

Market 준클리

코스닥의 봄은 언제 올까?

Market Comment

[전략] 김준영 2122-9246 elvis.kim@ifmfnsec.com

Check Point

AI 캐פק스발 고금리가 1999년식 반도체 쏠림을 강화하며 금리민감 섹터를 짓누르는 장세
코스닥/바이오의 봄은 펀더멘탈이 아니라 주도주(반도체) 피크아웃 시점에 올 가능성이 높음
반도체 이익 체력만으로 코스피 11,000pt는 정당화되고, 멀티플 10배 돌파는 이익 지속성에 달려있음

AI가 금리를 밀어올리는 중

AI 설비투자가 자금의 블랙홀이 되고 있다. 데이터센터와 전력망 등에 빨려 들어가는 캐팩스가 실질금리를 위로 끌어올린다. 빅테크의 투자는 멈출 기미가 없다. 미 하이퍼스케일러 캐팩스가 지속적으로 증가하는 중이며, 이 매크로 환경이 금리인상 부담으로 작용해 상승 속도를 둔화시킬 가능성이 제기된다. 결국 높은 금리와 전쟁으로 복잡한 비용단의 부담을 잠재울 수 있을 정도의 성장을 혹은 꿈이 필요하다. 성장의 엔진과 할인율의 압력이 같은 곳에서 나오는 셈이다.

금리상승의 충격은 두 경로로 갈린다. 첫째 듀레이션 경로다. 현금흐름이 먼 미래에 몰린 무수익(혹은 저수익) 성장주가 금리 상승에 취약하다. 바이오와 소프트웨어(SaaS)가 대표적이다. 둘째 자금조달 경로다. 부채가 많거나 배당으로 평가받는 채권 대체재 성격의 섹터다. 리츠/유틸리티/통신이 직격탄을 맞는다. 종합하면 대표적인 피해 섹터는 리츠/유틸리티 같은 레버리지/배당군과 성장주다.

1999년에도 IT만 좋았다. 현재 시장의 흐름은 처음이 아니다. 1999년 섹터간의 양극화는 더 심해졌다. 시장이 부러지기 전까지 가던 섹터와 종목만 랠리를 이어갔다. 다른 것을 찾으려는 노력은 잠시 미뤄도 된다. 현재 반도체가 당장 더 갈 것이라고 믿는다면 다른 섹터의 비중을 최대한 줄여야 한다. 섹터별 성과가 좋은 몇몇 종목으로의 쏠림을 잘 포착하는 수밖에 없다. AI 관련 섹터는 더 높은 금리 환경을 만들었지만 당장 버틸 수 있는 수준이라고 시장은 판단한다. AI 섹터의 구축효과로 인한 피해는 결국 고스란히 나머지 섹터가 상대적으로 더 많이 받는다. 당연해 보이기도 하는 쏠림은 특정 지역에 국한된 현상은 아니다. 글로벌 증시 전반에서 지수 흐름은 양호함에도 200일 이평선보다 높은 종목의 비중은 최근 몇 년간 가장 낮은 수준으로 내려와있다.

바이오와 코스닥의 봄은 언제 올까? 코스닥의 부진은 단순 펀더 때문이 아님

코스닥 부진으로 코스피에 비해 부실한 코스닥의 펀더멘탈이 지적된다. 하지만 펀더멘탈만큼이나 시장의 쏠림 또한 주요 원인이라고 판단된다. 코스피 내에서는 S7(삼성전자, SK하이닉스, SK스퀘어, 삼성전자우, 삼성전기, 삼성생명, 삼성물산)의 쏠림이 강했다. 주도주로 볼 수 있는 S7을 코스피에서 제외한 시총합은 코스닥 시총과 유사하게 움직였다. 코스피 지수는 9,000pt를 넘어섰지만 코스닥은 1월말 수준, S7을 제외한 코스피는 2월 초 수준으로 돌아왔다. S7으로 얼마나 더 쏠림이 지속될 것인지가 단기 전략을 세우는데 있어서 가장 중요한 질문이다. 당분간은 S7으로 쏠림은 계속될 것으로 보인다. 이 쏠림이 완화될 때 비로소 바이오 비중이 높은 코스닥의 약진이 예상된다.

6월초 코스피 대형주의 조정 과정에서 코스닥으로의 순환매가 잠시 확인되었다. 주도주가 실 때 일시적으로 유동성이 소외받던 증목과 섹터로 흘러 들어가는 것으로 판단했다. 작년 11월, 3월 모두 일시적 확산에 그쳤다. 이번에도 4~5월 강했던 쓸림의 반작용으로 5월 말~6월초 쓸림의 완화가 확인되었다. 하지만 추세적 흐름의 전환은 아직 아니라는 판단이다. 닷컴의 사례와 마찬가지로 주도주로의 쓸림이 계속될 가능성이 크다.

98~00년 미국 증시 섹터별 성과를 보면 98년의 경우 대부분의 섹터가 상승했다. 하지만 99년 명암이 명확하게 갈린다. IT, 재량소비재, 통신 서비스, 산업재 등은 상승한다. 재량소비재의 경우 경기가 좋기도 했지만 아마존과 같은 이커머스 종목들이 포함되었던 것이 주요 원인으로 보인다. 반면 헬스케어, 유틸리티, 필수소비재는 부진했다. 99년 가장 부진했던 세 섹터는 00년들어 가장 좋은 성과를 내는 진영에 속했다. 가장 부진하고 소외받았던 섹터가 바로 다음 국면에서 가장 좋았다.

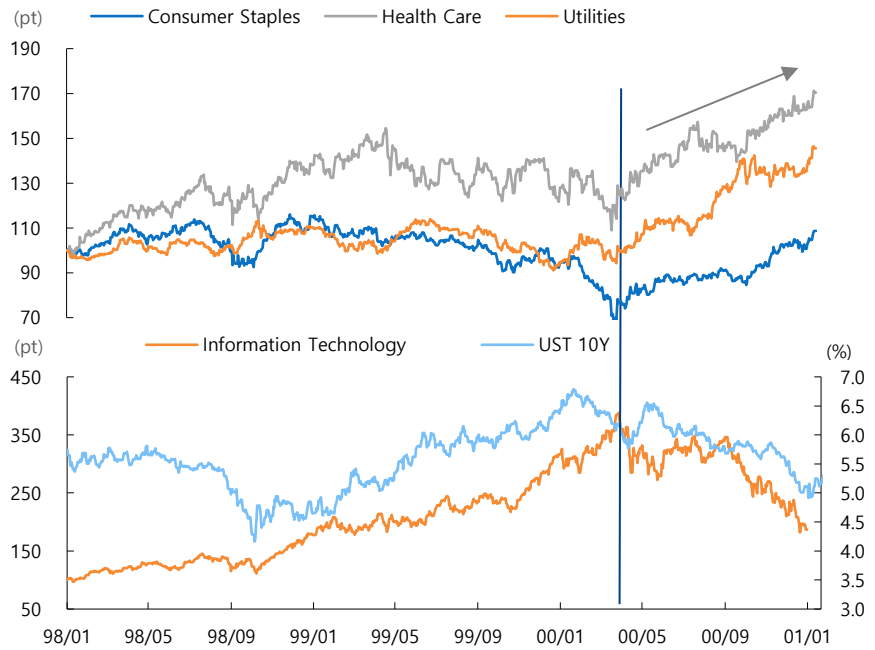
00년 2월 미국 10년물 금리가 피크아웃한 뒤 나스닥 및 주도주는 3월경 피크아웃 한다. IT가 피크아웃함과 동시에 산업재와 헬스케어, 필수소비재 등 소외 섹터가 반등하기 시작한다. 모든 섹터가 하락 조정을 받다가 소외주가 반등한 것이 아니다. 소외주는 자연스럽게 주도주의 흐름을 넘겨 받아 오히려 상승한다. 한국의 경우 헬스케어, 유틸리티, 레저, 미디어가 YTD 성과가 가장 부진한 섹터로 주도주 피크아웃시 주목해야 하는 섹터로 볼 수 있다. 그 중에서도 주도주의 피크아웃은 금리 하락 안정을 기대해볼 수 있는 만큼 헬스케어의 반등이 가장 클 가능성이 크다. 다만 이번에는 닷컴 랠리 때와 다르게 주요 기업들의 사업에 수익성이 있다는 점이 오히려 정점을 늦추고 흐릿하게 만든다

하지만 아직은 주도주 피크아웃과는 거리가 있다. 그래서 코스피 대형주 조정시 코스닥과 스몰캡 모두 하락하는 패턴이 자주 확인되었다. 불균형한 랠리와 하락 조정 동조화가 지속되었다. 하지만 지금 흐름이 영원히 지속되진 않을 것이다. 계속 저렴해지는 바이오의 상대매력도가 높아지는 시점이 올 것이다. 그 시점은 주도주의 피크아웃을 고민하는 시점일 가능성이 높다.

삼성전자와 하이닉스는 2~3분기에 이미 이번 사이클 최고 수준의 영업이익이익률을 달성한다. 이제는 이익의 지속성에 대한 고민이 코스피 멀티플을 10배 이상으로 올릴 수 있는지를 결정할 차례다. 이미 충분히 좋은 27년을 당연하게 생각하는 시장에게 더 강한 내러티브가 필요하다. 다만 아직은 상승 여력이 있다. 여전히 반도체의 높아진 이익 체력만으로도 코스피 지수는 11,000pt 전후 수준의 지수 레벨이 정당화된다. 내년 연간 EPS에 8.7배(3년 평균 멀티플 - 1시그마) 부여시 약 11,000pt가 산출된다.

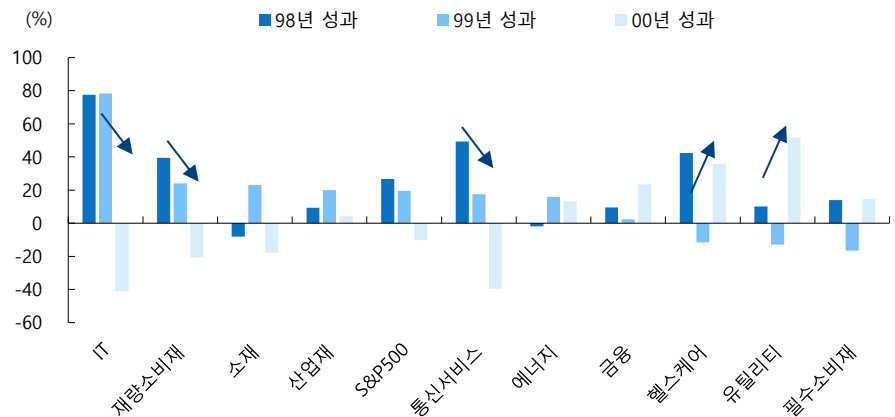
코스닥 및 바이오 등 주요 소외 섹터의 랠리는 역설적으로 지수가 11,000pt 전후 수준에 도달하고 나서 고민해도 늦지 않을 것으로 보인다. 그 전까지는 라지캡 주도주 중심의 랠리가 지속될 것으로 보인다. 주도주의 부러짐은 금리 하락 안정을 동반할 수 있어 금리에 민감한 코스닥 섹터가 가장 강하게 반응할 것으로 보인다.

그림1. 금리 피크 아웃 이후 주도주 조정부터 헬스케어 반등 시작. 단기 트레이딩 관점에서 접근 가능하겠으나 한국의 경에도 헬스케어로의 '짚' 로테이션 시점은 조금 더 천천히 고민해야할 수도



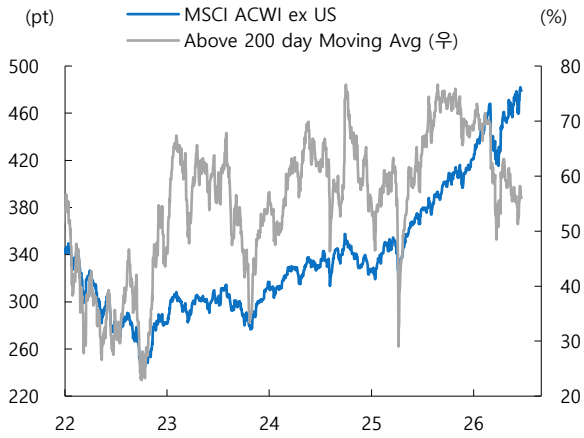
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
 주: 1998-01-01 = 100, GICS 1단계

그림2. IT, 재량소비재, 통신은 주도주 흐름. 헬스케어, 유틸리티는 정반대 흐름 (99년 성과 기준 나열)



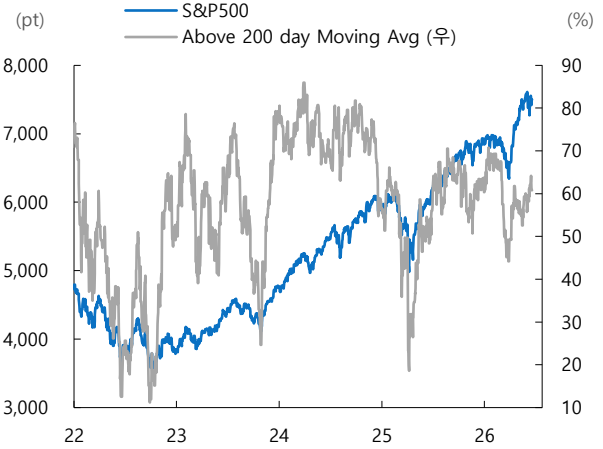
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 200일 이평선 위에 있는 종목의 비중은 기존의 상승장에 비해 현저히 낮음



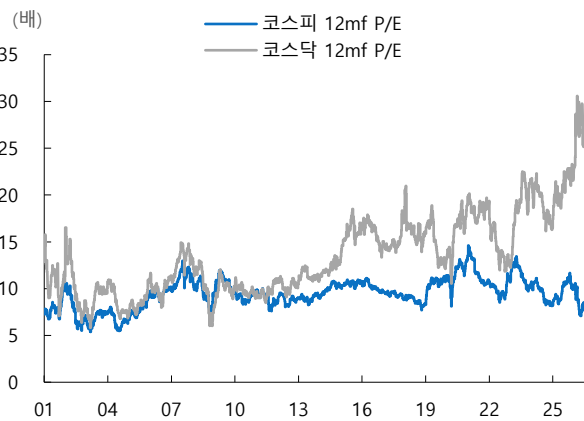
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 미국도 마찬가지로 상황. 하지만 성장주 중심의 흐름이 점차 다른 섹터로의 확산이 확인되는 미국



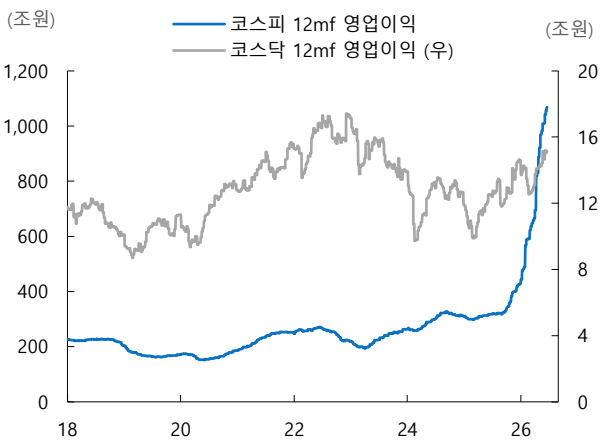
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 코스닥 특징을 감안해도 코스피와의 괴리 심화



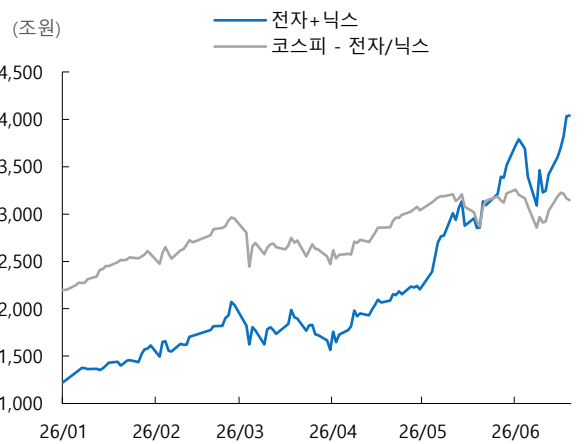
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림6. 영업이익은 70배 차이



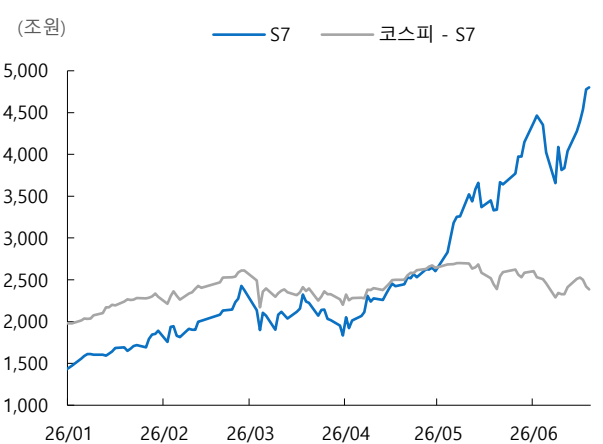
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림7. 두 종목을 제외하면 시총은 5월 초와 비슷한 수준



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림8. S7 종목을 제외한 시총합은 2월보다 더 낮음



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

주: S7 = 삼성전자, SK하이닉스, SK스퀘어, 삼성전자우, 삼성전기, 삼성생명, 삼성물산

그림9. 삼성전기, 삼성생명, SK스퀘어 등이 전자/닉스를 쫓아왔음



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

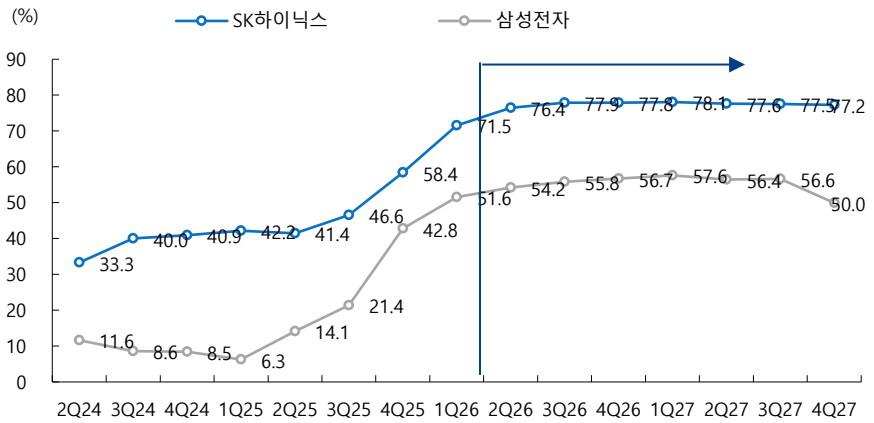
그림10. 이를 감안한 S7제외 코스피는 코스닥과 비슷한 흐름



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

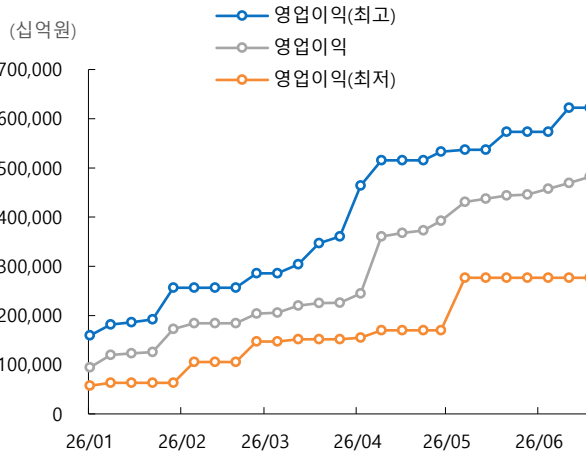
주: S7 = 삼성전자, SK하이닉스, SK스퀘어, 삼성전자우, 삼성전기, 삼성생명, 삼성물산

그림11. 사실상 이번 사이클 최대 수준의 영업이익률에 도달한 상황



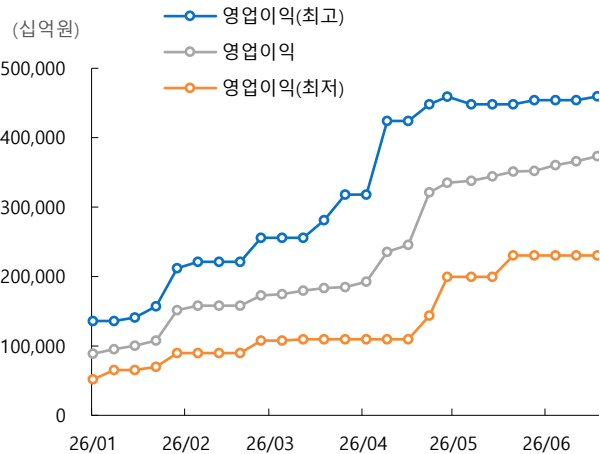
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림12. 삼성전자 27년 연간 영업이익 추정치 추이



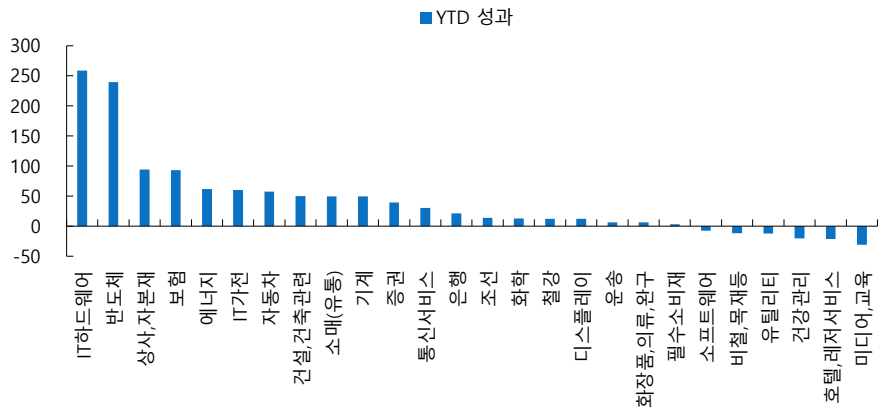
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13. SK하이닉스 27년 연간 영업이익 추정치 추이



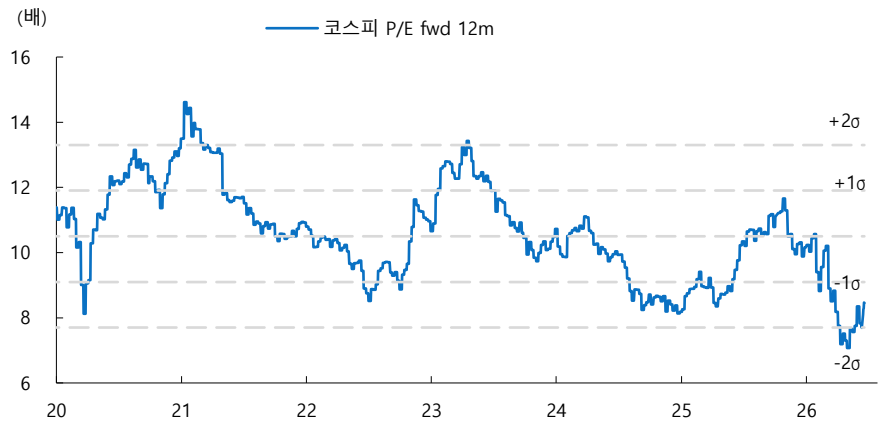
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. 부진한 헬스케어, 유틸리티, 레저, 미디어



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림15. 코스피 멀티플 8.5배 수준으로 반등



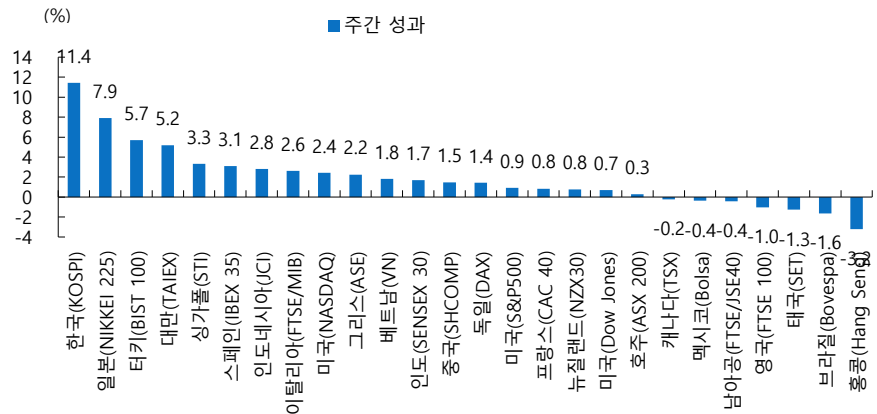
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표1. 코스피 밸류에이션 테이블

			12MFP/E				
			-2σ	-1.5σ	-1σ	3년 평균	+1σ
			7.4	8.1	8.7	10.0	11.4
27F EPS	-20%	968.2	7,164	7,794	8,423	9,682	11,037
	-15%	1028.7	7,612	8,281	8,949	10,287	11,727
	-10%	1089.2	8,060	8,768	9,476	10,892	12,417
	-5%	1149.7	8,508	9,255	10,002	11,497	13,106
		1210.2	8,955	9,742	10,529	12,102	13,796
	5%	1270.7	9,403	10,229	11,055	12,707	14,486
	10%	1331.2	9,851	10,716	11,582	13,312	15,176
	15%	1391.7	10,299	11,203	12,108	13,917	15,866
20%	1452.2	10,747	11,691	12,634	14,522	16,556	

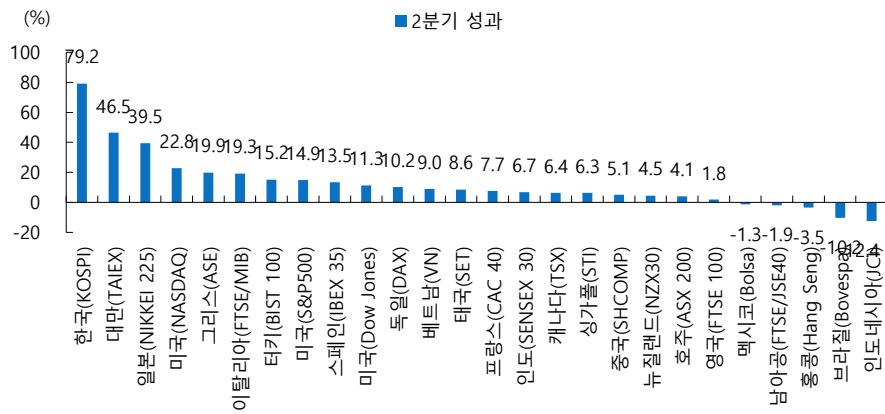
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림16. 한국과 일본 재차 상위권에 올라서는 모습



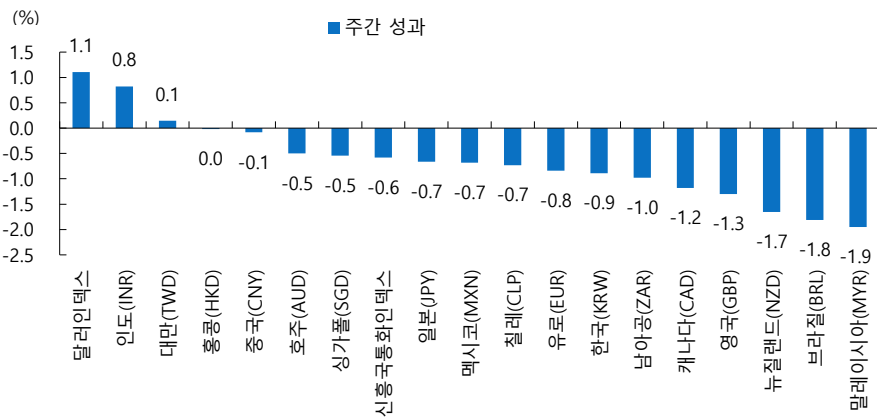
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림17. 한국, 대만, 일본, 미국 순



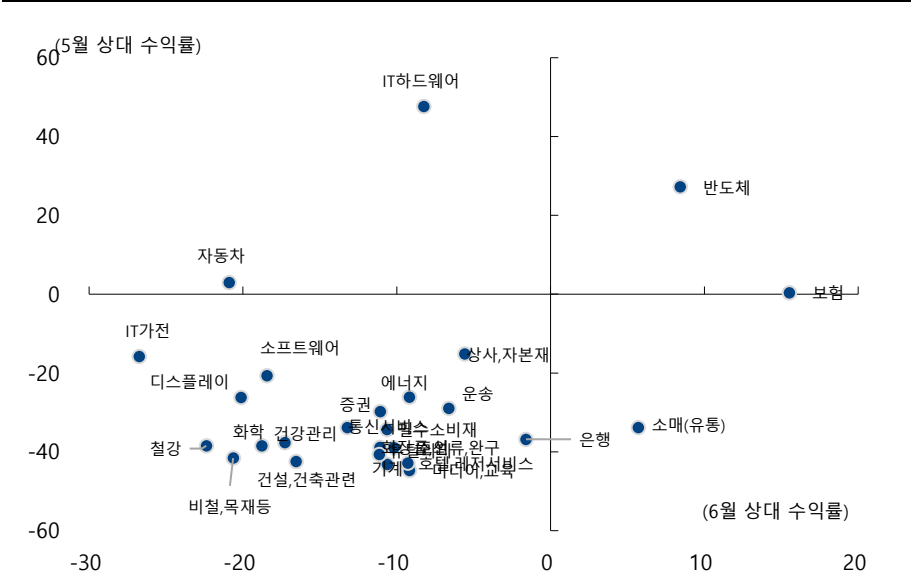
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림18. 달러 반등에 성공했으나 여전히 약세 추세



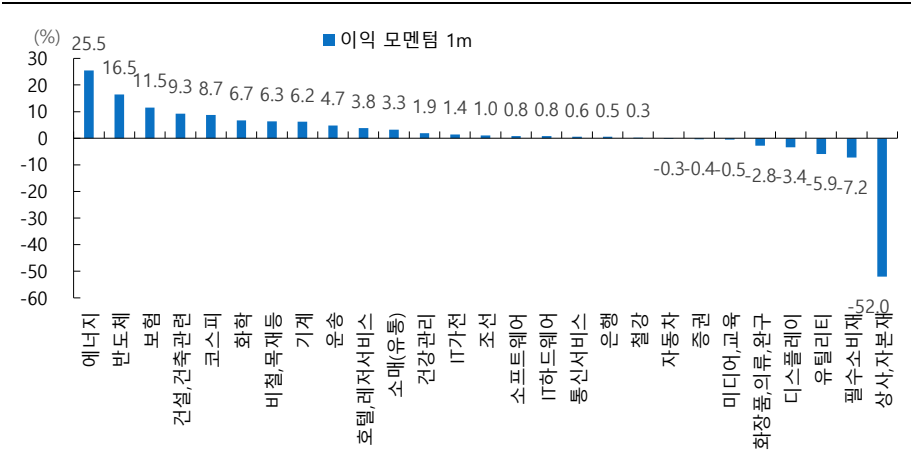
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림19. 6월 반도체 조정 속 5월 언더퍼폼했던 섹터 중 옥석 가리기 본격화



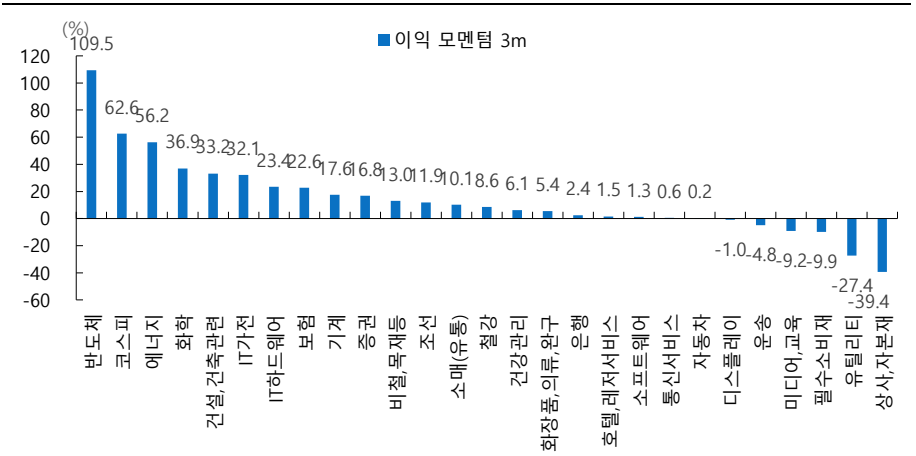
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림20. 12mf 영업이익 1M 모멘텀 - SK스퀘어가 상사/자본재에서 반도체로 분류



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림21. 12mf 영업이익 3M 모멘텀 - SK스퀘어가 상사/자본재에서 반도체로 분류



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림22.이익 전망치 상향 섹터 Top5

이익 전망치 상향 섹터 Top5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
반도체	14.49% (+100,167.12)	1	삼성전자	32,506.33	8.33%	218,033.50	106.57%	46.48%
		2	SK하이닉스	22,325.63	7.55%	148,949.28	88.19%	44.24%
		3	SK스퀘어	1,697.61	3.95%	23,112.28	107.29%	5.27%
		4	피에스케이	32.27	20.21%	71.34	59.17%	0.11%
		5	한미반도체	16.87	3.72%	52.21	12.48%	0.63%
보험	8.14% (+1,009.34)	1	삼성생명	472.12	12.38%	1,359.49	46.44%	61.51%
		2	삼성화재	24.62	0.79%	192.24	6.52%	19.34%
		3	현대해상	8.10	0.72%	35.91	3.27%	2.03%
		4						
		5	한화생명	7.97	0.94%	88.40	11.52%	2.81%
화학	6.50% (+401.87)	1	LG화학	161.48	6.30%	692.82	34.07%	21.49%
		2	롯데케미칼	55.57	46.42%	401.03	177.64%	2.95%
		3	TKG휴켄스	18.65	27.33%	86.88		0.59%
		4	SKC	11.95	23900.00%	94.75	114.50%	5.34%
		5	OCI홀딩스	11.69	2.60%	60.95	15.24%	4.31%
건설	6.39% (+438.79)	1	현대건설	24.38	2.57%	75.04	8.35%	21.88%
		2	IPARK현대산업개발	20.90	3.55%	99.71	19.56%	2.06%
		3	아이에스동서	16.22	8.21%	53.25	33.16%	1.08%
		4	삼성E&A	14.18	1.51%	76.85	8.76%	14.57%
		5	HDC	10.67	1.28%	846.84		1.88%
운송	4.39% (+270.40)	1	대한항공	172.35	13.44%	-77.79	-5.08%	13.94%
		2	아시아나항공	57.17	20.12%	-227.00		2.05%
		3	현대글로비스	5.51	0.24%	0.53	0.02%	22.60%
		4	팬오션	5.05	0.87%	38.51	7.07%	3.75%
		5	롯데렌탈	4.57	1.23%	17.10	4.78%	1.45%

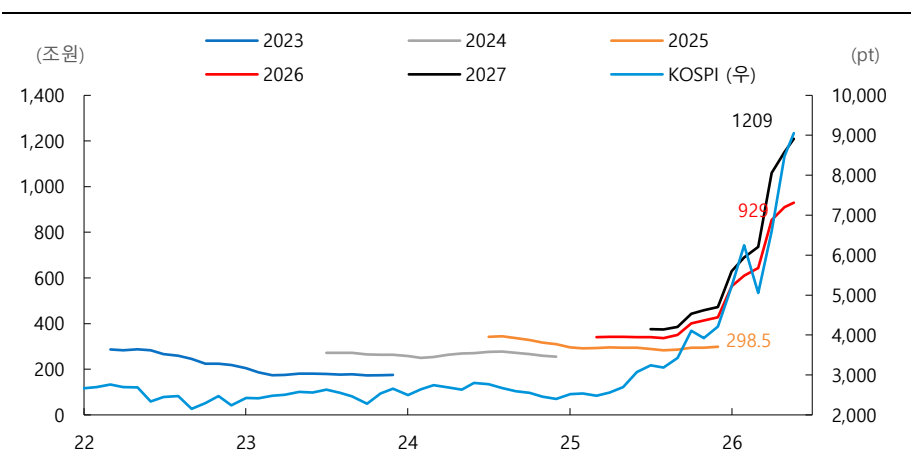
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림23.이익 전망치 하향 섹터 Top5

이익 전망치 하향 섹터 Top5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
상사, 자본재	-58.27% (-41,860.24)	1	롯데지주	-45.98	-4598.00%	-68.90	-13.66%	0.82%
		2	효성티앤씨	-30.73	-5.96%	127.92	35.80%	0.41%
		3	LX인터내셔널	0.00	0.00%	90.92	25.15%	0.47%
		4	씨트렉아이	0.82	3.81%	3.45	18.26%	0.38%
		5	NICE평가정보	0.94	0.77%	4.30	3.65%	0.26%
필수소비재	-9.91% (-728.96)	1	하이트진로	-3.44	-1.71%	-7.75	-3.77%	1.77%
		2	대상	-3.24	-1.64%	15.39	8.63%	0.99%
		3	현대그린푸드	0.91	0.64%	9.83	7.35%	0.88%
		4	롯데칠성	1.93	0.87%	9.00	4.18%	1.53%
		5	롯데웰푸드	2.29	1.16%	15.28	8.26%	1.48%
유틸리티	-4.94% (-796.27)	1	한국전력	-1,012.32	-8.18%	-6,555.70	-36.59%	60.54%
		2	E1	-19.82	-6.46%	287.00		1.42%
		3	한전KPS	-1.06	-0.54%	8.79	4.71%	5.57%
		4	지역난방공사	-0.58	-0.15%	68.98	21.04%	2.00%
		5	SK가스	-0.07	-0.01%	92.25	18.99%	4.96%
화장품, 의류	-4.00% (-282.36)	1	경동나비엔	-1.47	-0.58%	78.80	45.11%	1.35%
		2	코스메카코리아	0.56	0.49%	6.84	6.35%	0.97%
		3	한섬	1.24	1.17%	22.58	26.75%	0.65%
		4	브이티	1.53	2.02%	77.23		0.58%
		5	F&F	2.49	0.46%	29.07	5.65%	4.36%
디스플레이	-3.16% (-57.14)	1	LG디스플레이	-33.87	-2.48%	-14.74	-1.09%	40.80%
		2	LX세미콘	-29.67	-28.48%	-28.00	-27.32%	4.54%
		3	선익시스템	-2.79	-2.30%	4.65	4.09%	4.13%
		4	이녹스첨단소재	0.83	1.02%	4.47	5.75%	3.29%
		5	덕산네오룩스	2.01	2.13%	4.60	5.01%	5.30%

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림24.영업이익 전망치 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(김준영)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.