

주식시장 2H 26 전망

5 Jun. 2026

투자전략 조병현 bhcho@daolfn.com
시황분석 김지현 jeehyun12@daolfn.com

Climb a little higher



이 페이지는 편집상 공백입니다.

CONTENTS

- 03 Summary
- 06 I. 주식전략 - Climb a little higher
- 39 II. 이슈분석 - 대만을 보는 KOSPI, KOSPI를 보는 KOSDAQ
- 68 Appendix - 2026년 하반기 글로벌 이벤트 캘린더

Executive Summary

I. 주식전략 - Climb a little higher

Q1. 인플레이션과 고금리, 주식시장은 버틸 수 있을까?

- 잠재되어 있던 인플레이션 요인에 더해 전쟁이라는 외생변수까지 인플레이션을 자극 중. 이에 연동된 금리 상승은 분명 증시 부담 요인. 하지만, 아직은 AI CAPEX가 기여하고 있는 명목 성장률이 금리 부담을 흡수하는 구간으로 판단. 유가와 인플레이션이 정점을 통과하면 금리는 완만히 낮아질 수 있으나, 하락 속도는 다소 더디게 진행될 가능성 존재. 결국 하반기 증시는 금리 부담을 이겨내는 성장 요인에 집중할 필요

Q2. 지금과 유사한 과거 상승장은 언제 있었을까?

- 최근 KOSPI 흐름은 2005~2007년 레벨업 장세와 유사성이 있다고 판단. 당시에 투자 사이클이 성장을 지탱했고, 금리가 성장을 만들어 냈던 투자 사이클을 제약하기 전까지 상승장이 이어졌음. 현재는 AI CAPEX가 그 역할을 하고 있음. 거둬 의구심이 제기되고는 있지만, 하이퍼스케일러들은 투자를 지속할 여력이 충분하다고 판단되며, 더욱 가팔라지고 있는 Forward CAPEX, LLM과 데이터 센터를 지나 Physical AI까지 확산되는 AI 발전 경로 등을 감안하면 이번 투자 사이클은 아직 종료보다 지속 가능성에 무게

Q3. 가파르게 상향된 이익 전망과 낮은 밸류에이션, 하반기에도 이어질까?

- 한국 증시 이익 전망은 반도체 Top2 주도로 이례적으로 상향됐고, 반도체 외 업종도 개선 흐름이 확인됨. 평균적인 계절성을 본다면 추가 이익 전망치 상향은 제한적일 수 있겠으나, 반도체를 중심으로 한 강한 수출 모멘텀을 반영한다면 추가적인 이익 전망치의 상향 가능성은 남아 있다고 판단. 밸류에이션 측면에서는 글로벌 증시 할인율이 많이 완화되고 있지만, PBR 관점에서 한국의 높은 ROE에 대한 신뢰도가 높지는 않아 보임. ROE의 신뢰도 회복은 시간이 필요할 문제. 단, 견조한 이익 전망치는 일단 이 부담을 완화시켜 주고 있으며, 당장 PER의 가시적 상향은 어렵겠으나, 연말로 가면서 미국의 금리 방향이 점진적으로 하향될 경우 멀티플 확장은 이루어질 수 있을 것으로 전망

Executive Summary

Q4. 하반기 지수 전망과 대응 전략은?

- 2분기 말~3분기 초는 인플레이션과 금리 부담으로 변동성이 예상되지만, 여전히 견조한 수출과 이익이 뒷받침되고 있는 만큼 기본 경로는 우상향이라고 판단. 점차 미국 금리 동결, 한국 최종 금리 인식, 원/달러 환율의 점진적 하락 등의 조건이 갖춰지면, 지수의 추가 상승 및 업종 확산이 시도될 수 있을 전망. 하반기 지수 상단은 11,800pt로 제시하며, 반도체, 지주, 조선, 2차전지 등에 관심. 과열 부담 해소 및 금리 동향에 따라 IT하드웨어, 건강관리도 관심 대상. 업종 선별은 최근 이익 전망 및 하반기와 2027년 이익 증가율 상향, 밸류에이션 할인 폭을 결합

Q5. 하반기 리스크 요인들은 뭐가 있을까?

- BOJ 조기 인상, 사모신용펀드의 불확실성, AI 생산성 기대의 과잉, 미국 재정 리스크 등에 관심을 가져 볼 필요가 있음

II. 이슈분석 - 대만을 보는 KOSPI, KOSPI를 보는 KOSDAQ

- 올해 상반기 코스피 상승세를 견인한 것은 1) 개인의 현물 매매수, 2) 개인의 ETF 매매수에 따른 금융투자의 현물 매매수였음. 시총 규모, 외국인 비중, 산업 구조 등 국내 증시와 유사한 대만 증시에서도 과거 개인 투자자들의 ETF 투자 활성화와 함께 지수 레벨이 상승한 국면 존재. 현재 코스피 ETF 시장 규모와 밸류에이션을 감안했을 때 추가 상승여력 존재한다고 판단
- 한편 코스닥의 경우, 2025년부터 코스피 수익률과 역대 최대 괴리율 경신 중. 긍정적인 부분은 작년 하반기부터 개인 거래대금 비중 감소 및 외국인 거래대금 비중의 증가, 반도체 외 IT하드웨어, 건강관리 업종의 순이익 규모 증가로 반도체 순이익 비중이 분산되며 기초 체력이 증가했다는 점. 과거 코스피, 코스닥 연간 수익률을 비교했을 때, 반도체 사이클 초기 국면에서는 일관적으로 코스닥이 언더퍼폼. 현재 AI 반도체 슈퍼사이클 연장 국면이며, 코스닥 반도체 종목의 고밸류에이션을 감안 시 코스닥 구조적 반등은 제한적이라고 판단. 올해 순이익 10조원 달성 여부 및 펀더멘탈 신뢰 회복과 미국 4분기 금리인하 기대감에 기인한 성장주 멀티플 재평가를 전제로, 정책 효과에 기인한 코스닥 내 주도주 재형성 과정 기대

I. 주식전략

Climb a little higher

- Q1. 인플레이션과 고금리, 주식시장은 버틸 수 있을까?
- Q2. 지금과 유사한 과거 상승장은 언제 있었을까?
- Q3. 가파르게 상승된 이익 전망과 낮은 밸류에이션, 하반기에도 이어질까?
- Q4. 하반기 지수 전망과 대응 전략은?
- Q5. 하반기 리스크 요인들은 뭐가 있을까?

● 투자전략 조병현 bhcho@daolfn.com

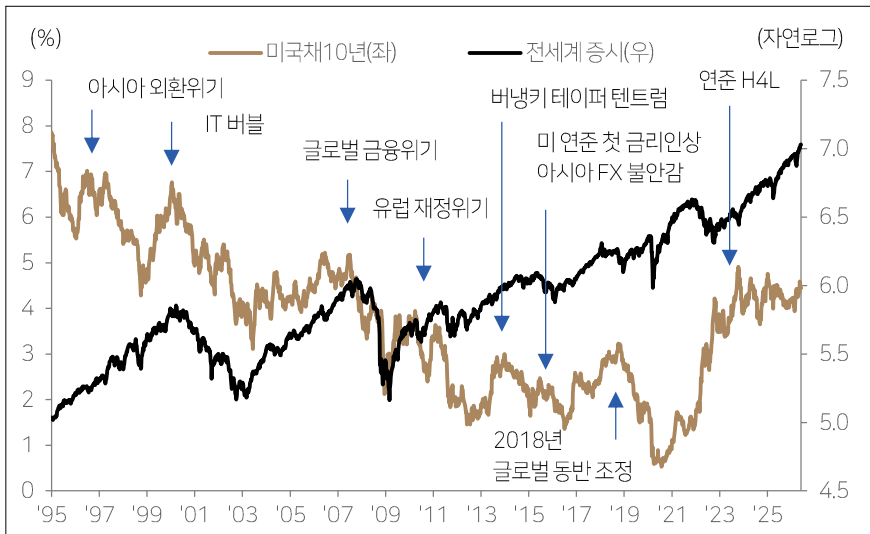
Q1. 인플레이션과 고금리, 주식시장은 버틸 수 있을까?

높아지는 금리는 분명 주식시장 부담 요인

경험적으로도 논리적으로도 일정 수준 이상의 금리 상승은 주식시장의 부담 요인

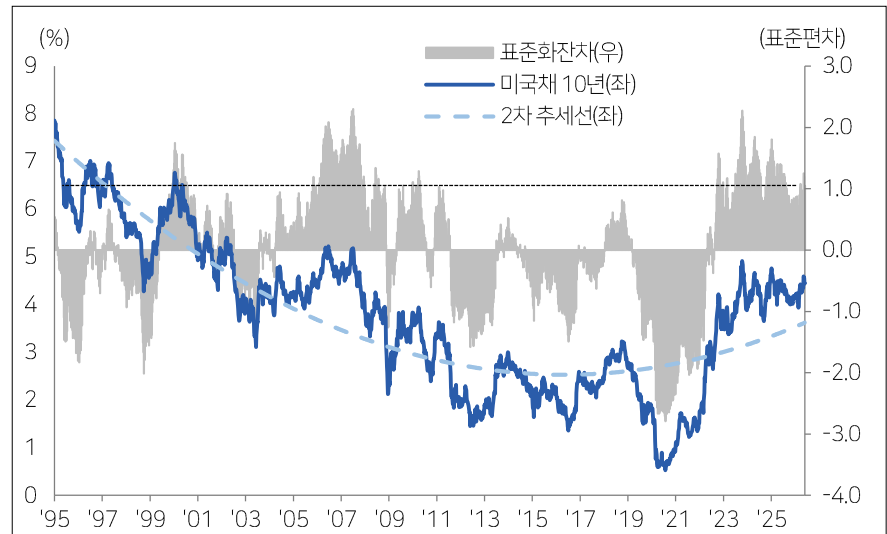
- 금리와 증시의 추이를 함께 그려 보면, 금리의 고점이 형성되는 부근에서 증시 역시 변곡점 혹은 조정 압력이 발생한다는 점을 직관적으로 확인 가능
- 2022년 러-우 전쟁 이후 높아진 금리 레벨은 미 연준이 예방적으로 표현했던 금리 인하 국면을 두 차례 진행했음에도 불구하고 크게 내려오지 못하고 있음
- 최근 미국-이란간 전쟁으로 유가 발 인플레이션 우려가 증첩되면서 다시 한번 상승하는 흐름을 보이고 있는 금리는 주식 시장의 경계 요인으로 작용. 전쟁 이후 유가와 미국채 10년물 간에는 +0.7 수준의 높은 상관관계수가 형성되고 있으며, 금리와 주가 간에는 +0.5대의 상관관계수가 형성 중
- 어느 정도 수준이 부담 레벨인지, 직관적으로 특정하기는 어려우나, 장기 추세선을 기준으로 보더라도 중심 경로 대비 높은 레벨에 있는 것은 사실

금리 고점은 사후적으로 인식되나, 금리 레벨은 분명 증시 조정 유발 요인 중 하나



Source: Bloomberg, 다올투자증권

최근 30년 금리 추이에 대한 이격도 기준으로 현재 금리 레벨은 꽤 높아진 상황



Source: Bloomberg, 다올투자증권

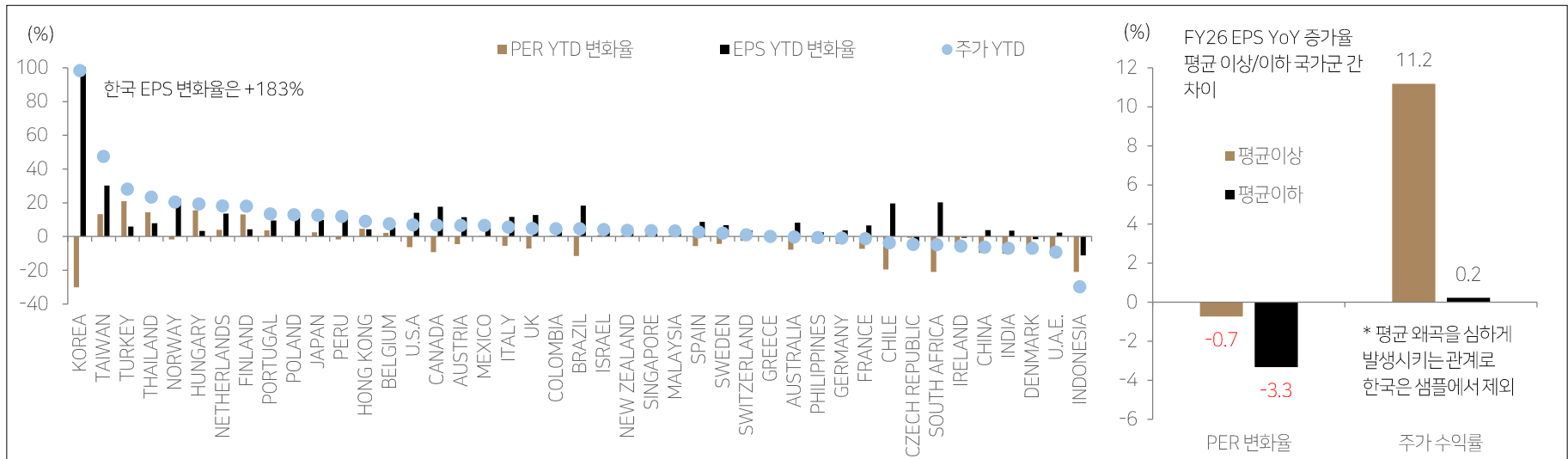
Q1. 인플레이션과 고금리, 주식시장은 버틸 수 있을까?

2026년 상반기, 금리 부담 속 성장(g)이 성과를 가른 모습

글로벌 주요 국가의 멀티플은 평균적으로 마이너스 변화. 성장이 받쳐주지 못한 국가들은 부진

- 상반기 글로벌 주요 증시 수익률을 EPS 및 PER 변화분으로 나누어 보면, PER 변화분은 평균적으로 마이너스를 기록. 멀티플 상승이 주가를 주도적으로 상승시킨 국가도 찾아보기 어려움.
- 멀티플 상승에 금리만이 영향을 주는 것은 아니겠으나, 2월 이후 고유가 상황이 고금리 부담을 발생시켰고 글로벌 43개국 12MF PER의 YTD 변화분이 평균적으로 마이너스 변화를 보였음을 감안하면 금리 부담이 상당한 영향을 미친 것으로 보는데 무리는 없음
- 이 같은 멀티플 부담 속, 수익률을 결정지는 변수는 이익 모멘텀. FY26 이익 증가율, 혹은 12M Fwd EPS 변화율이 강한 국가들이 멀티플 부담을 상쇄하며 평균적으로 높은 수익률 달성에 성공. 결국 멀티플이 공통으로 눌린 국면에서 성과를 좌우한 것은 성장(g)

2026년 상반기 글로벌 주요국 증시 수익률과 EPS-PER 기여도 분해. PER 기여도는 평균 마이너스, EPS 증가가 부진한 국가들은 멀티플 하락에 더욱 심하게 노출



Source: LSEG, 다올투자증권

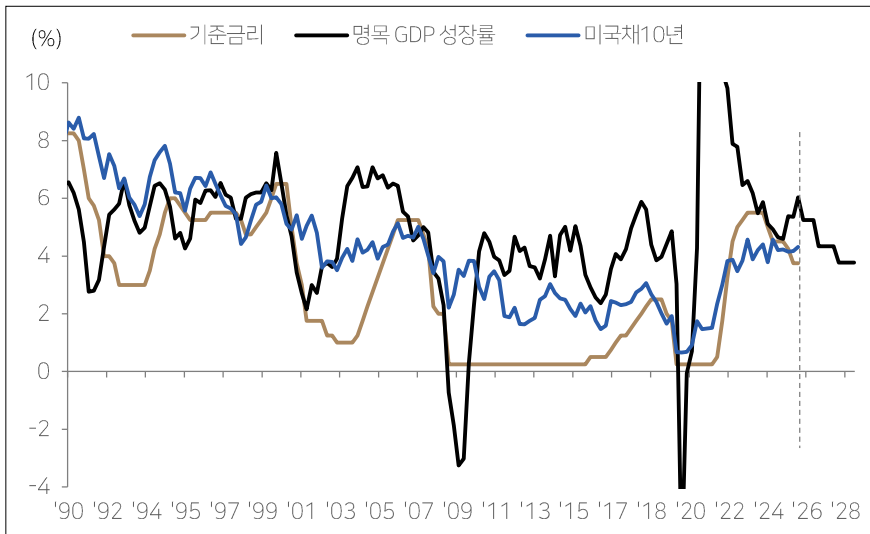
Q1. 인플레이션과 고금리, 주식시장은 버틸 수 있을까?

아직은 명목 성장률이 금리 부담을 막아주는 구간

적어도 내년 초에는 명목 성장률의 하방 방어와 금리의 상단 방어를 동시에 추구할 방안을 찾아야 할 것

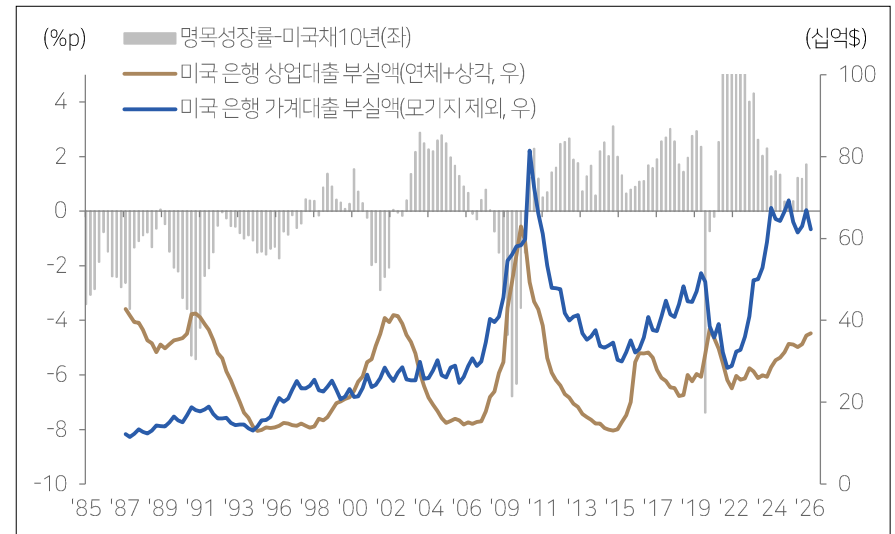
- 명목 성장률은 전체 경제가 창출할 수 있는 부채상환 능력의 의미도 가짐. 즉, $G(\text{성장률}) > R(\text{금리})$ 관계를 유지해야 하나 유지하지 못할 경우 충격이 발생
- 이번 질문의 첫 장표에서 증시에 부담을 줄 수 있는 금리 레벨을 특정하기 어렵다고 언급했으나, 그 기준점을 명목 성장률로 정의할 수 있음
- 지난해 하반기 및 연간 전망자료 작성 당시, 낮아지는 명목 성장률과 금리 레벨과의 역전 부담을 언급. 그러나 연말/연초 AI CAPEX를 기반으로 한 성장률의 반등이 금리에 대한 부담을 완화시켜 줌. 최근 미국 시중금리에 대한 부담이 금융시장 전반의 변동성 요인으로 작용하기도 했지만, 아직은 금리 부담에 잠식될 성장률 구간은 아니라고 판단. 금리에 대한 민감도는 수시로 높아질 수 있으나, $G > R$ 관계가 유지되는 구간인 만큼 증시 입장에서도 추가 상승의 여지가 잔존
- 그러나 IMF는 미국의 명목 성장률을 내년 3%대로 전망. 내년에는 성장률의 절대값에 대한 경계심이 높아질 수 있다는 점도 참고

예상 밖의 상반기 미국 명목 성장률 반등, 향후 성장률 둔화 시 금리 수준에 근접



Source: Bloomberg, 다올투자증권

명목 성장률이 금리에 못 미친다면, 다양한 문제가 파생될 수 있음



Source: Bloomberg, 다올투자증권

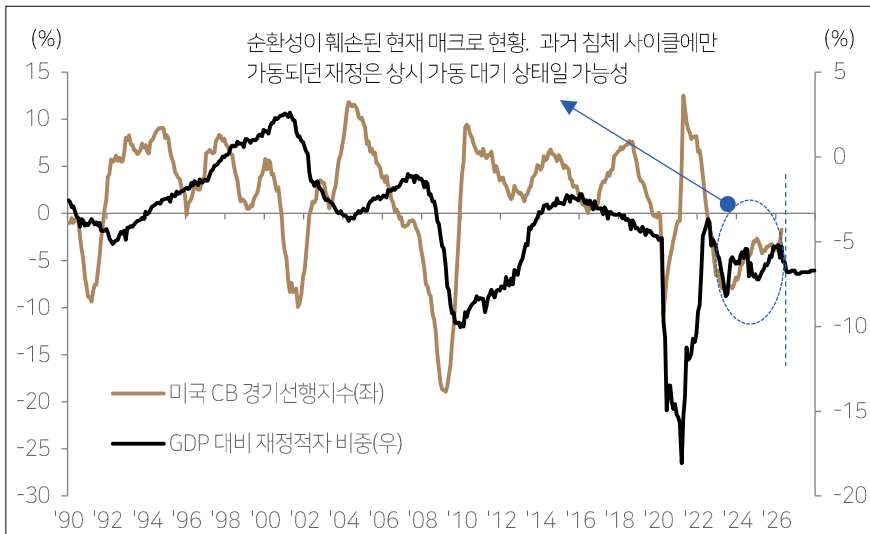
Q1. 인플레이션과 고금리, 주식시장은 버틸 수 있을까?

훼손된 경기 순환성, 재정과 CAPEX에 대한 의존으로 대체

온전치 못한 순환을 CAPEX 호황이 이끌고 있으며, 재정의 필요성도 상시화되고 있는 상황

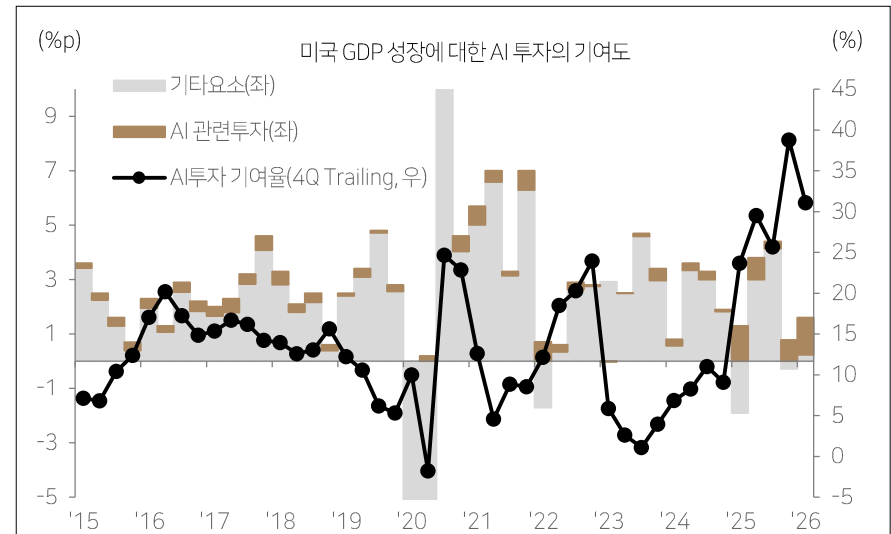
- 경기의 자생적 순환성이 훼손된 상태. 이는 성장에 대한 예측 가능성이 매우 저해됐다는 해석도 가능. 순환성이 작동하는 국면에서는 둔화 국면 이후 자생적 회복 국면 도래를 기대할 수 있어, 정부는 위기 상황이 아니라면 인위적 지출에 신중해 질 여지가 있었음. 그러나 지금은 재정의 상시 지원 체제 형태가 나타나고 있음
- 한편 특정 분야(AI 투자)의 성장 견인력이 빠르게 증가 중. 전 백악관 경제자문 위원장 제이슨 퍼먼 교수는 AI 투자(정보처리기기+소프트웨어)의 GDP 비중은 4% 남짓이나 성장률 기여도는 25년 상반기 92%였다고 주장. 그 방식을 응용해 계산해 보면 수치는 조금 다르나 성장에 대한 기여도가 빠르게 높아지고 있음이 확인
- 결국 미국의 성장은 자생적 순환이 아니라 재정과 AI 투자라는 인위적, 집중적 동력에 의존 중으로 볼 수 있음. 이는 상기 동력들이 흔들릴 경우 대안이 마땅치 않다는 취약성을 내포함과 동시에 두 사안 모두 낮은 금리의 필요성을 가짐

순환성이 훼손된 경제 구조, 재정정책의 성격도 한시성에서 상시성으로 변화



Source: Bloomberg, 다올투자증권

미국의 GDP 성장에 있어 AI 투자 기여도는 최근 가파르게 상승



Source: Bloomberg, 다올투자증권

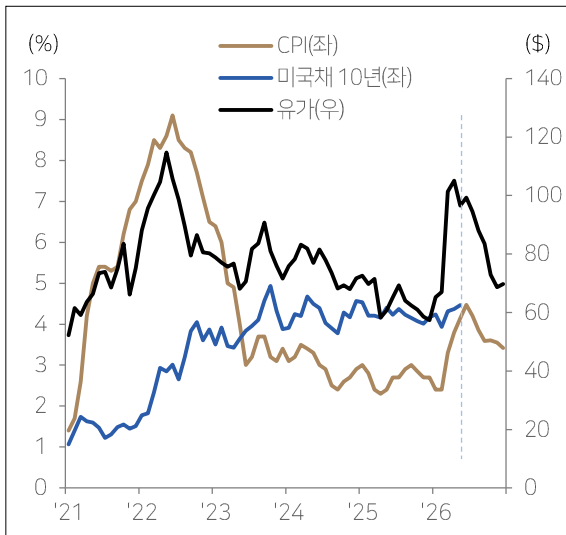
Q1. 인플레이션과 고금리, 주식시장은 버틸 수 있을까?

인플레이션은 유가 정점 통과 후 낮아지는 경로를 기대

전쟁이 마무리 될 경우 유가는 빠르게 안정될 가능성은 존재

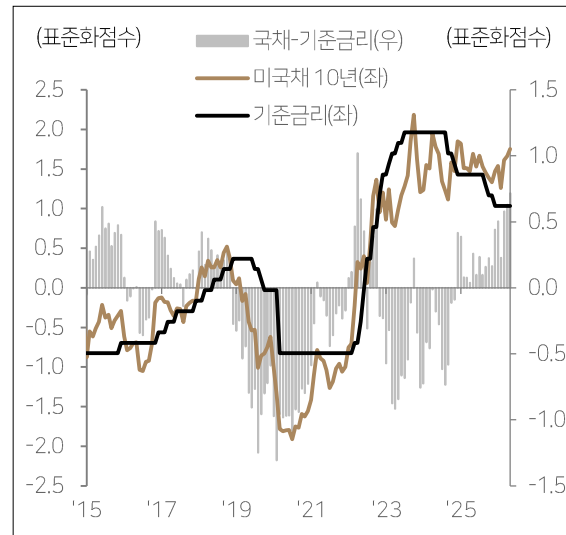
- 6~7월 인플레이션에 대한 우려가 심화될 가능성이 매우 높으나, 유가 하락 전환이 가시화되고 나면 다소의 시차를 두고 물가 하락 경로도 만들어 질 수 있을 전망
- 유가 진정 후에도 사후적으로 인플레이션 압력은 잔존할 수 있으나, 변곡점 통과만 확인된다면 금리 인상에 대한 부담은 경감될 수 있을 전망. 고용, 부동산 시장 등은 금리 인하 필요성이 존재. 이 같은 취약 부문은 향후 명목 성장률 둔화 시 추가적인 문제들을 야기할 수 있음. 따라서 연준은 감내할 수 있는 범위 내의 인플레이션은 인내심을 발휘할 것
- 현재 기준금리와 미국채 10년물 스프레드도 사전적인 인상 부담을 상당부분 반영하면서 큰 폭으로 확대되어 있는 상황. 당사 추정 경로대로 2분기~3분기 초 유가와 인플레이션의 변곡점이 확인된다면 미국채 금리도 완만한 하락 경로를 보일 가능성을 타진해 볼 수 있음

당사 추정 유가, 미국 CPI 경로와 미국채 10년 추이



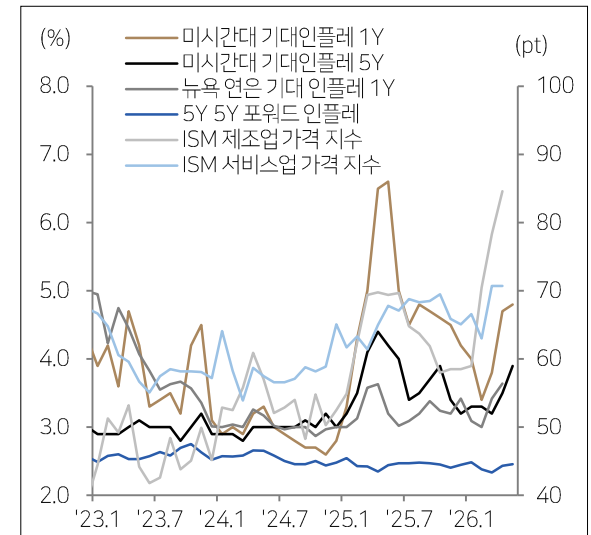
Source: Bloomberg, 다올투자증권

인상 부담을 일정 수준 반영한 시중금리 레벨



Source: Bloomberg, 다올투자증권

우선적으로 기대 인플레이션 진정은 확인 필요



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Q1. 인플레이션과 고금리, 주식시장은 버틸 수 있을까?

금리의 상방 압력에는 지속적인 주의가 필요

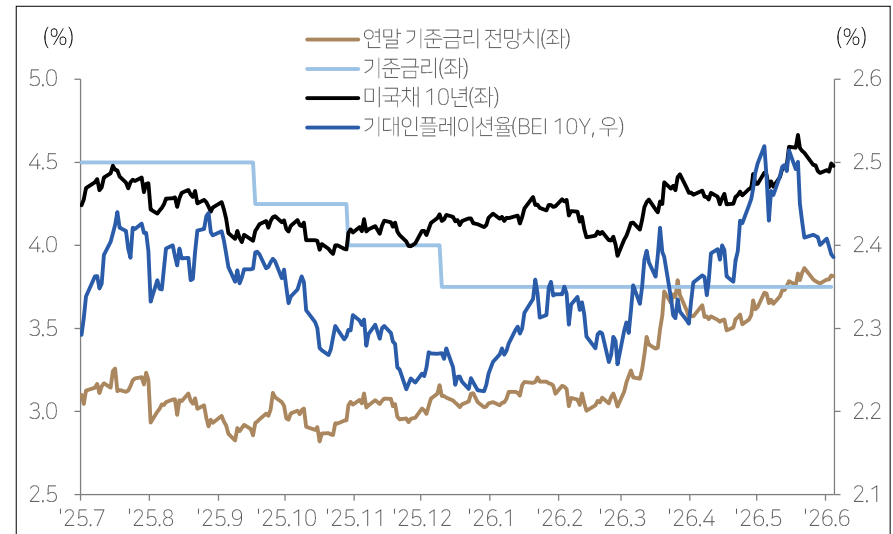
다양한 요인들이 혼재되어 있어, 금리는 물가보다 조금 더 Sticky할 수도

- 하반기 중 금리의 상방 압력에 대해서는 다양한 압력들이 혼재되어 있는 것으로 판단. 지속적인 관심이 필요해 보임
- 현재 유가급등, 미국의 양호해 보이는 경기 현황, 연준의 매파적 성향, AI CAPEX 비용 등은 현 시점에서 한시성을 가졌거나 의미있는 상방 압력이 아니라는 생각. 반면 케빈 워시의 모호함, 선진국 국채에 대한 매력도 하락 등은 금리의 추세 하락을 예상하기 어렵게 만드는 사안
- 그러나 결국 연준은 낮은 금리로 대응해야 할 고용, 부동산 시장 등의 사안이 존재해 감내할 수 있는 범위 내의 인플레이션은 최대한 인내심을 발휘할 것
- 시장에서 금리 인상에 대한 우려가 점증하고 있지만, 전망이 투영되는 금리 지표들을 볼때 당장 급격한 인상 우려를 표명하는 것으로 보긴 어려움. 또한 10년 브레이크이븐 인플레이션이 하락하는 모습이 확인 중. 몇 가지 해석이 가능하지만 인플레이션 고착화 우려 제한, 성장 둔화 우려 등이 반영되어 있는 것으로 해석 가능

금리 방향성에 영향을 줄 수 있는 요인들, 상하방 압력은 혼재 중

금리 상승 요인	판단
유가 급등 / 지정학 리스크	현재 주요 요인이나, 전쟁 마무리 확인 시 빠른 해소 가능
매파적 성향의 연준, 인하 결정 지연	인플레 하락 확인 전까지 인상 우려 잔존. 단, 인상에 대한 인내심 동반될 것
케빈 워시의 정책 성향	금리 도구 활용을 선호하고 인하 절삭평균 등 인하 누양스를 주고 있으나, 장기 금리에 대한 불확실성 잔존
근원물가 하방 경직성	임금 상승률 둔화 중. 서비스 물가 상방 제약
미국의 양호한 성장률	투자는 활황이나, 미국 고용 및 소비수요는 둔화 중
재정적자 확대 우려	재정의 상시 적자화, 금리의 하방 지지 및 변동성 확대 요인
AI CAPEX에 따른 자본수요	누증될 수 있는 압력이나 아직 제한적
선진국 국채 수급 불안	주요국 재정과 통화정책 불확실성으로 국채 매도 압력 자극 가능성 존재. 단, 일정 수준 상승시 반대 압력 발생 가능

연내 긴축 우려가 존재하지만, Breakeven 기대인플레이션율은 하락 중



Source: 다올투자증권

Source: Bloomberg, 다올투자증권

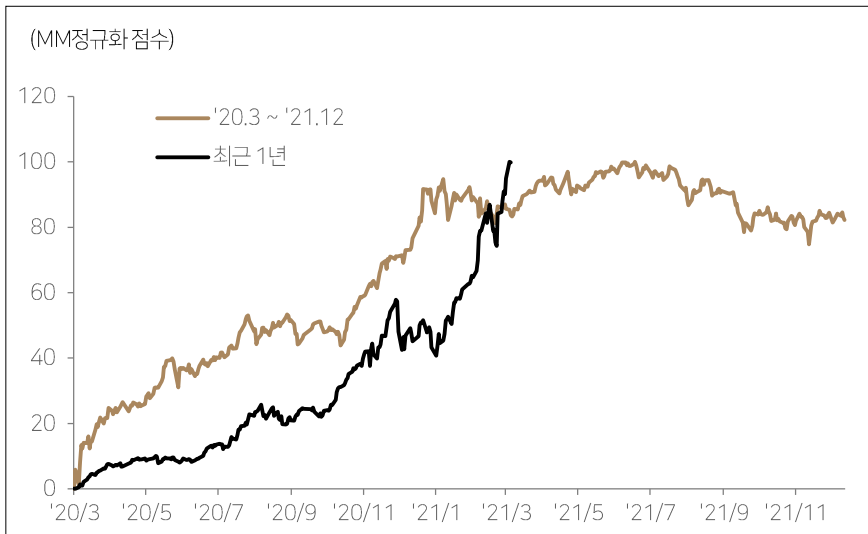
Q2. 지금과 유사한 과거 상승장은 언제 있었을까?

2005년~2007년 당시 대세 상승 국면과의 유사성이 탐지

최근 상승은 신흥국 투자 붐이었던 2000년대 중반 증시 흐름과의 유사성이 존재

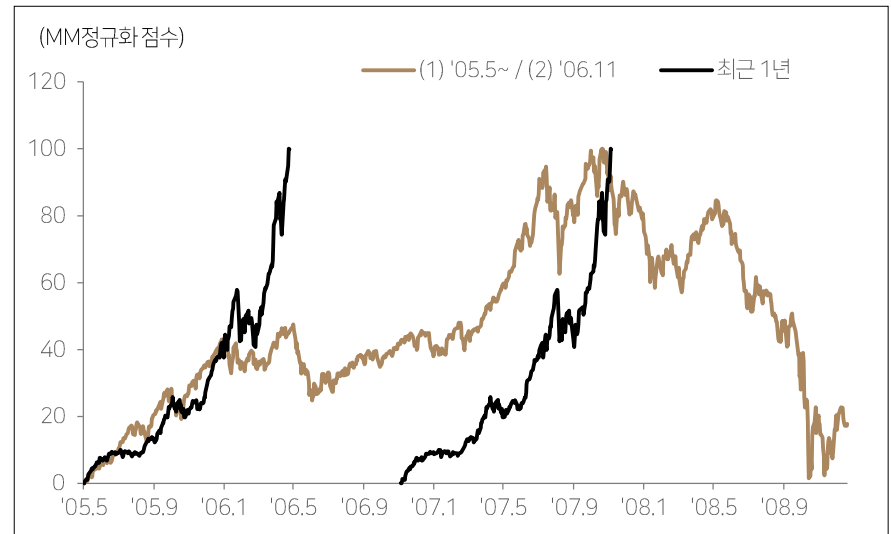
- 유사 국면 탐지 목적으로 당사가 개발한 DTW 기반 모델에 의하면 최근 1년과 가장 유사한 국면 Top 3는 (1)2006년 11월 시작된 상승장, (2)2020년 3월 코로나 반등 구간, (3)2005년 5월 시작된 상승장. 코로나 국면은 위기 상황에서 막대한 유동성 투입이 만든 명백한 유동성 장세. 현 국면과 직접 비교는 효용이 없을 듯
- 보다 의미 있는 비교는 2005년~07년 한국 증시가 10년 이상 갇혀 있던 1,000pt대 상단을 돌파하고 2,000pt대에 진입한 레벨업 국면. (3)과 (1)은 한 상승 사이클의 전반부와 후반부. 2005년 강한 상승 랠리(+58.9%)를 시현하며 6월 1,000pt대를 상향돌파. 2006년 2분기 중 -17% 수준의 조정을 경험. 그러나 2006년 11월부터 2차 랠리가 진행됐고 이 역시 +43.1% 상승
- 이 같은 유사성 하에서 접근한다면, 결국 지금이 2005년의 1차 상승 국면인지 붕괴가 임박한 2차 상승 국면인지 판단이 중요할 것

최근 1년 증시와 수리적 유사성이 높은 코로나 반등 국면, 전형적 유동성 장세



Source: Bloomberg, 다올투자증권

2005~07년 한국 증시 2,000pt 대 도달 과정 역시 현재 국면과 유사성 도출



Source: Bloomberg, 다올투자증권

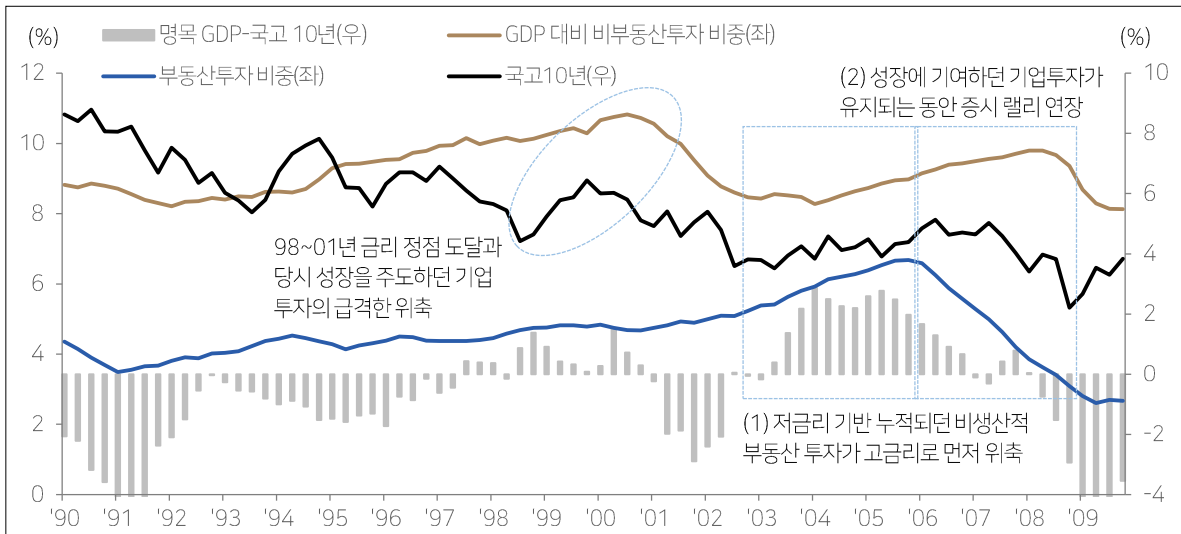
Q2. 지금과 유사한 과거 상승장은 언제 있었을까?

성장을 이끌고 있는 투자 사이클의 지속 여부가 중요

미국의 부동산 투자는 06년 이미 정점을 지났지만, 기업 투자가 07년까지 성장을 지지

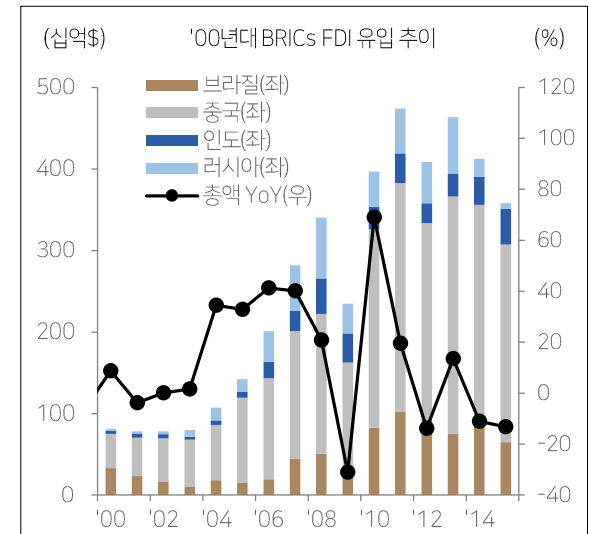
- 현재와 당시 국면의 공통점 중 하나는 투자 사이클. 2000년대 중반은 신흥국의 구조적 성장 논리가 지배하며 BRICs로 대변되는 신흥국 투자의 급증기
- 2005년 미국 투자 사이클을 보면, IT 버블 붕괴 이후 부진한 비부동산투자 대신 부동산 투자가 저금리 기반으로 성장을 지원. 이후 기업들의 투자활동도 회복. 2006년 이후 고금리 상황 하에서 부동산 투자는 먼저 위축되기 시작했지만, 비부동산 투자는 2007년 끝까지 성장을 지원하는 흐름이 전개
- 2007년은 결국 부동산 시장 발 충격이 확산되고 명목 성장률이 금리 수준을 하회. 충격이 전역적으로 확산되는 과정에서 결국 비부동산 투자도 위축. 침체 심화
- 결국 성장을 이끌고 있는 동력(투자사이클)이 남아있는지 여부가 중요하며, 지금은 AI CAPEX 연장 가능성이 충분하다는 판단

금리가 성장을 이끌고 있던 투자 사이클을 제약할 때 시장의 충격이 발생



Source: Bloomberg, 다올투자증권

신흥국에 대한 집중 투자가 이루어진 05~07년



Source: WB, 다올투자증권

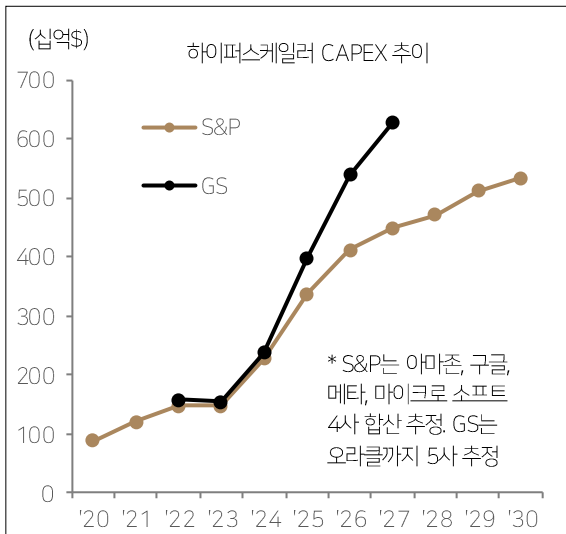
Q2. 지금과 유사한 과거 상승장은 언제 있었을까?

AI CAPEX 지속 가능성은 여전히 유효(1)

지속적으로 확대되고 있는 투자 계획과 자금 조달 수요 증가 중

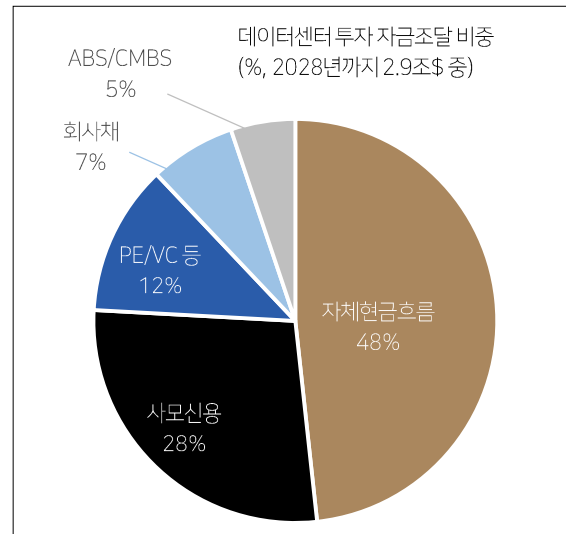
- AI 투자에 대한 추정치의 절대 값을 맹신하기는 어려움. 그러나 투자의 당위성 및 지속성에 대한 기대는 아직 훼손될 상황이 아닌 듯
- 적어도 현재 투자를 주도하고 있는 하이퍼스케일러 같은 주체들이 높아진 금리 레벨 등 비용 부담에 의해 투자를 줄일 시점이라는 우려는 기우에 가깝다고 판단
- 하이퍼스케일러들이라 하더라도 기존 자체 현금흐름 중심의 투자 자금 조달에서 금융시장에서의 조달 규모/비중을 높여가고 있는 것은 사실
- 아직까지 이들의 부채 수준이 투자의 연속성을 저해할만큼 부담스러운 수준에 위치하고 있는 것으로 보기는 어렵지만, 재무적 투자자(FI)들의 참여 비중이 높아지는 과정에서 금리에 대한 민감도는 높아질 수 있음

추정치 간 편차는 크나, 적어도 증가 경로 기대 유효



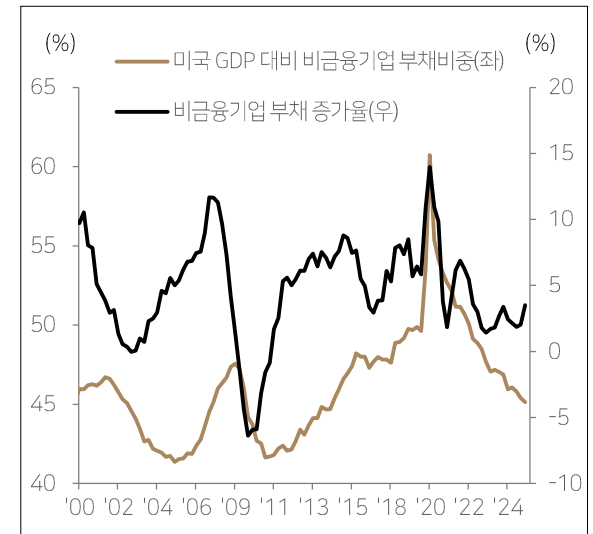
Source: 언론보도 재인용, 다올투자증권

이제 투자의 절반 이상은 자금 조달을 통해 진행



Source: 모건스탠리, 언론보도 재인용, 다올투자증권

미국 기업들은 부채가 투자를 억압할 수준은 아닌 듯



Source: FRED, 다올투자증권

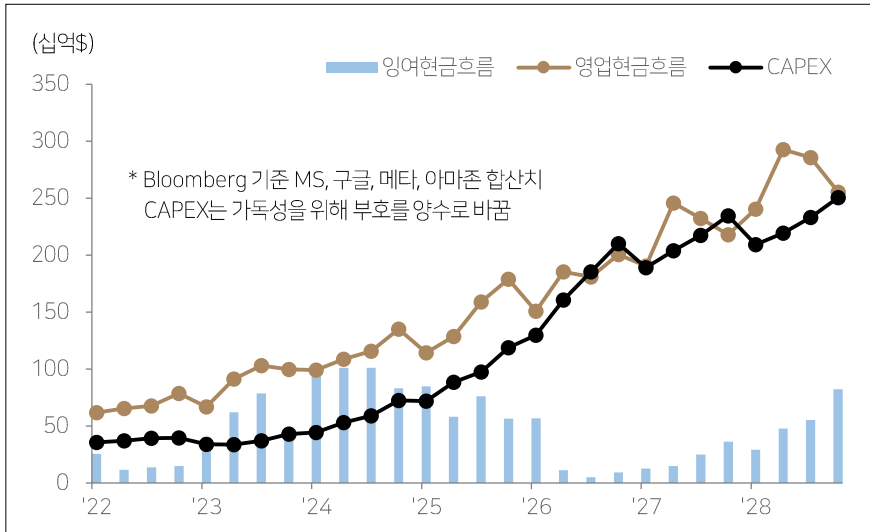
Q2. 지금과 유사한 과거 상승장은 언제 있었을까?

AI CAPEX 지속 가능성은 여전히 유효(2)

비용부담으로 투자를 못한다는 해석은 불필요. 지금은 여력도, 의지도 충분한 상황

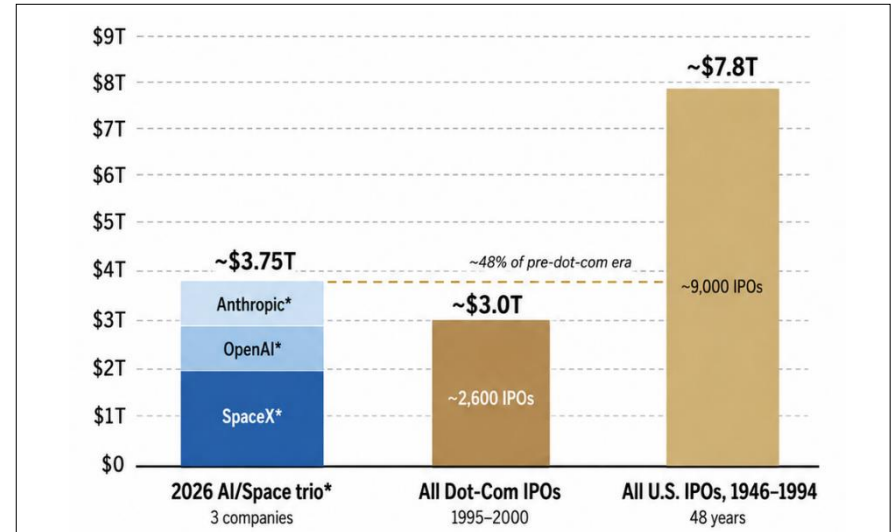
- 현재 블룸버그 추정치를 기준으로 미국 하이퍼스케일러 Big 4의 현금흐름지표들을 취합해 보면, 잉여 현금흐름의 위축이 나타나고 있는 것은 분명
- 자금 조달의 필요성과 투자의 지속성에 대한 우려가 발생할 수 있지만, 잉여현금흐름의 축소는 투자의 증가 속도 가속에 의한 것이지 영업현금흐름 둔화에 기인한 것이 아님. 즉, 본업은 잘 영위되고 있다는 의미. 더불어 27년 이후 현금 흐름의 회복으로 전망치 형성 중
- 투자의 지속성을 의심하기 보다, 투자의 당위성이 충분한 상황에서 지속성과 규모 확장에 대한 수단들이 강구되고 있는 것으로 볼 수도 있음
- 이와 관련해 미국 AI 기업들의 대규모 IPO는 관심을 가질 필요가 있음. 대규모 IPO의 후폭풍 우려 등이 남아 있지만, 적어도 흥행 성공 시 자금조달과 관련된 우려들이 상당부분 희석될 수 있기 때문

하이퍼스케일러들의 주요 현금흐름 지표. 투자 지속성을 우려할 수준은 아닌 듯



Source: Bloomberg, 다올투자증권

AI 기업들의 역대급 규모 IPO는 자금조달에 대한 우려를 완화시켜 줄 소재



Source: 언론보도, 다올투자증권

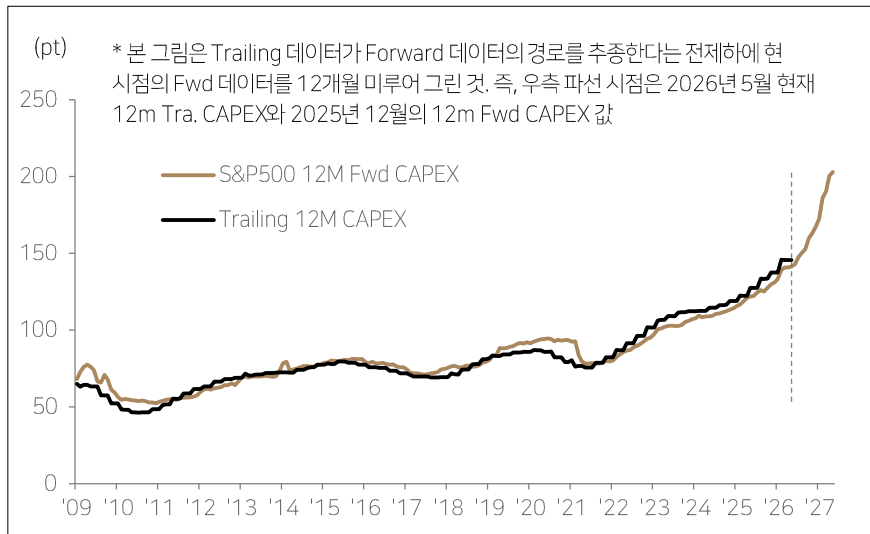
Q2. 지금과 유사한 과거 상승장은 언제 있었을까?

지금까지보다 가속화되는 CAPEX 집행과 부족한 재고

기존 CAPEX 계획은 충실히 이행 중. 그리고 앞으로 12개월은 보다 가파른 CAPEX 경로가 제시되어 있음

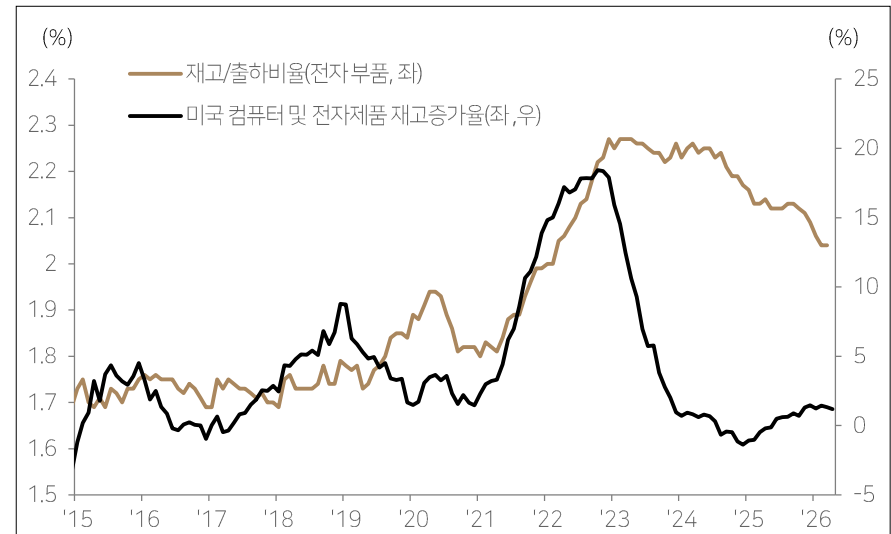
- AI CAPEX의 지속성과 관련된 우려에도 불구하고, 앞선 논의에서 하이퍼스케일러들을 중심으로 당장 비용 부담에 따른 투자 감소를 우려할 시점은 아님을 살펴 봤음
- 보다 미시적인 관점에서 미국 상장 기업들의 CAPEX 추이를 살펴 보면 Trailing CAPEX 경로가 Forward 지수의 경로를 충실히 따라가고 있음을 확인 가능
- 그리고 Forward CAPEX는 직전 1년 간의 증가 속도보다 빠른 속도로 증가 흐름이 나타나고 있음. 결국 실제 집행되는 투자 역시 더욱 가속화되는 흐름을 기대해 볼 수 있다는 의미
- 한편 여전히 반도체 등 AI 관련 제품군에 대한 재고 부족도 이어지고 있음. 재고/출하 비율은 추세적으로 하락하고 있고, 전체 재고 증가율 역시 쌓일 틈이 없는 듯한 흐름

선행지표 경로를 잘 추종하는 실제 투자, 향후 실제 투자 집행은 더 강화될 전망



Source: Bloomberg, 다올투자증권

반도체 등 AI 관련 제품군, 점점 타이트해지는 재고 사이클 상황



Source: Bloomberg, 다올투자증권

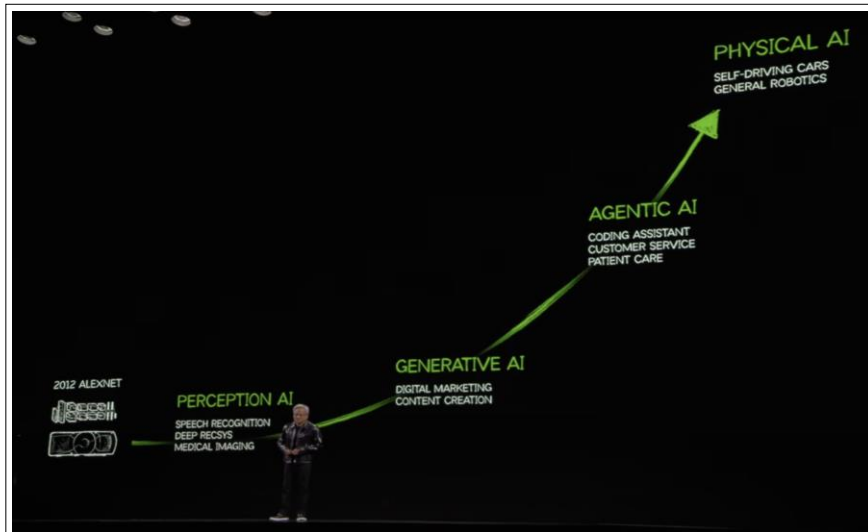
Q2. 지금과 유사한 과거 상승장은 언제 있었을까?

큰 그림에서 보더라도 AI 투자 사이클은 같길이 멀다

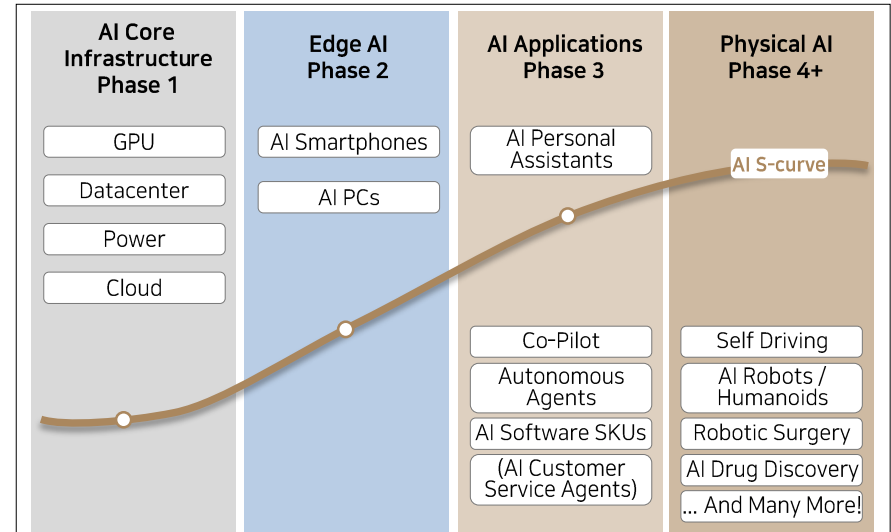
아직까지 Digital 영역의 투자가 메인. 향후 Physical 영역으로의 투자 확장이 남아 있음

- 다소 추상적이고 긴 호흡에서 이야기할 수는 있지만, 4차 산업혁명과 AI의 전개 경로 상으로도 투자 사이클은 더 남아 있을 것이라는 기대가 가능
- 지금까지 진행된 LLM 투자, 그리고 현재 진행되고 있는 Data Center 투자가 AI의 Digital 영역의 확장을 위한 투자였다면, 물리세계에 직접적인 영향을 미치는 이른바 Physical 영역에 대한 투자 단계는 아직까지 이행되지 못한 상황으로 판단
- 이제 익숙한 소재인 로봇, 자율주행, 스마트팩토리 등 현실 세계 적용으로 이어질 가능성이 농후하다는 관점에서 보면, 디지털 영역과 물리적 영역은 순환적으로 영향을 줄 수 있음. Physical AI 확산은 더 많은 현실 데이터와 실시간 추론 수요를 만들고, 이는 다시 데이터센터, 전력, 네트워크 투자 필요성을 자극할 수 있음
- 따라서 현재 AI CAPEX 확대는 투자 사이클의 종료 신호가 아니라, 모델 → 인프라 → Physical AI로 이어지는 다단계 투자 사이클의 중간 국면으로 해석

젠슨 황의 CES 키노트 발표 당시 제시한 AI 발전 경로



AI 발전 사이클 S-curve와 주요 아이템들



Source: 언론보도, 다올투자증권

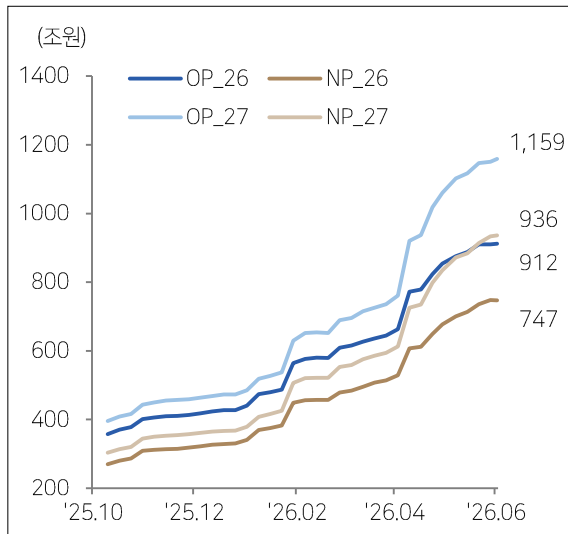
Source: Coatue, 다올투자증권

Q3. 가파르게 상향된 이익 전망과 낮은 밸류에이션, 하반기에도 이어질까? 여러모로 이례적이었던 이익 전망치 경로

반도체 Top2 주도로 상반기 내내 가파르게 상향조정된 이익 전망치

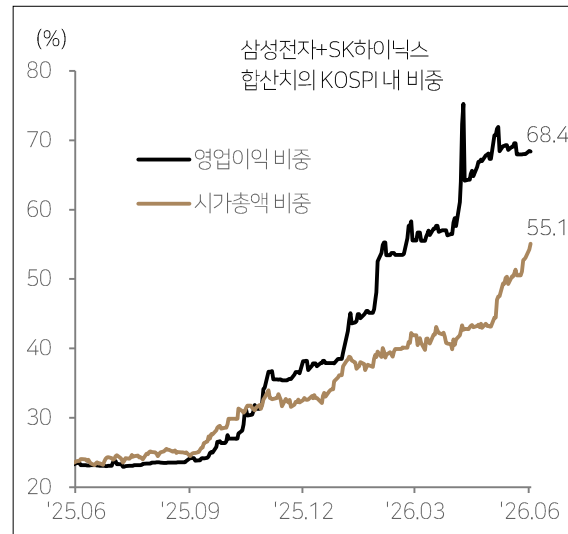
- 지난 연말 427.4조원이었던 26년 영업이익 전망치는 현재 911.5조원으로 상향. 5개월 만에 +113%가 상향되는 유례없는 조정 폭을 보임
- 27년 전망치는 보다 빠른 속도로 상향됐는데, 같은 기간동안 +145% 상향된 1,159조원으로 전망 중. 연간이익 1,000조원 시대 진입이 전망되고 있음
- 2026년은 YoY +197%의 증가율을 기록한뒤 27년 +27%로 하락 전망. 그러나 해당 수치도 2000년 이후 이익이 증가한 해 가운데 중위수 이상
- 반도체의 견인력은 역시 절대적. 시장 전체 이익에서 삼성전자와 SK하이닉스 두종목의 이익 비중은 68%까지 상승했고, 시총 비중도 꾸준히 증가해 55% 도달
- 다행인 부분은 규모 면의 차이는 있지만, 반도체를 제외한 여타 산업의 이익 전망치 역시 상향조정되는 흐름이 나타나고 있다는 점

연초 대비 2배 이상을 기록하고 있는 이익 전망치



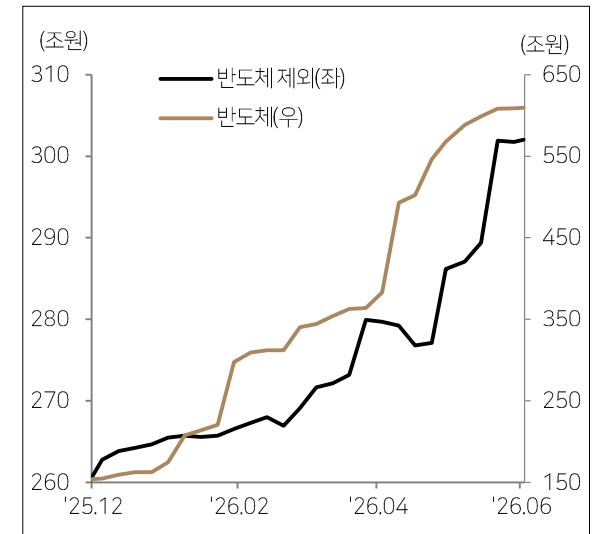
Source: Quantwise, 다올투자증권

높은 이익 비중을 시총 비중이 따라잡는 중



Source: Quantwise, 다올투자증권

규모상 차이는 있지만, 반도체 이외 업종도 전망 상향



Source: Quantwise, 다올투자증권

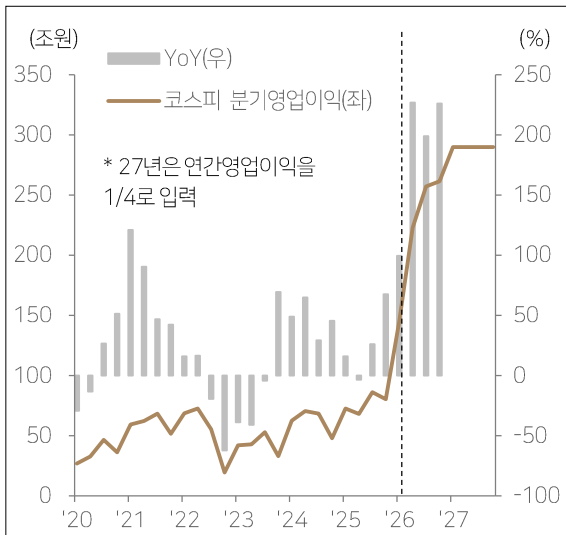
Q3. 가파르게 상향된 이익 전망과 낮은 밸류에이션, 하반기에도 이어질까?

컨센서스는 연말까지 증가율과 마진 모두 우상향 기조 유지

마진에 의존한 이익 증가는 변동성에 대한 우려를 수반

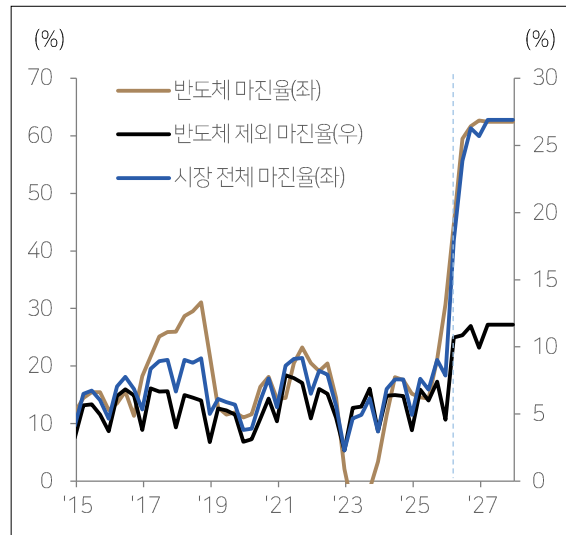
- 분기별로 나누어 보더라도 연말까지 이익레벨과 증가율 그리고 마진까지 모든 요소가 우상향하는 것으로 전망이 형성되고 있음
- 반도체는 매출과 이익 동시 증가가 예상되는 가운데, 이익이 보다 빠른 신장을 보여 24년 이전 10년 평균 15.7% 수준이던 영업이익률이 60%대로 증가할 전망
- 반도체 제외 업종들의 경우도 과거 10년 평균 이익률(5.5%)대비 크게 상향된 11% 내외의 이익률이 전망되고 있음. 그러나 여기서도 온도차가 나타나는데, 이익률의 개선은 물론 고무적이나 레벨 차이는 꽤 존재
- 또, 반도체 제외 업종들의 경우 컨센서스의 문제일수도 있으나 매출의 부진을 수반한 마진을 증가가 예상되고 있음. 결국 이익에 대한 신뢰도나 변동성에 대한 우려가 침투하기 쉬운 상황일 수 있음

4분기까지 YoY증가율도 고공행진 전망 중



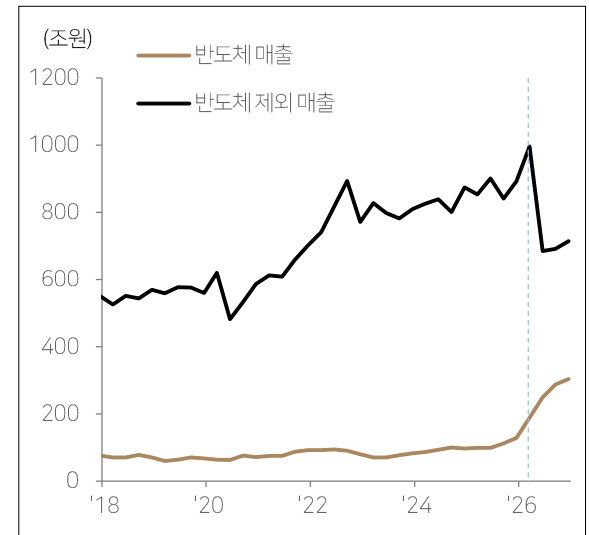
Source: Quantwise, 다올투자증권

레벨 차이는 크지만 마진을 역시 고공행진 지속 전망



Source: Quantwise, 다올투자증권

반도체 제외 시 매출에 대한 기대가 훼손



Source: Quantwise, 다올투자증권

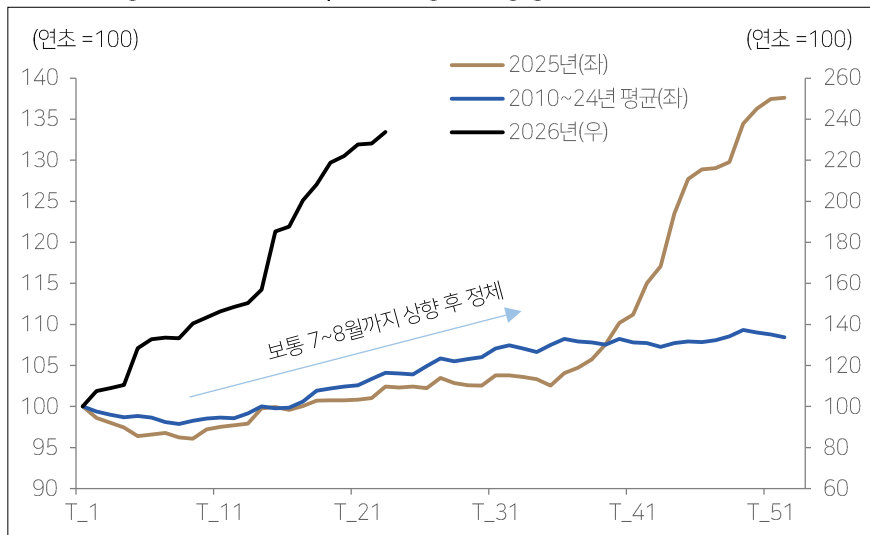
Q3. 가파르게 상향된 이익 전망과 낮은 밸류에이션, 하반기에도 이어질까?

하반기 상향조정 속도는 둔화되더라도, 방향성 기대는 유효

예상보다 훨씬 강한 수출과 마진의 개선, 이익 상향에 대한 합리성을 제공

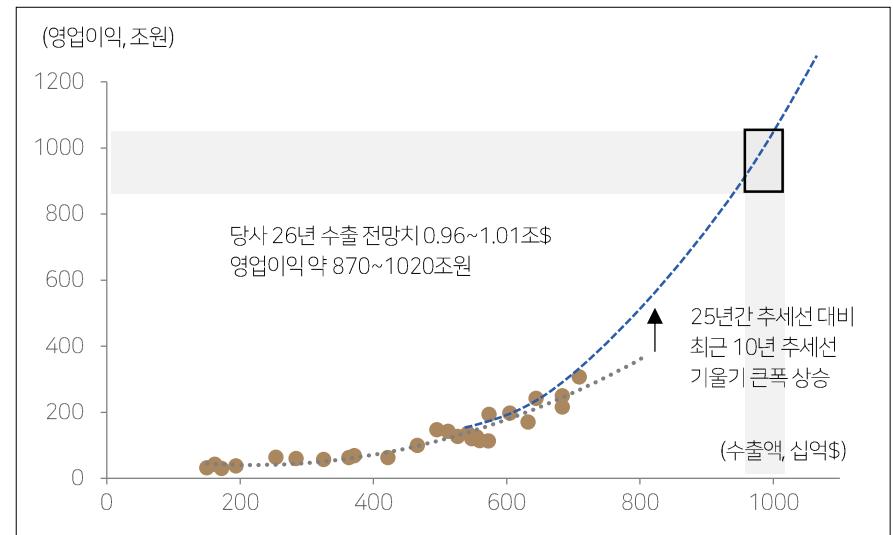
- 한국 증시 이익 전망치도 계절성을 가지고 있음. 2010년 이후 데이터로 계산해 보면, 연초부터 7~8월까지 이익 전망치의 상향 조정이 진행되다 2분기 실적시즌 이후 소강상태에 들어가는 양상. 그러나 지난해와 올해는 반도체에 대한 이익 전망을 반영하는 과정에서 표준 경로에서 크게 벗어난 전개가 진행 중
- 사실 올해의 경우 패턴 자체가 완전히 달라졌다기 보다는 상향 폭에 대한 차이일 수는 있음. 계절성이 아니라고 하더라도 연초 2배 이상 연간 이익 전망치가 상향 조정 됐음을 감안하면, 하반기 이익의 추가 상향 속도가 둔화될 가능성은 높아 보임
- 한편, 예상보다 강한 수출 성장이 이어지고 있음. 당사는 올해 수출 전망을 0.95~1.01조\$ 수준으로 전망하고 있으며, 이 같은 전망치를 반영하면 상단 1,020조원 수준의 영업이익이 추정됨. 현재 컨센서스 대비 약 +12% 상향된 수준

계절성 관점에서 본다면, 이익 전망치의 상향은 주춤할 수 있지만...



Source: Quantiwise, 다올투자증권

예상보다 강한 수출을 감안하면, 현재 컨센서스 대비 +10% 이상 상향도 가능



Source: Bloomberg, Quantiwise, 다올투자증권

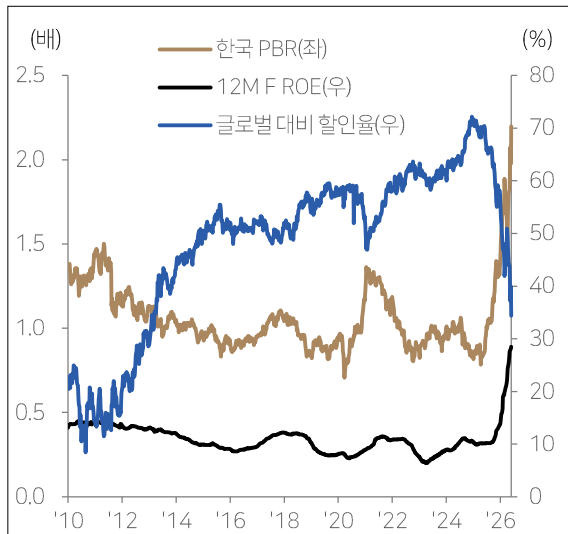
Q3. 가파르게 상향된 이익 전망과 낮은 밸류에이션, 하반기에도 이어질까?

높아진 PBR, 그럼에도 횡단면 기준으로는 깊은 디스카운트

한국 증시 ROE가 가지는 높은 변동성은 디스카운트를 합리화시키는 소재

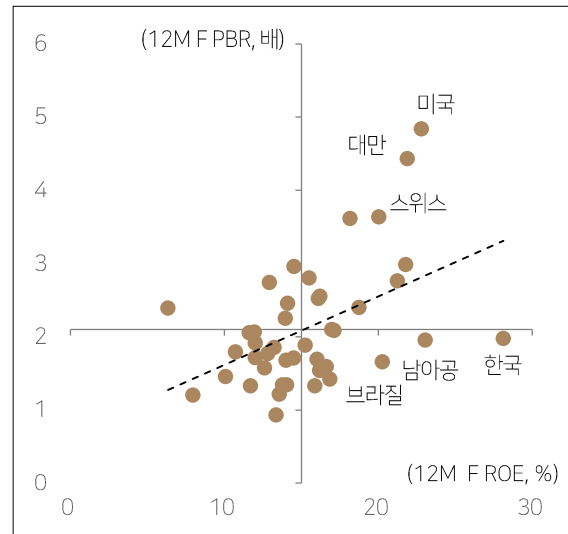
- 한국의 PBR 수준은 2.1배를 넘어서고 있어 안정화된 밸류에이션 데이터를 받아볼 수 있는 시점 이후 가장 높은 수준에 진입
- 현재 한국의 ROE가 28.5%까지 상승해 전세계 1위를 기록하고 있음. 그럼에도 불구하고 글로벌 증시 PBR 3.3배 대비 약 34% 할인받고 있음
- 물론 2~3년 전만 해도 글로벌 증시 대비 70% 대의 할인율을 적용받던 상황과는 크게 달라 졌으나, 현 시점에서 글로벌 PBR-ROE의 산점도를 그려보면 한국의 PBR은 추세선에서 -40% 가까이 이탈해 있는 상태. 글로벌 40여개 국가 가운데 최대 폭 디스카운트임. 그 이유는 ROE의 변동성에서 찾아볼 수 있을 듯
- 한국 증시는 ROE의 장기 기울기가 마이너스라는 약점을 가지고 있으며, 이익 사이클에 ROE가 매우 탄력적으로 반응한다는 특징을 보임. 즉, 이익 사이클 회복기 탄력적인 ROE 상승이 나타나지만, 사이클 둔화기 역시 그 이상으로 빠르게 ROE가 위축되는 경향. 현재 한국 ROE에 대한 신뢰도가 낮다는 의미

최고치 영역의 ROE와 PBR, 그러나 여전히 할인 중



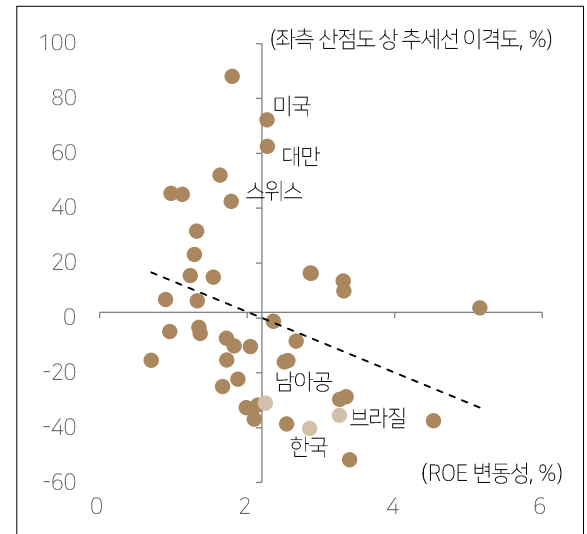
Source: Bloomberg, 다올투자증권

글로벌 PBR-ROE 상, 한국은 최대 디스카운트 국가



Source: Bloomberg, 다올투자증권

세계 최고 ROE 수준에도, 그 변동성이 문제로 인식



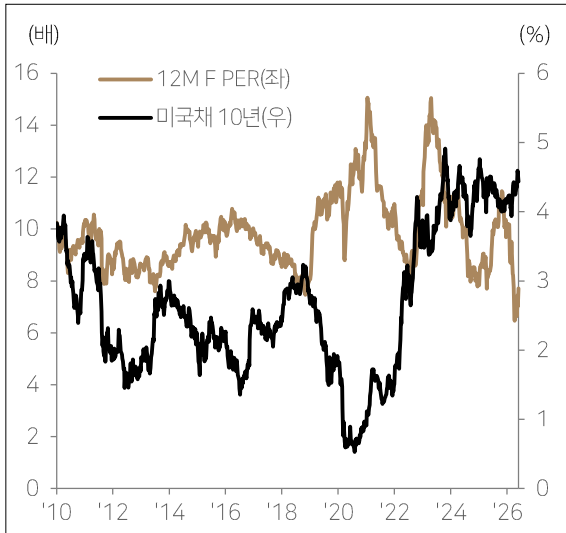
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Q3. 가파르게 상향된 이익 전망과 낮은 밸류에이션, 하반기에도 이어질까? 낮은 PER, 멀티플 확장 기대는 금리 하락 확인 후

당사 전망 경로대로 하반기 점진적인 금리 레벨 다운이 가능하다면, 멀티플 10배 대 영역 진입 가능

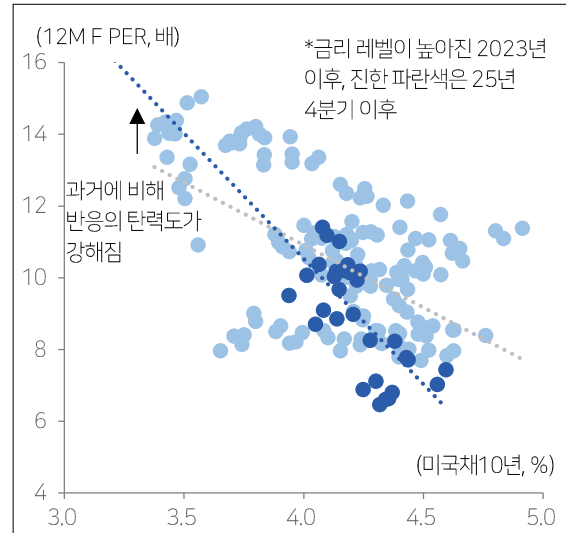
- 할인율로 작용하는 금리는 주가 멀티플과 분명한 역의 관계가 성립. 인플레이션에서 비롯된 다양한 요인들로 금리가 당장 빠르게 떨어지지 않는다면, 당분간 낮은 멀티플 구간이 연장될 가능성이 높음
- 최근 금리와 PER 간의 관계를 보면 승수가 상당히 커지는 모습이 확인. 즉, 최근 금리에 대한 밸류에이션의 반응이 상당히 빠르고 격하게 진행되는 상황임을 알 수 있음. 최근 3개 분기 동안 계산되는 베타는 지난 3년여 간 형성된 베타에 비해 20% 이상 절대 값이 큼
- 이 같은 수치는 동태적으로 변하게 되겠지만, 그 관계는 유지될 개연성이 높고. 당사가 추정하고 있는 지금부터 연말까지 미국채 10년물 등락 범위(4.1~4.7%)를 고려하면 PER 수준은 6.1~10.3배 수준까지 추정해 볼 수 있음

금리가 빠르게 내려오지 못하면, 멀티플 확장은 제한



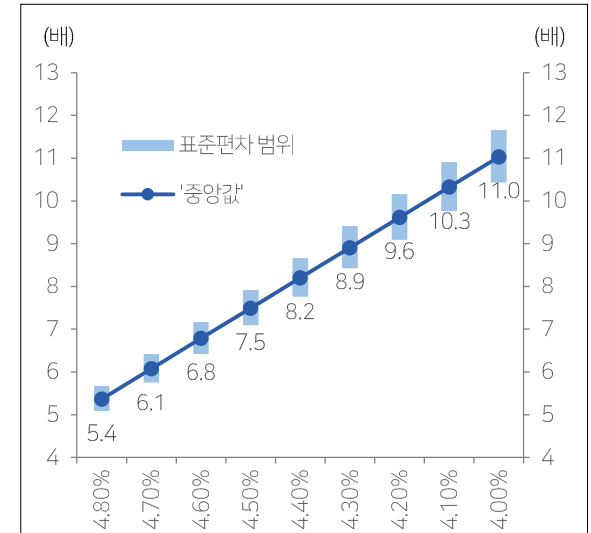
Source: Bloomberg, 다올투자증권

금리 움직임에 대한 멀티플 반응 탄력의 강화



Source: Bloomberg, 다올투자증권

최근 3분기 기준으로 매칭시킨 미국채와 PER



Source: Bloomberg, 다올투자증권

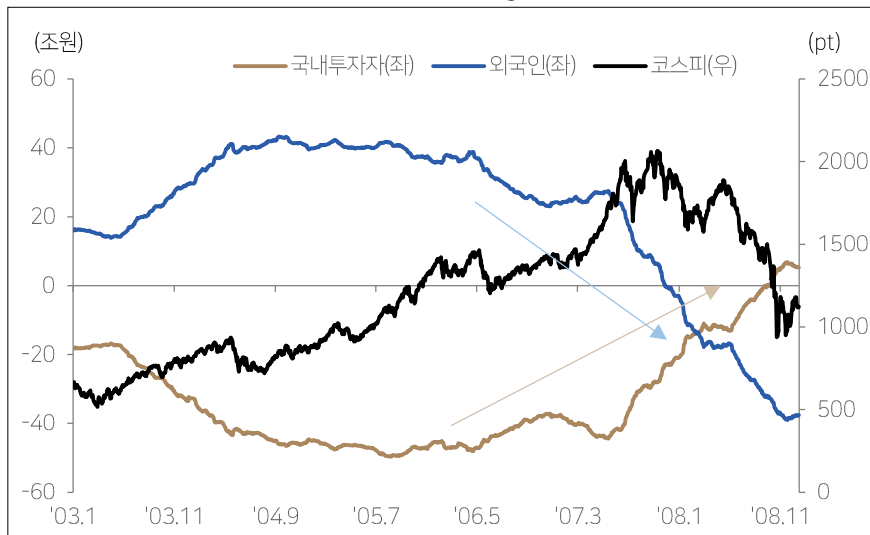
Q3. 가파르게 상향된 이익 전망과 낮은 밸류에이션, 하반기에도 이어질까?

한국 증시 수급 주체 관점에서, 국내 주체들의 역할 강화가 확인

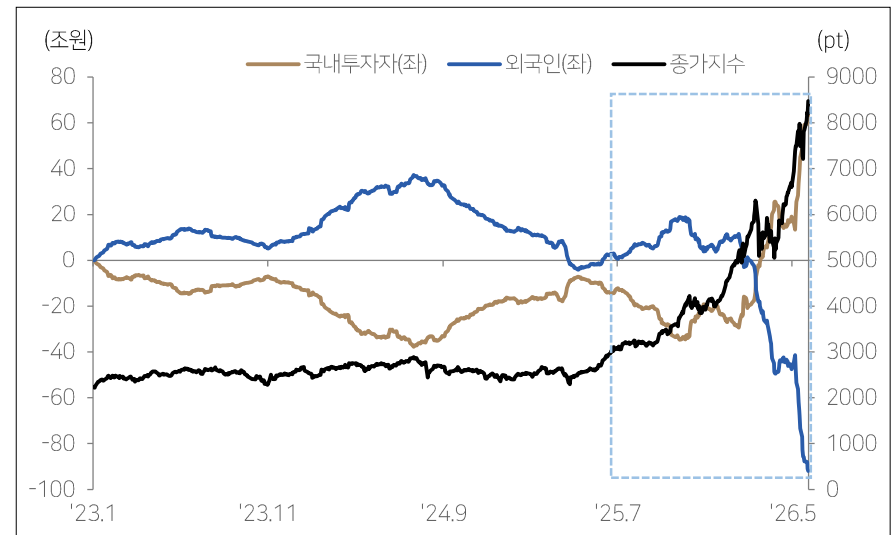
경험적으로 지수의 레벨업 구간은 외국인이 아닌 국내 주체들의 추세적 자금 유입이 만든다

- 앞서 살펴 본 2000년대 중반은 한국 증시가 장기간 상단으로 여기고 있던 KOSPI 1,000pt를 돌파해 단기간 내에 2,000pt 까지 도달했던 기념비적 국면
- 당시 수급 특징을 보면 2000년대 초반부터 선제적으로 매수했던 외국인이 장기 매도세를 이어가는 가운데 개인과 기관의 매수세가 이를 압도하며 상승을 견인
- 사실 경험적인 측면에서 보자면 외국인 역할을 부정하긴 힘들지만, 한국이나 일본, 대만 등의 지수 레벨업 국면은 내부 수급에 의해 만들어 지는 경우가 많음
- 최근 1년간의 랠리, 특히 연말 이후 진행된 신고가 행진에 있어서는 외국인 보다 국내 수급의 견인력이 매우 강했음을 확인할 수 있음

2000년대 초 선취매 한 외국인의 매도 공세를 국내 투자자들이 소화



현재도 국내투자자들의 외국인들의 매물을 소화 중



Source: Bloomberg, 다올투자증권

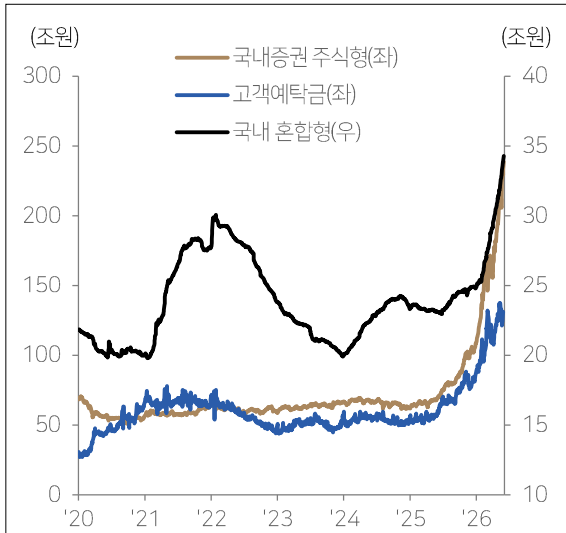
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Q3. 가파르게 상향된 이익 전망과 낮은 밸류에이션, 하반기에도 이어질까? 내부 자금의 수급 여건은 여전히 탄탄

증시 유관 자금들은 여전히 풍부한 상황으로 평가 가능

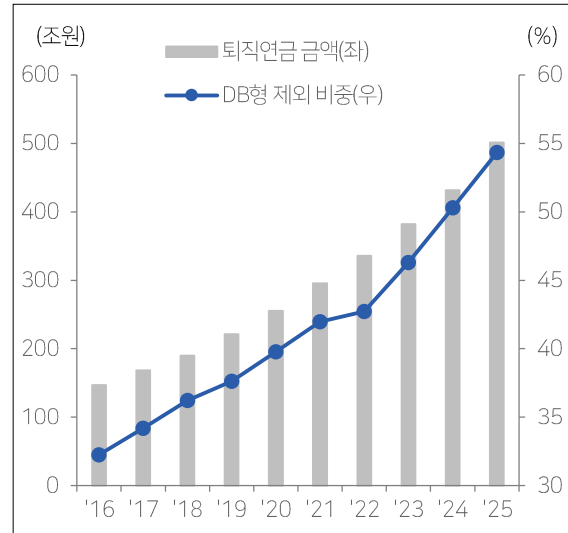
- 환율이나 금리 변동성에 대한 부담이 존재 하는 상황에서 당장 외국인들의 수급 방향성을 예단하긴 어려운 만큼 우선 내부 수급 여력을 검토해 볼 필요
- 이미 잘 알고 있는 바와 같이 국내 주식형 펀드 자금은 ETF 호황을 중심으로 240조원 부근에 도달했고, 고객 예탁금도 130조원대 안착 중
- 또 한가지 눈에 띄는 수급이 주식+채권 혼합형 펀드 자금인데, 채권형의 부진에도 불구하고 혼합형은 34.2조원으로 연말 이후 +38% 증가
- 이와 연관지어 생각해 볼 수 있는 자금이 퇴직연금. 25년 연말 기준 500조원을 돌파했으며, 연평균 +14% 대의 증가율을 보임. 규모의 성장과 함께 원금보장 성격인 DB형을 제외한 비중이 빠르게 증가하는 모습
- 은행 예금도 한시적으로 나타났던 것처럼 줄어드는 모습은 아니지만, 정체되어있는 가운데 비슷한 성격의 자금 중 증권 CMA로는 유입 속도가 가속화 되는 양상

펀드와 예탁금 증가세, 주식/채권 혼합형도 증가 중



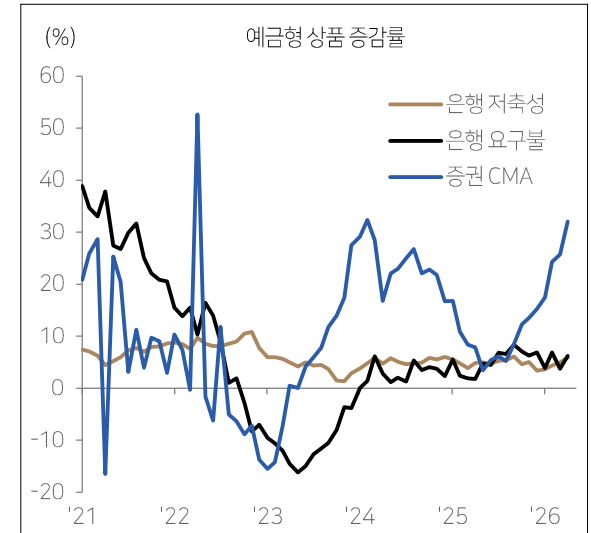
Source: Quantiwise, 다올투자증권

빠르게 증가하는 퇴직연금, 투자형 연금 비중도 급증



Source: 국가데이터처, 다올투자증권

은행 예금 정체된 가운데, 증권사 계좌로는 빠른 유입



Source: Quantiwise, 다올투자증권

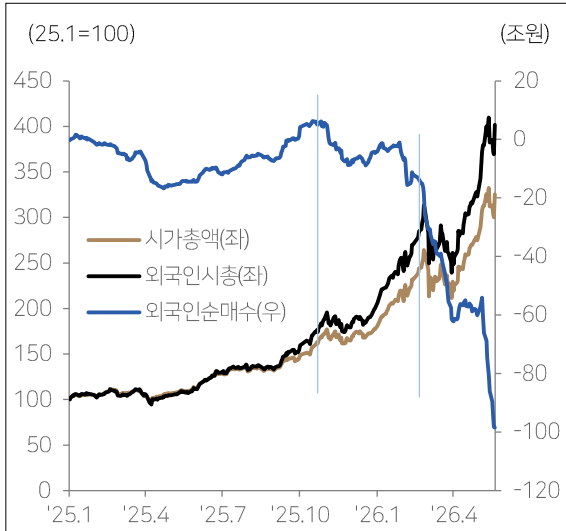
Q3. 가파르게 상향된 이익 전망과 낮은 밸류에이션, 하반기에도 이어질까?

외국인들의 수급, 매크로 부담 완화가 선결돼야 할 듯

당장 외국인들의 수급 개선을 기대하기는 어려워 보임

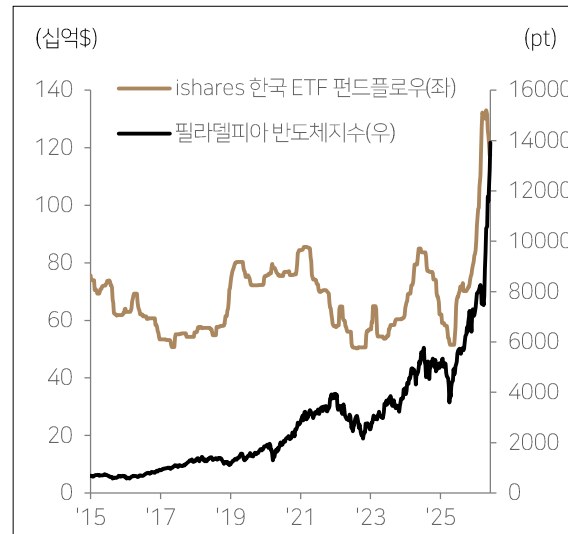
- 대규모로 진행되고 있는 외국인의 주식시장 순매도도 수급 상 부담 요인. 그러나 공격적인 순매도에도 외국인 보유 시가총액의 상대 위치는 현재 코스피 전체 시총 대비 오히려 높은 위치. 시장 비중을 축소하는 공격적 이탈로 보기 어려움. 삼성전자, 하이닉스의 시장 내 시총 비중이 라운드 넘버를 넘어설 때마다 외국인 매도 확대 및 두 종목 외국인 보유 비중 하락이 진행. 이는 외국인의 순매도가 시장 자체에 대한 비중 축소가 아니라, 반도체 쏠림에 따른 비중 조절 성격임을 시사
- Top 2 종목에 대한 외국인 시총 비중이 많이 낮아져있다는 점 외에 외국인 수급 개선을 기대하기 위해서는 기존 투자자금과는 성격이 다른 자금들의 유입이 뒷받침될 필요. 이벤트 및 대외 환율 및 금리 변곡점 확인 등에 따른 패시브 자금 유입 시 순매수 전환 가능해 보임. 당사 환율 및 금리 전망 전체 시 4분기 기대 가능
- 이 경우 인덱스 형태의 매수 패턴을 기대해 볼 수 있다는 점에서 밸류에이션 상승에도 영향을 미칠 것으로 예상

심화된 외국인 순매도에도 외국인 시총은 높은 레벨



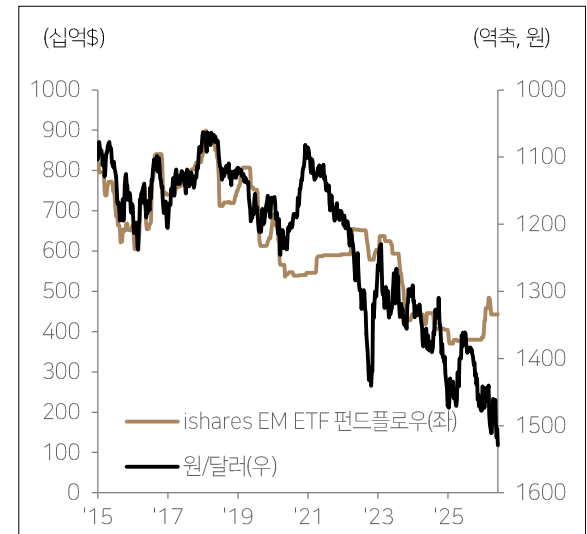
Source: Quantiwise, 다올투자증권

최근 한국물 매수는 반도체에 대한 베팅 차원



Source: Bloomberg, 다올투자증권

환율 여건의 개선은 패시브성 자금도 자극할 여지



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Q4. 하반기 지수 전망과 대응 전략은?

하반기, 우상향 기조 연장 가능성에 무게

2분기 말~3분기 초 변동성 우려 존재하나, 우상향 기조 유지하며 11,000pt선 진입 전망

- 예상보다 길어지는 고유가 상황 속, 금리에 대한 부담도 상존하고 있음. 2분기 말~3분기 초는 인플레이션에 대한 부담과 통화정책에 대한 경계심이 지수의 변동성을 유발하기 쉬운 국면인 것으로 판단. 이 같은 관점에서 7월 마지막주 미 연준 FOMC(29일)와 BOJ 금정위(31일)는 중요도가 높을 것
- 금리에 대한 부담이 자극될 경우 시장은 조정 압력에 노출 되겠지만 그럼에도 아직은 성장이 금리 부담을 이겨낼 수 있는 구간인 것으로 판단. 성장을 견인하고 있는 AI 밸류체인 내에서도 필수적 역할인 한국 반도체 산업은 강한 실적 모멘텀으로 주도주 역할을 연장할 수 있을 것으로 전망
- 3분기까지는 멀티플 확장보다는 실적에 집중된 흐름이 이어질 것으로 전망하며, 기존 주도주에 대한 집중도를 유지할 필요가 있다고 판단. 연말로 가며 금리 부담 완화와 함께 멀티플의 확장, 업종의 확산 개연성이 발생할 수 있을 것으로 전망

KOSPI Valuation table 및 하반기 시장 전망 요약

순이익 (조원)		5.40	6.10	6.80	7.50	8.20	8.90	9.60	10.30	11.00		3분기	4분기	
											Range	7,590~9,930	9,240~11,800	
26년	748	5,064	5,719	6,373	7,028	7,683	8,338	8,992	9,647	10,302	동향	변동성을 수반한 우상향	최근 대비 완만한 우상향 기조	
12M Fwd	825	5,583	6,305	7,027	7,749	8,471	9,193	9,915	10,637	11,359	업종	반도체, 지주, 조선, 2차전지	반도체, IT하드웨어, 2차전지, 건강관리	
27년	933	6,316	7,134	7,951	8,768	9,585	10,402	11,219	12,036	12,853	근거	- 수출 호조 및 실적 전망치 상향 흐름 지속 - 전쟁 마무리 기대 - 인플레이션 및 금리 부담 잔존하며 수시 변동성 부각 - 제한적 금리 하락	- 수출/이익 상향기조 속 증가율 정점 통과 - 환율/금리 정점 확인 후 멀티플 여력 확보 - 중간선거 후 미 재정 관련 불확실성 유입 - 사이클 순환 훼손된 가운데 Next AI 혼선	
12M Fwd 3분기 말 추정	891	6,031	6,811	7,591	8,371	9,151	9,931	10,711	11,491	12,271				3Q
26/27 전망치 상단 적용 시 연말	984	6,662	7,524	8,386	9,248	10,110	10,972	11,834	12,696	13,558				4Q

Source: Quantiwise, 당사 추정, 다올투자증권

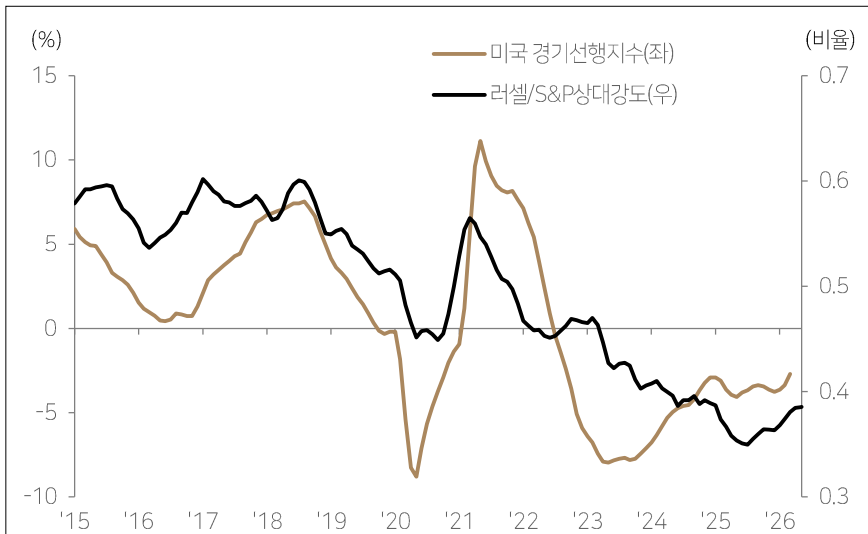
Q4. 하반기 지수 전망과 대응 전략은?

많이 오른 주도주, 그래서 바뀌어야 하나?

순환적인 사이클이 훼손되어 있다면, 업종 순환 역시 추세적으로 발생하기 어려움

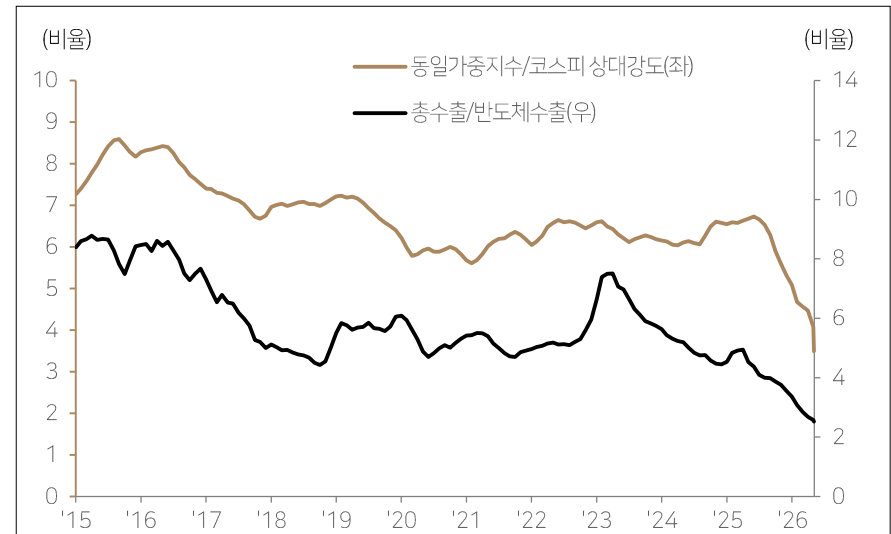
- 반도체를 중심으로 한 AI 밸류체인 상승세는 강력했음. 장기화된 상승에서 발생하는 부담감은 여타 업종으로의 순환매 욕구를 자극하는 강한 동기가 될 수 있음
- 그러나 매크로 부문에서 살펴 봤던 것과 같이 지금은 경기의 순환 사이클이 훼손된 상태로 평가하고 있음. 즉, 특정 산업의 집중력이 총량 관점의 성장을 이끄는 것 이지 소비-생산-재고로 이어지는 순환적인 사이클 국면이 아니라는 것
- 이는 로테이션에 대한 필요성을 희석시키는 흐름이라고 볼 수 있음. 미국의 경우도 결국 경기 순환 사이클이 형성될 때, 중소형주와 대형주 간의 로테이션이 나타나는 경향이 뚜렷. 한국의 경우도 반도체 이외 여타 산업의 온기가 확산될 때, 해당 산업들의 주가 상대 강도도 회복되는 경향이 발생
- 아직은 순환 관점에서의 접근보다, 성장을 책임지고 있는 주도 산업에 대한 집중도를 낮추기 어렵다는 판단

미국의 경기 사이클과 상관성을 보이는 소형주/대형주 상대강도



Source: Bloomberg, 다올투자증권

한국도 반도체 산업에 대한 경제의 의존도가 낮아질 때 순환이 형성



Source: Bloomberg, 다올투자증권

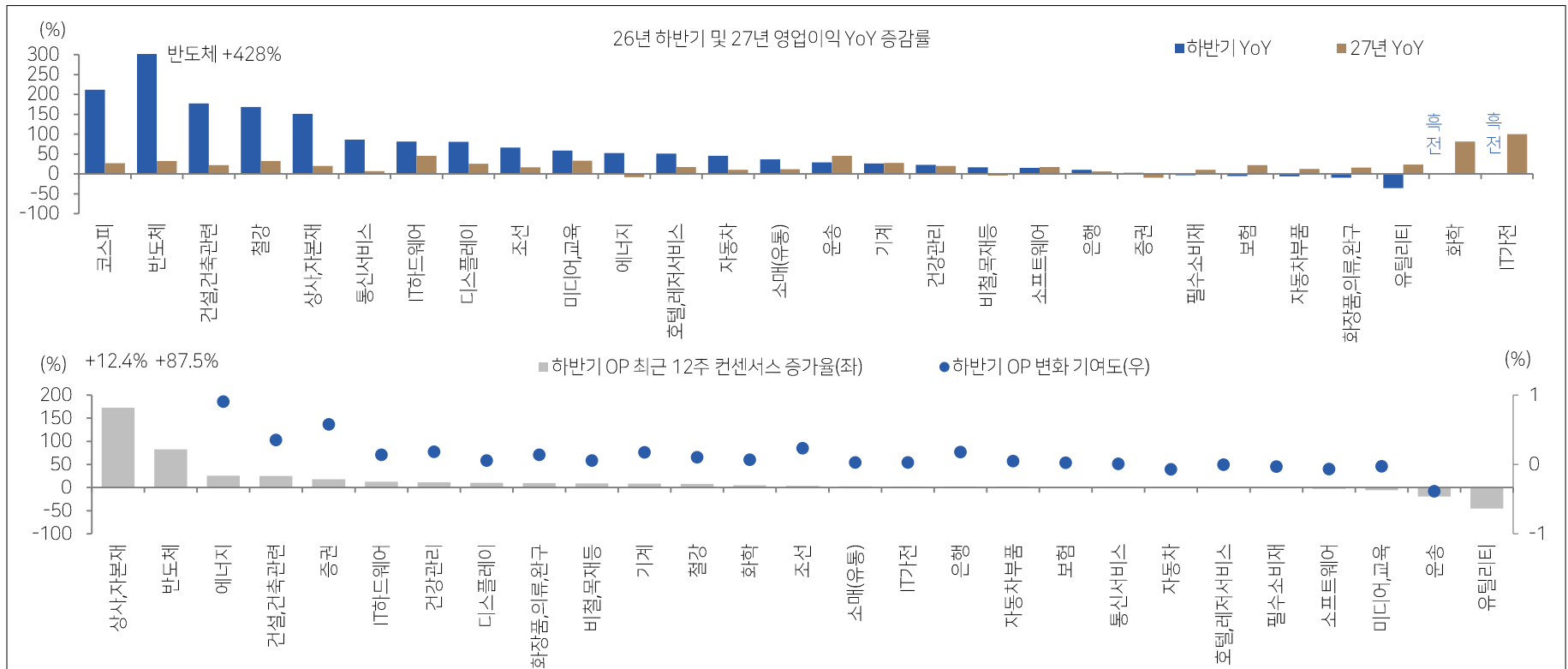
Q4. 하반기 지수 전망과 대응 전략은?

하반기 및 27년 이익전망치 업종별 변화 동향

반도체의 주도력이 여전한 가운데, 2차전지 밸류체인의 하반기 및 27년 이익 전망치 개선 전망 형성 중

- 여전히 반도체의 이익 주도력이 높게 나타나고 있으나, 지주사(상사/자본재)의 이익 모멘텀 개선 중. 27년까지 감안하면 2차전지 밸류체인의 이익 회복 기대도 높아지고 있음. 건설 업종의 하반기 이익 모멘텀이 큰 것으로 나타나고 있으나, 지난해 특정 기업의 대규모 적자가 업종 전체 이익 기저를 낮춘 영향인 것으로 파악

상단. 하반기 및 27년 업종 별 이익 전망치 YoY 증감률 / 하단. 하반기 이익 전망치 업종 별 최근 12주 변화율 및 기여도



Source: Quantwise, 다올투자증권

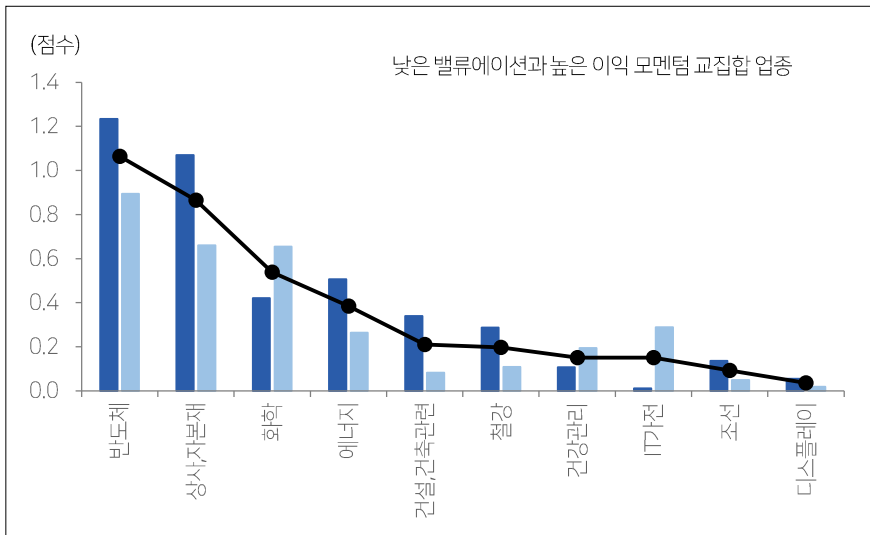
Q4. 하반기 지수 전망과 대응 전략은?

금리에 대한 저항력과 이익 모멘텀을 동시에 고려한다면

반도체, 지주, 2차전지 밸류체인, 조선 등이 스크리닝. 건강관리와 IT하드웨어도 관심의 영역

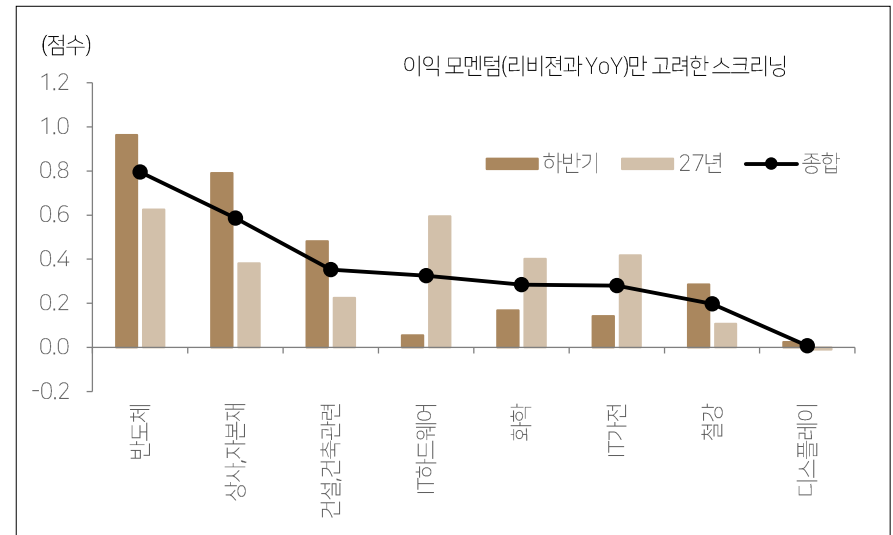
- 하반기 금리가 급락하기보다 높은 영역에서 완만히 하락한다는 당사 전망을 전제로 하면, 금리 부담에 대한 내구성과 성장 모멘텀을 동시에 보유한 업종에서 접근할 필요. 스크리닝 조건을 (1) 최근 12개월 평균치 대비 낮은 밸류에이션, (2) 하반기 이익의 YoY 증가율, (3) 최근 3개월간 이익 전망치 변화율로 설정
- 26년 하반기와 27년 추정치를 바탕으로 스코어링을 진행한 결과 반도체, 상사/자본재, 2차전지 밸류체인, 조선 등이 포함. 상사/자본재의 경우 최근 방산보다 지주의 이익 전망치 상향이 영향을 주고 있는 것으로 파악
- 건강관리 업종 역시 나쁘지 않은 점수로 금리 부담 완화 시 관심을 가질 필요 있을 듯. 이익 지표만으로 스크린 했을 때, IT하드웨어 업종이 추가 됨. 최근 가격 급등으로 밸류에이션 부담이 영향을 미친 만큼 가격 부담 완화 시 관심 대상. 특히 이 두 업종과 2차전지는 27년 모멘텀이 보다 강한 업종이라는 점도 참고

밸류에이션 수준과 실적 모멘텀 동시 고려한 스크리닝 결과



Source: Quantiwise, 다올투자증권

이익 모멘텀만으로 스크리닝한 결과



Source: Quantiwise, 다올투자증권

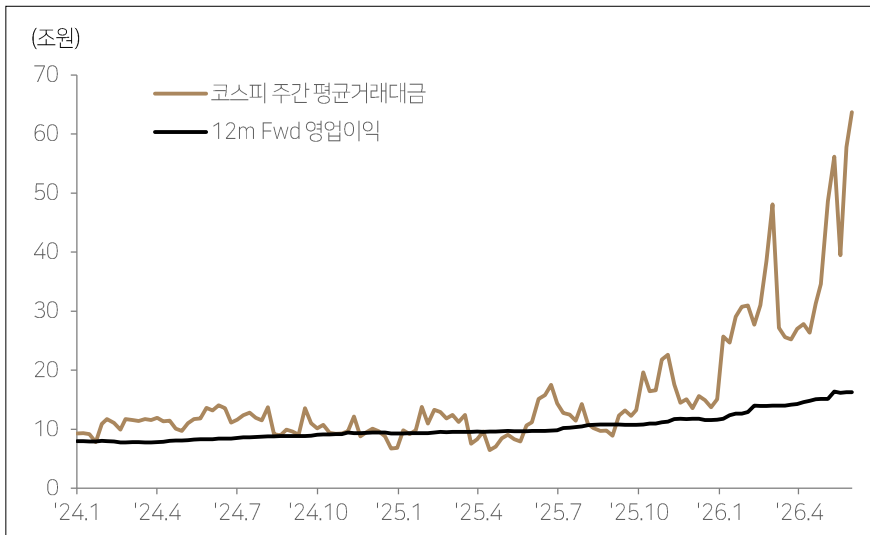
Q4. 하반기 지수 전망과 대응 전략은?

거래대금이 급증하는데, 소외되고 있는 증권업종

이익 전망치와 거래대금 간의 격차가 확대되는 양상

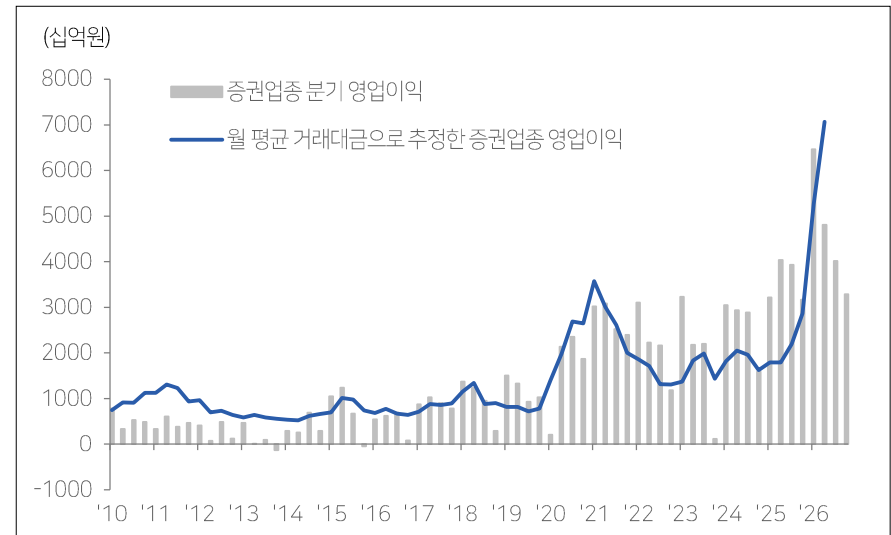
- 증시가 신고가 행진을 거듭하면서 거래대금 역시 가파른 상승세를 이어가고 있음. 다분히 직관적인 접근일 수 있지만, 증시 거래대금이 증가하는 과정에서 수혜를 보는 것은 결국 거래소 그리고 브로커리지 활동으로 수익을 창출할 수 있는 증권사일 것임. 증시 거래대금이 증가하는 과정에서 수혜를 보는 것은 결국 거래소 그리고 브로커리지 활동으로 수익을 창출할 수 있는 증권사일 것
- 연초 증권주는 강한 랠리를 시현했고, 5월에도 한차례 급등을 경험한 바 있지만, 사실 상 2월 이후 의미 있는 상승을 나타내지는 못하고 있음
- 그러나 증권 업종의 실적이 거래 대금 추이를 상당히 민감하게 반영한다는 점을 감안하면, 최근 형성되고 있는 이익 컨센서스는 거래대금 피크 아웃에 대한 우려를 다소 과하게 반영한 것이 아닌지 생각해 보게 됨. 하반기 증시의 추가 상승 가능성을 높게 본다면 당장 컨센서스 숫자가 눈에 띄지 않더라도 일단 관심을 가질 필요가 있는 업종이라고 판단

최근 거래대금의 증가 추이와 이익 전망치 간의 괴리가 확대 중



Source: Quantwise, 다올투자증권

월 평균 거래대금으로 추정해 본 증권업종 분기 영업이익



Source: Quantwise, 다올투자증권

Q5. 하반기 리스크 요인들은 뭐가 있을까?

Risk 1. 일본은행의 조기 금리 인상과 엔 캐리 청산 우려

일단 인지하고 있는 인상 가능성이라는 점은 다행이나, 경계심을 가질 필요

- 당초 하반기 인상을 전망하고 있었으나, BOJ의 6월 금리 인상이 유력 시. 2024년 7/31일, 당시 예상 못한 BOJ의 기습 인상, 그리고 수시간 전 새벽에 발표된 미 연준의 금리 인하 예고는 예상 밖으로 큰 폭 마-일 금리차 축소를 유발. 당시 역사적 규모로 쌓였던 엔화 선물 매도 포지션의 청산을 야기. 글로벌 증시 투매로 연결
- 현재 엔 선물 투기적 포지션은 당시에 준하는 수준까지 쌓여가고 있어 불안감이 형성되고 있으나 현재 생각은 6월 BOJ 인상이 일부 엔캐리 청산을 자극하더라도 2024년 같이 글로벌 위험자산 동반 급락을 유발할 정도의 충격은 아닐 것으로 판단
- 이번 인상 가능성은 상당 부분 인지되어 있고, 안했을 경우의 우려도 만만치 않음. 당장 미국도 완화적 통화정책 기조로 이행하기 쉽지 않은만큼 금리차 축소가 급하게 진행될 여지도 제한. 그럼에도 BOJ가 예상보다 많은 인상 횟수나 연속 인상 가능성을 시사할 경우 변동성 확대 가능성을 배제할 수는 없음. 직면한 6/19일, 7/31일 회의는 경계심을 가질 필요

2024년 7월 기습 인상으로 쇼크를 만들었던 BOJ



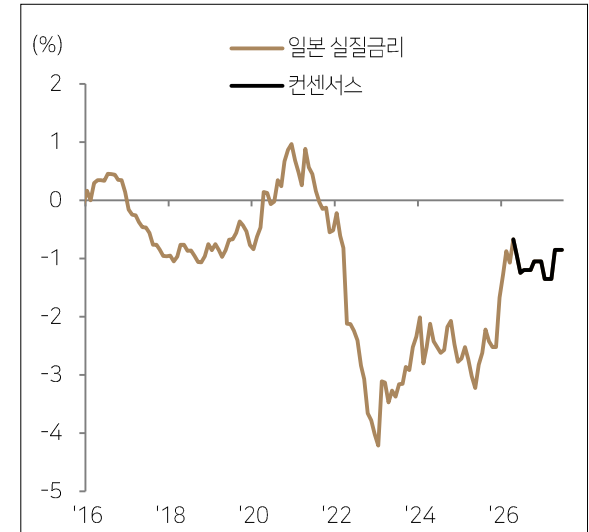
Source: Bloomberg, 다올투자증권

엔화 투기적 매도 포지션은 어느덧 부담스러운 레벨



Source: Bloomberg, 다올투자증권

마이너스 실질금리의 일본, 인상 여력은 있음



Source: Bloomberg, 다올투자증권

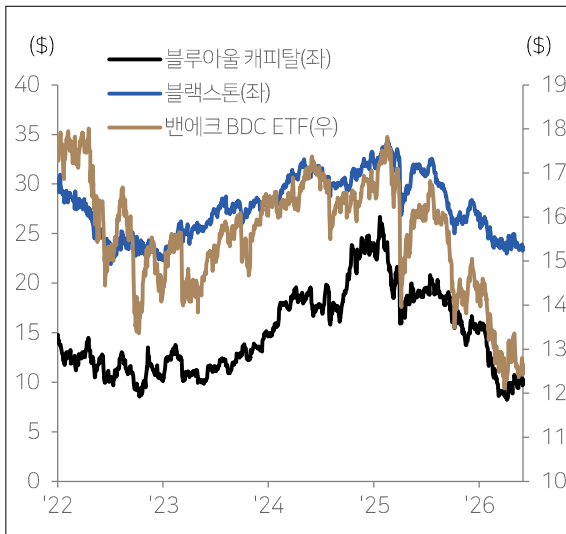
Q5. 하반기 리스크 요인들은 뭐가 있을까?

Risk 2. 여전히 경계심이 남아 있는 사모신용 대출

시스템 리스크 확산 가능성은 제한적이라고 보지만, 고금리 상황 하에서 상존하는 리스크

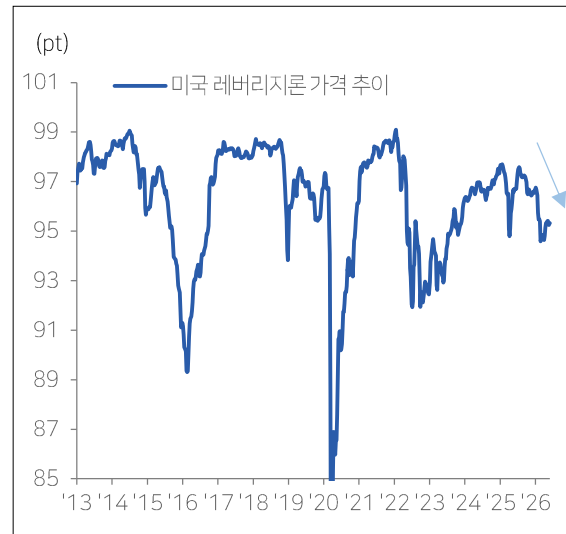
- 지난 연말 블루아울 캐피탈 환매 중단 등 사모 신용대출 관련 경계심을 자극하는 소재들이 등장
- 당초 개별 펀드들의 유동성 리스크 성격이 강했고, 은행 지급결제 시스템에 대한 직접적인 연결이 제한적이라는 점에서 제한적인 리스크로 판단
- 그러나 최근까지도 관련 펀드들의 주가나 레버리지론 가격 추이 등이 뚜렷한 회복세를 보이지 못하고 있음
- PIK 대출 증가나 중첩대출 등 숨겨진 리스크에 대한 경계심도 심화될 가능성이 잔존
- 하반기 사모신용 리스크를 즉각적 위기라고 평가하기는 어렵다고 하더라도 추가적인 부실 발생 등에 대한 모니터링은 필요해 보임

가격 회복이 지연되고 있는 사모대출 펀드들



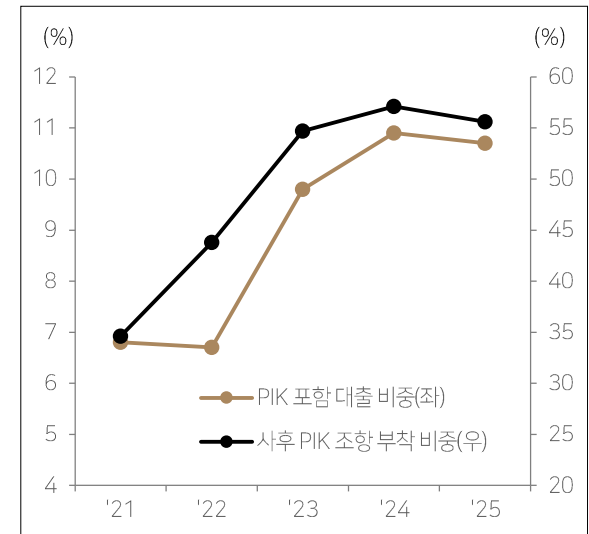
Source: Bloomberg, 다올투자증권

레버리지론의 가격도 회복이 미진



Source: Bloomberg, 다올투자증권

숨겨진 부실에 대한 의혹들도 제기될 여지



Source: Bloomberg, 다올투자증권

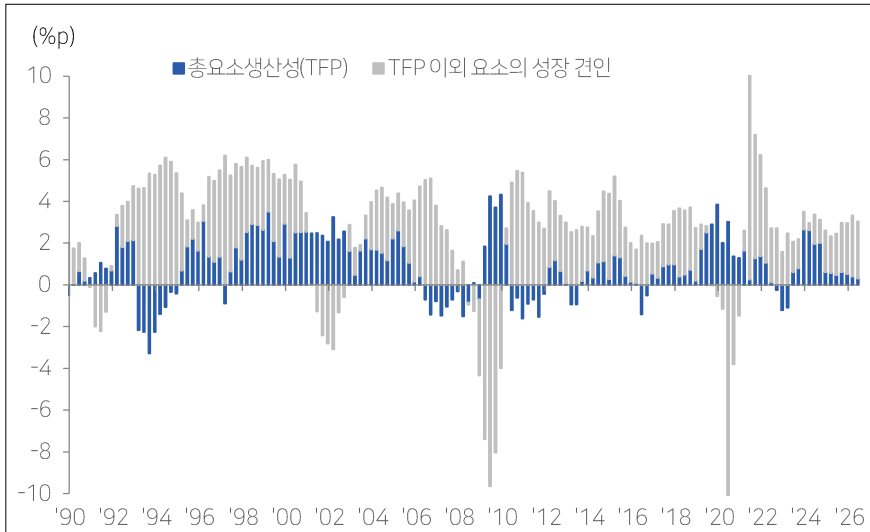
Q5. 하반기 리스크 요인들은 뭐가 있을까?

Risk 3. AI가 만드는 생산성 향상? 아직은 자본 투입에 의한 효과

사실 현 시점에서 제일 좋은 해법은 AI 발 생산성 개선이 디스인플레이션과 성장을 동시에 자극하는 것이지만...

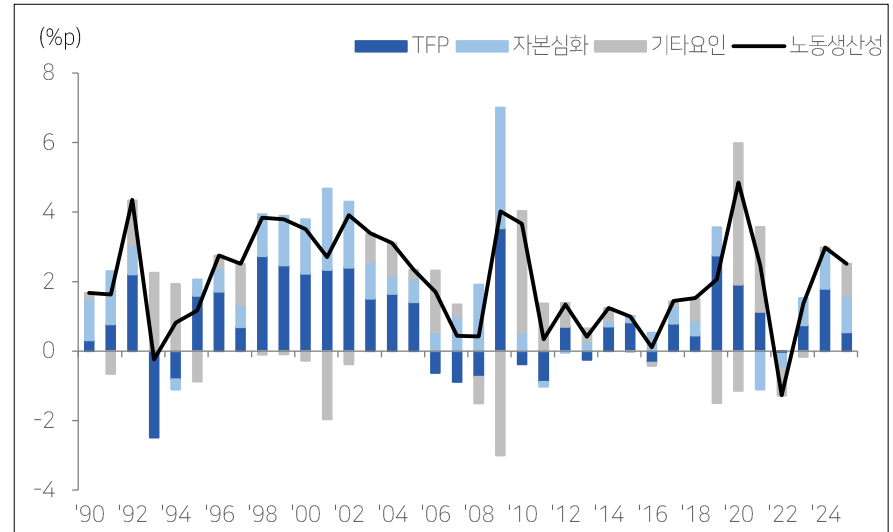
- 중간 제목에 나온 바와 같이 현 시점에서 제일 좋은 해법은, 지금까지 투자된 AI가 가파른 생산성 증가를 가시화 시키면서 많은 사람들이 기대하고 있는 바와 같이 디스인플레이션 압력을 만들고 동시에 성장까지 자극하는 형태. 그러나 이는 아직 시기상조로 보임
- 순수한 기술 발달에 의한 생산성을 측정하는 총 요소생산성(TFP)가 가진 전체 성장에 대한 기여도는 아직 제한적. IT 투자~신흥국 투자로 연결(3차 산업혁명 구간) 됐던 1995~2005년 10여년 간 TPF 증가율은 평균 1.9%p. AI 붐이 형성된 2023년 이후 현재까지 1.0%p
- 노동생산성 개선은 진행 중이나 [노동 생산성 = f(TFP, 자본심화, 기타요인(노동의 질, 가동율 등))] 이라고 정의하고 보면 노동 생산성의 개선 역시 TFP의 개선 못 지않게 AI 투자 과정에서 발생한 자본심화의 역할이 커보임. 결국 현 시점에서는 용이한 자본조달과 투자 사이클의 지속이라는 명제의 중요성이 높아 보임

기술 발달에 따른 생산성 향상을 나타내는 TFP는 유의미한 증가로 보기 어려움



Source: johnfernald.net, S.F Fed, 다올투자증권

노동생산성은 증가했지만, TFP가 아닌 자본심화에 의한 영향이 큰 것으로 추정



Source: johnfernald.net, S.F Fed, 다올투자증권

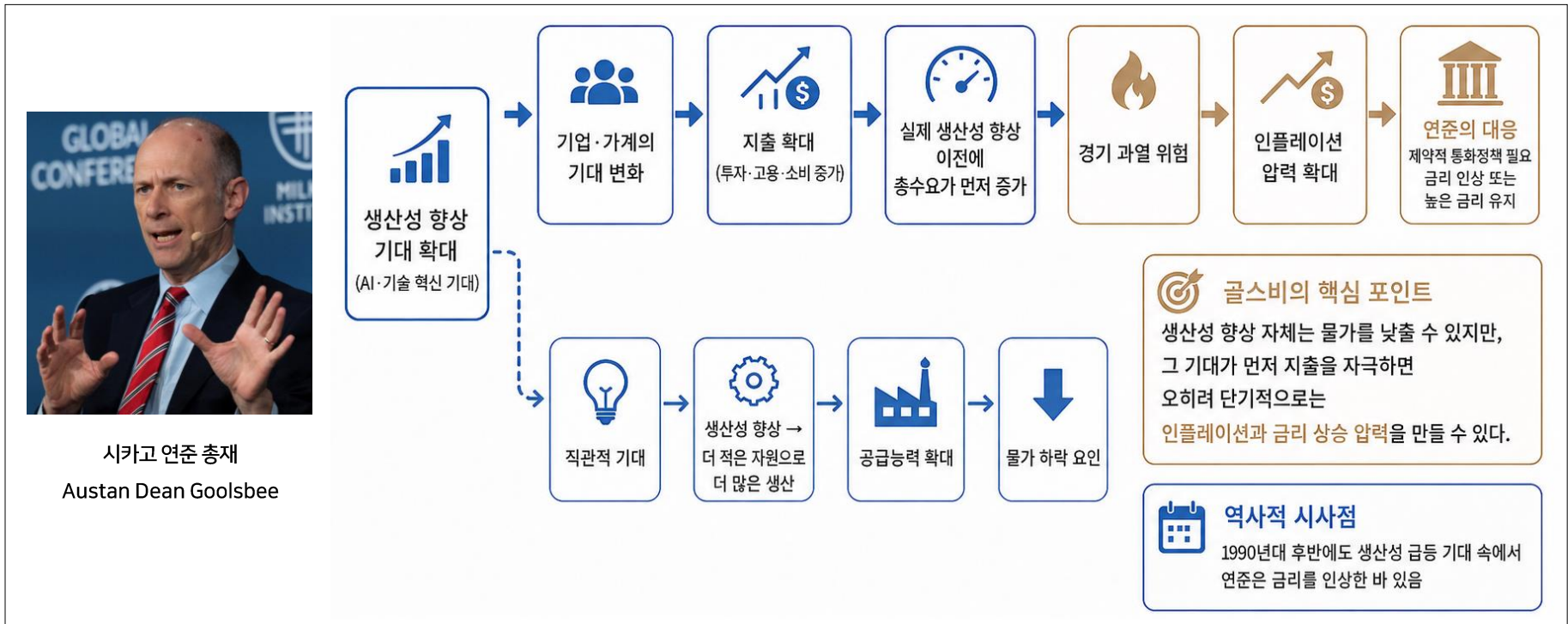
Q5. 하반기 리스크 요인들은 뭐가 있을까?

Risk 3. 시카고 연준 골스비 총재의 AI 발 긴축 가능성 논리

장기 디스인플레이션 경로로 이행하기 전, 단기 인플레이션 압력을 발생 시킬 수 있다는 견해

- 최근 시카고 연준의 골스비 총재는 AI에 대한 과도한 낙관론을 견제하는 모습. 캐시 우드가 언급한 'AI발대규모 디플레 + 실질 GDP 최대 +8% 지속', 케빈 워시가 언급한 'AI 생산성=디스인플레→인하 여지'라는 견해들을 반박하고 있음. 골스비는 상기 효과가 AI 기술이 실제 자리잡은 후에 나올 성과이고, 지금은 앞으로 좋아질 것이라는 기대가 큰 국면일 수 있다고 판단. 후자의 경우 투자나 소비가 먼저 늘기 시작하면 생산성 향상 이전 인플레이션 압력을 발생 시킬 수 있다고 추론

골스비 총재는 AI에 대한 기대가 앞서나가는 것을 경계



Source: 골스비 총재의 인터뷰 내용 AI를 통해 재구성, 다올투자증권

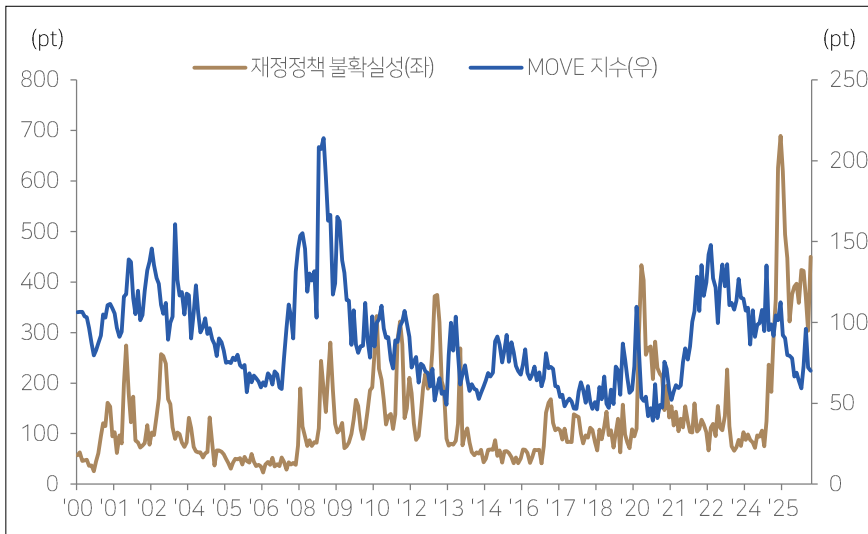
Q5. 하반기 리스크 요인들은 뭐가 있을까?

Risk 4. 연말 미국 재정 리스크 부각 가능성

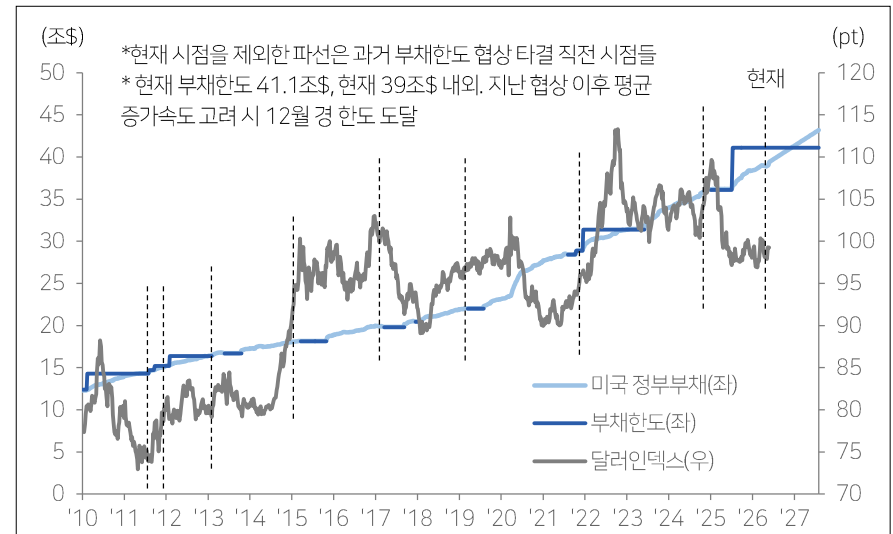
달러 인덱스는 90pt 후반에서 안정될 것으로 보이나 연말 변동성 확대 가능성은 유의

- 11월 미국 중간선거 이후 의회 권력 구도에 따라 재정정책의 방향은 달라질 수 있으나, 어느 경우든 리스크 요인은 발생할 여지가 있음
- 민주당 승리 시 트럼프의 감세, 재정책대 기조에 대한 제약이 가해질 수 있어 금리 안정 요인이 될 수 있지만, 성장에 대한 부담이 자극될 수 있음. 연말/연초 도래하는 부채한도 협상과 관련해서도 불확실성 요인이 발생
- 공화당 승리 시 정책 연속성이 경기에 우호적으로 평가될 수 있으나, 재정적자 확대와 국채 발행 부담이 장기금리와 기간프리미엄 상승 압력으로 작용할 수 있음
- 어떤 케이스에서도 MOVE 지수의 상승, 즉, 채권 시장의 변동성 확대가 가시화될 가능성이 존재

재정정책 불확실성의 증가도 채권시장 변동성 요인



중간선거 직후 부채한도 이슈가 제기될 가능성 존재



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Source: Bloomberg, 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다.

간지 예시본

II. 이슈분석

대만을 보는 KOSPI, KOSPI를 보는 KOSDAQ

- Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건
- Issue 2. KOSDAQ 시장 반등 조건과 하반기 기대 요인

● 시황분석 김지현 jeehyun12@daolfn.com

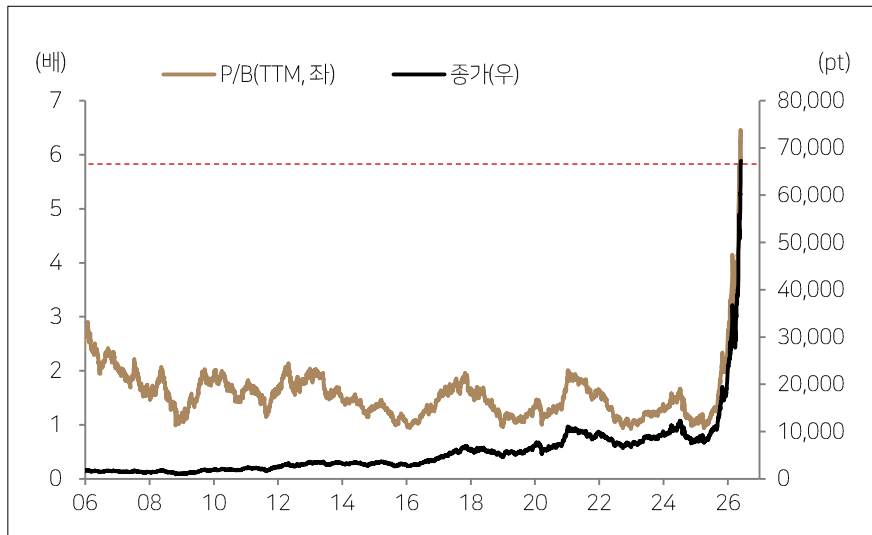
Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건

2026년 상반기 코스피 상승동력

AI 사이클의 연장과 반도체 영업이익 증가

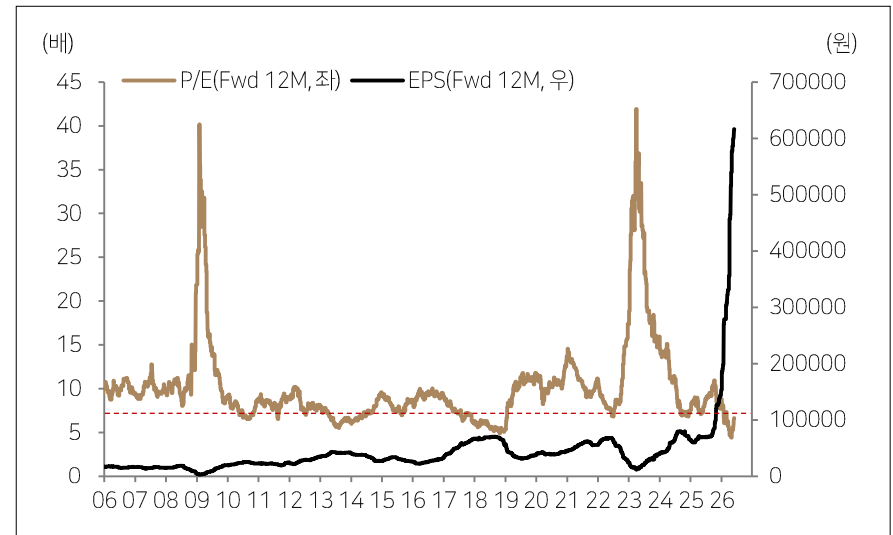
- 코스피 시가총액 2,400조원 증가, 그 중 반도체 시총 1,750조원 증가하며 시총 비중은 50%까지 상승(삼성전자 우선주, SK스퀘어 합산 시 55%)
- 반도체 업종 영업이익 추정치 2026년 610조원, 2027년 808조원, 2028년 809조원, 순이익 기준 코스피 내 비중은 이미 2026년부터 70%로 과거 사이클 고점을 넘어섬
- 이익추정치의 가파른 상승으로 선행PER은 5월 초 5.2배로 극단적으로 낮아진 이후 6월 들어 6.7배까지 상승했으나 여전히 역사적으로 낮은 수준 유지, 후행PBR은 5.9배로 과거 사이클 고점인 3배 수준을 넘어서면서 PBR 밸류에이션 방식의 변화 필요성 뒷받침

반도체 업종 후행 PBR, 증가 추이



Source: Quantwise, 다올투자증권

반도체 업종 선행 PER, 선행 EPS 추이



Source: Quantwise, 다올투자증권

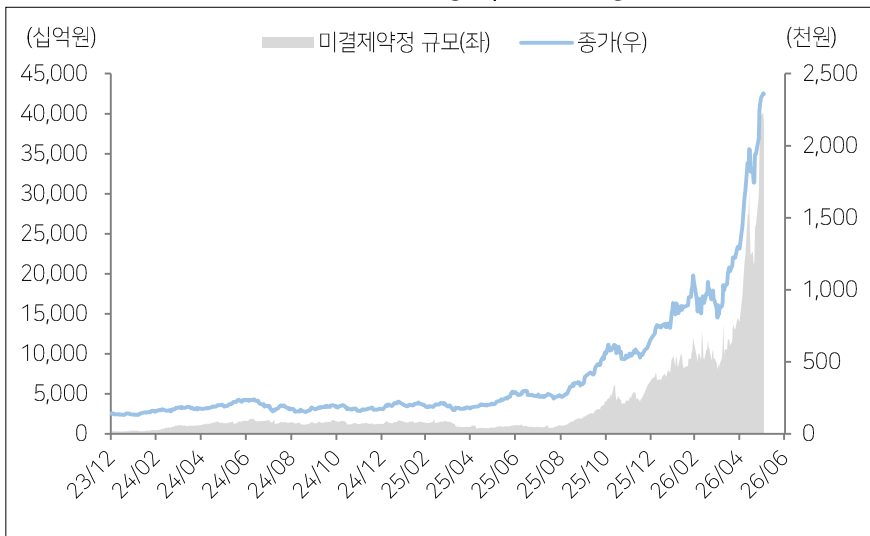
Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건

2026년 상반기 코스피 상승동력

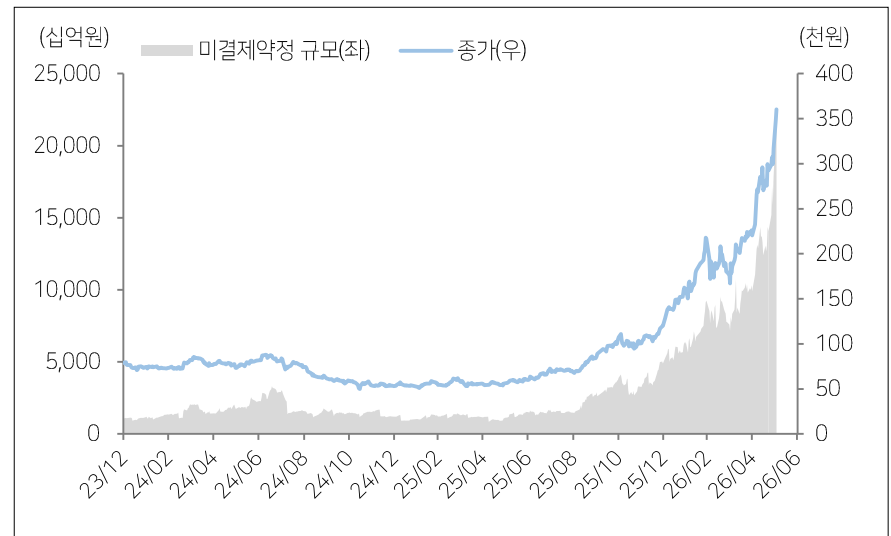
이익규모 증가에 따른 선물 시장 거래 역시 증가

- 전체 주식 선물 미결제약정 규모에서 삼성전자, SK하이닉스 선물 미결제약정 규모가 80%로 거의 대부분을 차지
- SK하이닉스의 미결제약정 규모는 작년 12월 초 과열종목으로 지정된 이후 개인들의 선물 거래가 증가하며 올해 2월 처음으로 10조원을 돌파. 지난 5/27 단일종목 레버리지 상품 출시 이후 SK하이닉스 미결제약정 규모는 37조원 수준까지 증가
- 삼성전자 역시 올해 4월 처음으로 10조원을 돌파, 현재 20조원으로 거래 규모 자체가 레벨업

SK하이닉스 주식선물 증가, 미결제약정 규모



삼성전자 주식선물 증가, 미결제약정 규모



Source: : Quantiwise 다올투자증권
참고: 근월물, 원월물 합산 미결제약정 규모

Source: Quantiwise 다올투자증권
참고: 근월물, 원월물 합산 미결제약정 규모

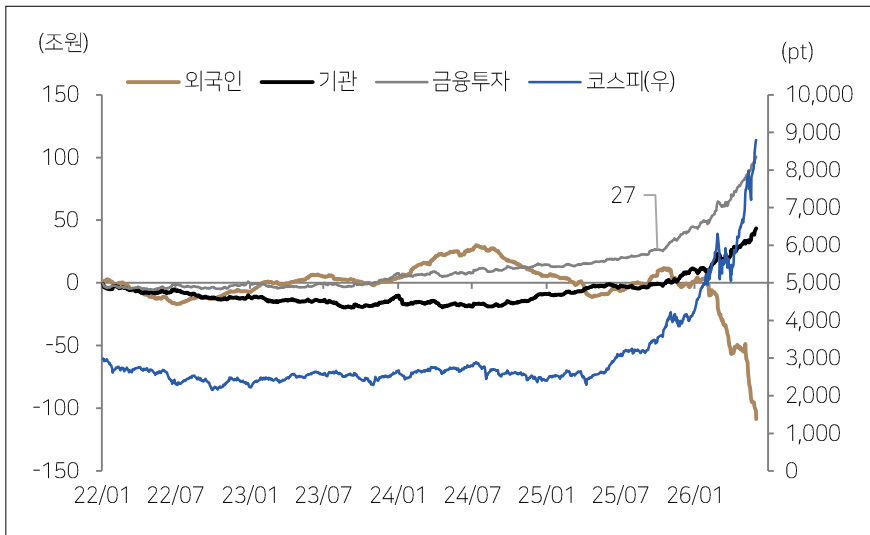
Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건

2026년 상반기 코스피 상승동력

금융투자의 현물 매수

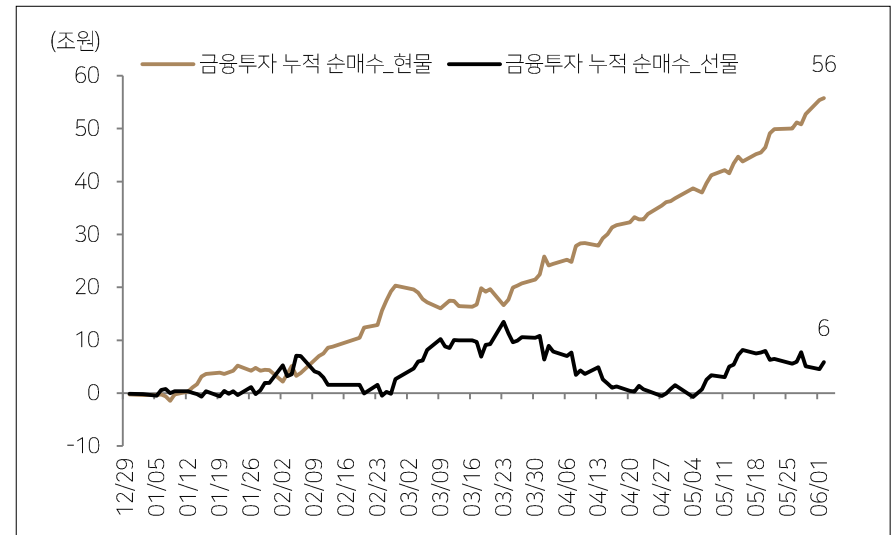
- 올해 증시 상승은 금융투자 현물 매수가 견인. 금융투자 순매수가 급증하기 시작한 시점은 25년 10월 중순으로, 당시 코스피는 3,500pt 대에서 4,100pt를 빠르게 돌파
- 금융투자는 코스피 현물 YTD 56조원, 코스닥 11.6조원 순매수하며 2025년 연간 순매수 규모(코스피, 코스닥 합산 33조원) 수준을 5개월만에 2배 상회
- 반면 외국인은 연초 이후 지속적으로 현선물을 순매도. 코스피 현물 YTD -109조원, 선물 YTD -18조원 순매도, 코스닥 현물은 3.2조원 순매수를 기록
- 현물 순매도 규모는 확대되었으나 선물 순매도 규모는 5월 이후 17~18조원 내외에서 등락, 한국 증시에 대한 노출도를 선물 매매를 통해 유지하는 것으로 해석

코스피 현물 주체별 누적 순매수(22년 이후 누적)



Source: KRX, Quantwise, 다올투자증권

금융투자 코스피 현선물 누적 순매수(YTD)



Source: KRX, Quantwise, 다올투자증권

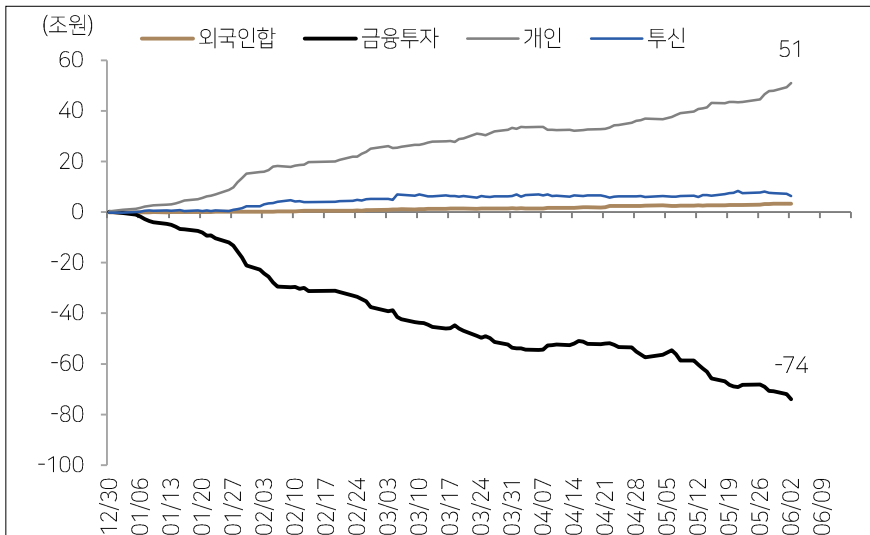
Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건

2026년 상반기 코스피 상승동력

금융투자 = 증권사 LP = 개인 ETF 매매의 거래상대방

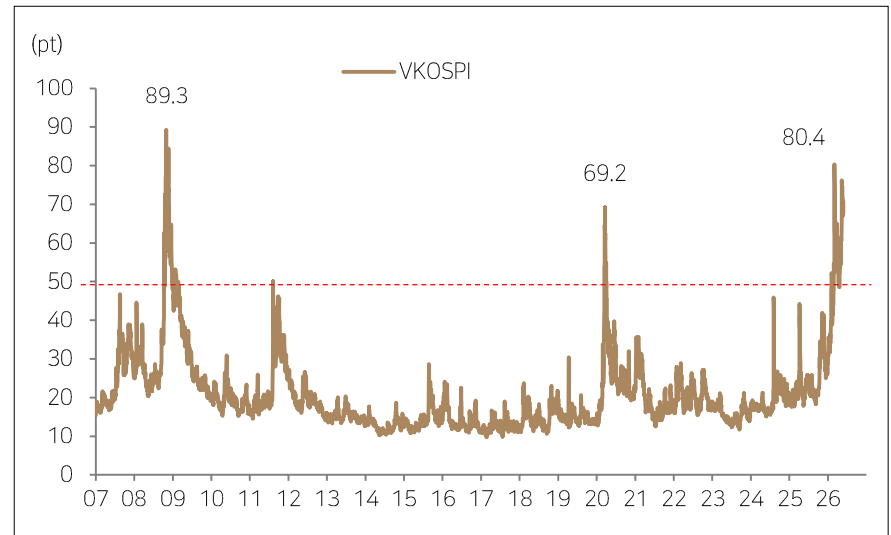
- 개인의 ETF 매수 (ETF 가격 > NAV) → 금융투자의 ETF 매도 - 현물 바스켓 장내 매수 - 장외 ETF 설정 (매수차익거래)
- 개인의 ETF 매도 (ETF 가격 < NAV) → 금융투자의 ETF 매수 - 현물 바스켓 장내 매도 - 장외 ETF 환매 (매도차익거래)
- 즉, ETF 매수로 증시가 상승하는 이유는 1) ETF 신규 설정, 2) ETF 매도 헤지를 위한 매수차익거래로 금융투자의 현물 매수가 발생하기 때문. 또한 최근 증시 변동성을 나타내는 VKOSPI 지수의 하단이 올라간 이유도 개인들의 ETF 수요 증가에 따른 레버리지, 인버스 등 파생 ETF AUM 확대 등에 기인
- YTD 기준 개인은 국내 상장 ETF 51조원 순매수, 금융투자자는 -74조원 순매도한 동시에 현물 56조원 순매수를 동반

국내ETF 주체별 누적순매수(YTD)



Source: KRX, Quantiwise, 다올투자증권

VKOSPI 지수 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

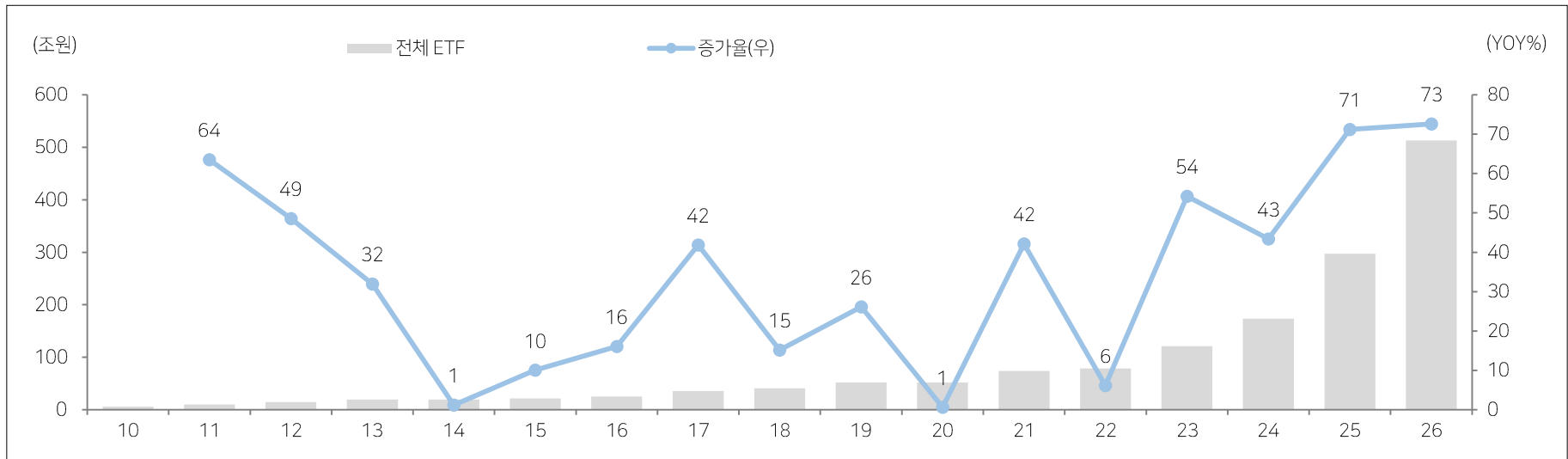
Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건

2026년 상반기 코스피 상승동력

ETF와 주식형 펀드로의 자금유입

- 국내 상장된 전체 ETF AUM은 2023년 말 처음으로 100조원을 넘긴 121조원을 기록한 이후 4년 동안 CAGR 43% 증가
- 올해 지수상승과 자금 유입 영향으로 ETF AUM은 2026년 6월 2일 기준 513조원으로 YOY 72.6% 증가, 금액 기준으로 217조원 증가, 일평균 거래대금 역시 2025년 5.5조원과 비교했을때 2026년 6월까지 20.4조원으로 4배 이상 증가 (코스피 일평균 거래대금 29조원)
- 특징은 1) 국내 주식형 ETF AUM 153조원 증가(YOY 161.4%), 해외 주식형 ETF AUM 45조원 증가(YOY 49.0%) 하며 역전, 2) 올해 코스피 상승률이 101% 임을 감안했을 때, 추가 상승분에 의한 AUM 증가분뿐만 아니라 신규 자금 유입에 의한 증가분 역시 동반, 3) 국내 주식형 ETF 중에서도 레버리지 ETF AUM은 올해 31조원으로 작년 8조원 수준에서 급증, 일평균 거래대금은 4.6조원 수준으로 2020년 1.3조원 이후 최대치를 기록 중

국내 상장 전체 ETF AUM, YOY 증가율



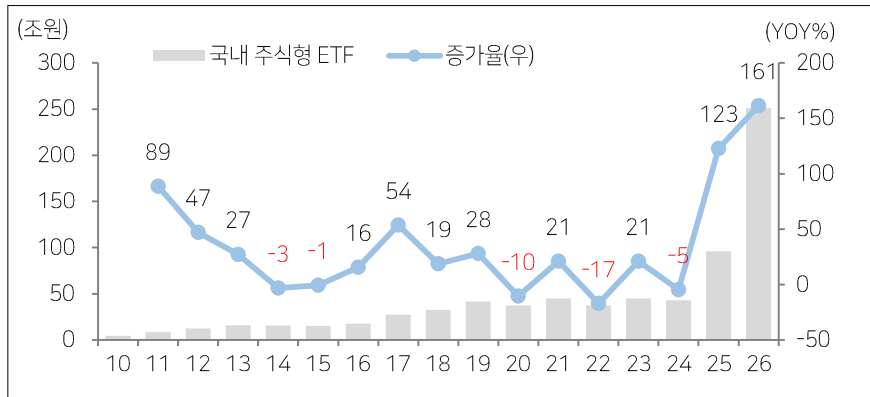
Source: KRX, Quantwise, 다올투자증권
참고: 2026년은 6월 2일까지

Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건

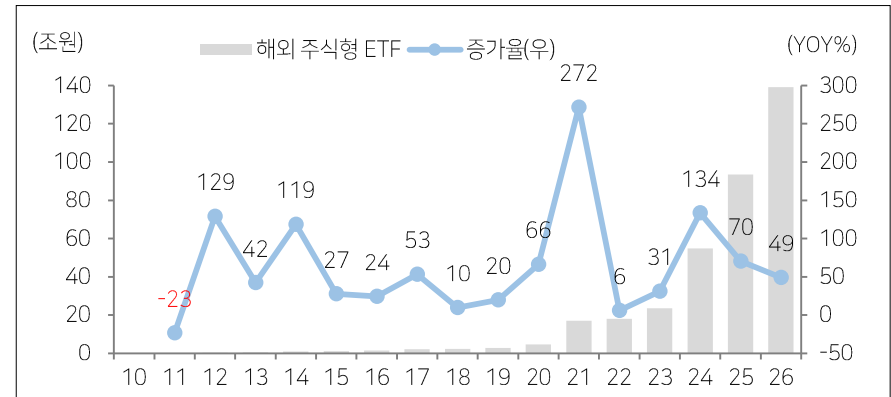
2026년 상반기 코스피 상승동력

ETF와 주식형 펀드로의 자금유입

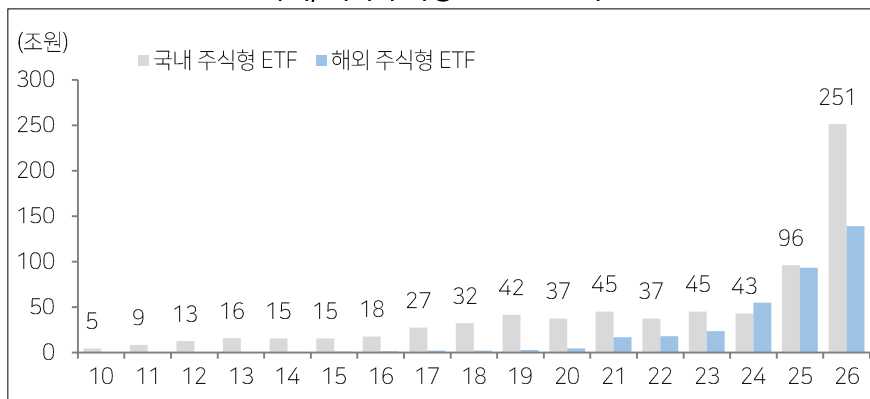
국내 주식형 ETF AUM, YOY 증가율



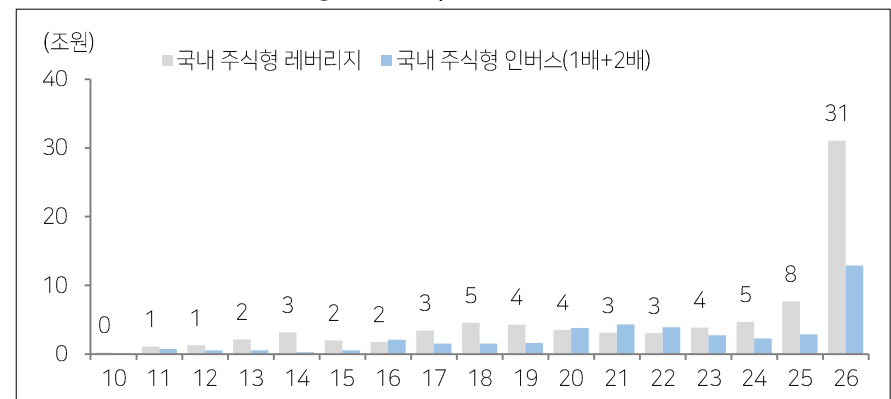
해외 주식형 ETF AUM, YOY 증가율



국내, 해외 주식형 ETF AUM 비교



국내 주식형 레버리지, 인버스 ETF AUM 비교



Source: KRX, Quantiwise, 다올투자증권
참고: 2026년은 6월 2일까지

Source: KRX, Quantiwise, 다올투자증권
참고: 2026년은 6월 2일까지

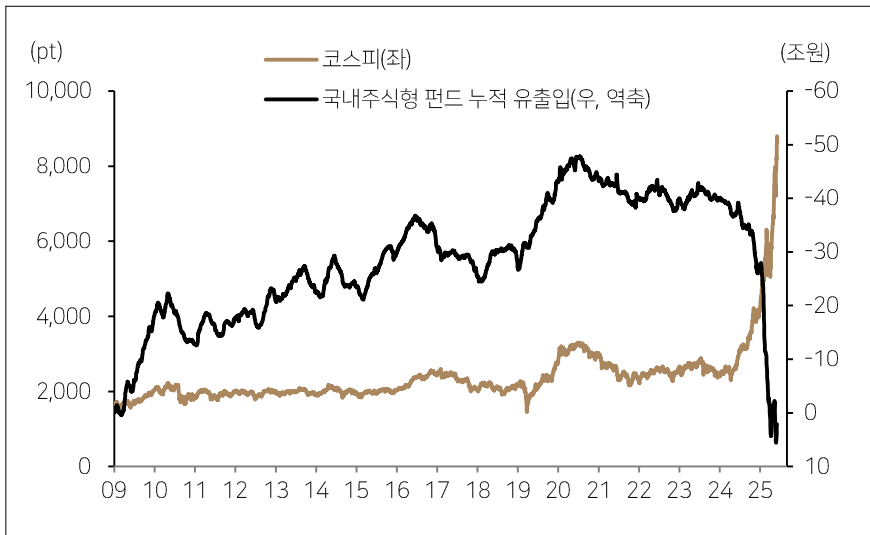
Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건

2026년 상반기 코스피 상승동력

ETF와 주식형 펀드로의 자금유입

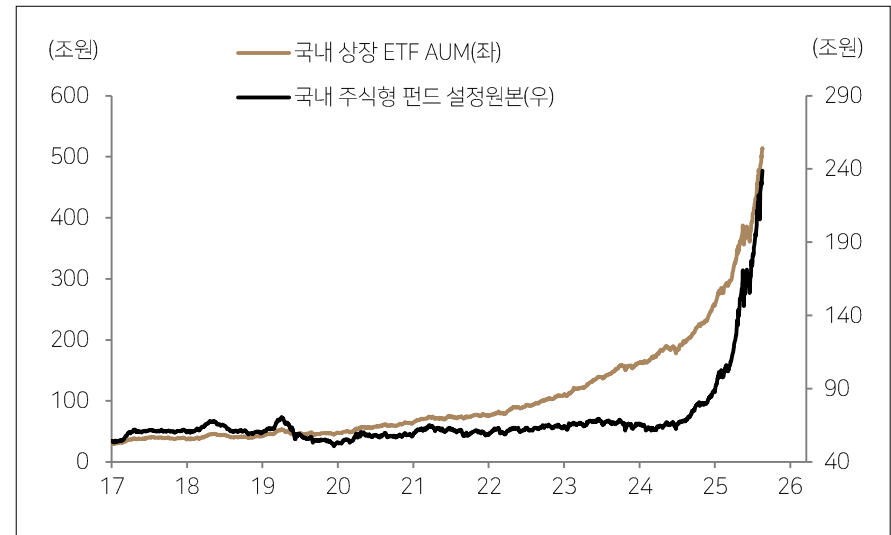
- 액티브 공모펀드의 수급 영향력은 2015년 이후 약화되어 왔고, 2020년 9월 주식형 액티브 ETF 출시 이후 주식형 펀드 유출은 심화
- 그럼에도 불구하고 작년 말 이후 국내 주식형 펀드 설정액은 지수 강세장 진입 및 개인 유동성 신규 유입과 함께 102조원대에서 240조원까지 동반 급증
- 올해 주식시장으로의 자금 유입은 코스피 개인 순매수 60조원, 금융투자 코스피 순매수 56조원(개인 ETF 순매수 51조원), 국내주식형펀드 설정 140조원으로 총 250조원이 유입된 셈

코스피 지수, 국내주식형펀드 주간 유출입 누적(역축)



Source: KRX, Quantwise, 다올투자증권

국내 주식형 펀드 설정원본, 국내 상장 ETF AUM



Source: KRX, Quantwise, 다올투자증권

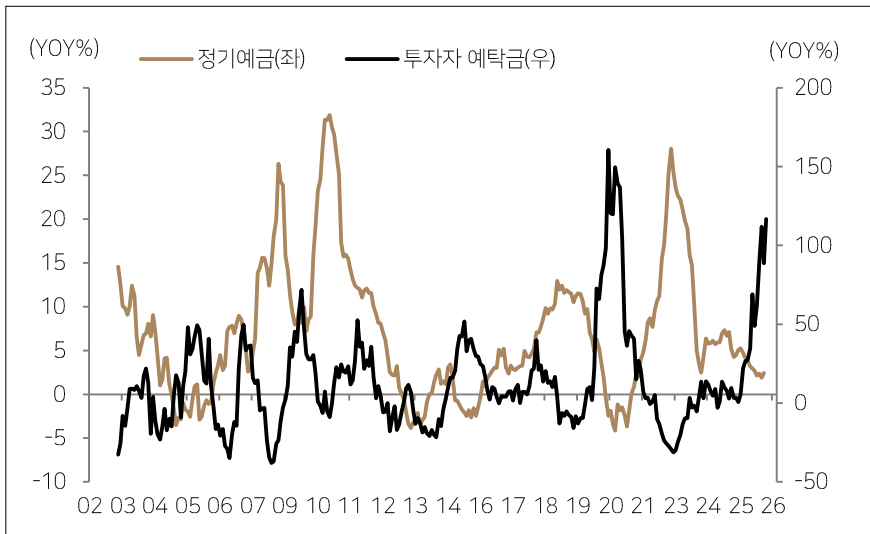
Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건

2026년 상반기 코스피 상승동력

개인 대기자금 여력은 충분

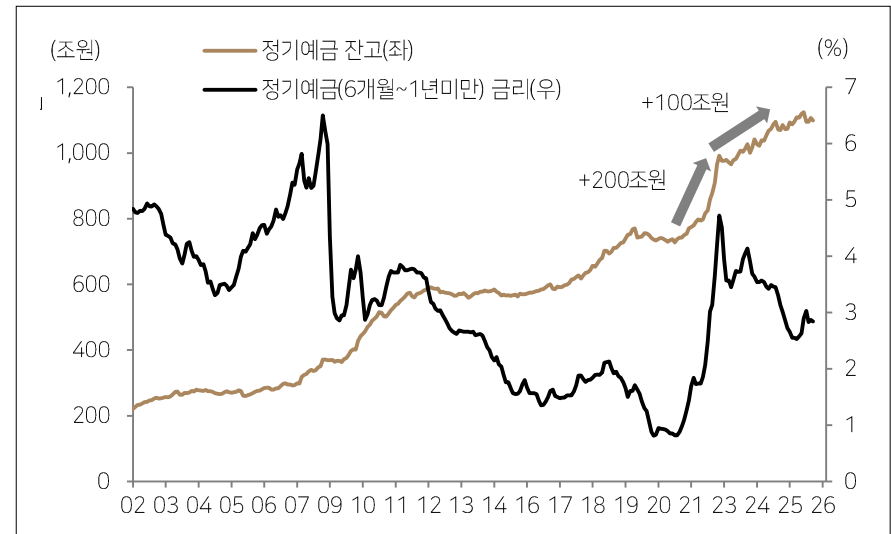
- 증시 대기자금인 투자자 예탁금은 130조원을 돌파한 가운데, 예탁금과 대체로 역의 상관관계를 가지는 정기 예금의 경우 작년 11월말 1,124조원 고점 기록 후 올해 3월 기준 24조원 감소에 그침
- 약세장이었던 22년에 정기예금 금리가 4%대로 상승하며 예금 잔고 역시 200조원이 증가, 이후 2024년 들어 예금금리가 3%대로 하락했음에도 불구하고 경기 부진으로 예금잔고는 100조원이 추가로 증가한 이후 소폭 감소
- 통상적으로 강세장에서는 정기 예금, 요구불예금이 증시 예탁금으로 이동하며 감소하는 것으로 알려져 있으나, 최근 3%대에 미치지 못하는 정기 예금 금리 대비 주식시장의 기대수익률이 더 높아진 상황임에도 예금 잔고가 유지·증가하고 있는 것은 증시 이탈이 아닌, 변동성에 대비한 대기자금 축적으로 해석

정기예금, 투자자 예탁금 YOY 증가율



Source: KRX, Quantwise, 다올투자증권

정기예금 잔고, 정기예금 금리



Source: KRX, Quantwise, 다올투자증권

Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건

대만 증시 사례로 본 개인자금 주도 시장의 변화

1980~90년대 개인 주도 버블 형성

- 대만의 경우 1960년대부터 시작된 정부의 수출중심 산업화 정책, 외국인 투자 유치 정책 효과에 기인한 신흥국의 고성장 국면을 지난 이후 버블이 형성되기 시작, 대만 가권 지수는 1986년 1,000pt 수준에서 1989년 6월 상징적인 숫자인 10,000pt를 돌파했고, 1990년 12,000pt까지 급등
- 배경은 1) 경기호황(대만 실질 GDP 성장률 연평균 약 8% 증가), 2) 무역흑자(외환보유액 증가 및 풍부한 국내 유동성), 3) 낮은 물가상승률(통화량이 증가했음에도 물가상승률은 낮은 수준 유지), 4) 낮은 실질금리(1985년 고정환율제 완화로 환시장 자율도 상승 및 대만달러의 절상, 1980년초부터 기준금리 인하 단행)
- 버블 붕괴 이후 1997년 아시아 외환위기, 2000년 인터넷 버블, 2008년 금융위기를 거치며 글로벌 증시가 V자 반등을 시현하는 과정에서 대만가권 지수는 10,000pt 대에서 길게 유지되지 못했고 2020년 팬데믹 이전까지도 90년대 버블 당시 고점을 넘어서지 못하고 있었음

대만 가권 지수 추이 (1980~2010년)



Source: Bloomberg, 다올투자증권

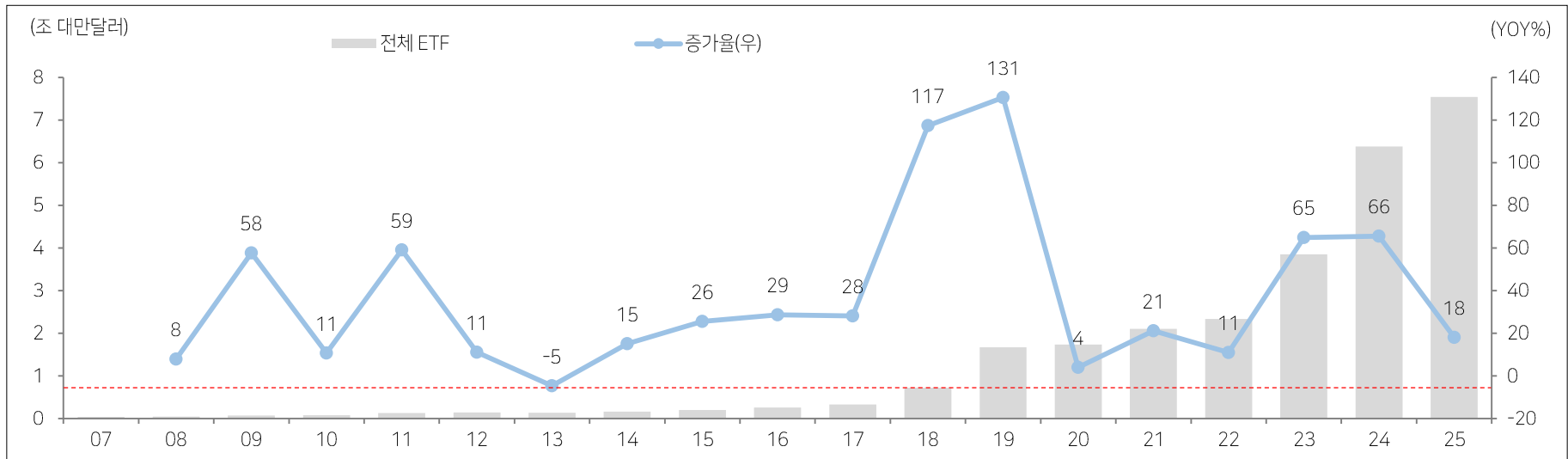
Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건

대만 증시 사례로 본 개인자금 주도 시장의 변화

2018년 이후 ETF 중심 투자 확대

- 2018년 경제성장 정체, 미중 무역분쟁에도 불구하고 2019년 12,000pt를 돌파, 2020년 들어 지수 하단 상승 및 선행PER 밴드 하단이 12배에서 15배로 상승
- 10,000pt 돌파의 배경은 1) 2016년 이후 친미 정권 집권에 따른 미국 반도체 밸류체인 편입, 2) TSMC 및 대만 반도체에 대한 장기 우상향 믿음 형성, 3) 2020년 이후 고배당 ETF 중심 장기투자 시장으로 재편된 것에 기인. 당시 대만 중앙은행의 보고서에 따르면, 고배당 ETF 중심의 개인 시장 참여 확대, 즉 TSMC 및 AI 공급망 노출을 위한 ETF 수요 증가가 지수 사상 최고치 경신의 핵심 동인으로 분석
- 대만 전체 ETF AUM은 2017년 말 3332억 대만달러 -> 2018년 7244억달러로 YOY 117% 급증, 2025년 말까지 7.5조 대만달러 수준을 달성
- 7년간 900% 넘는 증가율을 기록하며 동기간 대만 시총 증가율 170%를 상회하는 수준으로 가격 상승분 외 신규 자금 유입분의 기여가 컸던 것으로 해석

대만 전체 ETF AUM, YOY 증가율



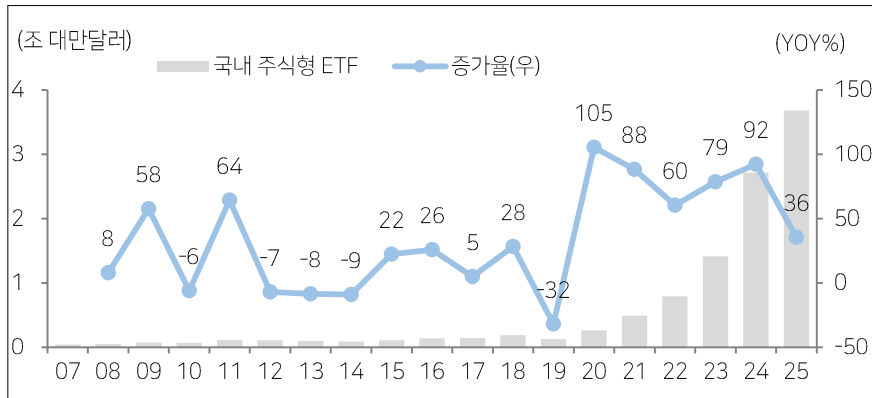
Source: STICA, 다올투자증권

Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건

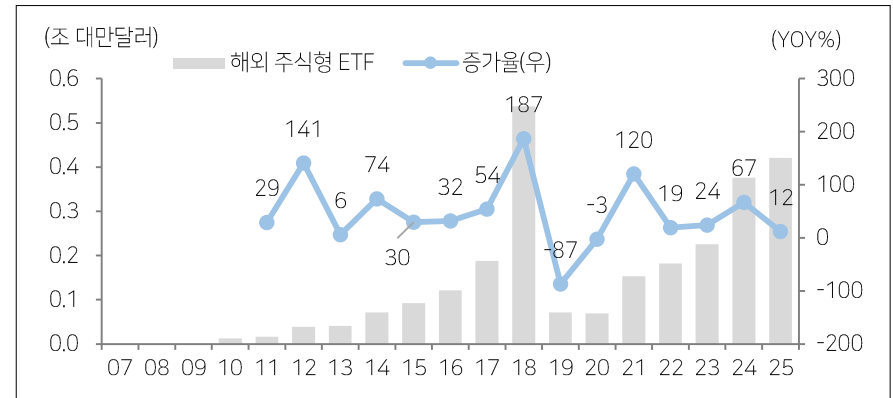
대만 증시 사례로 본 개인자금 주도 시장의 변화

2018년 이후 ETF 중심 투자 확대

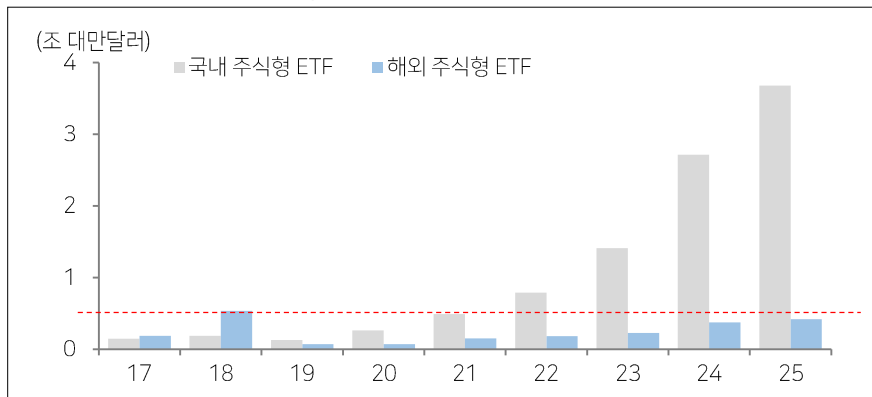
대만 국내 주식형 ETF AUM, YOY 증가율



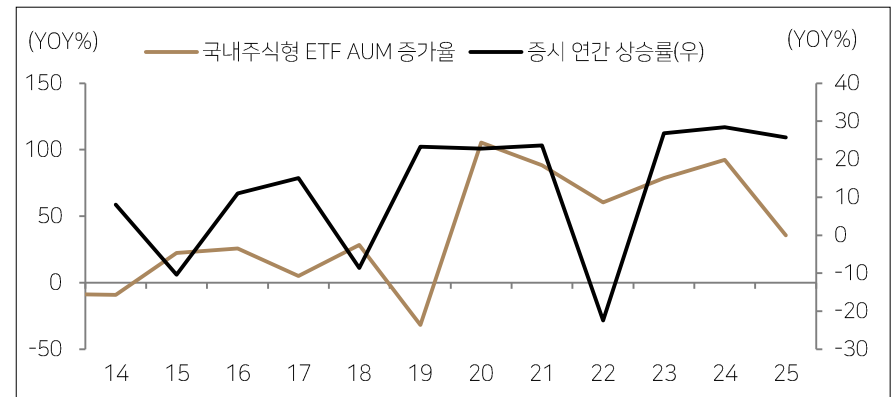
대만 해외 주식형 ETF AUM, YOY 증가율



국내, 해외 주식형 ETF AUM 비교



대만 국내 주식형 ETF AUM 증가율, 대만가권지수 연간 상승률 비교



Source: STICA, 다올투자증권

Source: STICA, 다올투자증권

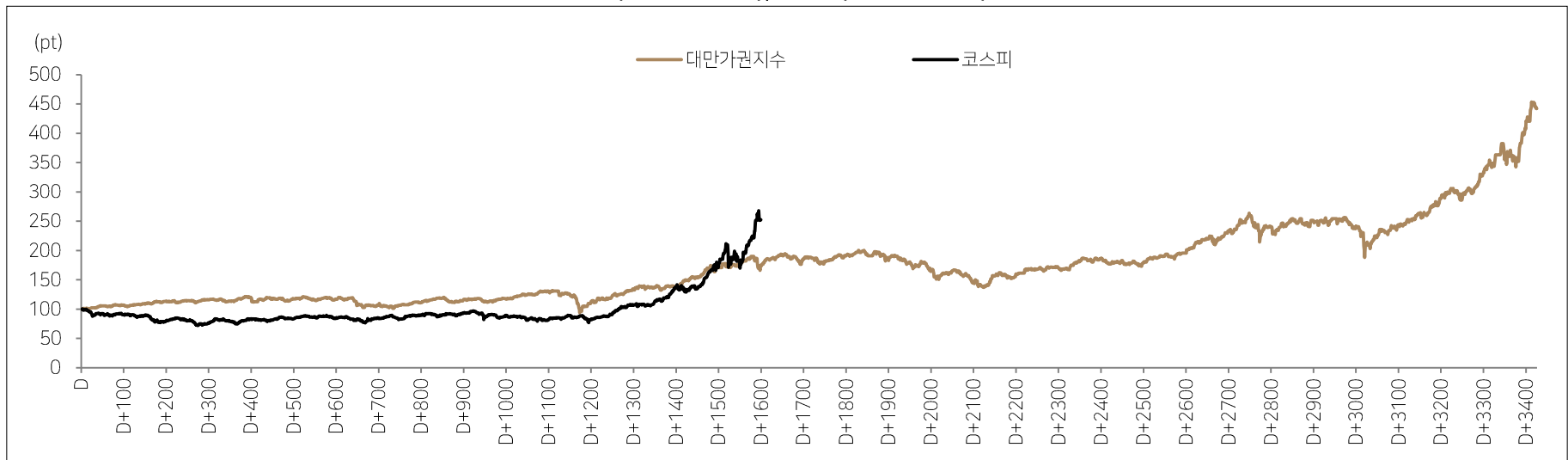
Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건

한국과 비교

전체 ETF 시장의 활성화는 대만증시가 코스피보다 2~3년 앞서서 진행

- 증시 외형 성장 과정에서 ETF 시장 활성화가 수반되는 것은 필연적 과정. 2018년부터 10,000pt 박스권에 갇혔던 대만증시가 2026년까지 4배 상승하는 동안, ETF AUM 증가율은 940%. 코스피는 2022년부터 2,500pt 박스권, 2025년 중순 박스권 상단 돌파와 함께 ETF AUM 200조원 돌파, 현재까지 556% 증가
- 2018년 대만 가권지수가 10,000pt대 박스권을 돌파한 데에는 해외 주식형 ETF의 기여도가 컸고, 2024년 20,000pt 돌파, 2026년 40,000pt 안착에는 국내 주식형 ETF의 기여도가 더 컸던 것으로 해석
- 한국 역시 2021년부터 해외 주식형 ETF의 성장이 앞섰으나 작년부턴 국내 주식형 ETF의 본격적인 성장이 동반되며 대만 사례와 유사한 구조적 변화 진행 중
- 개인은 AI, 반도체 공급망 노출을 현물뿐 아니라 ETF로 접근하기 시작. 연초 이후 지수 ETF(3.3조원 순매수)보다 반도체 ETF(4.1조원 순매수)에 더 강한 순매수

대만가권지수(2017년=100), 코스피(2022년=100) 추이 비교



Source: Bloomberg, 다올투자증권

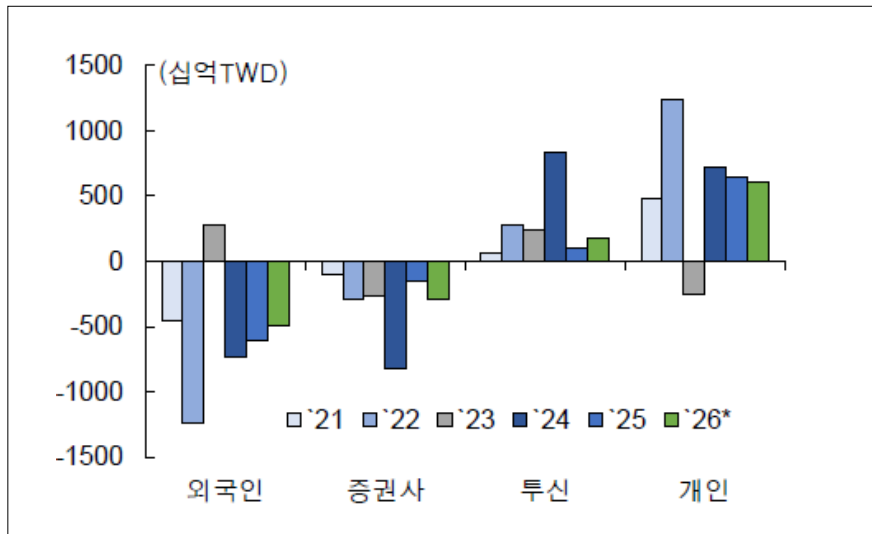
Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건

한국과 비교

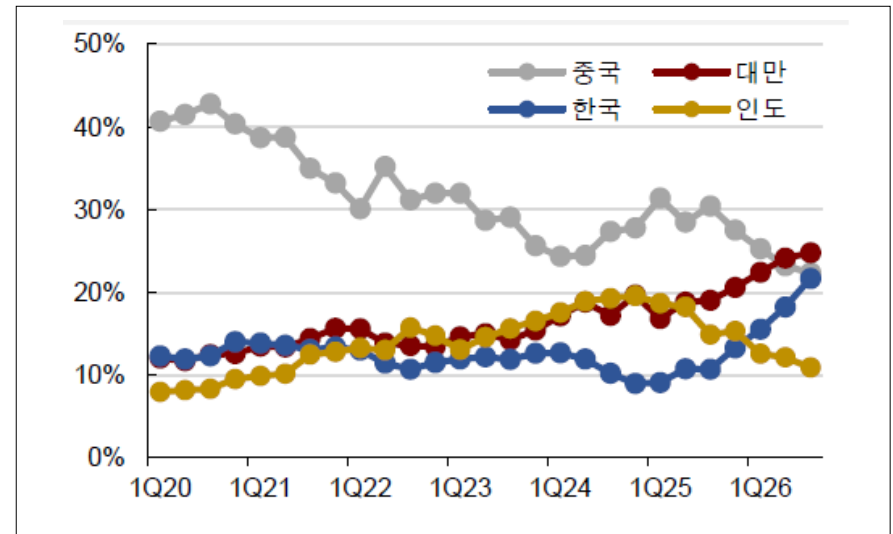
한국, 대만 모두 외국인 자금이탈 지속, 그럼에도 대만과 차별화되는 지점

- 대만 증시에서도 올해 들어 외국인투자자는 80억달러(약 12.5조원) 순매도 중인 반면, 개인과 기관투자자를 비롯한 내국인 투자자가 8,000억 대만달러(약 38조 원) 규모로 강하게 순매수하며 증시 상승을 견인
- 외국인의 코스피 순매도 규모가 대만과 비교해서도 큰 이유는 결국 1) 자산배분 관점에서 비중 한도로 인한 월간 리밸런싱의 반복, 2) 반도체에 대한 PBR 밸류에이션의 한계 때문
- 지난 2월 대비 5월 기준 신흥국 지수 내 비중은 대만 22% -> 25%로 중국을 추월, 한국 14% -> 19%. 한편 코스피, 코스닥 합산 시총은 5월 19일 기준 4.4조달러를 기록하며 대만 가권지수 시총 4.2조 달러를 넘어섬. 증시 수익률과 시총은 한국이 앞섰음에도 신흥국 지수 내 비중은 대만이 우위

주요 주체별 대만 증시 순매수



신흥국 지수 내 국가별 비중 변화



Source: TWSE, 국제금융센터, 다올투자증권
참고: 26년은 5월 현재 누적

Source: Bloomberg 국제금융센터, 다올투자증권

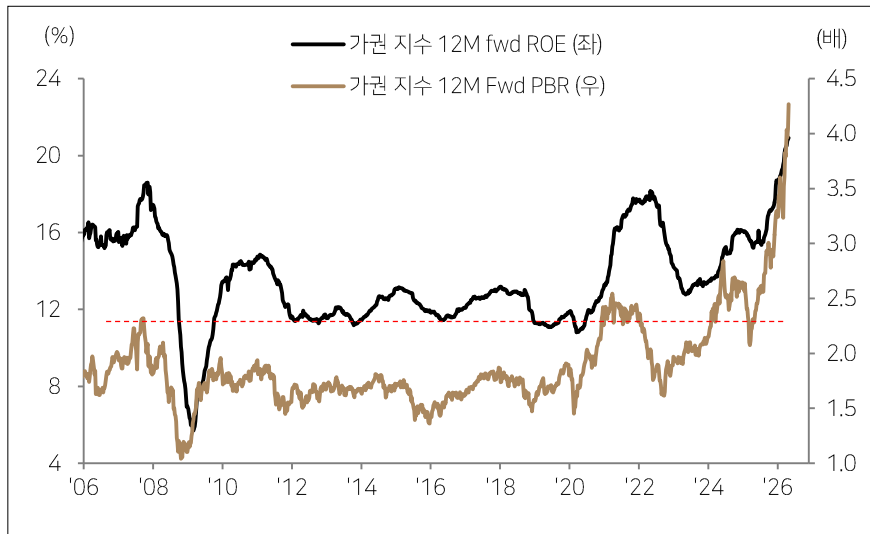
Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건

한국과 비교

한국, 대만 모두 외국인 자금이탈 지속, 그럼에도 대만과 차별화되는 지점

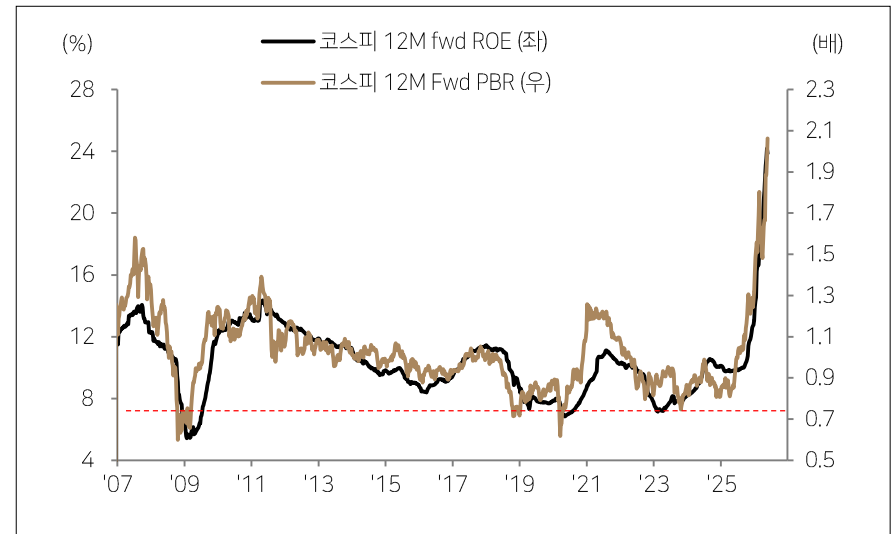
- 코스피의 경우 반도체, 수출 이익 하락사이클에서 ROE의 변동폭이 심하고, 주주환원 측면에서 디스카운트를 받아 벤치마크 지수에서의 비중확대가 제한적
- 삼성전자+SK하이닉스 합산 시총 3,400조원을 넘어선 상황에서 반도체 외국인 지분율이 50%임을 감안 시 외국인 입장에서는 5%만 비중 조절을 해도 80조원의 매물이 출회

대만가권 선행 ROE, PBR: ROE 하단 10%



Source: Bloomberg, 다올투자증권

코스피 선행 ROE, PBR: ROE 하단 7%



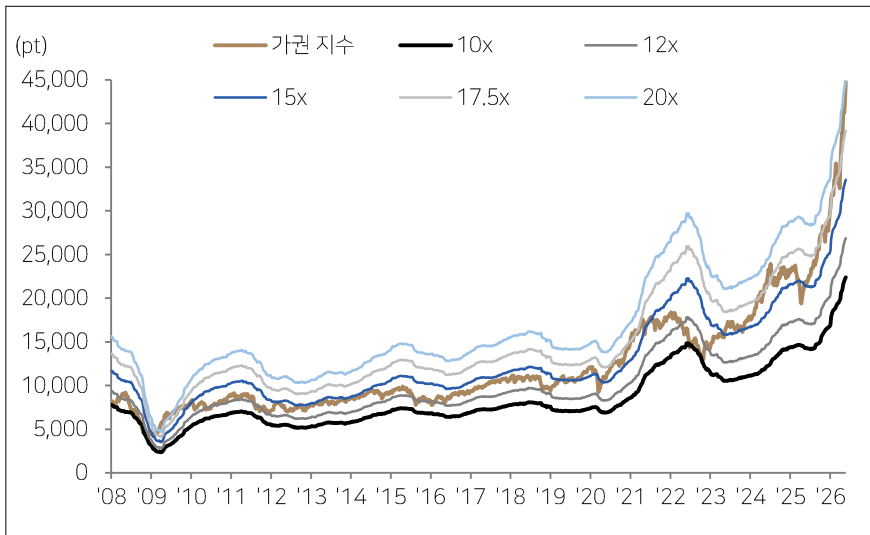
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Issue 1. 대만 증시와의 비교를 통해 본 KOSPI 추가 상승 조건 한국과 비교

코스피 10,000pt 달성조건

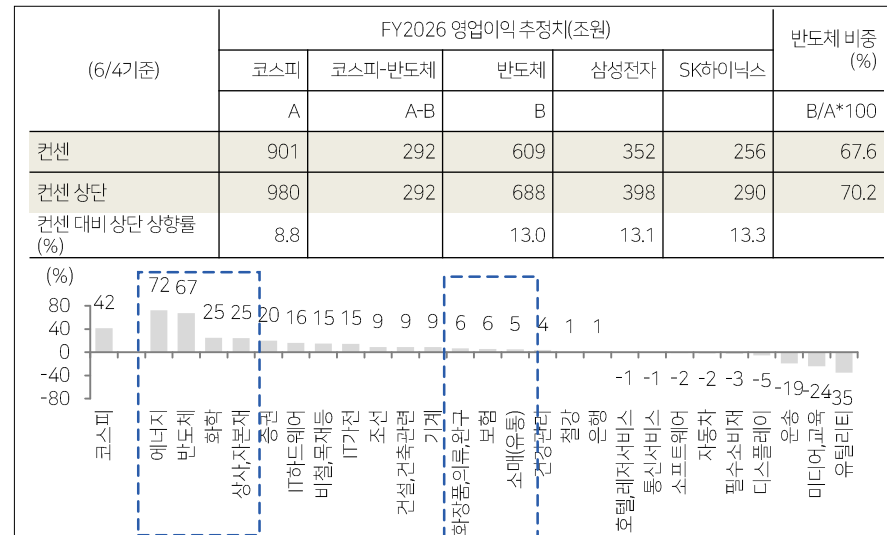
- 1) 인플레이션, 금리 우려 완화되며 현재 선행 EPS에 PER 10배 적용이 가능해지거나, 반도체 PER 밸류에이션을 받는 경우. 현재 대만 증시 선행PER은 20배, 코스피는 8.5배에 불과. 고유가 및 미국채 금리 급등 리스크 존재하나 반대로 말하면 대외 변수가 하반기에 완화된다면 멀티플을 회복하며 상승벨리가 나타날 수 있는 환경이고, 개인 투자자 중심의 내부 유동성 증가 국면임에 주목
- 2) 반도체 2026년 영업이익 컨센서스 10% 추가 상향(현재 컨센 상단 수준에 해당)되고, 반도체 외 업종의 영업이익 15% 추가로 상향. 반도체 영업이익 추정치가 13% 상향조정되어 현재 컨센서스 상단인 688조원까지 올라갈 경우 코스피 전체 영업이익 9% 상승분에 해당. 추가로 반도체 외 업종에서 영업이익이 15% 추가 상향조정될 경우 코스피 영업이익 추정치는 현재 컨센서스 대비 총 14% 상승하게 되며 10,000pt에 도달 가능
- 3월 말 이후 2026년 영업이익 추정치 증가율을 봤을 때, 에너지, 화학, 철강과 같은 산업재와 소매유통, 화장품과 같은 소비재의 이익 추정치 상향에 주목

대만가권 지수 선행 PER 밴드



Source: Bloomberg, 다올투자증권

3월말 이후 2026년 영업이익 추정치 증가율



Source: Quantwise, 다올투자증권

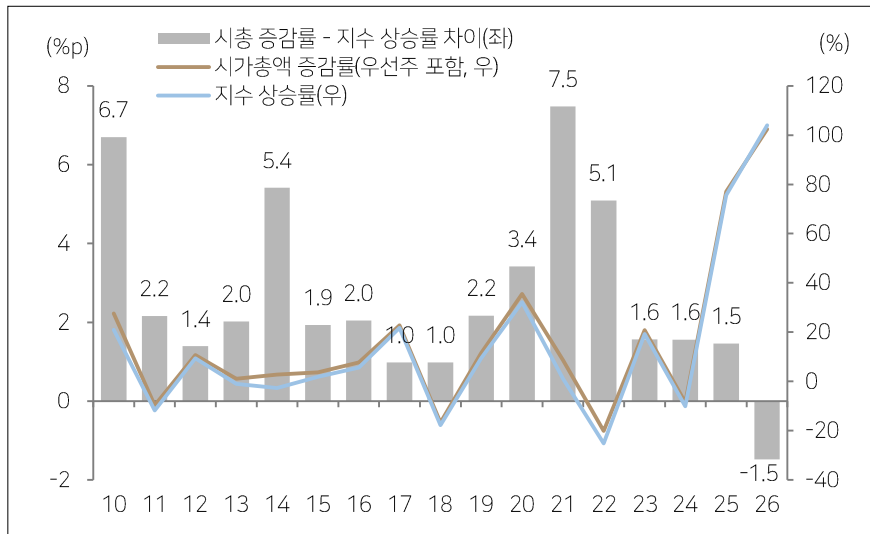
Issue 2. KOSDAQ 시장 반등 조건과 하반기 기대 요인

코스닥 현황: 역대급 소외

수익률: 역대 최대 괴리율 경신

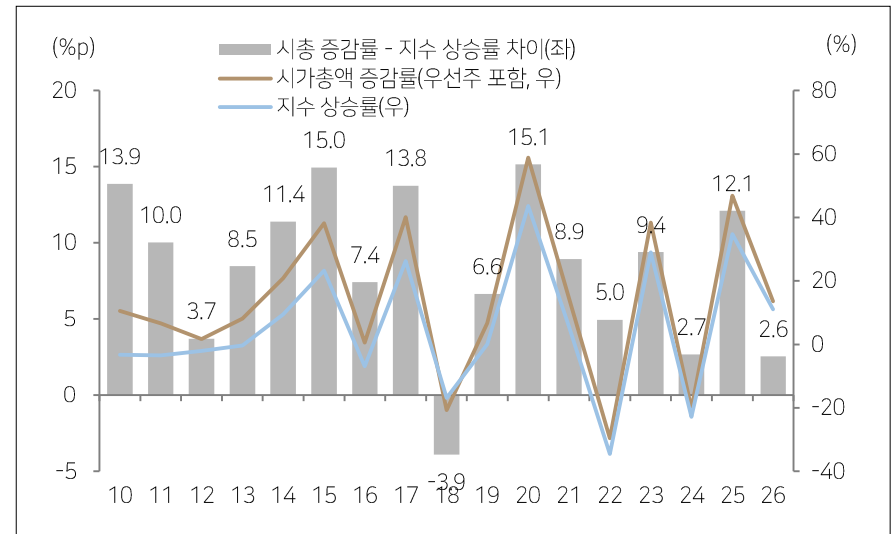
- 2025년 수익률 코스피 75.6%, 코스닥 36.5%로 코스닥은 코스피 대비 -39.2%p 하회, 올해 YTD 수익률 코스피 108.9%, 코스닥 10.9%로 -98%p 괴리 발생 하며 역대 최대 괴리율 경신
- 연간 시총 증감률 - 지수 상승률 차이, 코스피의 경우 초대형 IPO가 흥행하며 시총 증가율이 지수 증가율을 넘어섰던 2021년, 2022년 이후 올해 들어 처음으로 지수 증가율이 시총 증가율을 넘어섬
- 시총, 지수 증가율의 평균적인 괴리율 코스피 3%p 대비 코스닥은 8%p까지 확대되어 있는 상태 지속. 지수 대비 시총 증가율이 큰 것은 신규 상장, 물적분할, 유상 증자 등의 영향. 올해 들어 이 차이가 2.6%p대로 감소한 것은 지수 수익률 부진에 기인

코스피 시총 증감률, 지수 상승률



Source: Quantiwise, 다올투자증권

코스닥 시총 증감률, 지수 상승률



Source: Quantiwise, 다올투자증권

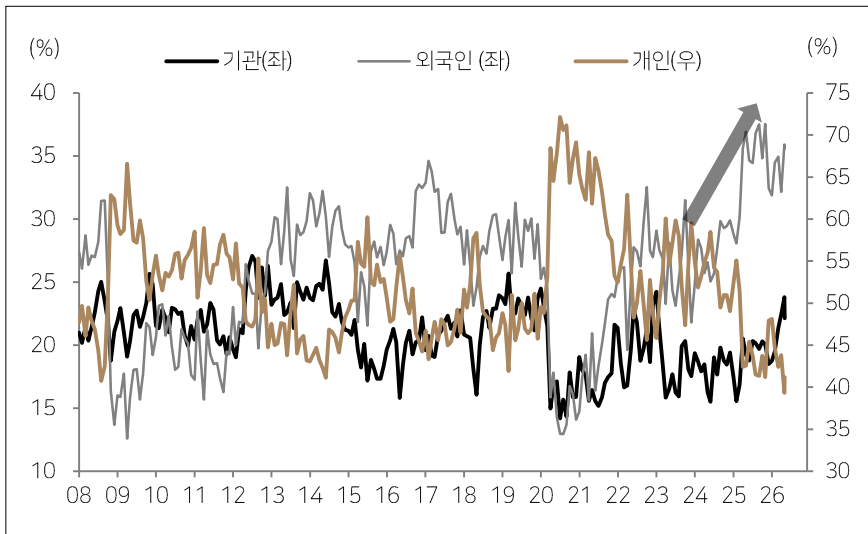
Issue 2. KOSDAQ 시장 반등 조건과 하반기 기대 요인

코스닥 현황: 역대급 소외

수급: 개인중심 -> 외국인, 기관 비중 상승

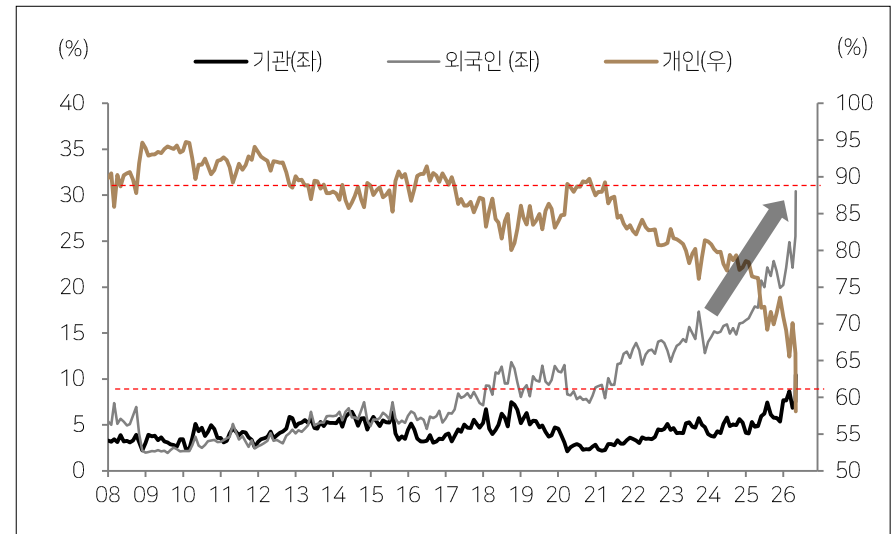
- 코스닥은 2000년 이후 평균 외국인 거래대금 비중 8%에 그치고, 개인 비중 87%에 달하는 개인 중심 시장이었으나, 올해 코스닥 주체별 평균 거래대금 비중 개인 66%, 외국인 24%, 기관 8%.
- 개인 비중은 작년 하반기부터 하락하기 시작하여 70%를 하회, 올해 YTD 순매수 금액 개인 -8조원, 외국인 5.5조원, 기관 7.4조원. 금융투자(코스닥 종목이 포함된 ETF 순매수) 11.6조원 감안 시 개인의 실제 유입금액은 3.6조원 순매수로 해석 가능
- 최근 외국인은 코스피 대규모 순매도에도 불구하고 주간으로 코스닥 매수 증. 1) 코스피 집중 장세의 피로감 및 상대가치 측면에서 코스닥 할인 심화, 2) 코스닥 구조개혁 베팅, 3) ETF를 통한 접근성 개선(개별종목 리스크 없이 익스포저 확보 가능)

코스피 주체별 거래대금 비중



Source: Quantiwise, 다올투자증권

코스닥 주체별 거래대금 비중



Source: Quantiwise, 다올투자증권

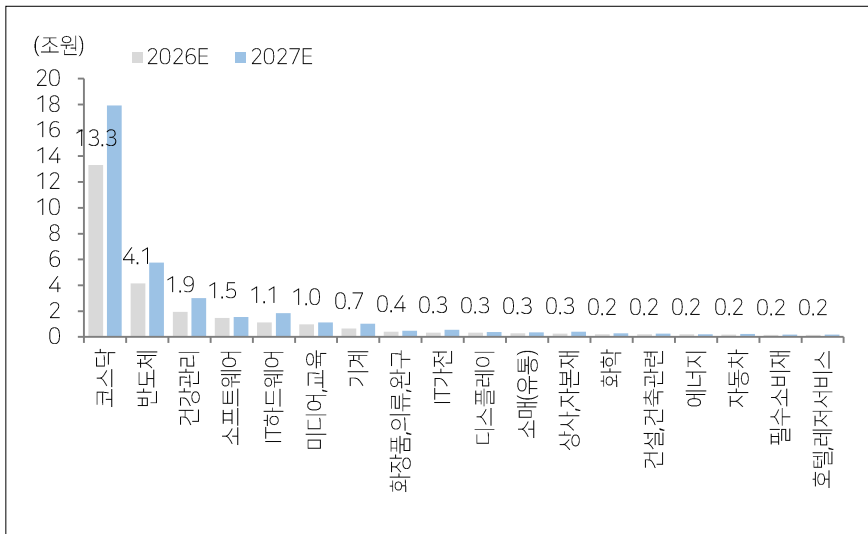
Issue 2. KOSDAQ 시장 반등 조건과 하반기 기대 요인

코스닥 현황: 역대급 소외

시총, 영업이익 비중: 바이오/의료기기, 반도체 소부장 시총 47%, 영업이익 45%

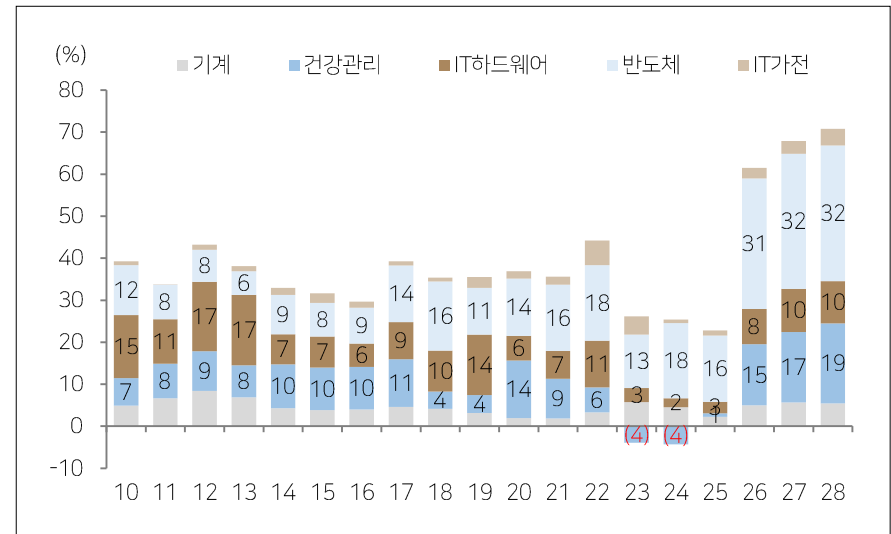
- 현재 코스닥 시총 570조원, 미국-이란 전쟁 발발로 인한 조정에서 회복하는 국면이었던 4월말 680조원 대비 110조원 감소
- 시총 비중 상위 업종은 건강관리(바이오, 의료기기) 27%, 반도체(소부장) 20%, 기계(전선, 로봇) 9.4%, IT하드웨어(기판, 광통신) 8.3%, IT가전(2차전지 및 반도체 소재, 로봇) 7%
- 시총 상위 10개 종목은 2차전지, 바이오, 로봇, 반도체 소부장으로 코스닥 전체 시총의 20% 차지. 연간 시총 1등 종목의 비중 평균은 2.3%, 2023년 에코프로비엠의 시총 6.5%로 역대 최고 비중
- 코스닥 영업이익 추정치 2026년 13.3조원, 2027년 17.9조원으로 형성. 영업이익 비중 상위 업종은 반도체 4조원, 건강관리 1.9조원, 소프트웨어 1.5조원, IT하드웨어 1.1조원 순으로 전체 코스닥 영업이익의 65%에 해당

코스닥 업종별 영업이익 추정치



Source: Quantiwise, 다올투자증권

코스닥 업종별 영업이익 비중 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Issue 2. KOSDAQ 시장 반등 조건과 하반기 기대 요인

코스닥 현황: 역대급 소외

코스닥 연도별 시총 1위 기업, 코스닥 내 비율

연도	시총 1위 종목	종목코드	시총 (십억원)	코스닥 전체 시총 (십억원)	코스닥 내 비중 (%)	비고
2000	아이티센앤틱	010280	338	29,024	1.16%	IT 버블 붕괴
2001	휴맥스홀딩스	028080	849	51,783	1.64%	
2002	휴맥스홀딩스	028080	396	37,368	1.06%	
2003	드림어스컴퍼니	060570	617	37,359	1.65%	
2004	CJ ENM	035760	491	31,142	1.58%	
2005	CJ ENM	035760	1,092	70,883	1.54%	
2006	메가스터디	072870	871	72,125	1.21%	
2007	메가스터디	072870	1,706	99,964	1.71%	
2008	태웅	044490	1,261	46,177	2.73%	글로벌 금융위기
2009	서울반도체	046890	2,678	86,095	3.11%	금융위기 저점 반등
2010	서울반도체	046890	2,370	97,958	2.42%	
2011	CJ ENM	035760	1,600	105,984	1.51%	
2012	CJ ENM	035760	1,718	109,115	1.57%	
2013	CJ ENM	035760	2,575	119,284	2.16%	
2014	메디톡스	086900	1,810	143,083	1.27%	
2015	메디톡스	086900	2,901	201,622	1.44%	
2016	메디톡스	086900	2,017	201,454	1.00%	
2017	신라젠	215600	6,358	282,692	2.25%	바이오 테마 랠리
2018	신라젠	215600	5,132	228,217	2.25%	
2019	HLB	028300	4,911	241,329	2.03%	
2020	셀트리온제약	068760	8,544	385,563	2.22%	코로나19 반등
2021	에코프로비엠	247540	10,977	446,256	2.46%	2차전지 슈퍼사이클
2022	에코프로비엠	247540	9,008	315,473	2.86%	
2023	에코프로비엠	247540	28,167	431,772	6.52%	에코프로비엠 역대 최고 비중
2024	알테오젠	196170	16,502	340,130	4.85%	알테오젠 바이오 랠리
2025	알테오젠	196170	24,051	505,907	4.75%	
2026	에코프로비엠	247540	19,370	574,393	3.37%	

Source: Quantwise, 다올투자증권

참고: 하늘색 음영은 연간으로 코스닥이 코스피를 아웃퍼폼했던 시기

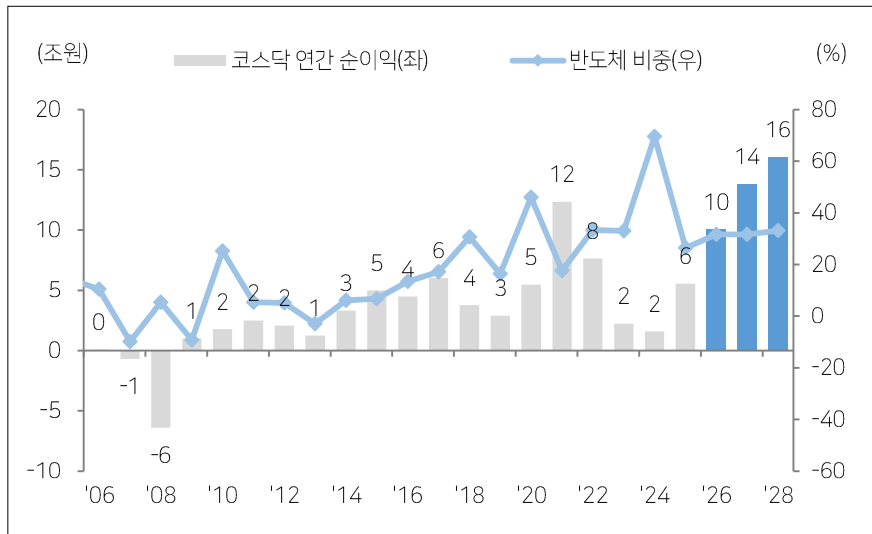
Issue 2. KOSDAQ 시장 반등 조건과 하반기 기대 요인

코스닥 현황: 역대급 소외

순이익 비중: 반도체 순이익 규모가 가장 크지만 비중은 하락

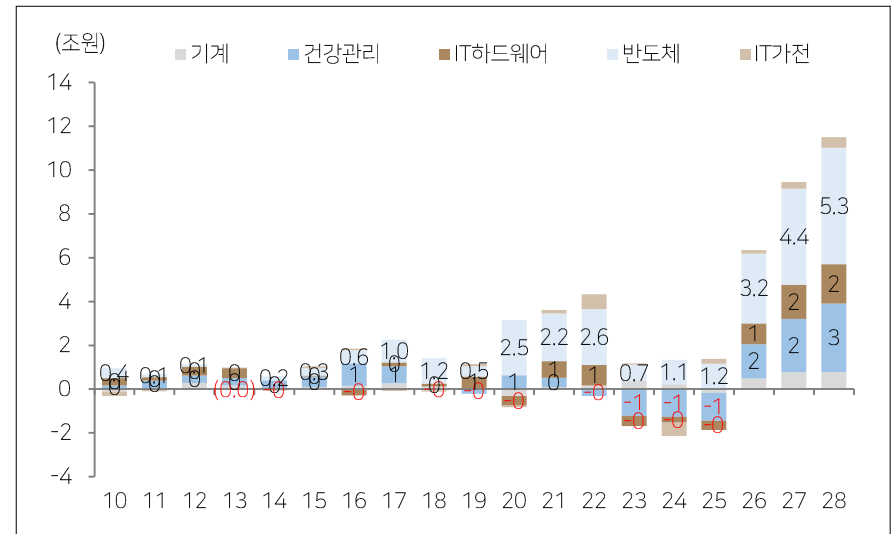
- 2026년 순이익 추정치 기준 반도체 업종의 순이익은 3.2조원으로 2018년 1.2조원, 20~22년 사이클 고점 2.6조원 규모 상회하고 있으나, 순이익 비중은 30%로 20~22년 사이클 고점 70% 하회, 2018년 30.7%와 비슷한 수준
- 코스닥의 전체 이익 규모가 커졌고, 의료기기 업체들이 포함된 건강관리, 기판업체들이 포함된 IT하드웨어 업종의 순이익 비중이 상승했기 때문. 코스닥 이익 기여가 반도체에서 의료기기, 광통신, 기판 등으로 분산되고 있다는 점은 긍정적
- 2026년 컨센서스 존재하는 종목 중 영업이익 기여도 상위 10종목 비중 20%, 상위 20종목 비중 31.8% 차지

코스닥 연간 순이익, 반도체 비중



Source: Quantiwise, 다올투자증권

코스닥 주요 업종별 연간 순이익 규모



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Issue 2. KOSDAQ 시장 반등 조건과 하반기 기대 요인

코스닥 현황: 역대급 소외

코스닥 2026년 영업이익 추정치 상위 30개 종목

종목	시가총액 (십억원)	2025		2026E		P/E (배)	P/E (Fwd.12M,배)	2026E 영업이익 비중 (%)
		매출액	영업이익	매출액	영업이익			
풀어비스	2,804	366	- 15	918	478	7.7	10.2	3.6
하나마이크론	2,688	1,534	128	2,169	306	18.0	16.3	2.3
알테오젠	19,773	216	107	467	286	71.7	57.5	2.1
실리콘투	2,371	1,116	205	1,543	273	10.9	9.8	2.1
파마리서치	3,065	536	214	661	266	15.8	14.5	2.0
클래스스	2,919	337	171	467	220	16.5	14.7	1.7
휴젤	3,058	425	201	521	217	17.6	15.7	1.6
리노공업	7,423	373	177	449	217	39.9	36.5	1.6
에스엠	1,825	1,175	183	1,286	201	13.3	12.6	1.5
솔브레인	2,975	923	134	1,090	195	19.8	17.7	1.5
원익PS	5,203	910	74	1,309	192	29.8	25.1	1.4
서진시스템	4,938	1,066	1	1,804	183	50.8	32.5	1.4
JYP Ent.	2,050	822	155	889	176	15.0	14.3	1.3
CJ ENM	867	5,135	133	5,432	161	16.0	11.8	1.2
심텍	4,424	1,411	12	1,872	160	34.4	28.4	1.2
피에스케이	2,853	457	88	631	154	22.7	20.2	1.2
티에스이	2,211	429	49	572	151	18.5	16.6	1.1
이오테크닉스	5,642	381	81	492	135	47.6	42.5	1.0
코나아이	807	309	89	384	130	7.7	7.1	1.0
HK이노엔	1,275	1,063	111	1,110	130	13.7	12.8	1.0
코미코	941	604	111	719	129	28.4	24.9	1.0
티씨케이	2,963	301	84	392	127	28.0	25.2	1.0
인카금융서비스	471	1,022	95	1,241	127	5.5		1.0
HPSP	4,004	173	90	237	127	34.6	31.6	1.0
엠케이전자	520	1,404	14	2,174	121			0.9
비에이치아이	2,256	774	75	1,103	120	27.0	22.9	0.9
메가스터디교육	417	885	121	887	117	4.5	4.4	0.9
동국제약	890	927	97	1,062	115	10.0	9.3	0.9
SOOP	579	467	125	473	115	6.0	5.9	0.9
에코프로비엠	21,229	2,532	143	3,042	112	538.6	327.7	0.8

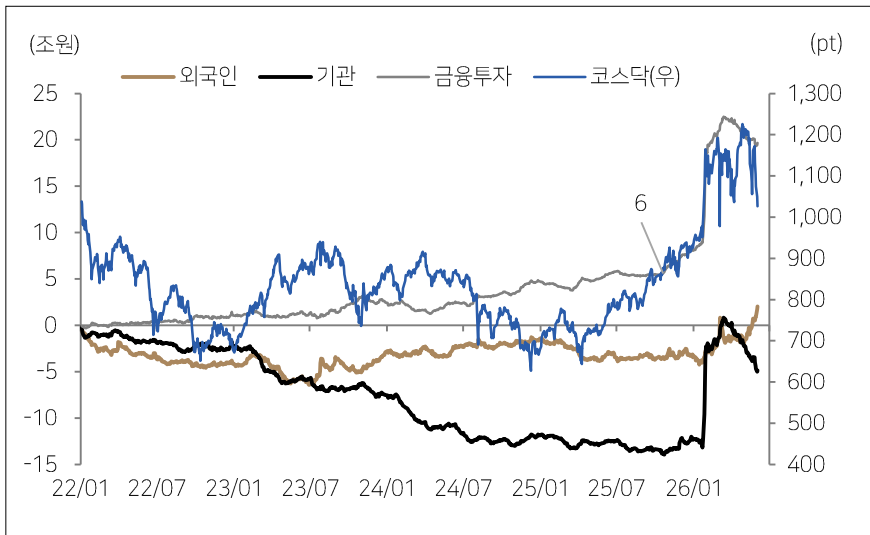
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Issue 2. KOSDAQ 시장 반등 조건과 하반기 기대 요인

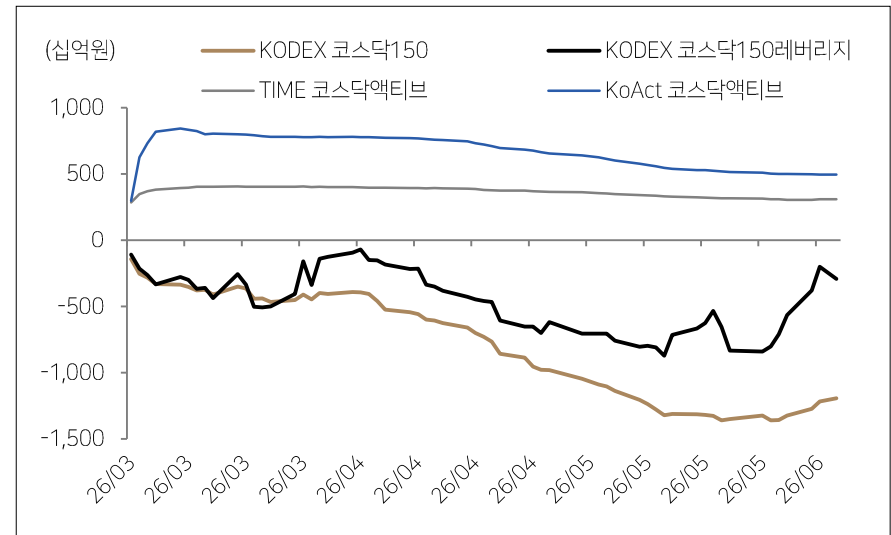
올해 3번의 급등

세 번의 랠리, 그러나 구조적 자금 유입이라기 보단 ETF, 매수차익거래가 만든 수급 이벤트에 불과

- 1) 1/23 코스닥 3,000pt 달성 언급. 23, 26, 27일 3거래일간 코스닥 지수 11.57%, 코스닥 150 지수 18.67% 상승, 개인은 코스닥 ETF (KODEX 코스닥150, KODEX 코스닥 150 레버리지 기준) 3.3조원 순매수하며 ETF에 속한 시총상위주 중심으로 급등
- 2) 3/10 코스닥액티브 ETF 출시. 삼성자산, 타임폴리오 코스닥액티브 ETF는 상장 후 4거래일 간 AUM 1.3조원 돌파, 개인이 1.2조원 순매수, 3월 초 금리상승에도 불구하고 바이오 업종의 주가 상승. 다만 달러 및 금리 상승이라는 매크로 여건, ETF 상장 이벤트 소멸 이후 외국인의 코스닥 차익실현, 코스닥액티브 ETF 구성종목 공개 이후 중소형 사이즈 종목 관심 확대 등 영향으로 코스닥 내에서도 코스닥 150 외 종목들이 아웃퍼폼
- 3) 5/22 국민성장펀드 출시. 150조원 중 상반기에 집행된 금액은 제한적, 정책수혜 대상이 AI, 반도체, 바이오 중심이라는 점에서 하루만에 매물 출회
- 액티브 ETF의 경우 신규자금이 유입된 게 아니라 기존 코스닥150 ETF에서의 환매로 시장 전체 수급의 증가가 아니라 코스닥 내부 로테이션 성격
코스닥 현물 주체별 누적 순매수



Source: KRX, Quantwise, 다올투자증권



Source: KRX, Quantwise, 다올투자증권

Issue 2. KOSDAQ 시장 반등 조건과 하반기 기대 요인

코스닥이 코스피를 아웃퍼폼했던 시기

2000년 이후 코스닥이 코스피 대비 연간 초과수익을 기록한 해는 12번

특징은 1) 경기침체 직후 회복국면, 저금리, 유동성 장세(2009년, 2011년, 2020년), 2) 코스닥 독점 테마 내 순환매 및 섹터 멀티플 확장(2013년, 2015년, 2022년)

연도	코스피 수익률 (%)	코스닥 수익률 (%)	초과수익 (코스닥-코스피, %p)	배경	코스닥 주도주
2005년	54.0	84.5	30.6	- 2003~2004년 카드채 사태 이후 내수 경기 안정 - 코스피는 2004년부터 중국 성장 사이클 수혜에 따른 조선, 건설, 기계 등 산업재 중심으로 이익 레벨업	운송장비, 섬유/의류, 금융
2009년	49.7	54.7	5.0	- 글로벌 금융위기 이후 V자 반등 국면 - 저금리 환경에서 경기부양책, 녹색성장 기조에 힘입어 증소형 테마주 소폭 우위	태양광, 풍력, 2차전지, LED 디스플레이
2011년	-11.0	-2.1	8.9	- 유럽 재정위기, 미국 신용등급 강등으로 글로벌 증시 약세 - 경기 민감도가 높은 대형수출주 낙폭 확대, 코스닥은 상대적으로 아웃퍼폼	엔터(에스엠, JYP Ent.), 제약(HLB, 메디포스트)
2013년	0.72	0.74	0.02	- 아베노믹스로 인한 엔저 현상으로 한국 수출주 부진	소매유통, 필수소비재, 화장품, 엔터(쇼박스, CJ ENM) 바이오(셀트리온, 한미약품)
2014년	-4.8	8.6	13.4	- 중국인 관광객(유커) 급증, 면세점·온라인 채널을 통한 K-뷰티 수출 급성장. 2016년 7월 사드(THAAD) 배치까지 지속	
2015년	2.4	25.7	23.3	- 바이오의 경우 2014년부터 이어진 박근혜 정부의 코넥스 활성화, 벤처, 바이오 육성기조, 2015년 3월 한미약품의 일라이릴리와와 기술이전 계약 체결 공시를 기점으로 바이오 섹터 밸류에이션 리레이팅	
2017년	21.8	26.4	4.7	- 문재인 정부 코스닥 활성화 정책, 벤처펀드 추진	바이오(신라젠, 씨젠, 신풍제약), 통신(5G)
2018년	-17.3	-15.4	1.9	- 삼성바이오로직스 상장, 셀트리온의 바이오시밀러 사업 본격화로 바이오 섹터 전체 멀티플 확장 - 이후 미중 무역분쟁 시작되며 코스피, 코스닥 동반 약세	
2020년	30.8	44.6	13.8	- 팬데믹 충격 이후 V자 반등, 저금리, 유동성 장세	2차전지(에코프로), 바이오(씨젠, 셀트리온제약), 카메라 모듈 관련 전기전자(한양디지텍, 뉴프렉스), 메타버스, NFT 등 비대면 관련 소프트웨어(위지웍스튜디오, 텍스터)
2021년	3.6	6.8	3.1	- 개인투자자 대거 유입, 에코프로비엠 역대 최고 시총(44.6조원) 달성	
2023년	18.7	27.6	8.8	- ChatGPT발 AI 테마 초입으로 삼성전자, SK하이닉스 주도 대형주 강세 - 그럼에도 불구하고 개인투자자를 중심으로 2차전지 매수세 유입되며 상대적 우위	2차전지(에코프로, 에코프로비엠), 전기전자(LS메트릭스, 신성필터테크)

Source: Quantiwise, 다음투자증권

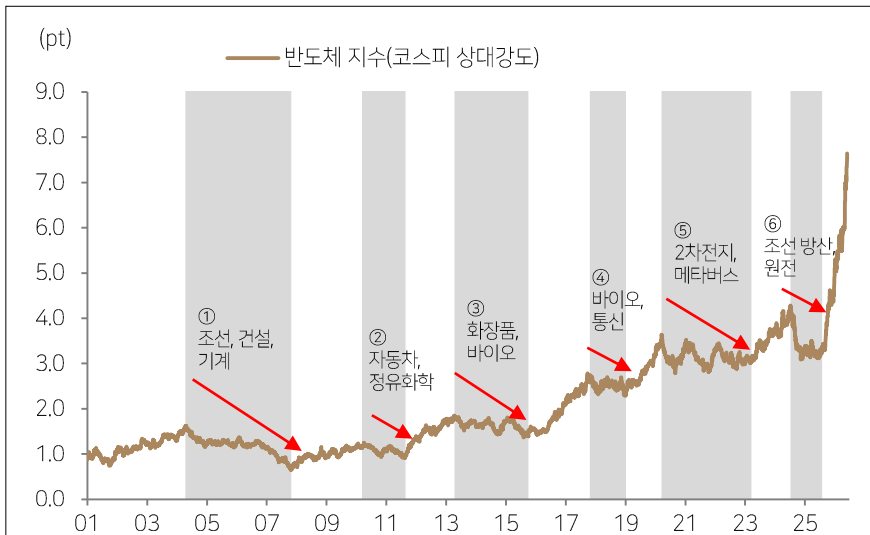
Issue 2. KOSDAQ 시장 반등 조건과 하반기 기대 요인

코스닥이 코스피를 아웃퍼폼했던 시기

코스피 대비 반도체 업종의 상대강도가 약화된 시기에 코스닥이 코스피를 아웃퍼폼하는 경향

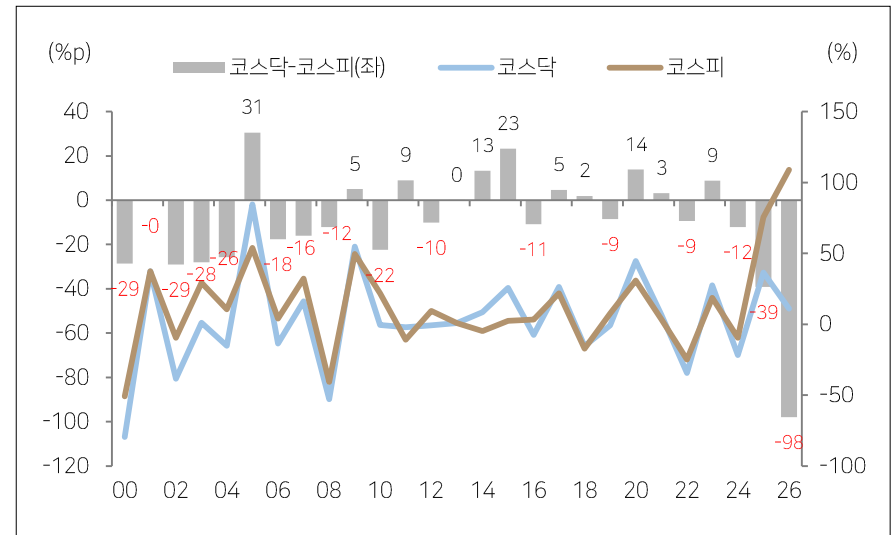
- 공통적인 특징은 1) 글로벌 위기 발생 후 금리 인하, 경기부양책을 동반한 V자 반등 국면에서 코스피와 동반 강세, 베타가 더 강한 코스닥이 아웃퍼폼하거나, 2) 지수의 연간 상승률 부진 또는 장기 박스권 장세에서 테마와 개별주 순환매로 시세가 분산되는 경우
- 유동성 환경에서 개인 수급 집중, 특정 테마(2차전자·바이오·IT)의 코스닥 집중 편중을 동반
- 반면 1) 반도체 대형주 장세 초기, 2) 고금리 긴축 사이클 초기에는 일관되게 코스피가 코스닥을 아웃퍼폼
- 반도체 사이클 초기 국면인 2007년(코스피 대비 코스닥 -16%p), 2012년(-10.2%p), 2016년(-10.8%p), 2024(-12%p), 2025년(-39%p) 사례, 2026년 들어서도 A사이클 2028년까지 연장 기대감 이어지며 외국인과 개인 수급이 코스피 대형주에 집중되며 코스닥 소외

코스피 대비 반도체 업종 상대강도, 반도체 상대강도 약세시기 주도주



Source: Quantiwise, 다올투자증권

코스피, 코스닥 연간 수익률 격차



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Issue 2. KOSDAQ 시장 반등 조건과 하반기 기대 요인

코스닥 반등의 조건

현재 AI 반도체 슈퍼사이클 지속 국면에서 코스닥 구조적 반등은 제한적

- 코스닥 거래대금 내 외국인 비중 상승, 순이익 내에서 반도체 비중이 낮아진 것은 긍정적이나, 바이오 업종의 이익 변동성이 지나치게 큼
- 2024년 AI 사이클 초입에서도 반도체 업종 순이익은 1.1조원으로 (YOY +49.7%) 견조했으나, 건강관리 업종적자폭 심화(-1.3조원)로 비중이 줄어 반도체 업종의 이익 비중이 급등하는 왜곡 발생
- 2026년 순이익 추정치 건강관리 업종 1.6조원으로 (+) 전환 예상, 코스닥 전체 순이익 10조원 달성 여부 및 펀더멘탈 신뢰도 회복 확인할 필요
- 코스피에서 코스닥으로의 자금 이동을 기대하기 보다는, 정책과 유동성이 특정 성장산업으로 유입되면서 코스닥 내 주도주가 재형성되는 과정에 초점을 맞출 필요

과거 코스피 대비 코스닥 아웃퍼폼한 국면의 공통 조건

반등 조건	과거 선례	현재 충족 여부	전망
① 반도체 업사이클 피크아웃 → 대형주 모멘텀 약화	2018년 4Q 메모리 다운턴 후 2019년 코스닥 바이오 랠리	✗ 대형주 중심 HBM 사이클 2026~28년 지속 예상	코스피(삼성·하이닉스) 모멘텀 유지 시 코스닥 재평가 지연
② 금리 하락 / 유동성 완화	2009, 2015, 2020년 → 저금리에서 성장주 멀티플 확장	○ 조건 형성 중 미 연준 금리 인하 사이클 진입	성장주 할인율 개선 → 바이오·소부장 멀티플 재평가 촉매
③ 코스닥 이익 레벨업 → 펀더멘탈 재평가	2014~15년 바이오 이익 가시화 2020~21년 반도체·2차전지 이익 급증	○ 2026년 영업이익 13.3조원, 순이익 10조원 예상	2026년 컨센서스 달성 여부에 따른 펀더멘탈 신뢰 회복이 핵심 변수
④ 개인투자자 수급 집중 → 코스닥 거래대금 급증	2020~21, 2023년 개인 거래대금 코스닥 쏠림	✗ 현재 미충족 외국인·기관 코스피 집중	하반기 코스닥 활성화 정책을 통한 거래대금 회복과 개인투자자 관심 전환이 단기 트리거
⑤ 뚜렷한 코스닥 독점 테마 출현	2015년 바이오, 2020년 2차전지 2023년 예코프로 그룹	△ 잠재 후보 존재 로봇·광통신	반도체 사이클 후반부 들어 AI 인프라 확장 수혜(광통신·온디바이스AI) 나타날 가능성

Source: Quantiwise, 다올투자증권

Issue 2. KOSDAQ 시장 반등 조건과 하반기 기대 요인

코스닥 반등의 조건

코스닥 반도체, IT하드웨어, 건강관리 업종 시총 상위 종목 이익 추정치, 주가 변화율

구분	종목코드	기업명	시가총액 (억 원)	2026E P/E	2027E P/E	2026E 매출액 YOY (%)	2027E 매출액 YOY (%)	2026E 영업이익 YOY (%)	2027E 영업이익 YOY (Fwd.12M)	P/E (Fwd.12M)	P/B (Fwd.12M)	ROE (Fwd.12M)	주가 변화율(%)					Fwd.12M 영업이익 변화율 (%)			누적순매수 (YTD, 억원)	
													1D	1W	1M	3M	YTD	1M	3M	외국인	기관	
반도체	A036930	주성엔지니어링	91,521	141.6	68.1	12.9	70.3	116.7	126.9	92.1	12.5	14.5	6.2	-16.0	56.3	251.0	610.8	15.9	20.4	-3398	71	
	A058470	진노공업	70,725	38.0	31.0	20.4	21.5	22.6	22.9	34.1	7.7	24.4	-4.6	-16.3	-22.2	-12.6	53.9	4.5	10.2	-7776	4955	
	A440110	파두	53,654	116.7	43.3	226.2	96.2	특자전환	182.1	63.2	42.2	102.2	-3.6	-8.3	37.0	80.6	404.0			5943	-2206	
	A039030	이오테크닉스	53,220	44.9	34.8	29.2	23.2	66.9	30.8	39.2	6.4	17.2	-4.0	-21.0	-7.7	3.2	58.8	9.1	24.7	915	3060	
	A240810	원익PS	48,053	27.6	19.0	43.8	23.9	159.9	54.8	22.5	3.8	18.4	-4.7	-19.8	-16.4	-22.1	44.2	12.7	36.3	-3286	3300	
	A095340	ISC	44,832	49.8	36.8	41.8	31.5	66.9	40.7	42.3	6.9	17.2	1.0	-11.9	-12.8	9.7	90.4	6.3	26.8	-314	2181	
	A403870	HPSP	36,335	31.4	25.4	37.2	29.7	40.8	33.6	28.2	8.1	32.7	-5.3	-26.5	-16.1	-1.6	31.8	4.5	18.1	4149	3031	
	A080220	제주반도체	34,787	0.0	0.0									2.5	-15.1	92.8	98.4	283.3			1555	810
	A131970	두산테스나	28,875	65.5	30.0	16.3	42.5	특자전환	116.4	41.2	5.5	14.0	-4.8	-16.4	14.3	119.7	180.8	8.1	35.0	-8	1719	
	A357780	솔브레인	28,158	18.7	14.6	18.0	17.2	46.1	30.1	16.4	2.2	14.1	-6.0	-19.9	-21.0	-18.7	38.2	3.4	7.3	-889	1161	
IT하드웨어	A064760	티씨케이	28,060	26.6	20.8	29.9	20.9	51.3	30.1	23.3	4.2	19.4	-1.4	-17.3	-14.6	11.8	76.5	4.8	25.2	35.7	1041	
	A222800	심텍	39,112	29.5	19.3	34.1	13.5	1,288.2	57.5	23.4	4.9	23.0	4.2	-21.4	20.0	93.3	111.6	24.7	42.6	1986	2053	
	A010170	대한광통신	30,009	4,179.2	248.0	63.5	18.6	특자전환	665.2	457.1			-6.3	-30.6	27.4	349.4	805.2	34.5		-1500	-1311	
	A098460	교영	22,175	47.0	39.5	29.7	21.0	144.4	43.8	43.0	5.4	13.8	-4.6	-20.8	-19.8	1.4	41.1	6.3	21.4	1753	896	
	A218410	RFHC	21,880	49.1	34.8	40.8	33.2	75.6	49.6	40.7	5.3	13.9	-5.9	-20.2	-12.6	45.1	152.4	14.5	33.5	891	366	
	A078600	대주전자재료	19,628	94.9	45.1	42.4	26.0	89.2	26.7	61.0	6.7	11.5	-10.8	-22.3	-20.5	25.1	98.4	15.9	28.0	179	1885	
	A140860	파크시스템스	19,257	34.7	27.6	19.3	21.8	39.7	34.3	30.7	6.0	21.6	-1.1	-4.0	-4.8	-4.7	31.6	3.5	5.6	1100	-316	
	A031330	에스에이엠티	16,269	0.0	0.0									10.7	-10.5	130.1	209.3	292.1			57	-248
	A323280	태성	15,849	0.0	0.0									-7.0	-27.5	-34.7	-34.3	16.6			260	859
	A032500	케이엠더블유	14,767	733.7	12.9	54.5	159.2	특자전환	6,893.8	25.2	7.3	28.9	7.0	-1.7	17.7	87.2	143.1	26.6	92.5	394	-123	
건강관리	A189300	인텔리안테크	13,411	35.2	26.0	25.9	23.9	237.0	52.1	29.9	3.8	14.2	0.3	-18.7	-5.9	3.2	109.9	8.6	28.7	1082	433	
	A204270	케이엔티씨	10,910	18.9	7.6	101.8	61.8	특자전환	203.1	10.9	3.3	33.1	-1.5	-15.2	-2.5	-15.1	-4.8	4.8			103	-77
	A196170	윌테오젠	191,303	69.4	43.6	116.5	72.6	167.4	77.0	53.6	21.2	48.7	-2.5	-2.3	-3.1	-12.4	-20.6	-0.5	9.5	1374	2773	
	A950160	코오롱티슈진	91,515			16.3	0.0	29.9	55.2	-198.1	71.5	-52.7	15.3	-1.0	5.9	0.9	35.7	-42.3	-21.1	242	-1095	
	A000250	삼천당제약	70,842											-7.5	-16.7	-27.3	-63.4	29.9	93.3	4862	-1695	
	A028300	HLB	69,396											-6.1	-0.6	-14.3	0.6	2.6			475	3126
	A087010	팜트론	63,073											-2.9	0.0	3.8	-5.1	6.5			-421	2702
	A298380	에이비엘바이오	59,963			-38.0	46.6	적자시속	적자시속	-121.2	48.8	-36.9	-4.3	-8.9	-20.6	-44.8	-46.5	-28.9	-33.2	-84	-993	
	A141080	리카렘바이오	54,678			54.2	2.2	적자시속	적자시속	-292.2	10.9	-2.9	0.6	-5.4	-19.5	-23.0	-15.0	-567.4	1.6	30.1	2641	
	A310210	보노노이	42,877			352.6	91.2	적자시속	적자시속	-96.3	114.6	-85.8	-6.8	-14.7	-18.0	-30.3	7.1	2.8	9.4	117	222	
A347850	디앤디파마텍	36,839											1.2	10.7	13.3	-9.0	-8.4			630	1367	
A226950	올릭스	31,669			-45.5	37.5	적자시속	적자시속	-115.8	55.3	-36.2	-9.7	-5.8	-9.6	-13.3	11.1	0.5	57.9	936	2478		
A214450	파마리서치	30,182	15.6	12.8	23.3	20.8	24.3	23.5	14.0	3.5	26.8	-2.5	-6.9	-7.3	-16.9	-27.9	2.4	4.9	-5695	1563		
A145020	휴젤	29,899	17.2	13.4	22.5	20.9	8.1	27.5	15.1	2.1	17.6	-2.2	-6.7	-3.8	-10.0	5.4	5.4	8.7	403	770		

Source: Quantwise, 다음투자증권

Issue 2. KOSDAQ 시장 반등 조건과 하반기 기대 요인

코스닥 반등의 조건

7월부터 상장폐지 건수 증가 예정, 코스닥 체질개선

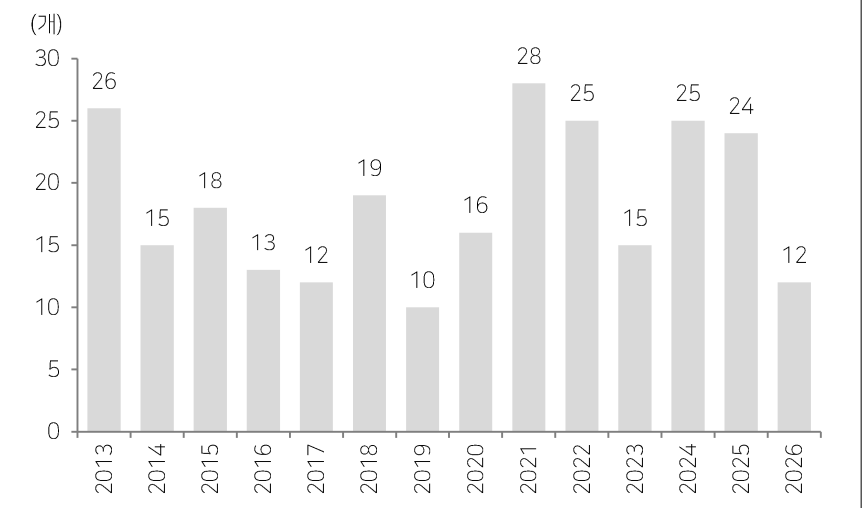
- 2/12 '부실기업 신속·엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁방안' 발표, 1) 7/1부터 주가 1000원 미만 기업 상장 폐지 대상으로 확대, 2) 시총 요건 현행 150억원 -> 7월 200억원 -> 내년 1월 300억원으로 상향, 3) 공시위반 요건 최근 1년 누적 벌점 15점에서 10점으로 하향조정 / 한 차례 위반만으로도 상폐 심사대상
- 당시 동전주 상폐 요건에 해당하는 종목 150개 내외로 추정. 6월 초까지 스팩 제외 상폐 건수는 12개에 불과하며 100건 이상 상폐될 경우 전체 코스닥 기업 중 10%에 해당, 2000년 IT버블(99건), 금융위기(64건) 이후 최대건수
- 상폐 건수 증가할 시 주식 수 감소 및 전체 코스닥 EPS 상승 효과, 시총 증가율 대비 지수 증가율 부진 괴리율 개선 기대

관세와 감세 정책은 상호 간 상쇄되는 측면이 존재

* 향후 기업의 액면병합, 주가 개선노력 등에 따라 수치는 가변적

형식적 요건 (심사없이 요건해당시 상폐, A)	
기존 예상 건수	20개 내외
시총 상향조정 계획 조기화	+30여개
동전주 요건 추가	+18 ~ 135개사 (액면병합 여부에 따라 차이)
소계	68 ~ 185개사
실질심사 요건 (심사를 거쳐 상폐, B)	
기존 예상 건수	30개 내외
자본잠식 요건 강화	+2개사
공시위반 요건 강화	+3개사
소계	35개사
합계 (A+B)	100 ~ 220여개사

코스닥 연간 상장폐지 현황 (스팩 제외, 감사의견 거절, 상장폐지 기준 해당 등 사유)



Source: 금융위원회, 다올투자증권

Source: KIND, 다올투자증권

Issue 2. KOSDAQ 시장 반등 조건과 하반기 기대 요인

코스닥 하반기 기대요인

국민성장펀드 자금 집행

- 2026~2030년 5년간 150조 원(직접투자 15조원, 간접투자 35조원, 인프라투융자 50조원, 초저리대출 50조원) 규모로 조성, 5/22 출시 이후 전체 모집 금액 6,000억원 모두 소진
- 5/28 기준 에스티젠바이오, 후성, 퓨리오사마, SK바이오사이언스, 엘엔에프플러스 등 누적 16건, 12.5조원 규모의 직접투자, 인프라투융자 및 대출건 승인
- 산업별 배분 예시에서 중소형 기업이 많은 AI, 2차전지, 바이오, 로봇 산업의 직접지분 투자 합산금액은 7.3조원, 간접투자금액까지 합산 시 21조원 규모. 코스닥 시장에 대한 관심 확대 및 실질적인 투자 집행 강도에 따라 기대감 선반영될 가능성

국민성장펀드 산업별 배분 예시

구분(단위 : 조원)	투자중심 지원		인프라투융자	초저리대출	합계	
	직접지분	간접투자				
AI	4.0	6.0	10.0	10.0	30.0	
반도체	1.6	4.3		15.0	20.9	
이차전지	1.3	4.1		2.5	7.9	
디스플레이	0.5	1.1		1.0	2.6	
바이오·백신	1.4	2.7		7.5	11.6	
수소·연료전지	0.8	1.3		1.0	3.1	
항공우주·방산	1.1	1.5		1.0	3.6	
모빌리티	0.9	4.5		10.0	15.4	
원전	1.4	0.8		0.5	2.7	
미디어·콘텐츠	1.4	2.7		1.0	5.1	
로봇	0.6	1.0		0.5	2.1	
합계	15.0	35.0	50.0	50.0	150.0	
(재원)	기금	7.5	7.5	10.0	50.0	75.0
	민간	7.5	27.5	40.0	-	75.0

* 간접투자액에는 산업별 별도 배분없이 운영하는 국민참여형펀드 금액 포함

Source: 금융위원회, 다올투자증권

국민성장펀드 누적 승인 실적(1~5월)

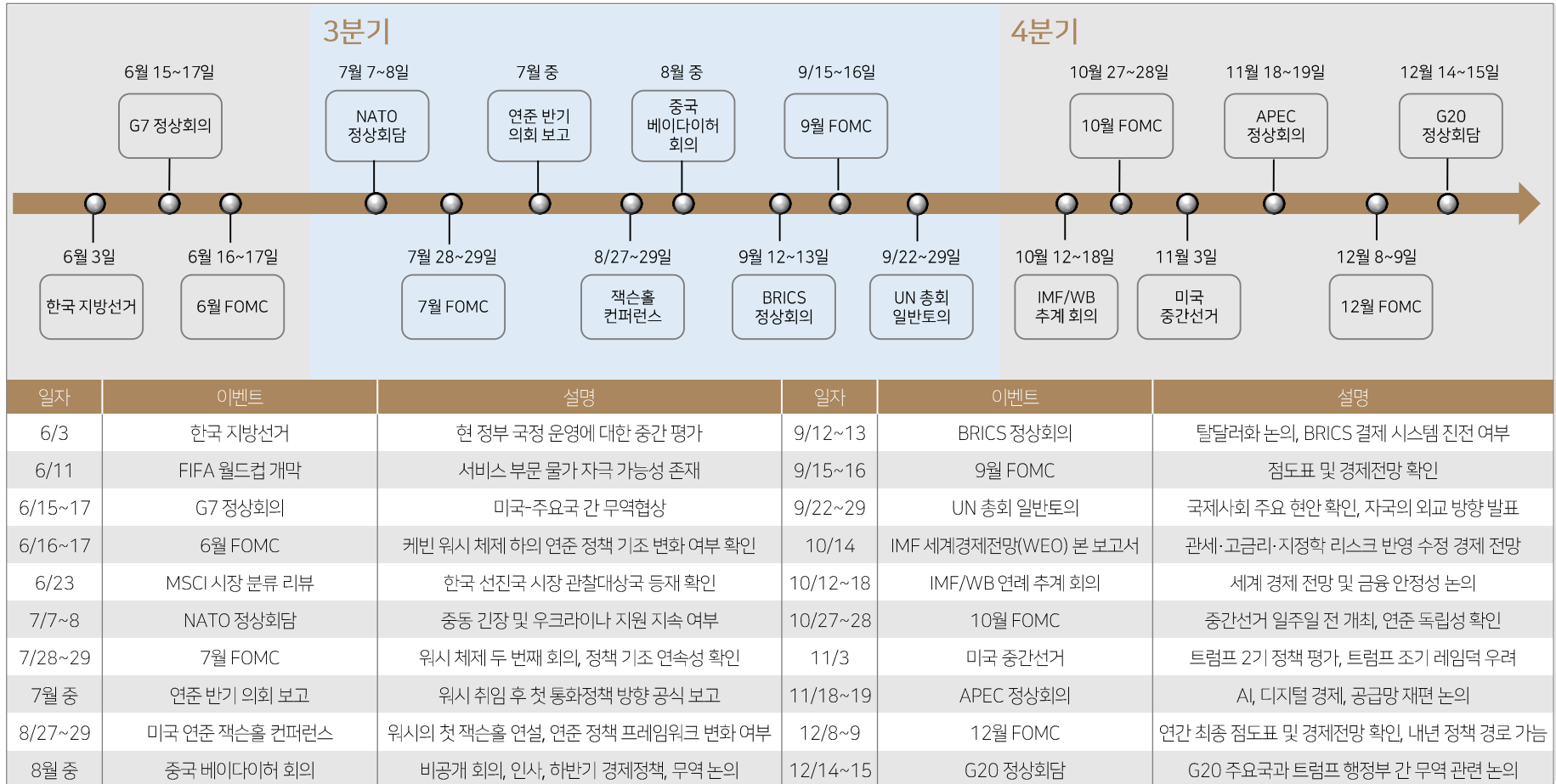
지원 목표액	직접투자 (3조원)	간접투자 (7조원)	인프라투융자 (10조원)	저리대출 (10조원)	합계 (30조원)
승인	2.0조원	발도운영 4.14일	6.6조원	3.91조원	12.5조원 (지방 41.0%)
(기금)	7,200억원	운용방안 발표	1.27조원	3.18조원	5.17조원
지원 기업명	·리벨리온사·반도체 ·업스테이지사 ·퓨리오사 AI·반도체	·5.22일 국민참여자금 모집 ·4.14일 기관투자자용 운용방안 발표 ·자펀드운용사 모집절차 진행 중	·신안우이 해상풍력인프라 ·국기AI 컴퓨팅센터사 ·스마일게이트 ·데이티센티사·인프라	·삼성전자반도체 ·이수스베셀티 ·케이컬이차전지 ·네이버사 ·퓨처그라프이차전지 ·비티젠바이오 ·SK바이오사이언스바이오 ·엘엔에프플러스이차전지 ·셈씨엔에스, 후성반도체, 근우인프라	-13개 기업 -3개 인프라 사업 -간접투자 (준비 중)

Source: 금융위원회, 다올투자증권
참고: 음영표시는 공식 당일 승인된 프로젝트

Appendix

2026년 하반기 글로벌 이벤트 캘린더

2026년 하반기 이벤트 타임라인



Source: 다올투자증권

Note: 통화정책 일정은 현지 시간 기준

2026년 하반기 글로벌 통화정책회의 일정

월	일	이벤트	월	일	이벤트
6	10~11	ECB 통화정책회의	9	17~18	BOJ 금융정책결정회의
	15~16	BOJ 금융정책결정회의		28~29	RBA 통화정책회의
	15~16	RBA 통화정책회의	10	22	BOK 금융통화위원회
	16~17	FOMC		27~28	FOMC
	18	BOE 통화정책회의		28~29	ECB 통화정책회의
7	16	BOK 금융통화위원회	9	29~30	BOJ 금융정책결정회의
	22~23	ECB 통화정책회의		11	2~3
	28~29	FOMC	5		BOE 통화정책회의
	30	BOE 통화정책회의	26		BOK 금융통화위원회
	30~31	BOJ 금융정책결정회의	12	7~8	RBA 통화정책회의
10~11	RBA 통화정책회의	8~9		FOMC	
27	BOK 금융통화위원회	16~17		ECB 통화정책회의	
8	10~11	RBA 통화정책회의	9	17	BOE 통화정책회의
	27	BOK 금융통화위원회		17~18	BOJ 금융정책결정회의
9	9~10	ECB 통화정책회의			
	15~16	FOMC			
	17	BOE 통화정책회의			

Source: 다올투자증권

Note: 통화정책 일정은 현지시간 기준

2026년 하반기 글로벌 이벤트 일정

연월	일	이벤트	연월	일	이벤트
6	3	OECD 경제전망	10	1~7	중국 국경절 연휴
	3	한국 지방선거 휴장		5	한국 개천절 대체휴일 휴장
	11	FIFA 월드컵 개막(~7/19)		9	한국 한글날 휴장
	15~17	G7 정상회의		12~18	IMF/WB 연례 추계 회의
	18~19	EU 정상회의		14	IMF 세계경제전망(WEO) 본 보고서
	19	미국 존틴스데이 휴장		15	G20 재무장관·중앙은행총재 회의
	23	MSCI 시장 분류 검토		15~16	EU 정상회의
	6월 중	세계은행(WB) 글로벌 경제 전망 발표		10월 중	미 재무부 환율보고서 발표
7	3	미국 독립기념일 휴장	11	3	미국 중간선거
	7~8	NATO 정상회담		11	MSCI 지수 반기 리뷰
	17	한국 제헌절 대체휴일 휴장		11	중국 광군제
	7월 중	연준 반기 의회 보고		18~19	APEC 정상회의
	7월 중	IMF 세계경제전망(WEO) 업데이트		26	미국 추수감사절 휴장
8	12	MSCI 지수 분기 리뷰	27	미국 블랙프라이데이 조기 폐장	
	17	한국 광복절 대체휴일 휴장	11월 중	EPC(유럽정치공동체) 정상회의	
	8/27~29	미국 연준 잭슨홀 컨퍼런스	11월 중	한국 국채 WGBI 편입 종료	
	31~9/1	G20 재무장관·중앙은행총재 회의	12	14~15	G20 정상회의
	8월 중	중국 베이징 대화 회의		17~18	EU 정상회의
	8월 말	한국 2027년 예산안(서제개편안) 발표		24	미국 크리스마스 이브 조기 폐장
9	7	미국 노동절 휴장		25	한국/미국 크리스마스 휴장
	12~13	BRICS 정상회의		30	한국 폐장일
	22~29	UN 총회 일반토의	31	한국 휴장	
	24~25	한국 추석 연휴 휴장	12월 중	중국 정치국회의/중앙경제공작회의	
	30	미국 FY2027 예산안 처리 기한	12월 중	OECD 경제전망	

Source: 다올투자증권

Note: 각 글로벌 이벤트는 현지 시간 기준



Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장 김현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선·기계·방산
최광식
gs.choie@daolfn.com

건설·부동산
박영도
ypark@daolfn.com

자동차·이차전지
유지웅
jwyo@daolfn.com

제약·바이오
이지수
jislee@daolfn.com

금융
김지원
jiwonkim@daolfn.com

반도체·소부장
고영민
ym.ko@daolfn.com

화장품·의료기기
박종현
alex.park@daolfn.com

인터넷·게임·레저
김혜영
hyyy@daolfn.com

음식료
이다연
dayeonlee@daolfn.com

철강
이정우
jungwoo@daolfn.com

엔터테인먼트
임도영
dy.lim@daolfn.com

전기전자
김연미
ym.kim@daolfn.com

투자전략

투자전략
조병현
bhcho@daolfn.com

계량분석
김경훈
aimhigh2027@daolfn.com

채권분석
허정인
jeongin@daolfn.com

시황분석
김지현
jeehyun12@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2026.03.03	이지수	제약·바이오 - Who's Next?: 특히 절벽 이후 빅파마의 선택
2026.03.05	김혜영	인터넷 - AI 에이전트와 사는 인간
2026.03.06	박영도	건설·부동산 - NEED MORE HOUSES: 나는 아빠차가 싫어요
2026.03.12	이정우	철강·비철금속 - 회복의 철강, 격변의 비철
2026.03.16	오정하	로봇 - 시연을 넘어, 일하는 로봇으로
2026.03.17	박종현	의료기기 - 글로벌 시장을 향한 두 갈래 길
2026.04.07	최광식	조선 - 해가 지지 않는 조선제국: 2번째 발걸음 HHIP
2026.04.23	임도영	엔터테인먼트 - 실적과 멀티플의 괴리 속에서
2026.05.06	유지웅·오정하	자동차&로봇 - 메가트렌드의 시작
2026.05.21	고영민	반도체/소부장 2H26 전망 - 꺼지지 않는 초록불
2026.05.25	최광식	방산 - 실전, 현지화, 그래서 K-방산: 파이프라인 가치 Valuation
2026.05.28	조병현·박영찬·정현하	2026년 하반기 매크로 전망: 달라지는 관계들
2026.05.28	김연미	전기전자 - AI는 기판 위에서 흐른다
2026.05.28	김혜영	인터넷·게임·레저 - 월드 모델을 타고 AGI로 가자
2026.05.29	박종현	의료기기 - Sex and the diagnostics

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자 의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.