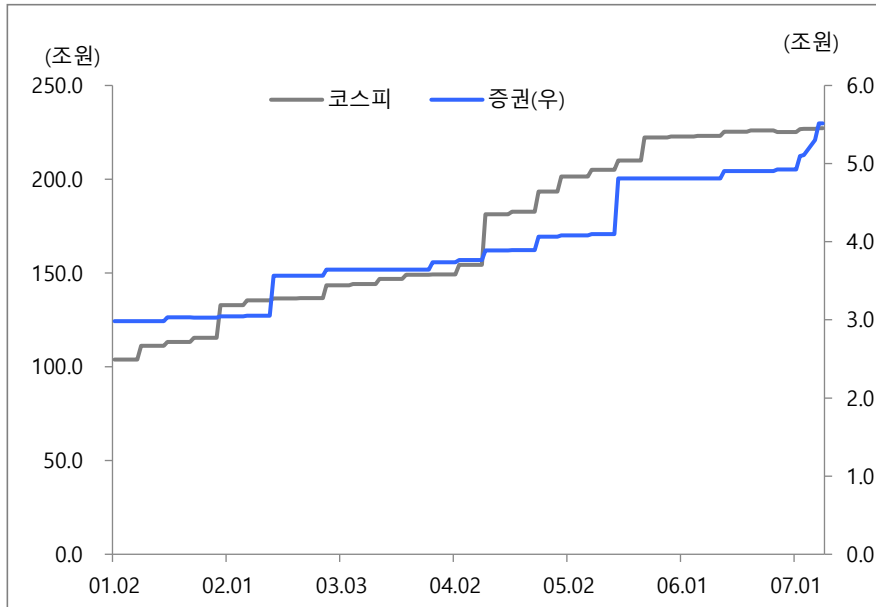
자료: QuantiWise, 현대차증권



증권, 이익 전망 상향은 유지되나 거래대금 회복 확인 필요

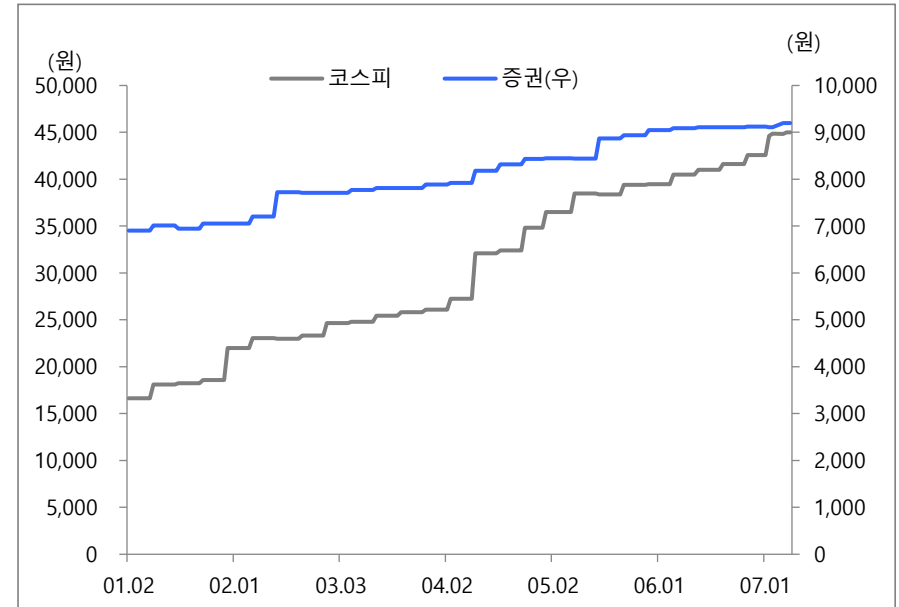
- 연초 이후 증권 업종의 2026년 2분기 영업이익 전망치는 158.3% 상향되며 코스피의 상향 폭 127.0%를 상회
- 다만 미래에셋증권의 SpaceX 지분가치 상승에 따른 평가이익 기대가 업종 전망치 상향에 크게 기여했으며, 이를 제외한 2분기 영업이익 전망치 상향 폭은 78.0%로 축소
- 증권 업종의 12개월 선행 EPS도 연초 이후 61.4% 상향됐으나, 코스피의 188.0% 상승 대비 개선 속도는 상대적으로 제한적
- 이익 전망과 주주환원 기대는 긍정적이나, 업종 전반의 추가 재평가를 위해서는 거래대금 회복과 ROE 개선의 지속 여부 확인 필요

연초 이후 코스피와 증권 업종 2분기 영업이익 전망치 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권

연초 이후 코스피와 증권 업종 12M FWD EPS 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



업종 전략: 펀더멘털 중심의 선별 대응

- 최근 순환매가 유통 · 은행 · 보험 등 내수 · 금융 업종으로 확산됐으나, ROE와 EPS 개선 강도는 코스피 대비 제한적
- 반면 반도체 · 조선 · 증권은 최근 주가 조정에도 이익 전망과 ROE 개선 흐름이 유지되고 있어 복원력 우위
- 화학은 절대 수익성이 낮지만 장기간 주가 부진 이후 이익 전망이 상향 전환돼 중장기 턴어라운드 후보로 접근

하반기 업종 선호도와 핵심 투자 포인트

업종	핵심 포인트	하반기 전략 판단
반도체	2분기 영업이익과 12개월 선행 EPS의 가파른 상향, ROE 급등과 코스피 대비 PER 할인 유지	피크아웃 우려보다 단기 기대 조정 성격이 강해 조정 시 최우선 비중 확대
증권	ROE 개선과 PBR 할인 지속, 주주환원 확대 및 자본시장 활성화 기대	거래대금 회복 확인이 필요하나 이익 개선과 정책 모멘텀을 고려해 선호 유지
조선	높은 ROE와 수주잔고, LNG선·상선 중심의 중장기 실적 가시성 유지	단기 이벤트 소멸 이후 주가 조정을 활용한 선별적 비중 확대
화학	장기 업황 부진 이후 2분기 영업이익과 12개월 선행 EPS 상향 전환	업황 바닥 통과 여부 확인이 필요하나 중장기 턴어라운드 후보로 관심 확대

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

Compliance Notice

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 김중원의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
 - 조사분석담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
-
- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 - 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.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

