

퀀트 COMMENT

디레버리징 이후 시작될 옥석 가리기

퀀트/자산배분. 황지우/jeewoo.hwang@sks.co.kr / 3773-8072

Signal: 극단적 변동성 장세에서 큰 반등으로 마감

Key: 변동성 중 반등의 과정에서 투자자 주체별 수급 변화 감지

Step: 지수 상승세가 둔화되며 소외되었던 업종 주목도가 개선될 것

7월 조정을 촉발한 것은 시장의 성격

7월 코스피는 -22.2% 하락 마감(종가기준 MDD -38.6%). 다만 월 마지막 영업일 하루에만 낙폭의 20%를 되돌리며 반등했음. 주목할 점은 이번 조정이 실적 쇼크 없이 진행되었으며 2분기 실적은 '감동'을 주지는 못했으나 눈높이를 크게 하회한 수준도 아니었다는 것. 역설적으로 시장이 그만큼 높은 기대를 반영하고 있었다는 방증이며, 결과적으로 주가와 EPS 간 괴리는 더욱 확대되고 현재 코스피는 12M Fwd. PER 기준 금융위기·코로나 당시 저점을 하회하는 수준까지 하락. 바꿔 말하면 현 국면의 조타를 실적 추정치가 쥐고 있지 않으며, 실제로 장기투자자보다 단기거래자가 가격 결정권을 갖는 장세에서는 밸류에이션을 비롯한 장기투자의 규칙이 종종 무시되곤 함. 실제 7월 코스피를 흔든 변수는 펀더멘털이 아닌 ① AI CAPEX 전방 산업의 노이즈 확대, ② 미-이란 갈등 재점화, ③ 복합적 요인에 따른 금리 상승, ④ 극단적 쏠림 국면에서의 레버리지 집단 청산 등 투자 심리를 자극하는 요인들로 판단.

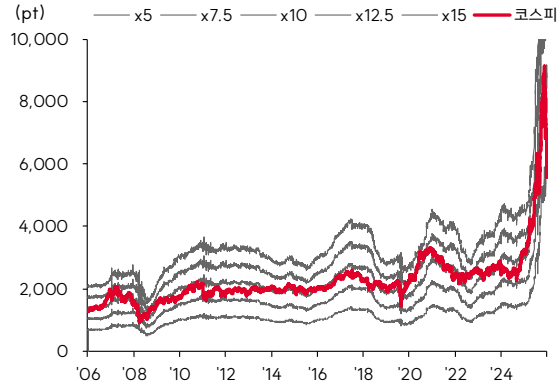
투자자 주체별 매수 여력 구간은 확인

밸류에이션에 집중하기에는 단기적 고통이 잔존하는 국면. AI CAPEX 밸류에이션에 의구심을 촉발한 미국 하이퍼스케일러 실적 발표에서는 높은 AI 성장성과 FCF 압박을 동시에 재확인. 믿음과 우려의 양 축이 모두 강화된 만큼, 향후 한 분기도 이러한 힘겨루기는 지속될 것으로 전망. 이에 따라 외국인 및 기관이 지난 분기 대비 이미 높아진 한국 익스포저를 추가로 확대하기는 부담스러울 것으로 예상. 다만 최근 2주간 확인된 수급을 보면 외국인·기관은 코스피 5,500~6,500pt 구간에서 매수로 대응했음. 즉 코스피에 대한 정성적 비중 축소를 결정하지 않는 한, 해당 레벨에서는 가격 조정이 곧 매수 여력으로 전환된다고 간접적으로 추정. 그렇다면 지수의 추가 상승 여부를 결정할 주체는 결국 개인투자자가 될 개연성이 높다고 판단

쏠림이 풀리는 자리, 베타보다 알파

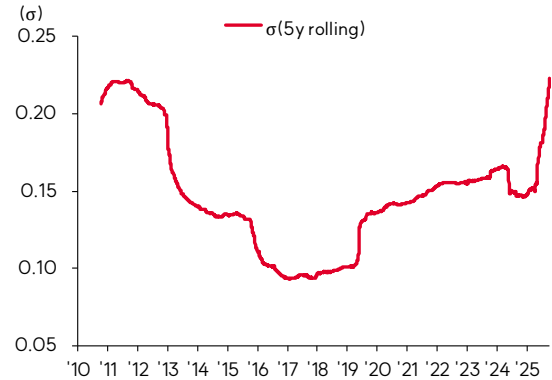
7월 후반의 극단적 변동성 국면을 거치며 레버리지 거래대금이 감소하는 모습. 이 과정에서 상당수 레버리지 투자자(대부분 개인)가 청산된 것으로 파악되며, 따라서 기존과 같은 개인의 무차별적 반도체 매수는 당분간 잦아들 것으로 예상. 개인의 FOMO가 지난 분기 대비 낮아진 상태라면 AI CAPEX 일변도의 쏠림 상승 역시 강도가 둔화될 것이며, 그 공백에서 시장이 외면해왔던 밸류에이션 대비 주가 괴리에 재차 주목할 여지가 있다고 판단. 이번 하이퍼스케일러 4개사 실적 발표 결과도 이를 지지하는 현상으로, 성장성이 추가로 확인된 기업과 그렇지 못한 기업 간 주가가 뚜렷하게 상반된 흐름을 보이며 동일 테마 내에서도 차별화가 시작됨을 확인. 상승과 하락이 반복되는 국면으로 접어들면 지수 방향성(베타)보다 종목 간 차별화(알파)에 집중하는 장세가 전개될 개연성이 크다고 판단. W126 분류 기준 26개 업종 중 24개가 최근 3개월간 영업이익 추정치 상향에도 시가총액이 감소했으며, 화학(+38% / -40%)·기계(+12% / -43%)·IT 가전(+28% / -32%) 등의 영업이익 추정치 vs 시가총액 괴리 확대. 상반기 실적 개선이 탄탄했음에도 주가가 이를 반영하지 못한 기업군에 관심을 가져볼만한 자리

코스피 12개월 선행 PER은 역사상 저점



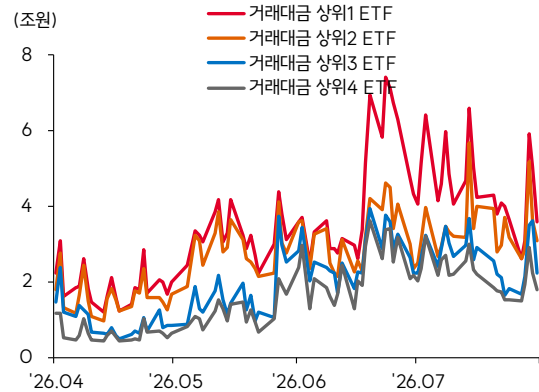
자료: Quantwise, SK 증권

금융위기 수준으로 높아진 코스피 변동성



자료: Quantwise, SK 증권

변동성 과정에서 ETF 거래대금 감소



자료: CEIC, SK 증권

5월 이후 거래대금 상위 ETF 들은 쏠림과 레버리지로 정의

5월 이후 거래대금 상위 ETF TOP 10	거래대금(조원)
KODEX SK 하이닉스단일종목레버리지	179
KODEX 200	123
KODEX 레버리지	107
SOL SK 하이닉스선물단일종목인버스 2X	85
TIGER SK 하이닉스단일종목레버리지	87
KODEX 삼성전자단일종목레버리지	78
KODEX 인버스	47
TIGER 미국 S&P500	45
TIGER 삼성전자단일종목레버리지	44
KODEX 200 선물인버스 2X	41

자료: CEIC, SK 증권

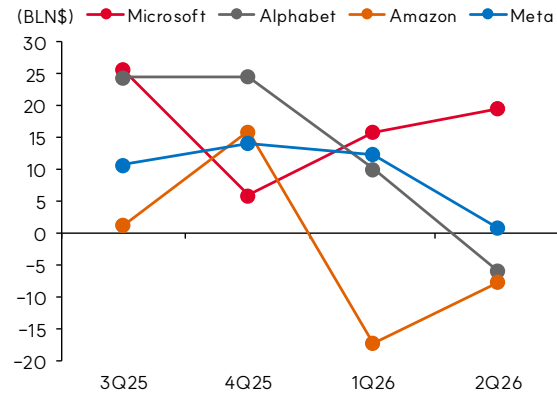
투자자 주체별 수급 현황

(단위: 십억원, pt, %)

투자 주체	구분	업종명	주간 순매수	월간 순매수	분기 순매수	분기 VWAP(A)	현재지수(B)	과락율=B/A
개인	순매수1위	에너지	136.3	-774.3	-818.3	7074.3	6296.6	-11.0
	순매수2위	통신서비스	57.9	-114.6	519.7	456.2	397.9	-12.8
	순매수3위	디스플레이	15.1	87.4	24.7	791.8	584.2	-26.2
	순매도3위	화학품, 의류	-319.4	-612.1	-857.6	2854.2	2811.8	-1.5
	순매도2위	건강관리	-578.4	-868.4	-1957.6	5823.5	5216.2	-10.4
	순매도1위	반도체	-3825.6	8357.3	55628.0	50811.8	41215.2	-18.9
기관	순매수1위	반도체	4217.6	-93.1	7261.8	50811.8	41215.2	-18.9
	순매수2위	건강관리	596.6	645.4	1383.9	5823.5	5216.2	-10.4
	순매수3위	소프트웨어	272.8	565.6	1427.5	383.8	328.2	-14.5
	순매도3위	IT하드웨어	-70.5	-1633.5	-2841.7	614.1	392.8	-36.0
	순매도2위	증권	-105.4	-10.8	-13.4	3053.6	2735.1	-10.4
	순매도1위	기계	-134.8	-221.6	-211.7	6279.8	4773.5	-24.0
외국인	순매수1위	IT하드웨어	267.0	945.5	3045.1	614.1	392.8	-36.0
	순매수2위	증권	230.5	494.6	786.0	3053.6	2735.1	-10.4
	순매수3위	기계	202.9	-9.0	-1287.6	6279.8	4773.5	-24.0
	순매도3위	통신서비스	-157.6	-357.0	-910.9	456.2	397.9	-12.8
	순매도2위	은행	-186.2	-343.1	127.2	3206.4	3245.4	1.2
	순매도1위	반도체	-367.6	-8702.8	-64166.1	50811.8	41215.2	-18.9

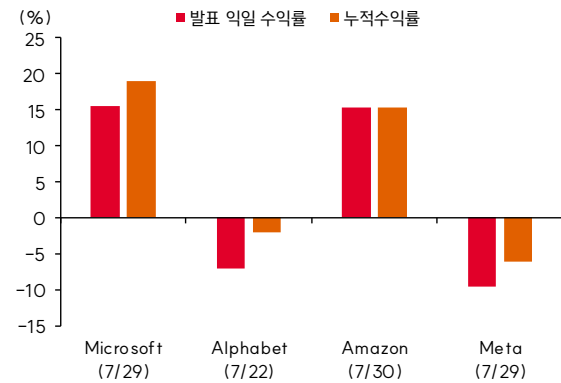
자료: Quantwise, SK 증권

하이퍼스케일러 FCF 추이



자료: 각 사, SK 증권

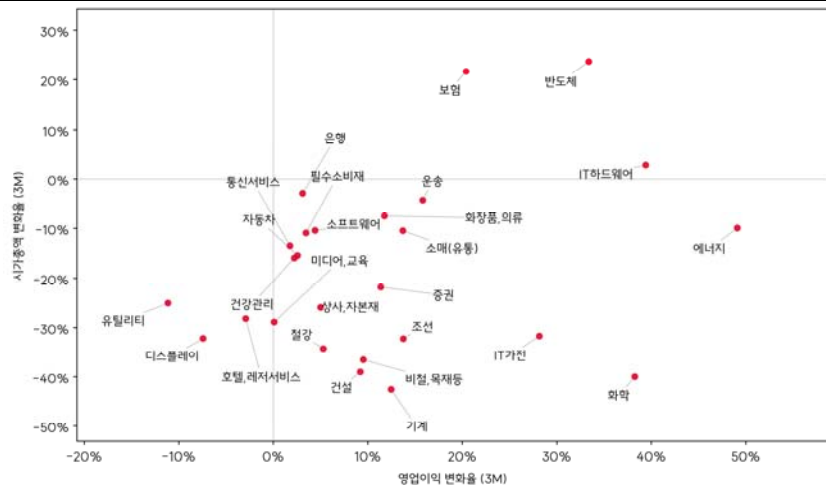
실적발표 이후 주가 흐름은 FCF 개선·악화에 부합



주: X 축의 괄호는 실적발표일

자료: 각 사, SK 증권

WI26 업종별 영업이익·시가총액 변화율



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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 10월 15일 기준)

매수

91.98%

중립

8.02%

매도

0.00%