

Market 준클리

단기에는 수급장, 지수가 오르면 로테이션 대비

Market Comment

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

Check Point

개인은 반도체만 사고 외국인은 7,000pt 위에서 팔며 확산은 아직 제한적

밸류로 본 적정 상단 8,000pt 초반, 단기 목표 8,400pt 제시

지수가 더 올라야 로테이션 본격화, 선호 섹터는 은행/방산/에너지

코스피 조정과 수급

코스피 지수는 코스닥과 다르게 신용잔고의 하락이 더디다. 코스피 지수는 4월 말 수준으로 돌아갔지만 여전히 신용잔고는 5월 중순 수준에 머무르고 있다. 지수 상방 압력을 상쇄하는 요인으로 작용하고 있다. 지수가 상승할수록 높은 신용 잔고에서 출회되는 물량이 지속될 것으로 보인다.

7월 들어 지수의 하락 속에서도 외국인은 데일리 순매수를 기록하는 날의 빈도가 높아지긴 했지만 7월 누적 1조 순매도세를 기록하고 있다. 지수 하락으로 기계적 매도 압력이 악화되고 저가 매수세가 유입되며 수급 환경이 더 악화되진 않았으나, 체감만큼 개선된 것도 아니다. 지수가 하락함에도 오히려 개인투자자의 순매수세가 멈추진 않았다. 개인투자자의 비중과 영향이 커진 가운데 이들의 매물이 지수 하락에도 크게 줄어들지 않았다. 지수가 상승함에 따라 개인의 매도 압력이 지속될 수 있음을 시사한다.

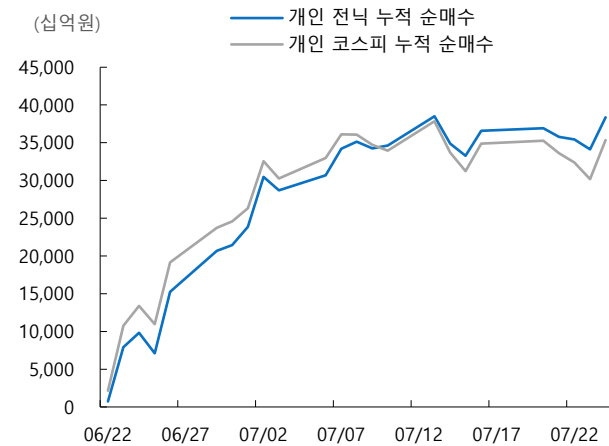
수급의 관점에서도 주체별로 각기 다른 모습을 보인다. 개인의 경우 지수가 고점을 지난 이후 삼성전자와 하이닉스 순매수로 쏠렸다. 이외 종목은 오히려 순매도를 기록했다. 반도체를 매수해야만 성과를 낼 수 있다는 약 6개월간의 학습효과가 나타난 것으로 보인다. 삼성전자와 하이닉스로의 쏠림이 계속되고 있다.

금융투자를 제외한 기관 수급을 보면 삼성전자/하이닉스 누적 수급과 코스피 누적 수급이 거의 같은 수준이다. 삼성전자와 하이닉스를 줄였고 줄인만큼 다른 섹터로 유의미하게 수급이 들어왔다고 보기는 어렵다. 확산이 아직은 제한적인 배경으로 보인다. 금융투자자의 경우 삼성전자 하이닉스 보다 지수 전반에 순매수가 큰 것으로 확인된다. ETF의 수급이 유의미하게 비반도체 섹터로 흘러들어가지 않았다. 이는 방향성 매매로 보기는 어려워 보인다. 선물이 고평가 되는 국면이 지속되면서 현물을 사면서 나타난 현상으로 보인다. 금융투자자의 수급을 참고하면 반도체 이외 종목과 섹터로의 확산이 설명된다.

외국인 수급은 7월초까지 순매도가 일관되었다. 코스피는 종가 기준 22일 고점을 통과함과 동시에 외국인은 12영업일 순매도를 기록했다. 코스피 지수 7,000pt에서 수급관점에서 중립적인 모습을 보인다. 종가 기준 7,000pt 넘기는 경우 그 다음 거래일 순매도로 전환하는 패턴도 보인다. 14~15일 순매수 이후 16일 순매도를 기록했다. 15일 코스피 종가는 7,284pt였다. 마찬가지로 23일까지 순매수 이후 24일 순매도로 전환했다. 23일 코스피 종가는 7,096pt였다.

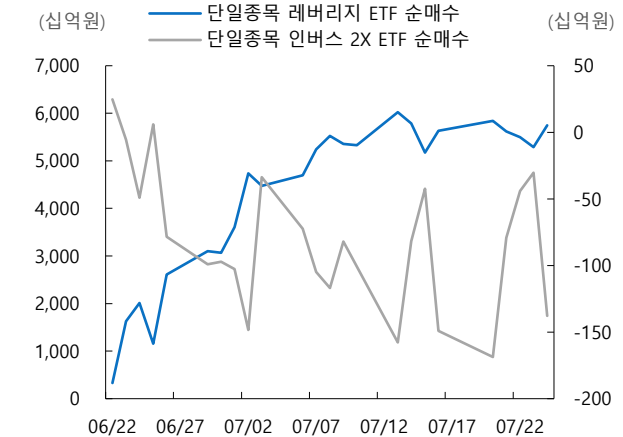
펀더멘탈보다는 수급과 뉴스, 심리에 의해 지수의 단기 방향이 결정될 것으로 보인다. 외국인은 쉽사리 순매수세로 전환하기 어려운 환경과 아직 높은 신용 잔고, 개인의 순매도 전환 여부 가능성을 지속적으로 살펴봐야 한다.

그림1. 개인 순매수



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

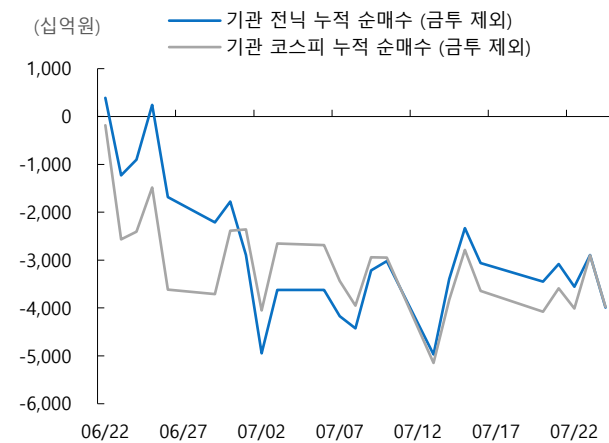
그림2. 현물 수급 추이와 유사한 레버리지 ETF 수급 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

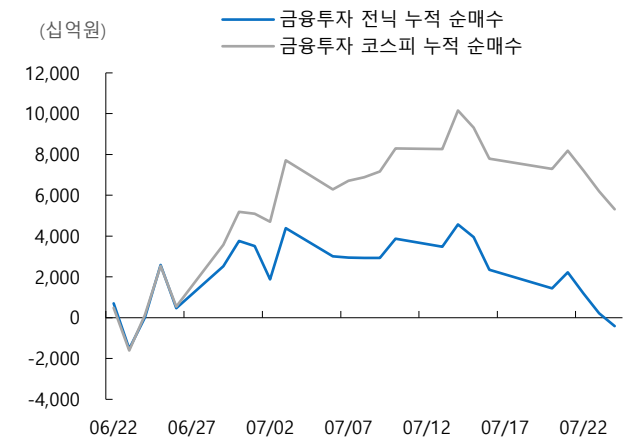
주: 삼성전자와 하이닉스 레버리지 ETF 14개 누적 순매수 추이

그림3. 기관 순매수 추이



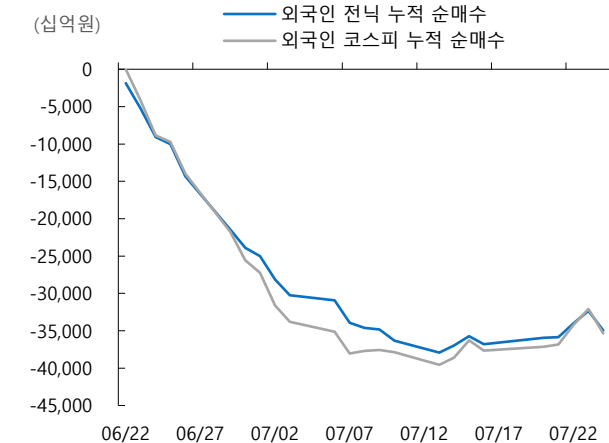
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림4. ETF 수급에서 엇갈린



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림5. 외국인 수급 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림6. 고점 대비 외국인 지분율은 하락



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

지수 상단 8,400pt 제시

12개월 선행 ROE와 선행 P/B의 관계는 직선보다 로그에 가까워 고ROE 구간의 밸류에이션 프리미엄은 어김없이 체감한다. ROE의 한계증가폭만큼 밸류에이션을 줄 수 없다. 지금까지는 한국 시장에서는 투자자들이 고ROE의 지속 가능성을 의심해온 탓이다. 반도체 등 주요 산업은 시클리컬의 성격이 강한 탓이다. 반도체 이익은 사이클 정점에서 되돌려지고 정점 ROE에 정점 멀티플을 얹지 않는 것이 학습된 패턴이다.

선형적으로 적정 밸류에이션을 줄 수 없다. 다만 이번 사이클은 저점 자체가 과거 대비 높을 가능성이 크다. AI 인프라 투자와 HBM 고정 수요가 이익 체력의 바닥을 끌어올릴 것이다. 저점이 높으면 정점 ROE의 되돌림 폭도 알아진다. 로그함수적 디스카운트를 그대로 적용하기 어렵다. 적정 P/B를 로그가 아닌 선형으로 부여해도 무리는 없다. 현재 ROE 기준으로 적정 P/E 멀티플은 6.5~7.0배가 나온다.

지수 상단은 적정 P/E 멀티플을 대입시켜 계산해볼 수 있다. 내년 연간 EPS에 5% 디스카운트를 선반영해 추정 하향을 감안했다. 여기에 현재 ROE를 감안한 적정 P/E 6.7배를 대입하면 단기 상단은 8,370pt이 나온다. 물론 지수가 7,000pt대에 올라서게 되면 수급의 저항을 받으며 순탄치 않은 경로를 그릴 것이다. 하지만 당장의 반도체 체력을 반영하는 적정 수준은 8,000pt 초반이라고 생각된다.

수급의 저항을 이겨내고 시장의 투자심리가 개선될 경우 도달할 수 있는 상단을 계산해보았다. 당장의 높은 메모리 가격과 과거 사이클에 비해 높아질 저점 등은 지수의 하방을 막는 요인이다. 게다가 시스템 위기나 외부의 큰 충격이 부재한 상황에서 지수가 MDD -30% 수준보다 더 아래로 빠지는 것은 과매도 수준으로 봐야 한다.

그림7. ROE가 20% 전후 수준으로 돌아간다면 현재 P/B 수준이 과도하게 낮은 수준은 아님

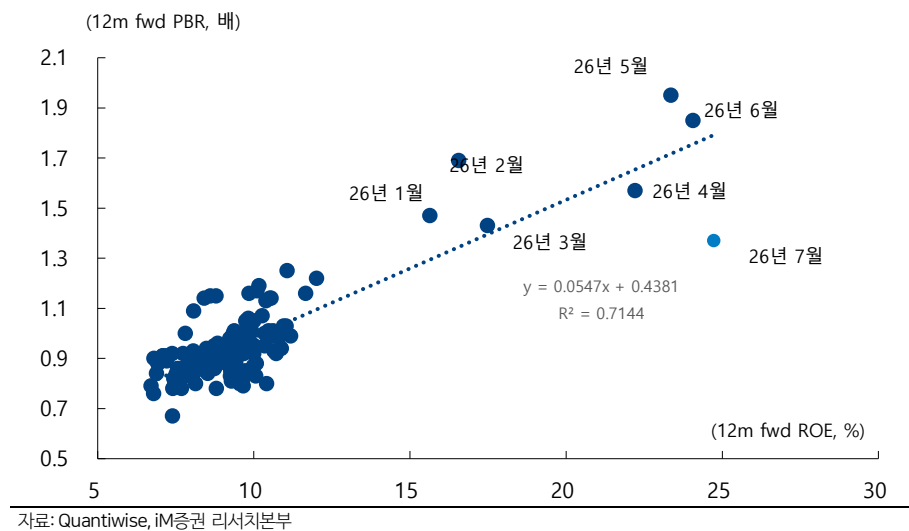


표1. 코스피 밸류에이션 테이블

PBR*ROE 매트릭스를 통한 적정 P/E 도출			매트릭스상 적정 P/B	12MFP/B							
				0.98	1.22	1.32	1.47	1.62	1.72	1.81	1.96
12MFROE	과거 평균	10%	0.98	9.8	12.2	13.2	14.7	16.2	17.2	18.1	19.6
		15%	1.22	6.5	8.2	8.8	9.8	10.8	11.4	12.1	13.1
	중기 균형 수준	17%	1.32	5.8	7.2	7.8	8.6	9.5	10.1	10.7	11.5
		20%	1.47	4.9	6.1	6.6	7.3	8.1	8.6	9.1	9.8
		23%	1.62	4.3	5.3	5.7	6.4	7.0	7.5	7.9	8.5
		25%	1.72	3.9	4.9	5.3	5.9	6.5	6.9	7.3	7.8
	현재 수준	27%	1.81	3.6	4.5	4.9	5.4	6.0	6.4	6.7	7.3
	베스트 시나리오	30%	1.96	3.3	4.1	4.4	4.9	5.4	5.7	6.0	6.5
		33%	2.11	3.0	3.7	4.0	4.5	4.9	5.2	5.5	5.9

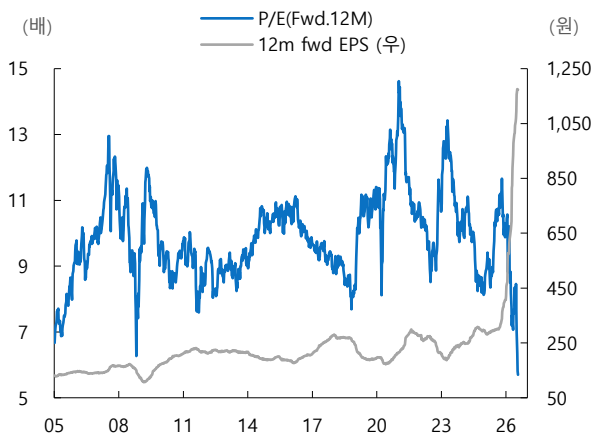
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표2. 지수 단기 상단 8,400pt로 제시

			12MFP/E				
			이번 사이클 하단		현재 ROE 감안한 적정 P/E	6월 평균 p/E	역사적 평균
			5.5	6.0	6.7	8.0	10
27FEPS (5% 디스카운트)	-20%	900.0	5,497	5,996	6,696	7,995	9,994
	-15%	956.2	5,840	6,371	7,114	8,495	10,619
	-10%	1012.5	6,184	6,746	7,533	8,995	11,243
	-5%	1068.7	6,527	7,121	7,951	9,494	11,868
		1125.0	6,871	7,495	8,370	9,994	12,492
	5%	1181.2	7,214	7,870	8,788	10,494	13,117
	10%	1237.5	7,558	8,245	9,207	10,993	13,742
	15%	1293.7	7,901	8,620	9,625	11,493	14,366
	20%	1350.0	8,245	8,995	10,044	11,993	14,991

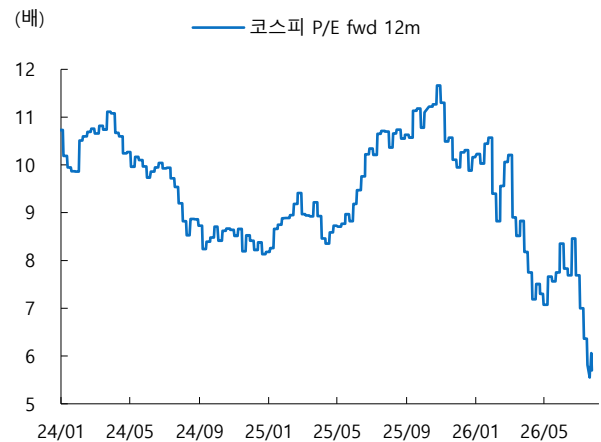
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림8. 코스피 멀티플은 역대급은 낮아짐



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림9. 높은 이익을 감안하면 6배 수준의 P/E가 저평가는 아님



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

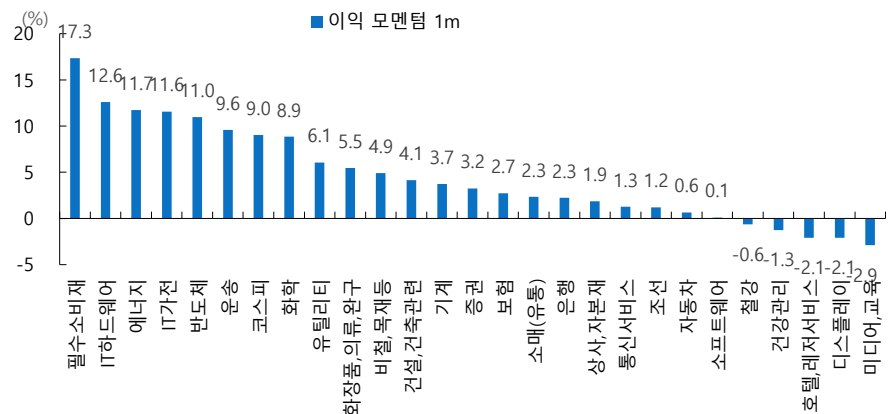
지수가 상승하면 로테이션이 활발해질 것

코스피 지수가 7,000pt를 뚫고 올라서지 못하는 모습을 보이고 있다. 지수가 더 올라야 순환매가 더 적극적으로 진행될 것이다. 당장의 지수와 주도주 가격 레벨에서는 포지션의 변화가 활발하지 않을 것이다. MDD -25% 수준인 지수 레벨에서 이미 기존의 기관투자자들의 테크 비중이 많은 상황이라 적극적인 비중 조절에 나서기 어려울 수 있다. 어느정도 올라야 사고 팔 유인이 생긴다.

지수가 오를수록 로테이션이 활발할 것으로 보인다. 코스피 상대성과 관점에서 긍정적으로 지켜보고 있는 섹터는 은행, 방산, 에너지다. AI에 대한 직접적 노출이 없거나 크게 낮은 섹터이면서 외국인 수급 관점에서 접근했다. 외국인 지분율이 4월 이후 높은 섹터는 은행과 에너지로 멀티플 부담이 섹터는 외국인 지분율이 상승했다. 은행은 꾸준히 AI 주도주를 제외한 나머지 중에서 가장 선호해온 섹터다. 한국의 기준금리 인상 기조가 당분간 계속될 가능성이 높으며 실질 성장률이 어느정도 실적을 뒷받침해줄 것으로 보인다. 은행 섹터는 ROE가 상향되고 있는 와중에 선행 P/B 0.7배 수준으로 밸류 측면에서도 상승 여력이 남아있다. 방산의 경우 AI와 무관한 수주 산업재다. 물론 종목별 편차가 크며 수주에 따라 센티가 바뀔 수 있겠으나 홍보하면서 눌러 있는 주가와 AI와 무관한 섹터라는 점에서 수급 수혜를 볼 수 있다. 에너지는 실적 전망치가 꾸준히 상향되고 있으며 유가가 재차 배럴당90불대로 올라서 있다.

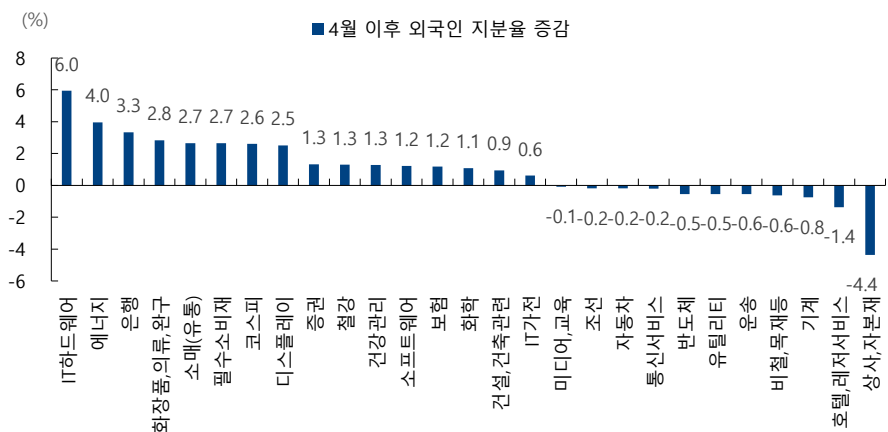
주도주의 시총 비중이 압도적으로 크기 때문에 작은 로테이션으로도 주도주 이외 섹터에 큰 영향을 줄 수 있다. 기관 입장에서 시총이 크면서 비중을 옮길 곳을 서서히 찾아나서는 수순으로 이어질 것이다. 수급 관점에서 기존의 포트와 성격이 다른 업종으로 채울 후보를 미리 탐색해야 한다. 언급한 섹터 이외로는 화장품, 인바운드 관련 종목들을 바텀업으로 접근해야할 시점이 가까워지고 있다.

그림10. AI가 묻지 않은 섹터로는 필수소비재와 에너지가 이익 모멘텀 상위권



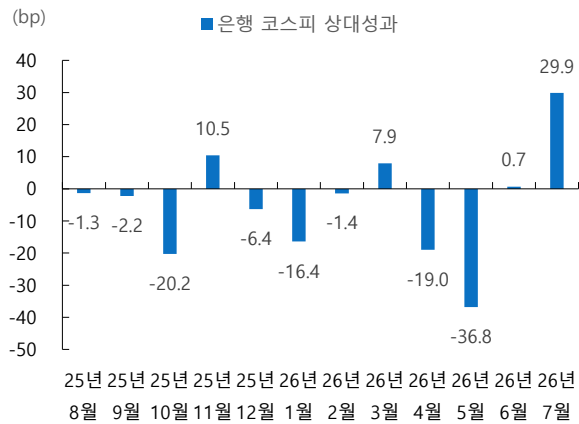
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림11. 4월 이후 외국인 지분율 증감 (에너지와 은행 상위권)



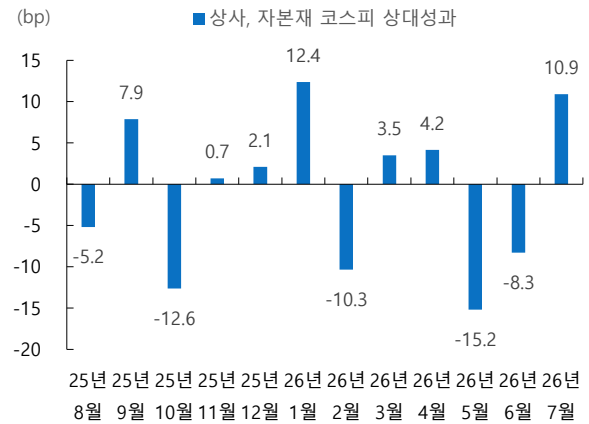
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림12. 은행 상대성과



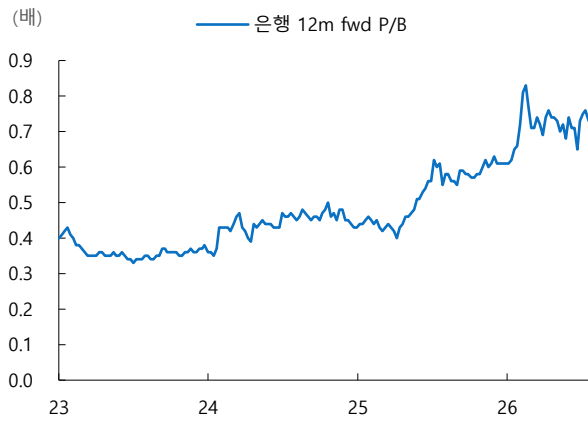
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림13. 방산 상대성과



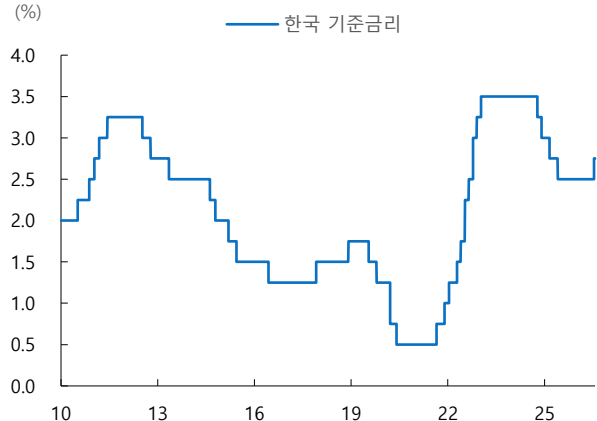
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림14. ROE 개선속 밸류에이션 매력 남아있음



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림15. 기준금리 최소 2~3회 추가 인상 예상



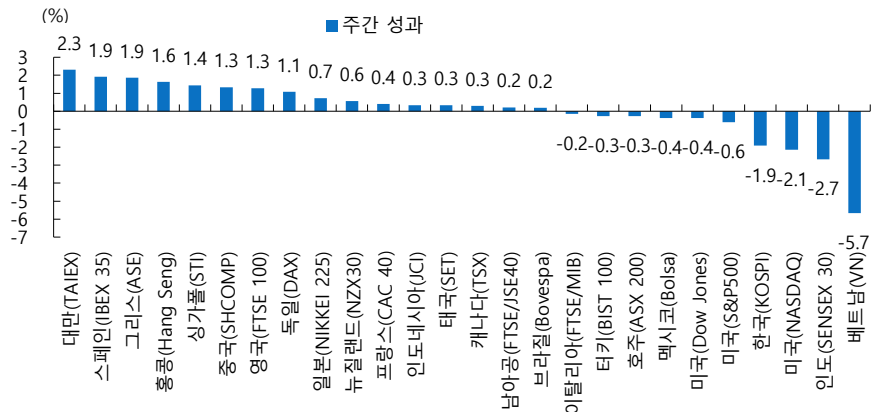
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림16.코스피 박스권 속에서 확산 예상



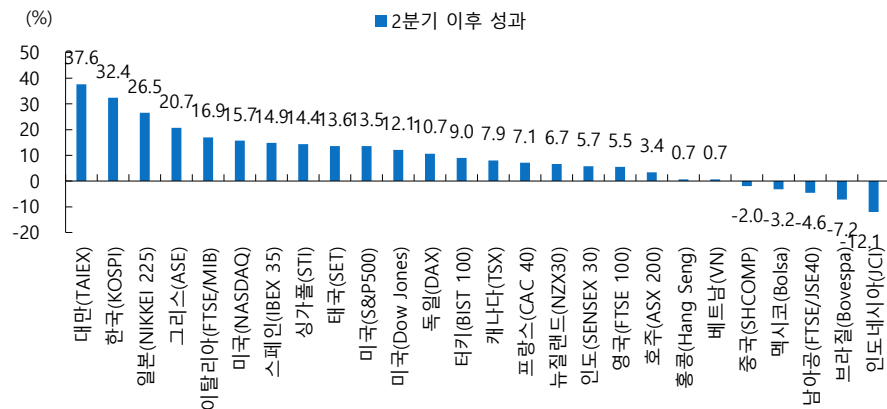
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림17. 한국과 미국 성과가 글로벌 하위권



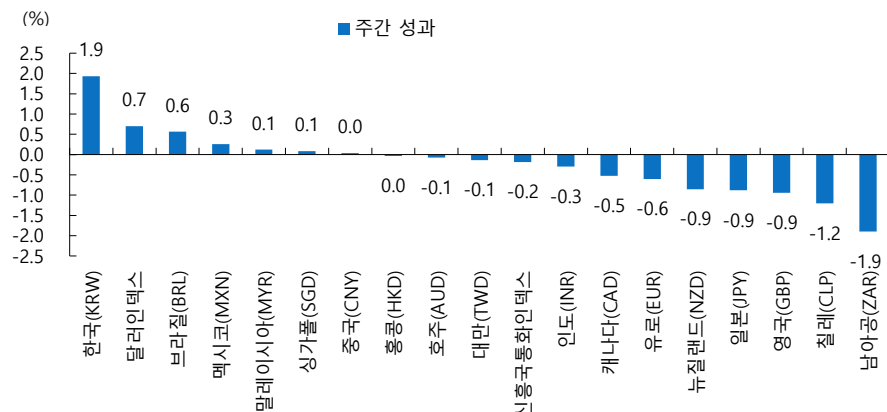
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림18.YTD 성과 2위로 내려온 한국



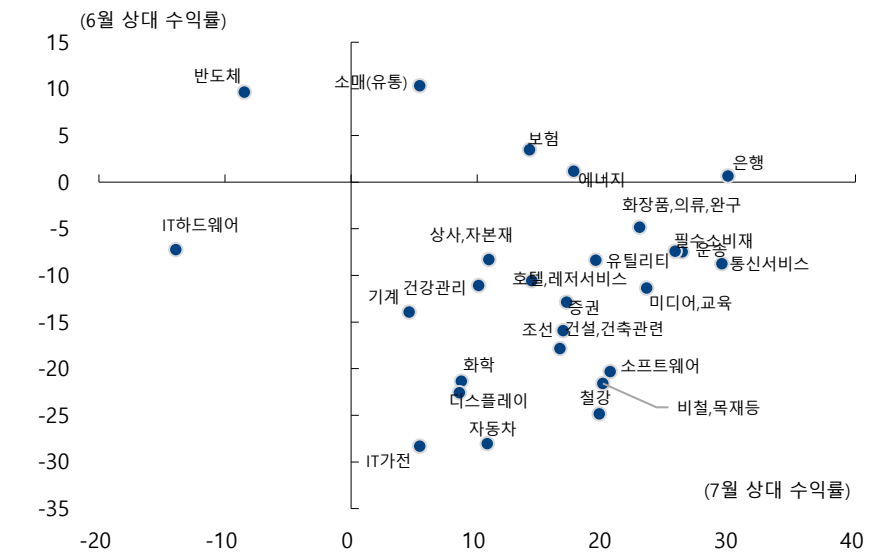
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림19.외국인 수급 개선 및 하이닉스발 외환 시장 수급 개선 대감 속 원화 강세



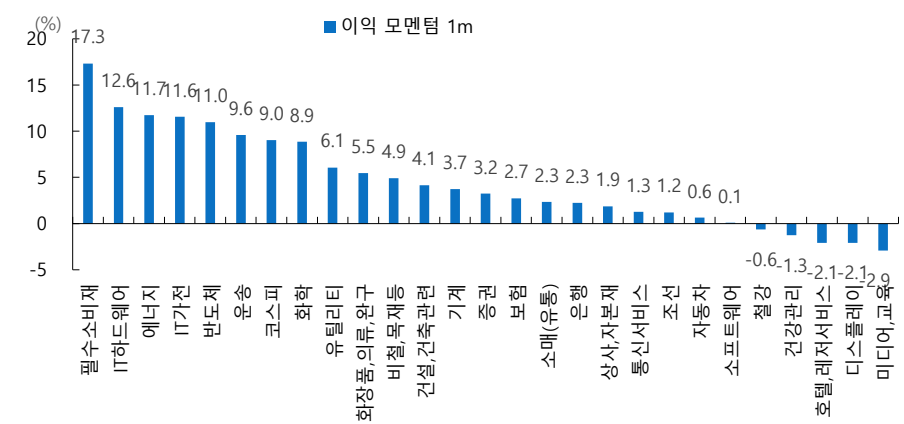
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림20.주도주 조정 속 은행 아웃퍼폼 지속



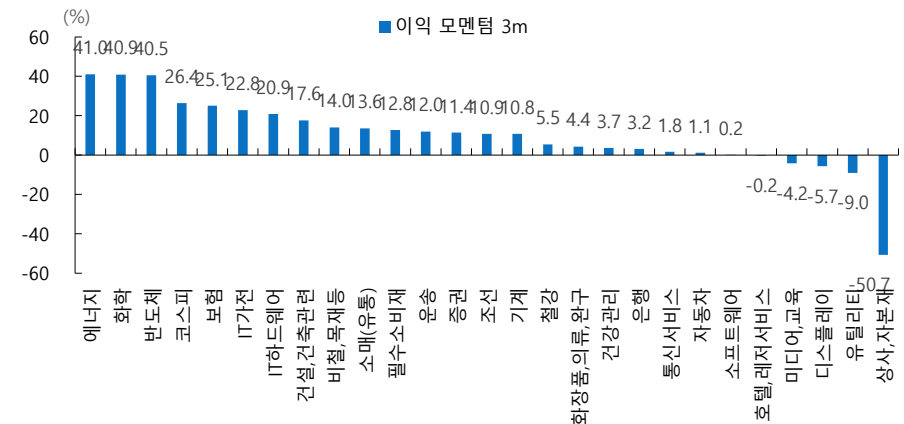
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림21.1개월 이익 모멘텀은 반도체 이외 섹터에서도 다양하게 확인



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림22.3개월 이익 모멘텀은 에너지/화학이 상위권



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림23.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
필수소비재	15.84% (+1,062.91)	1	삼양식품	20.50	2.56%	78.51	10.56%	13.98%
		2	KT&G	13.91	0.89%	53.82	3.53%	30.57%
		3	롯데웰푸드	7.14	3.56%	23.87	13.00%	1.51%
		4	농심	3.56	1.60%	14.19	6.68%	3.61%
		5	오리온	2.51	0.37%	13.69	2.05%	8.32%
IT하드웨어	12.01% (+705.00)	1	삼성전기	385.22	17.74%	925.42	56.71%	60.76%
		2	LG이노텍	86.58	7.12%	309.93	31.24%	9.07%
		3	심텍	39.62	17.64%	102.60	63.49%	2.03%
		4	대덕전자	29.84	10.33%	106.43	50.12%	3.32%
		5	케이엠더블유	9.19	16.19%	21.11	47.09%	0.40%
IT가전	10.63% (+839.44)	1	LG전자	328.33	8.01%	672.22	17.90%	16.11%
		2	삼성SDI	202.80	29.36%	792.65	786.52%	20.17%
		3	LG에너지솔루션	177.05	6.77%	566.90	25.47%	45.08%
		4	에코프로비엠	8.71	5.38%	35.18	26.00%	6.20%
		5	엘앤에프	8.34	3.55%	75.60	45.05%	1.95%
화학	9.00% (+591.66)	1	LG화학	389.50	14.29%	1,081.51	53.17%	20.83%
		2	DL	66.57	12.80%	77.97	15.32%	1.21%
		3	롯데케미칼	50.83	29.00%	379.35	247.55%	2.98%
		4	금호석유화학	39.42	10.02%	83.19	23.79%	3.57%
		5	SK케미칼	14.61	26.10%	-23.38	-24.88%	0.81%
운송	8.77% (+567.76)	1	대한항공	304.24	20.86%	581.20	49.19%	13.05%
		2	HMM	201.99	21.53%	234.72	25.92%	28.44%
		3	아시아나항공	57.17	25.19%	-169.83		1.96%
		4	현대글로벌비스	21.85	0.97%	37.58	1.68%	21.62%
		5	팬오션	21.24	3.64%	52.09	9.41%	3.93%

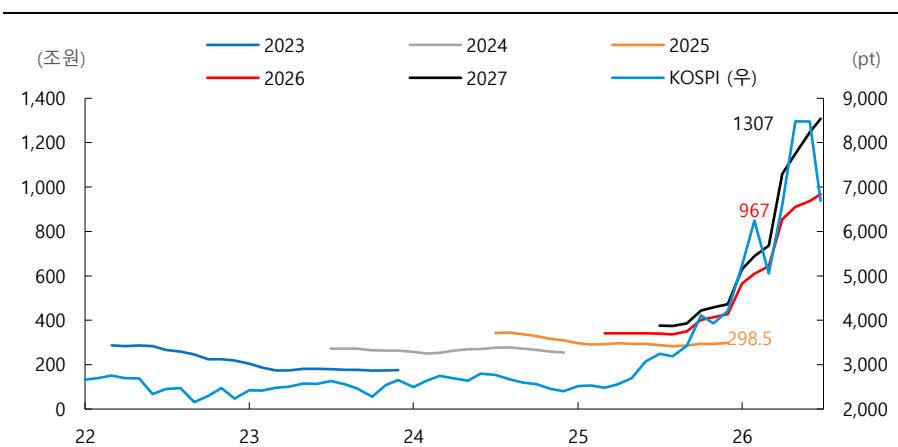
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림24.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
미디어, 교육	-2.87% (-63.22)	1	CJ ENM	-10.59	-1059.00%	-26.23	-12.70%	2.67%
		2	JYP Ent.	-7.18	-3.82%	5.02	2.86%	6.41%
		3	와이지엔터테인먼트	-4.00	-5.20%	-6.91	-8.65%	2.99%
		4	에스엠	-2.53	-1.19%	-1.38	-0.65%	6.43%
		5	스튜디오드래곤	-2.35	-4.11%	-3.47	-5.96%	2.48%
호텔, 레저	-1.88% (-21.35)	1	파라다이스	-14.97	-7.20%	-18.73	-8.85%	10.07%
		2	서부T&D	-3.99	-4.22%	-1.37	-1.49%	6.99%
		3	하나투어	-3.87	-5.88%	-9.11	-12.82%	5.10%
		4	강원랜드	-2.39	-1.04%	-5.58	-2.39%	33.52%
		5	롯데관광개발	1.88	0.85%	6.78	3.14%	10.04%
디스플레이	-1.73% (-29.82)	1	LG디스플레이	-60.83	-4.66%	-85.52	-6.43%	37.56%
		2	이녹스첨단소재	0.08	0.10%	2.54	3.19%	3.08%
		3	LX세미콘	0.58	0.78%	-28.25	-27.34%	4.84%
		4	선익시스템	1.36	1.15%	2.14	1.82%	4.52%
		5	덕산네오룩스	2.14	2.22%	5.10	5.46%	5.62%
건강관리	-0.81% (-75.03)	1	삼성에피소홀딩스	-143.97	-30.94%	-131.85	-29.09%	3.54%
		2	삼성바이오로직스	-42.81	-1.59%	1.82	0.07%	25.70%
		3	리가캠바이오	-10.98	-19.41%	-82.56	-550.40%	1.30%
		4	원텍	-4.12	-6.21%	-6.93	-10.02%	0.16%
		5	알테오젠	-2.00	-0.51%	-3.82	-0.96%	5.89%
자동차	-0.31% (-108.45)	1	현대차	-78.40	-0.62%	0.68	0.01%	37.12%
		2	현대위아	-6.64	-2.51%	-6.11	-2.32%	0.70%
		3	넥센타이어	-1.65	-0.78%	-22.79	-9.74%	0.30%
		4	SNT모티브	0.90	0.78%	-0.40	-0.34%	0.32%
		5	한국단자	0.98	0.67%	-13.72	-8.48%	0.29%

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림25.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.