

전략 COMMENT

반도체, 저렴하지만 비싸다

주식전략. 강대승 / ds_kang92@sks.co.kr / 3773-9122

Signal: 12MF PER 은 역사적 저점, PBR 은 여전히 고점

Key: 2027 년 ROE 전망은 R 상향에 의존

Step: 하반기 주주환원 정책 발표가 재평가 조건

PER 저점과 PBR 고점의 동시 성립은 착시가 아니다

반도체 지수가 역사적 저점의 밸류에이션에 있다는 진단은 절반만 맞다. 실적 전망치 상향에 힘입어 12MF PER 은 역사적 저점 수준 까지 내려왔으나, 같은 시점 12MF PBR 은 과거 대비 여전히 높은 위치에 있다. 두 지표의 방향이 엇갈리는 것은 높아진 ROE 전망치 때문이다. PBR 은 PER 과 ROE 의 곱이므로 ROE 가 급등하면 두 지표는 구조적으로 반대 방향으로 벌어질 수밖에 없다. 코스피 반도체 지수의 2027 년 ROE 전망치는 2025 년 9 월 13%에서 2026 년 7 월 54%로 10 개월 만에 4 배 이상 상향됐다. AI 수익성, 투자 지속가능성 우려가 불거지면서 나타난 지난 한 달의 조정은 높은 ROE 의 유지 여력에 대한 시장의 질문이었다고 판단한다.

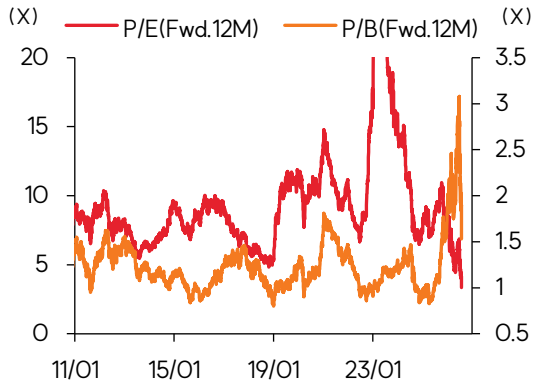
ROE 를 높이는 법은 두 가지, 한국 반도체는 R 에 치중하고 있다

ROE 를 높이는 방법은 분자인 이익(R)을 늘리거나 분모인 자본(E)을 줄이는 것이다. 두 경로의 기여도는 ROE/ROA 비율로 분리 할 수 있다. 이 비율의 상승은 부채비율 상승, 즉 자기자본 축소가 진행되고 있다는 방증이다. 애플은 2012 년 주주환원 확대 발표 이 후 이 비율이 지속 상승하며 E 의 감소가 ROE 를 떠받치는 구조를 만들었지만, 마이크론은 비율이 오히려 우하향해 ROE 가 전적으로 R 에 좌우된다. 코스피 반도체는 후자에 가깝고, ROE/ROA 전망치는 과거 대비 하락한다. ROE 상향분 대부분이 이익 전망치에 기대고 있다는 의미다.

단기 R 은 지켜졌다, 남은 변수는 E

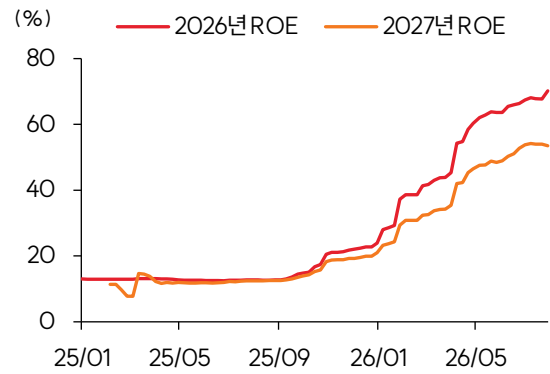
주가가 큰 폭으로 조정 받은 지금 주목할 것은 구조의 취약성이 아니라 단기 실적 전망 하향 가능성이다. 2 분기 실적 발표에서 미국 빅테크 기업들의 CAPEX 전망치 상향/유지, 7 월에도 이어진 GPU 렌탈 비용 우상향 흐름을 고려했을 때, 단기 실적 전망 하향 가능성은 낮다. 리레이팅이 실패했다고 가정하더라도 R 이 유지되는 구간에서 과거 12MF PBR 범위까지 하락한 지난달 조정은 과도하다고 판단한다. 지난 10 년간 PBR 상단 수준이었던 2010~2024 년 12MF PBR 1.4 배가 하단 역할을 할 것으로 판단한다. 다만 이익 증가 속도가 2분기를 정점으로 둔화되는 국면에서 상승 조건은 E에 있다. 삼성전자의 기존 주주환원 정책이 2026년 종료 예정인 만큼 하반기 중 새로운 정책 발표가 예정되어 있다. 장기공급계약에 기반한 R 의 안정성과 주주환원에 의한 E 의 점진적 축소가 결합되면 반도체는 싸 보이는 주식에서 싼 주식으로 이동한다. 지금은 그 전환을 앞둔 바닥 다지기 구간이다. 반도체가 코스피 시가총액의 절반을 차지하며 그 움직임이 주가지수 전체를 좌지우지하는 지금, 코스피 역시 단기적으로는 바닥을 통과하는 중이라고 판단한다.

반도체 12MF PER 은 저렴, PBR 은 여전히 고점 부근



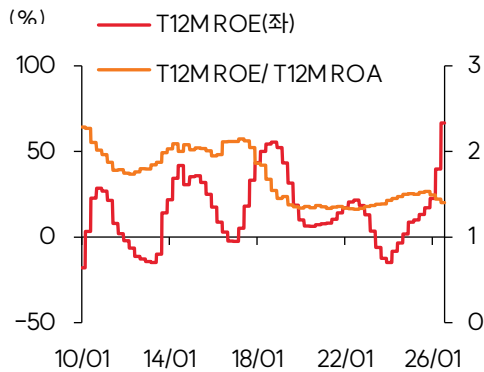
자료: Quantwise, SK 증권

ROE 전망치 변화



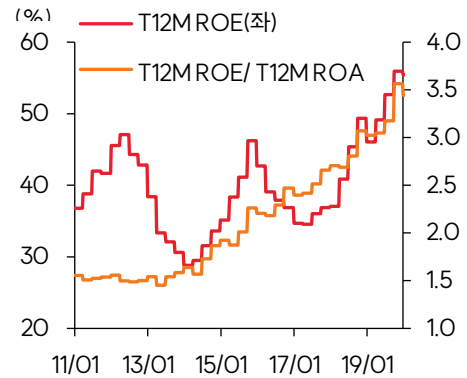
자료: Quantwise, SK 증권

마이크론, ROE 변화는 R 이 결정



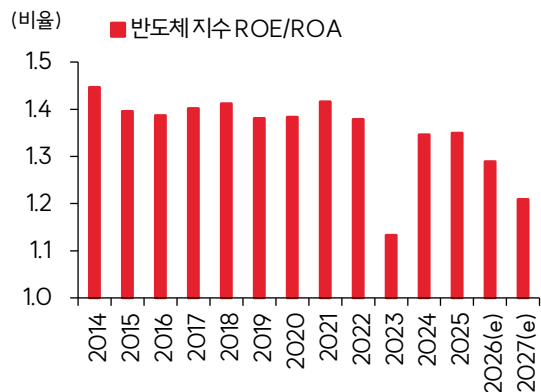
자료: Bloomberg, SK 증권

애플 ROE 상승 중 E 감소 영향 점차 확대



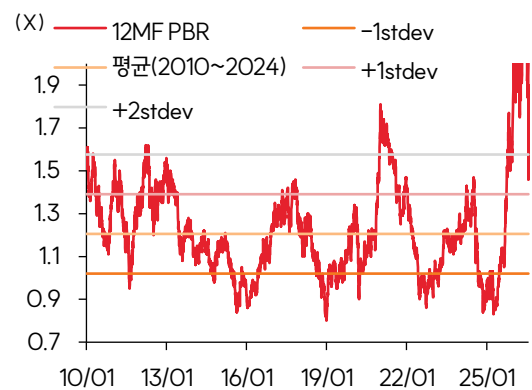
자료: Bloomberg, SK 증권

코스피 12MF PER 하락은 반도체의 실적 상향에 기인



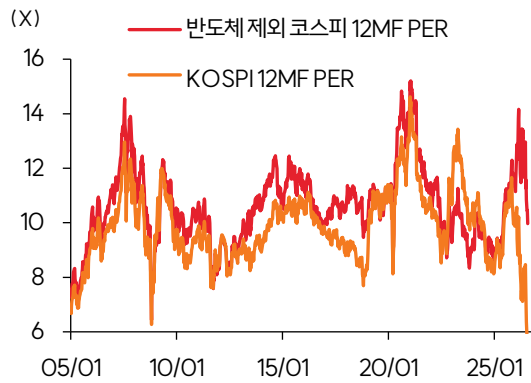
자료: Bloomberg, SK 증권

코스피 반도체 지수 12MF PBR 추이



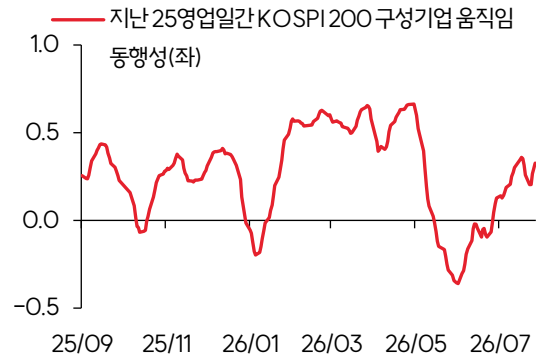
자료: Bloomberg, SK 증권

KOSPI가 저렴한 것은 반도체 PER 낮기 때문



자료: Quantwise, SK 증권

7월 KOSPI200 구성 기업 간 동행성 증가



자료: Quantwise, SK 증권

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도