



키움증권

리서치센터 투자전략팀

퀀트/자산배분 Analyst 최재원 cjlw5056@kiwoom.com



▶ 실적 개선과 증시 상승 속도 점검

Summary

- 11월 초의 조정은 최근 상승 속도를 감안 시 연출 가능성이 높았음
- 일간 변동성이 큰 점은 부담이나, 여전히 실적 모멘텀 유효
- 다만, 실적 개선 흐름이 엇갈리는 만큼 이익모멘텀 존재 업종 중심 대응

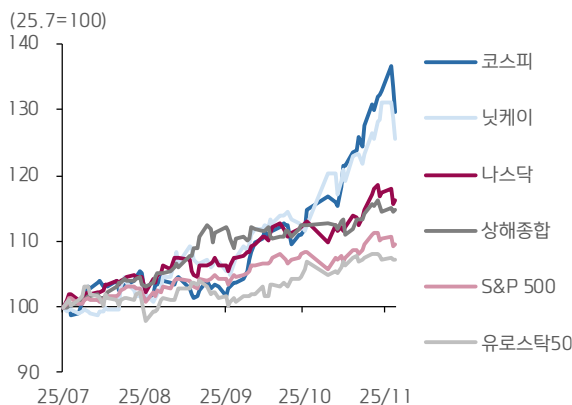
단기 주가 상승에 따른 차익 매물 출회

지난 5일 국내 증시는 10월 한달 동안의 가파른 주가 상승에 따른 차익 매물이 출회되며 전일 대비 2.85% 하락 마감했다. 국내 기업들의 급격한 주가 상승 그리고 4일 미국 증시에서 기술주가 주도한 하락세가 겹친 점이 하락 압력을 키운 요인이다. 장 초반 하락 압력이 거세게 연출됨에 따라 장중 6% 넘게 하락폭을 키우기도 했으나, 이후 개인 투자자들의 매수세가 집중되며 낙폭을 축소시키는 모습이 연출되었다. 낙폭이 절반 이상 축소되긴 했으나, 그간 누적된 상승폭이 큰 점은 여전히 부담으로 작용하고 있다.

하반기에 들어서 대체로 비슷한 추이를 보이던 주요국 증시는 10월 이후 코스피 그리고 일본 증시만이 가파른 상승세가 연출되었다. 특히 코스피의 10월 주가 수익률 19.9%로 2000년 이후 역대 두번째로 높은 수준을 기록하며 역사적인 상승 속도를 기록했다(가장 높은 수익률을 기록한 것은 2001년 1월(22.5%).

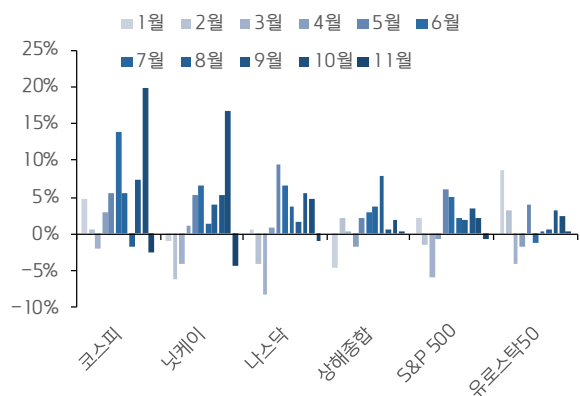
10월의 성과를 만들어낸 배경은 3분기 실적 시즌이 진행되며 급격한 개선이 이루어지고 있는 국내 기업들의 실적 전망 변화가 있다. 3분기 실적 발표가 본격적으로 이루어지기 전인 10월 초만 하더라도 코스피의 2025년, 2026년 영업이익 전망치는 각각 286조원, 350조원으로 전망되었다. 이익 전망이 상향된 현재 2025년 전망치는 +8.3조원 증가한 294조원, 2026년 전망치는 +55조원 증가한 405조원으로 전망되고 있다. 50조원을 넘는 내년 실적 전망의 변동폭이 적지 않아 보이지만, 2020년 이후 코스피 연간 영업이익 전망치 변동폭이 지속적으로 50조원을 넘어왔고, 2019년과 2023년에는 연간 변동치가 100조원을 넘기도 했음을 고려한다면 최근 이루어진 상향 조정폭이 예외적이라고 보기는 어렵다.

주요 증시 하반기 주가 추이



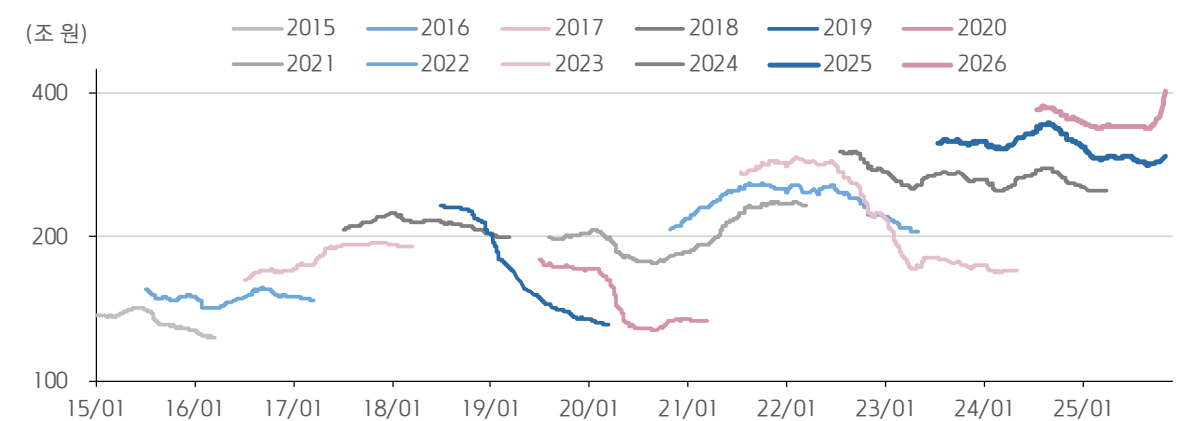
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

주요 증시 월간 주가 수익률



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피, 연도별 영업이익의 전망 추이

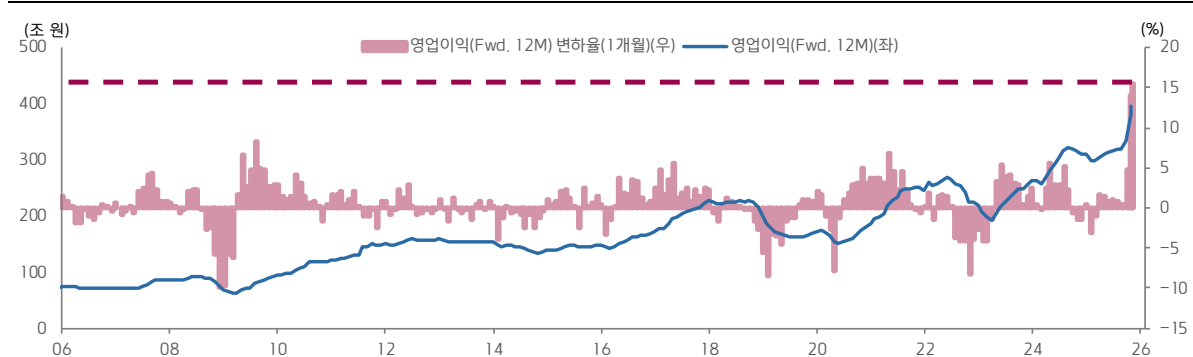


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

주: 세로 축의 영업이익의 전망은 로그 변환

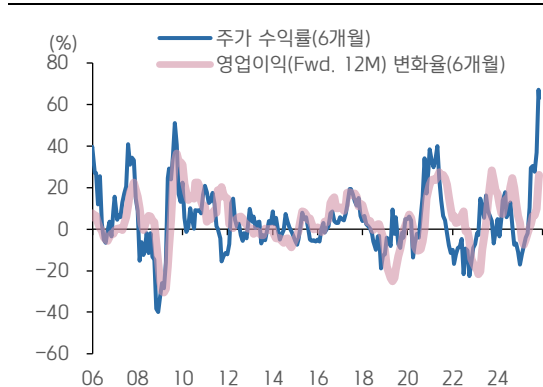
실적 전망의 변화폭 그 자체보다는 최근 이루어진 실적 개선 속도가 상당히 단기간에 연출된 점을 증시의 상승 속도를 가속화한 요인 중 하나로 생각해볼 수 있다. 특히 AI 생태계 확장 그리고 레거시 반도체 업황 개선이 맞물리며 반도체 업종을 중심으로 실적 전망이 탄력적으로 상승했다. 그 결과 코스피의 선행 12개월 영업이익은 최근 1개월 사이 15% 상승하며 2006년 이후 가장 높은 1개월 변화율을 기록하고 있다. 이와 같은 탄력적인 실적 개선과 더불어 AI 반도체 동맹, 한미 관세 협상 진전 등의 호재가 겹치며 주가의 상승이 탄력적으로 이루어졌다.

코스피, 영업이익(Fwd. 12M)과 1개월 변화율



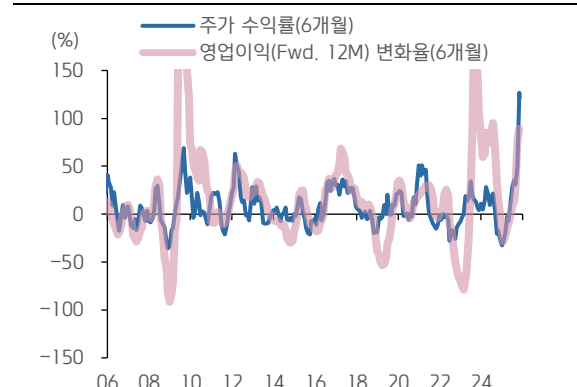
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피, 주가 수익률과 영업이익(Fwd. 12M) 변화율 (6M)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

반도체, 주가 수익률과 영업이익(Fwd. 12M) 변화율 (6M)

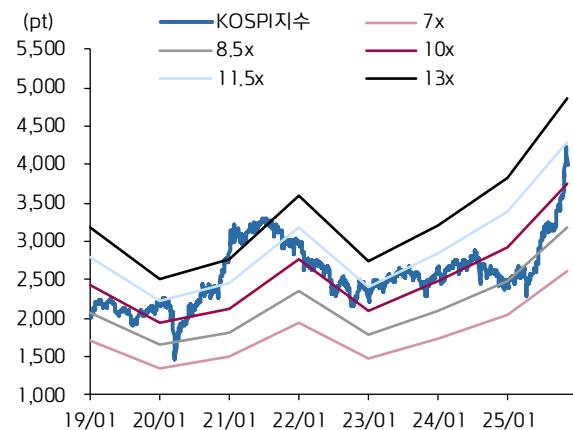


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

장기적으로 주가가 기업의 실적 흐름을 따라간다는 점에서 주가 수익률과 실적 전망 변화율의 장기 흐름은 동행하게 된다. 특히나 개별 종목이 아닌 지수 측면에서는 주가와 실적 변화율은 서로 상당히 밀접한 움직임을 보이는데, 지난 9월 이후로는 실적 변화 속도를 주가 상승 속도가 큰 폭으로 앞서는 모습이 연출되었다. 현재와 같은 수준으로 주가 상승세가 실적 변화율을 앞서는 경우가 처음이었던 만큼, 11월에 들어서 연출되고 있는 변동성 확대는 주가 상승과 실적 개선 사이의 속도 조절을 위해 일시적으로 불가피한 조정으로 판단된다.

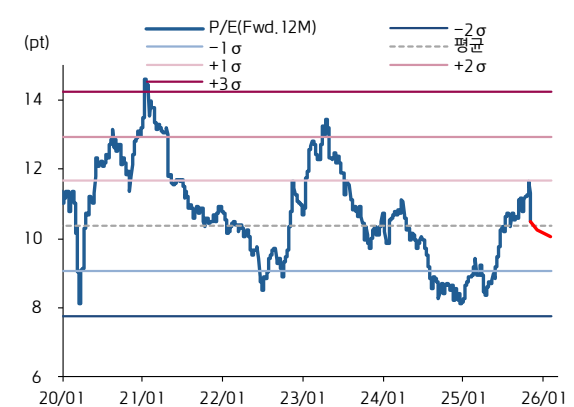
월초 이후의 변동성확대에도 추세적 하락 전환보다는 단기적인 조정에 그칠 것으로 예상하는 배경은 결국 높아진 실적 전망으로 귀결된다. 국내 증시가 4,000 pt를 넘어서며 밸류에이션 부담에 대한 우려가 수시로 제기되고 있으나, 상향 조정된 실적 전망으로 PER 기준 밸류에이션 부담은 빠르게 안정될 것으로 보인다. 현재 주가 수준이 유지된다고 가정할 때, 내년과 그 이후의 실적 전망이 순차적으로 반영되는 것을 감안하면 선행 12개월 PER은 12월 초에는 10.5배 그리고 내년 1월 초에는 10년 평균(10.4배) 수준을 하회한 10.2배까지 낮아질 것으로 추정된다. 향후 주가 반등 연출 시 밸류에이션 안정 흐름은 지연되겠지만, 탄력적인 실적 개선으로 밸류에이션 고평가 부담은 점차 완화될 수 있음에 주목할 필요가 있다.

코스피, PER(Fwd, 12M) 밸류에이션 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

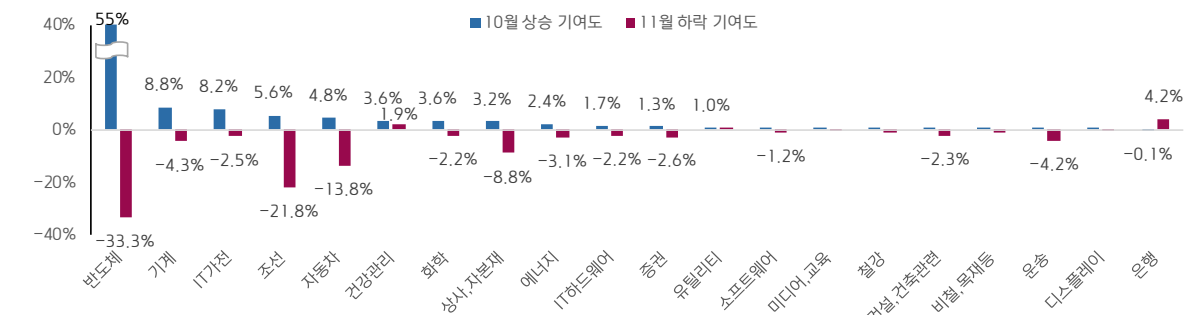
코스피, PER(Fwd, 12M) 표준편차 밴드



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

주: 붉은선은 현재 주가 수준 유지 시, 향후 EPS 전망에 따른 PER 예상 경로

코스피, 10월과 11월 업종별 기여도 상위 20개 업종



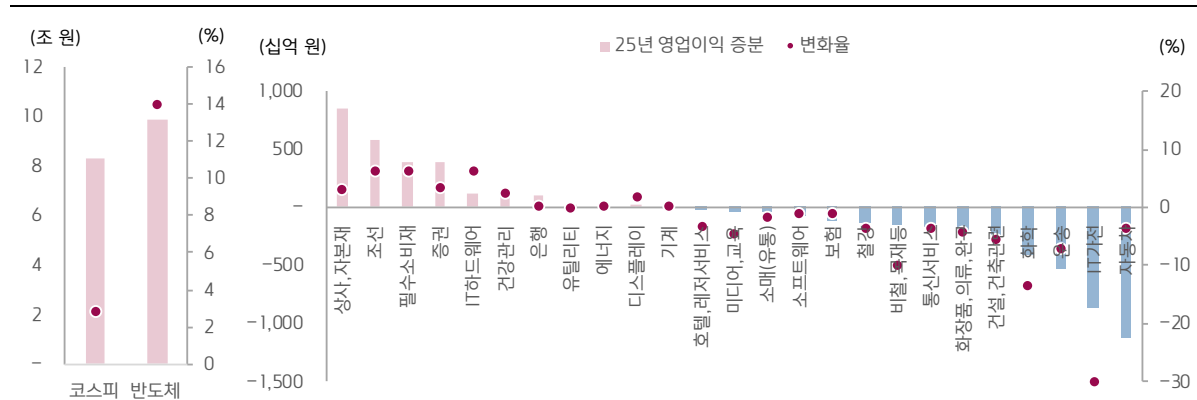
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

주: 코스피 전체 등락 중, +/-1% 이상 기여 업종만 레이블 표시

실적 개선 흐름의 차별화 유의

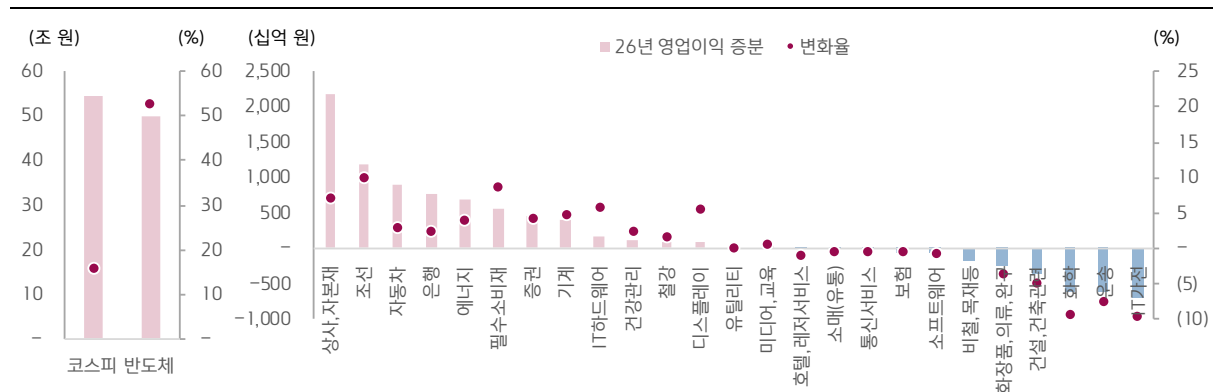
코스피의 실적 전망은 특히 '26년 전망치를 중심으로 상당히 큰 폭으로 개선되고 있으나, 국내 증시 실적의 30% 이상을 차지하고 있는 반도체 업종의 실적 상향 조정의 영향이 크다. 특히 '26년 영업이익 기준 10월 초와 비교해 코스피의 영업이익 전망치는 15% 상향 조정된 반면, 반도체 업종은 53% 상향 조정되었다. 단일 업종의 개선에 다소 집중되어 있는 모습은 부담이지만, 10월 중반에 살펴봤을 때와 달리 최근에는 반도체를 제외한 업종들도 종합해봤을 때 실적 개선이 우세한 흐름을 보이고 있는 점은 긍정적이다. 특히 자본재, 조선, 기계 등의 업종이 '26년 실적 개선 흐름이 탄력적으로 이루어지고 있고, 그 외에도 자동차, 금융(은행, 증권), 필수소비재 등의 실적 개선 탄력 또한 높게 나타나고 있다. 여전히 업종들 간의 실적 차별화 흐름이 두드러지고 있는 모습이나, 증시 전반으로 실적 개선 흐름을 이어질 수 있을 것으로 기대되는 만큼 이익모멘텀이 존재하는 업종들의 양호한 흐름이 지속될 수 있을 것으로 전망한다.

코스피, 업종별 '25년 영업이익 변화 (10월 초 대비)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피, 업종별 '26년 영업이익 변화 (10월 초 대비)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 11월 5일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.