

‘25년 11월

국내외 주식시장 전망

본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성되었으나 본 자료의 내용은 단순 참고용으로 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없습니다. 따라서 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재 관련 증빙 자료로 활용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

삼성자산운용

Executive Summary

01 미국 증시 전망

- 미국 정부 장기 셧다운 및 미중 무역 갈등 확대 상황에서도 AI 기업들의 견조한 실적에 힘입어 상승세 지속
- 미·중의 AI 전략 차별화, 미 빅테크의 Capex 확대, 기술 발전 속도 감안시 AI 모멘텀은 견고
- 90년대 후반의 증시 흐름을 비교하면, AI 진화 과정에서 증시 상방압력이 강해질 수 있는 국면이라고 판단
- Capex 업사이클이 지속되는 국면에서 미국 증시 이익 성장은 대형 Tech주가 지속 주도할 것
- AI사이클 훼손(CAPEX 증가 감속) 또는 외부변수(통화정책 급변) 등이 아니라면 지수 상승 방향성 유지될 것

02 신흥국 증시 전망

- 미중 불확실성 완화 및 4중 전회 정책 기대감 등에 따른 벤류에이션 확대가 증시 상승을 견인
- 3분기 경제성장을 소비·투자 부진 여파로 연중 최저 성장을 기록: 소비 둔화세 지속되고 있다는 점 부담
- 유동성 지표 반락하며 디플레 탈출 기조 부재, 부동산 지표 둔화되고 있다는 점도 증시 하방 요인
- 경기/이익 편더멘털 개선 부재한 가운데 벤류에이션 부담 ↑: 중소형 HW 및 휴머노이드 등 선별적 투자 필요

03 국내 증시 전망

- 반도체 업사이클 지속되며 연초이후 삼성전자와 SK하이닉스의 KOSPI 상승 기여도 각각 14%p, 13%p
- 최근 증시 상승의 본질은 반도체 업사이클 및 한국 증시의 구조적 변화도 반영하고 있는 것으로 판단
- 산업재 및 금융섹터의 이익/시총 비중 확대에 따른 쏠림현상 완화도 벤류에이션 디스카운트 해소로 이어질 것
1) 반도체 + 산업재 증시 영향력 확대: 이익 변동성 높은 산업 특성상 PER 보다 PBR을 통한 가치평가가 유효
2) 금융 시총 비중 증가: 자본시장 활성화 정책으로 대표적인 저PBR 섹터인 금융섹터의 PBR 확대 가능성
- 벤류에이션 디스카운트 해소 및 자본시장 활성화 등으로 KOSPI PBR은 추세적으로 1.4배까지 확대 가능

Agenda

01 미국 주식시장

02 신흥국 주식시장

03 국내 주식시장

'25년 11월 금융시장 전망
미국 주식시장

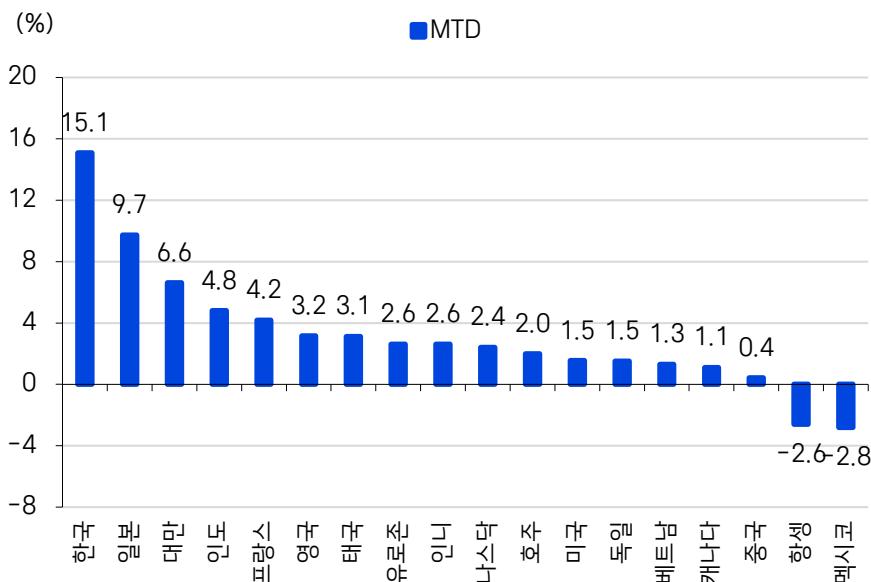
미국 주식시장

[글로벌 증시 수익률] AI인프라 관련 국가 및 美 섹터 강세

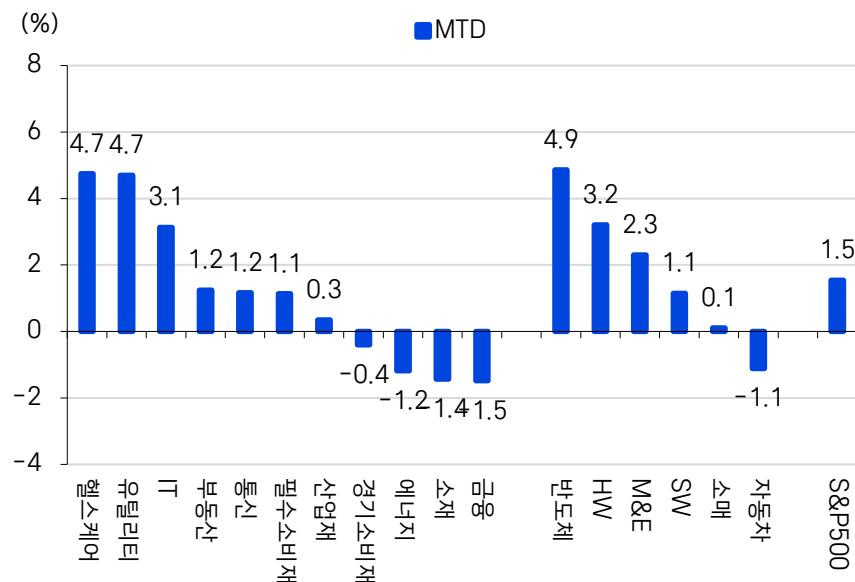
미국 정부 장기 셧다운 및 미중 무역 갈등 확대 상황에서도 AI 기업들의 견조한 실적에 힘입어 상승세 지속

- 10월 국가별로는 한국, 일본, 대만 증시가 강세 기록; 한편 미국 증시는 1.5% 상승하며 AI 모멘텀 지속
- 한국 증시, 삼성전자의 글로벌 AI 생태계 편입, DDR 전환 이슈 등으로 반도체 업사이클이 지속됨에 따라 외국인 순매수세 강화되며 상승세 지속
- 일본 증시는 반도체, AI, 바이오 등 산업에 대한 전략적 육성을 강조했던 다카이치 사나 행정부 출범으로 강세 기록
- 미국 섹터별로는 AI전력, 반도체 등 AI 인프라 관련 종목들의 강세 지속

10월 국가별 주식시장 수익률 : AI인프라 관련국 강세



10월 미국 섹터별 수익률 : AI 모멘텀 + H/C



주: 10월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

주: 10월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

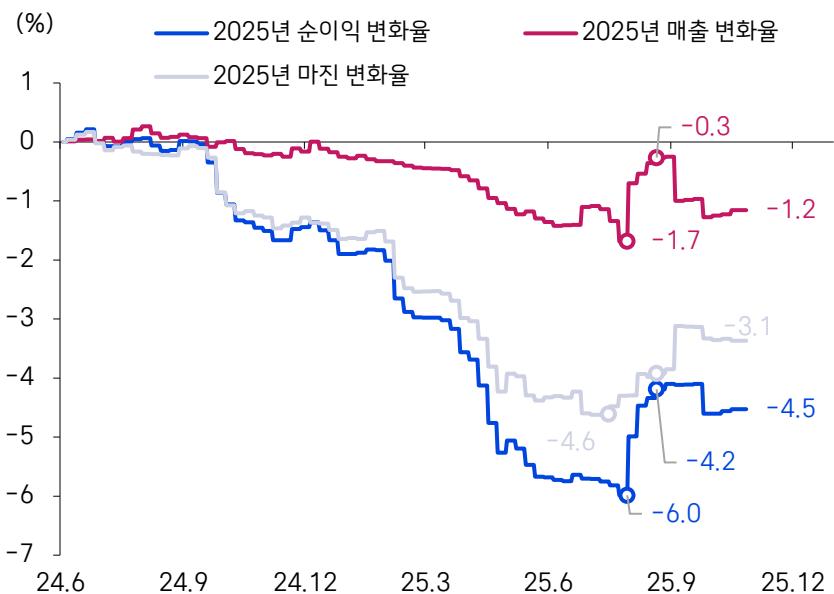
미국 주식시장

미국 기업 이익 마진 전망치 개선

낙관적 관세협상 및 산업육성 정책 등으로 이익 상향조정 * 경기둔화 예상되어 낮은 비율로 소비자에게 비용 전가할 것

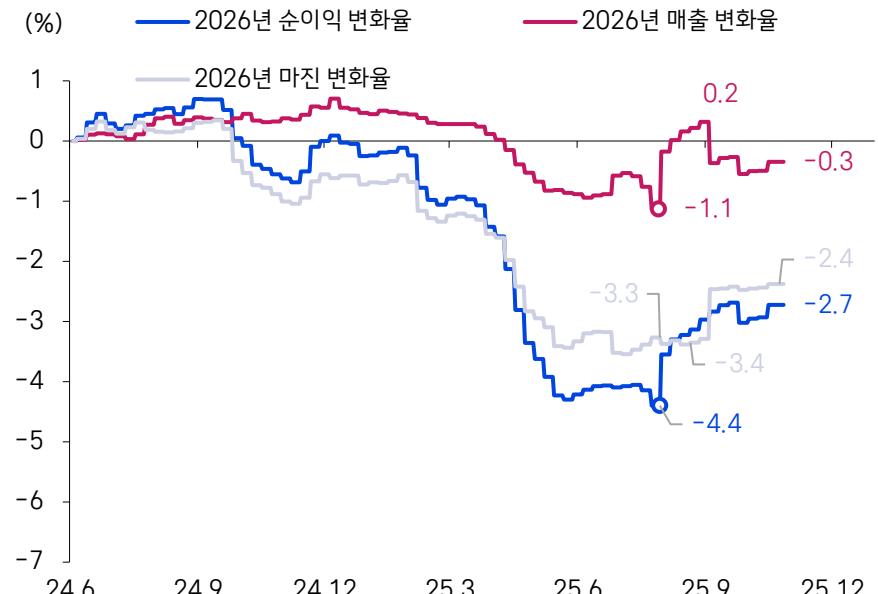
- 관세 관련 이익 하향조정이 나타났던 美 증시에서 이익 상향조정세 확인 * '25년 순이익 전망치 연초대비 변화율 $\Delta 6.0\% \rightarrow \Delta 4.5$, 매출 $\Delta 1.7 \rightarrow \Delta 1.2$
- 양호한 2분기 실적, OBBBA 법안의 가속상각 등에 대한 기대감이 반영되고 있는 것으로 판단
- 2025년과 2026년 연초대비 마진 변화율이 각각 $\Delta 3.1\%$, $\Delta 2.4\%$ * 최근 매출 하락, 순이익 견조로 마진 소폭개선
- 한편 향후 소비자의 구매력에 따라 소비자 전가 비율(가격인상) 정해질 전망 * 경기 둔화가 예상되어 낮은 소비자 전가 비율로 비용전가가 진행될 것

2025년 이익 레벨별 연초대비 변화율



주: 10월 27일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

2026년 이익 레벨별 연초대비 변화율

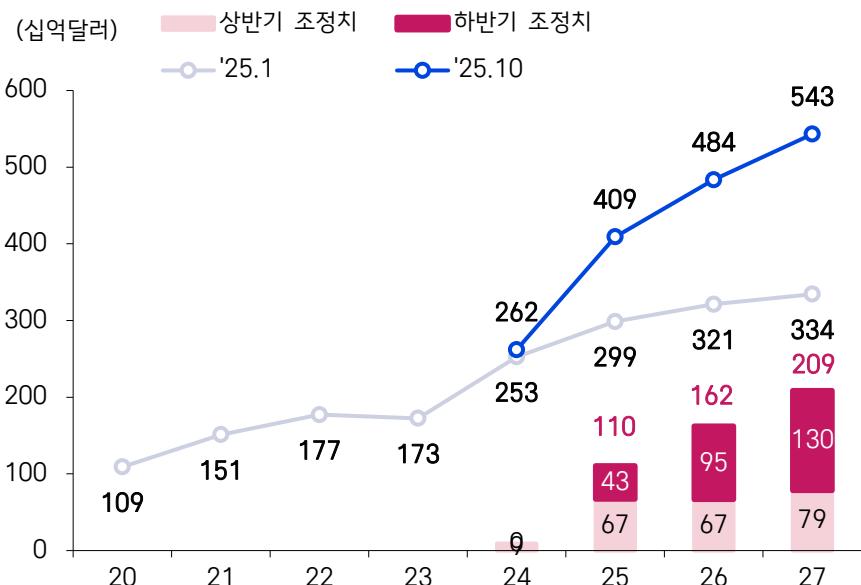


주: 10월 27일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

미·중의 AI 전략 차별화, 미 빅테크의 Capex 확대, 기술 발전 속도 감안시 AI 모멘텀은 견고

- 하반기 이후 하이퍼스케일러의 CAPEX 사이클의 재가속 : ① 7월 이후 추론 성능 강화 AI 출범, ② AI 추론 가격 하락에 따른 보급화 기대감 등에 기인
- AI 추론성능 향상 및 이를 위한 인프라 기반 강화로 Agentic AI 전환 가속화 전망: AI인프라 소티지 + Agentic AI 수혜 섹터에 투자
- 미중 무역갈등은 주가 급락한 '25.4월보다 19년 사례와 유사할 것으로 전망 *'19.5월 미국 협상중단 및 관세 인상 선언, 주가 조정폭은 5~6% 후 재상승
- 미·중 갈등으로 AI 확장 추세가 훼손되는지가 핵심 : 미·중의 AI 전략 차별화, 미 빅테크의 Capex 확대, 기술 발전 속도 감안시 AI 모멘텀은 견고

빅테크 CAPEX 증가율 상향조정



과거 무역갈등에 따른 여진(△5 ~ △7%)



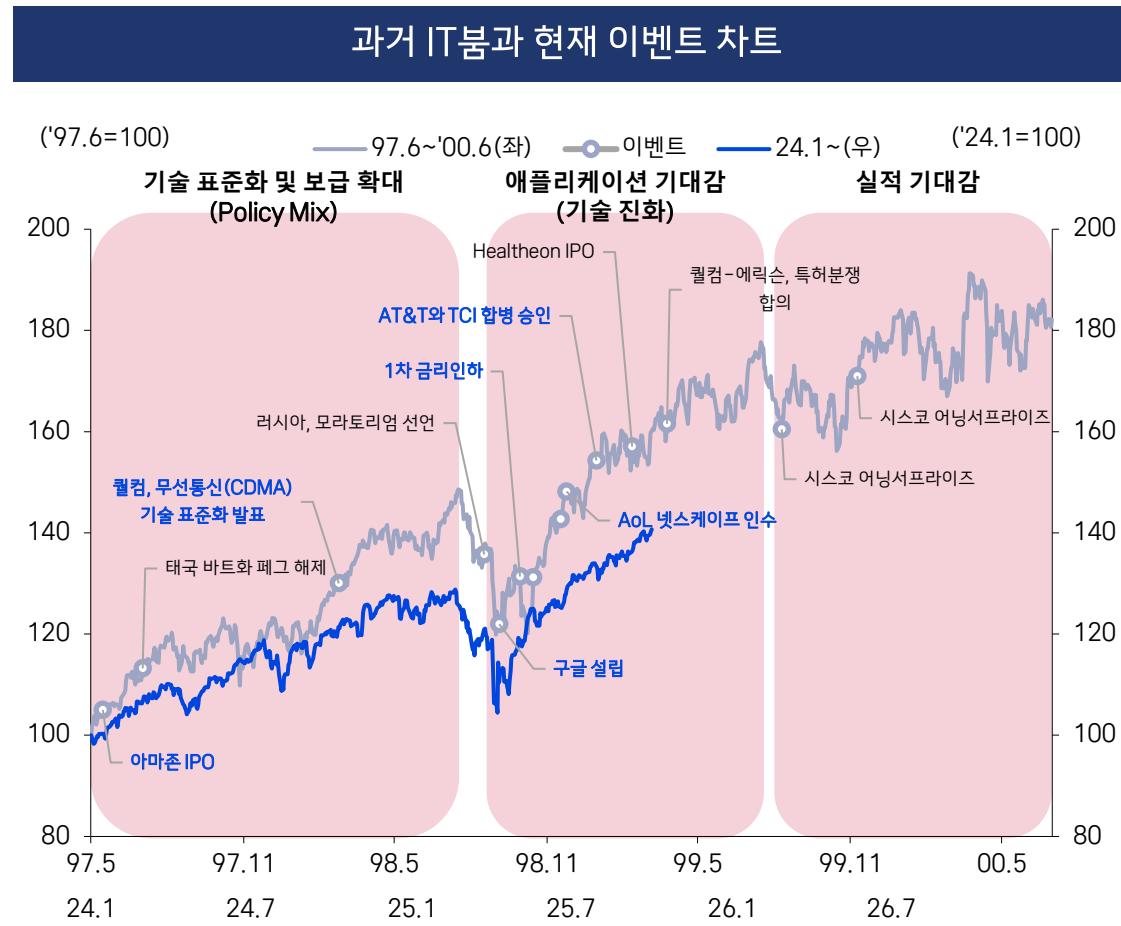
주: 10월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

주: 10월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식시장

90년대 증시 버블 단계와 유사한 흐름을 보이고 있어

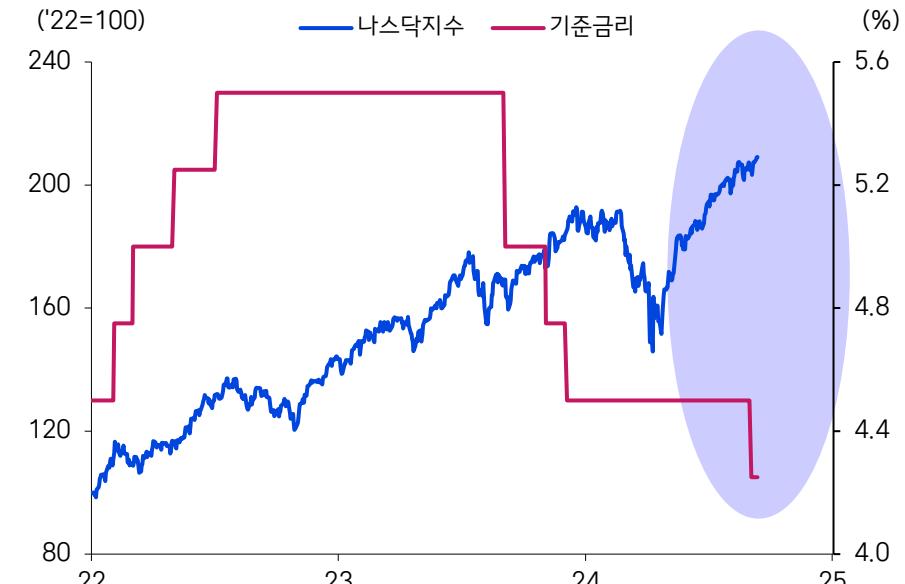
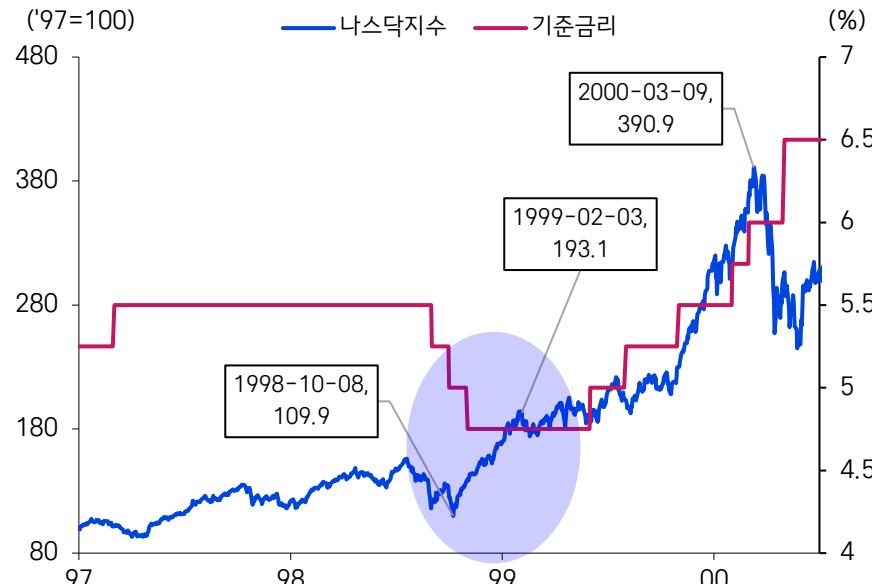
90년대 후반의 증시 흐름을 비교하면, AI 진화 과정에서 증시 상방압력이 강해질 수 있는 국면이라고 판단



- 90년대 IT 버블은 1) 기술 표준화 및 보급화 확대, 2) 어플리케이션 기대감, 실적 기대감 등의 순서로 진행
 - 기술 표준화 및 보급 확대 국면에서는 통화정책과 산업 육성 정책의 Policy Mix가 기반되었음
 - 이후 기술의 진화과정에서 증시 버블 형성 가속
 - 2025년 증시는 OBBBA 발표에 따른 투자 가속, 완화적 통화정책에 따른 조달비용 감소 등 버블형성 초기 단계
 - 2025년 7월 들어 AI 추론성능 강화, AI 추론 비용 하락 등으로 AI 기술 진화 기대감 형성
-) AI기술이 Agentic AI 확장되는 상황에서 증시 상방압력이 강화될 수 있다고 판단

Policy Mix에 따른 기술 발전 가속화 전망

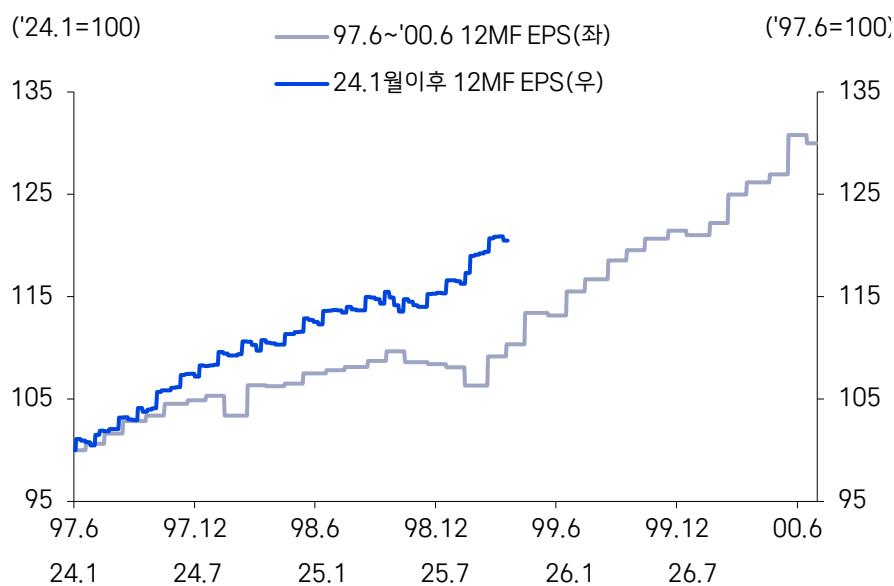
- 90년대 IT 기술 발전의 가속 트리거는 클린턴 행정부의 정보통신법
- 당시 세액 공제 및 세금 감면 등을 통해 민간 투자를 촉진함과 더불어 금융기관 대출을 연계하여 기술 성장에 필요한 유동성 투입
- OBBBA는 세액 공제보다는 가속상각에 초점을 맞춰 첨단 제조업 산업 투자를 유도. 한편 금리인하를 통한 자금조달 비용 감소



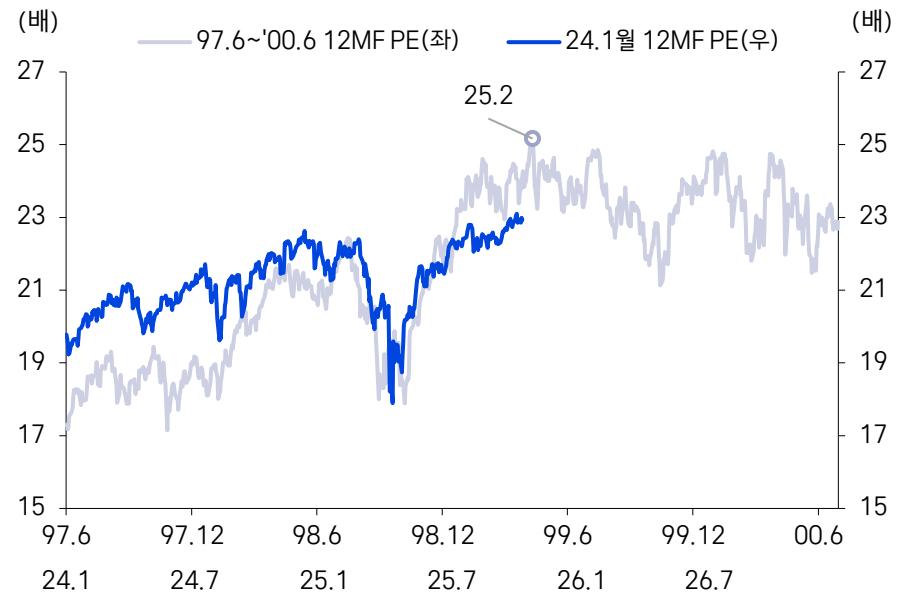
90년대 IT버블 대비 높은 이익 성장과 낮은 밸류에이션 부담

- 90년대 IT 버블 당시보다 강한 EPS 상승이 지속: 이익 펀더멘털이 뒷받침되는 추세적 상승세가 이어질 것으로 판단
- 이익성장이 뒷받침되고 있기 때문에 IT 버블 당시 대비 밸류에이션 부담도 상대적으로 낮음

과거 IT버블 대비 EPS 추이



과거 IT버블 대비 12개월 선행 PER 추이



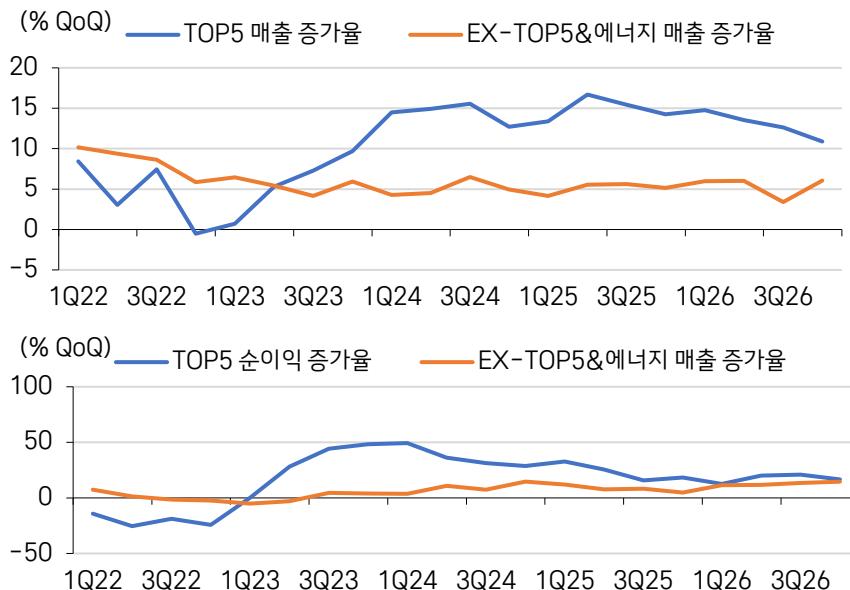
주: 10월 27일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

주: 10월 27일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

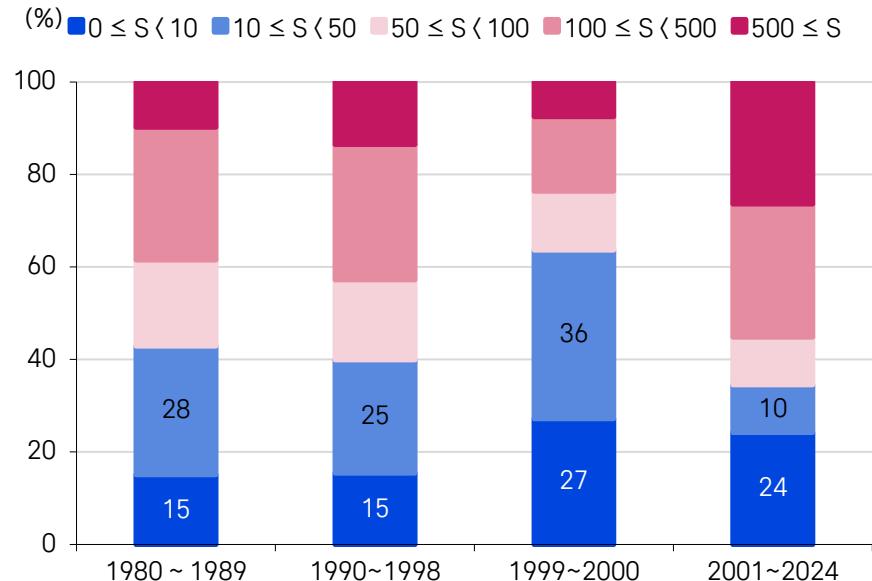
Capex 업사이클이 지속되는 국면에서 미국 증시 이익 성장은 대형 Tech주가 지속 주도할 것

- Capex 업사이클이 지속되는 국면에서 미국 증시 이익 성장은 대형 Tech주가 지속 주도할 것으로 전망
- 한편 과거 IT버블 사례로 미뤄 매출 성장이 낮은 기업들의 상장 비중이 급증하면 주의할 필요
- 기술 진화 국면에서 이익창출능력은 낮지만 새로운 기술을 활용하는 상품/서비스 제공 기업의 출범하며 버블을 형성
- 증시에 저수익 기업의 비중이 높아진다는 것은 이익 편년멘털 약화로 이어진다는 점 유의

빅테크의 수익성 우위 지속



저수익 기업의 상장 비중 높아지면 주의할 필요



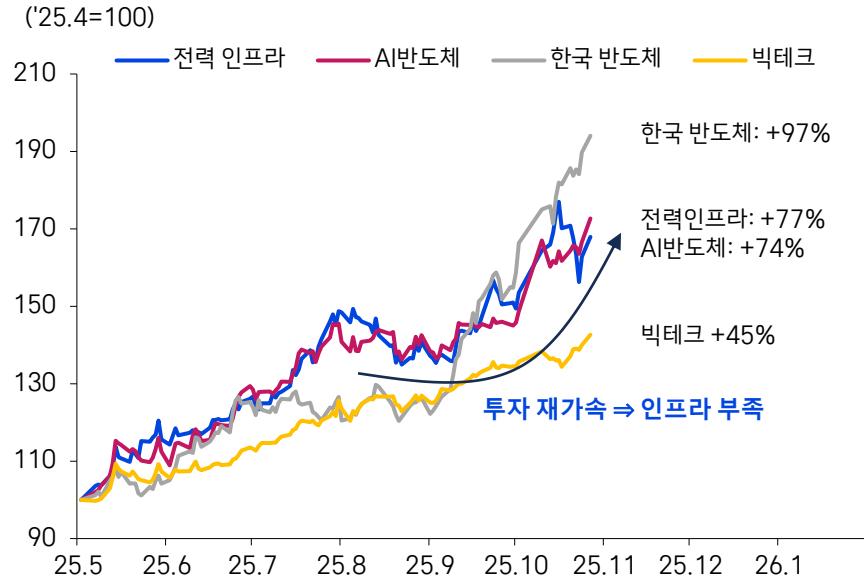
주: 10월 27일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

주: 10월 27일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

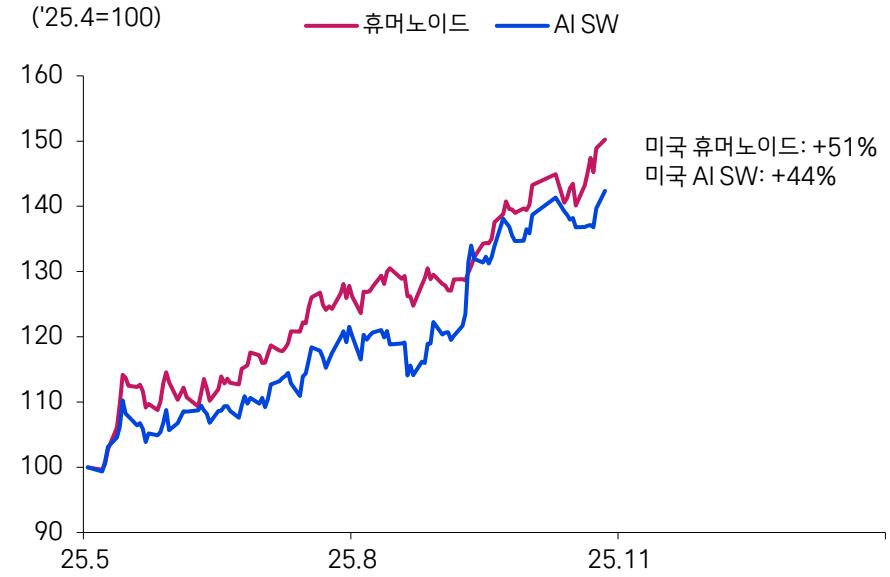
AI인프라 쇼티지 + Agentic AI 수혜 섹터에 투자 권고: 美 빅테크, AI인프라, 韓 반도체 등 AI주도주 중심 P/F

- AI 하드웨어 및 인프라 단계에서의 공급 부족 현상이 지속됨에 AI칩, 데이터센터, AI전력인프라 섹터에 대한 긍정적 시각 유지
- 미국 빅테크 중심으로 Agentic AI 기술 표준화가 진행되고 있어 AI 주도력은 견고할 전망
* 중국 Tech는 미국 정부의 경제 및 규제로 AI 확장성 제한되어 상대적으로 기술 주도력 약할 것
- Agentic AI 확산으로 빅테크 AI의 다각화 전망되어 빅테크에 대한 긍정적 시각 유지 * AI 관련 이익 : 클라우드 서비스 → Agentic AI 중심

AI 관련 투자 재개는 인프라 부족 내러티브로 이어져 : 향후 Agentic AI 부각으로 빅테크 주도 증시 강세 전망



주: 10월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

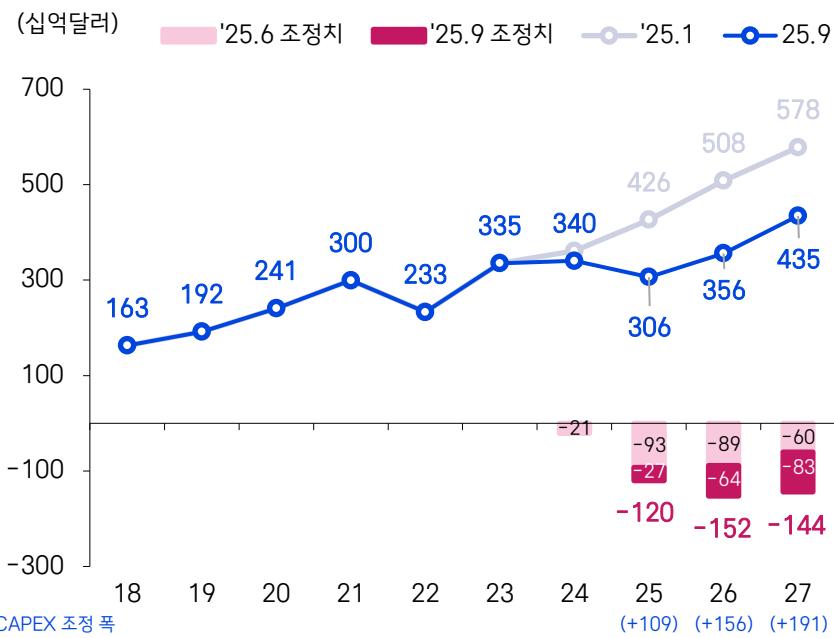


주: 10월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

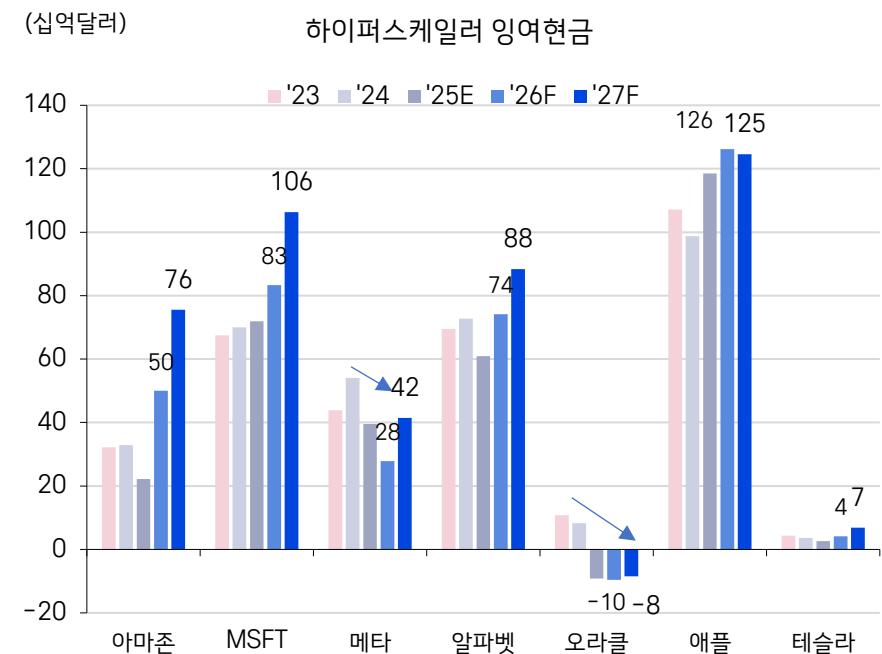
하이퍼스케일러의 자본지출은 잉여현금에서 동원: 향후 빅테크 주가 방향은 투자여력에 따라 달라질 것

- '25년 자본지출 증가분(1,090억달러)은 잉여현금(+1200억달러)에서 동원: '26년 및 '27년 자본지출 증가분도 잉여현금 감소분과 비슷한 수준
- 향후 빅테크에서도 투자여력(잉여현금)에 따라 주가 차별화가 나타날 것으로 전망

잉여현금을 활용한 자본지출 증가



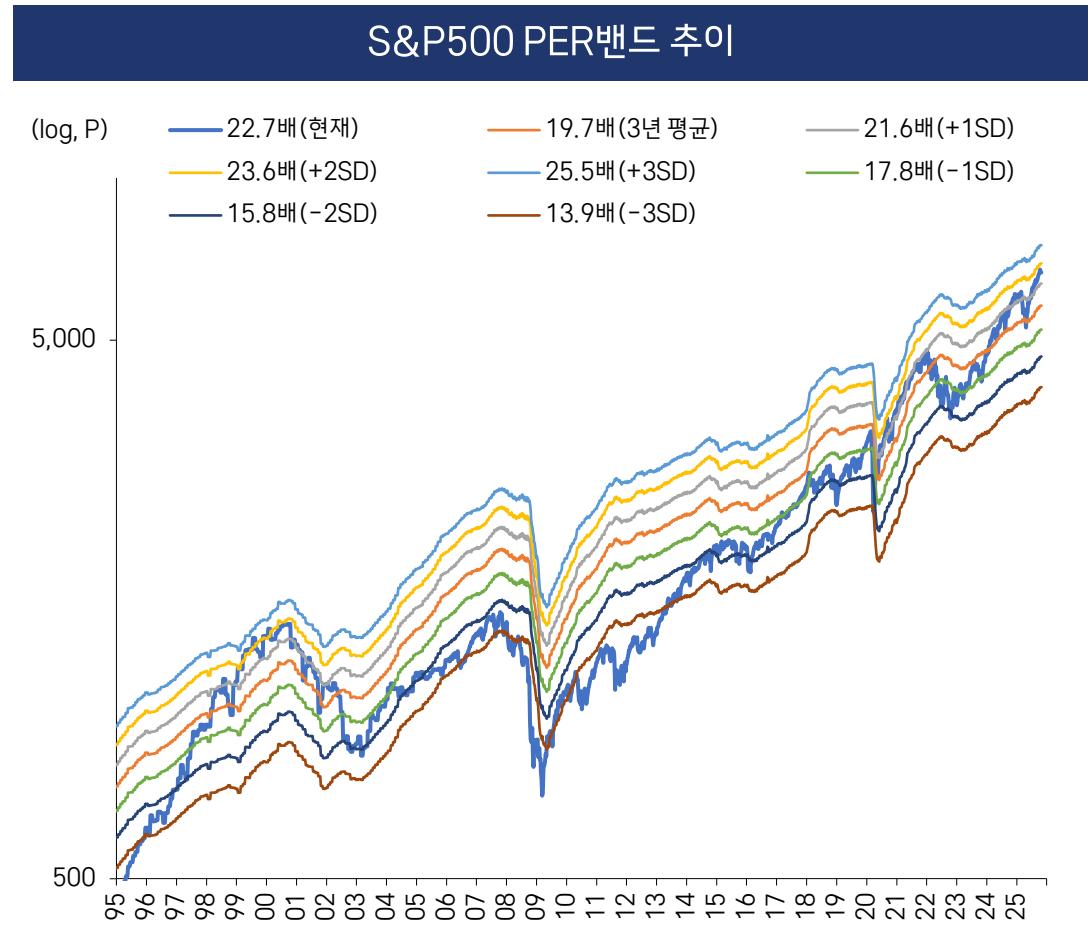
빅테크 주가 차별화 = 투자여력 차이



주: 10월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

주: 10월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

AI사이클 훼손(CAPEX 증가 감속) 또는 외부변수(통화정책 급변) 등이 아니라면 지수 상승 방향성 유지될 것



- AI 투자 사이클의 재확장세가 지속되고 있는 가운데 미국 증시내 AI모멘텀은 지속될 것으로 판단
- CAPEX 사이클은 2026년에도 이어질 것으로 예상되며 AI사이클 훼손(CAPEX 증가 감속, 데이터센터 건설지연, 저비용 기술 혁신 등) 또는 외부변수(미중 기술 전면전, 통화정책 급변, 인플레 재부각) 등이 아니라면 지수 상승 방향성 유지될 것
- 단기적으로 지수 급등 피로도로 일시적 지수 상승 속도 둔화는 나타날 수 있으나 밸류에이션 확장 기조는 지속될 것(현 S&P500 12MF PER 22.7배)
- 이에 연말기준 S&P500 7,000pt 전망 유지

주: 10월 22일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 11월 금융시장 전망
신흥국 주식시장

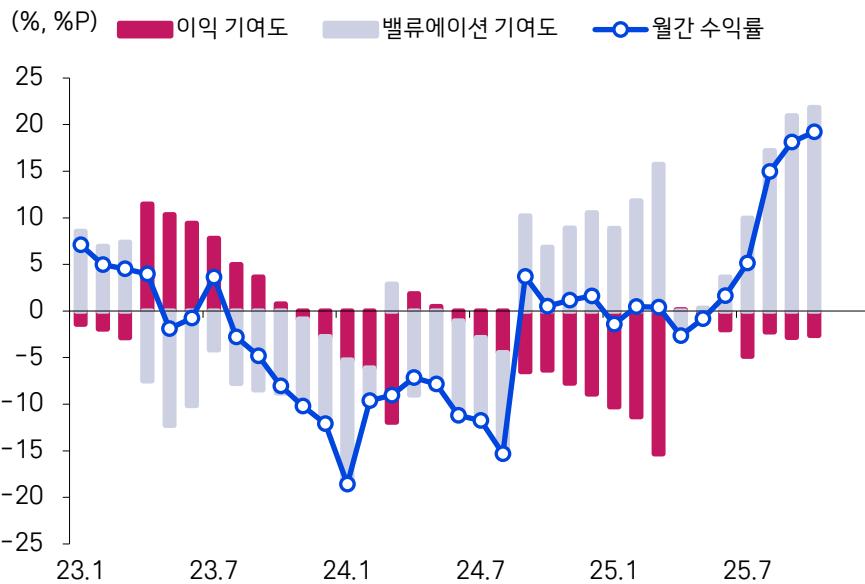
중국 주식시장

미중 관세협상 기대감 및 정책 기대감에 증시 상승세 지속

미중 불확실성 완화 및 4중 전회 정책 기대감 등에 따른 밸류에이션 확대가 증시 상승을 견인

- 연휴 이후 중국 정부는 희토류 수출 통제, 미국 선박 항망 수수료 부과, 웰컴 반도점 위반 조사 등 미국 제재안 발표 * 미국은 추가 관세 100% 예고
- 이후 APEC 미중 정상회담에서 관세협상이 완만하게 진행된다는 소식에 증시 랠리
- 한편 4중 전회에서 발표된 15차 5개년 계획을 계기로 소비 강화, AI+ 추진, 공급측 개혁 등에 대한 기대감도 증시 상방압력 강화
- AI 자국화 과정에서 중국 중소형 HW가 강세를 보였으며, 이에 따라 심천지수가 타 증시대비 아웃퍼폼

중국의 디플레 장기화



주: 10월 28일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 증시 섹터별 수익률

| 25년 하반기 % | 상해 | 심천 | 홍콩 |
|-----------|------|-------|------|
| IT | 59.4 | 33.7 | 17.8 |
| 통신 | 7.8 | 104.8 | 5.1 |
| 경기소비재 | 13.3 | 6.2 | 20.9 |
| 금융 | -0.8 | 11.5 | 5.4 |
| 산업재 | 23.8 | 33.7 | 20.4 |
| 에너지 | 9.0 | 12.3 | 17.1 |
| 소재 | 41.5 | 32.0 | 62.1 |
| H/C | 15.7 | 7.1 | 18.9 |
| 필수소비재 | 1.5 | 6.6 | 5.0 |
| 유ти리티 | 7.4 | 9.8 | -1.2 |
| 대표지수 | 14.7 | 21.6 | 9.8 |

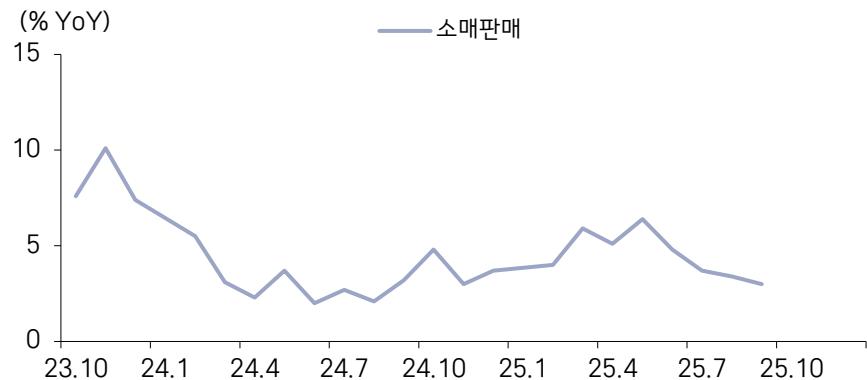
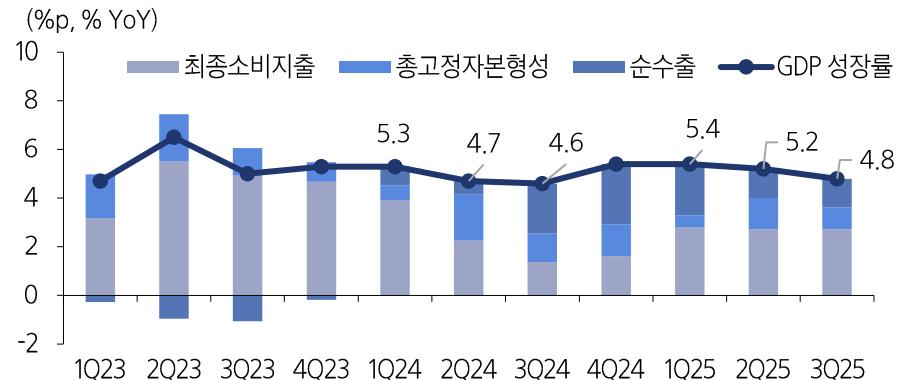
주: 10월 28일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 주식시장

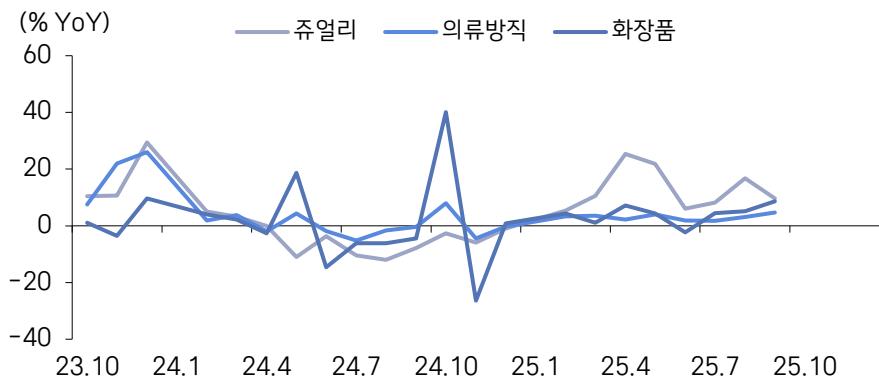
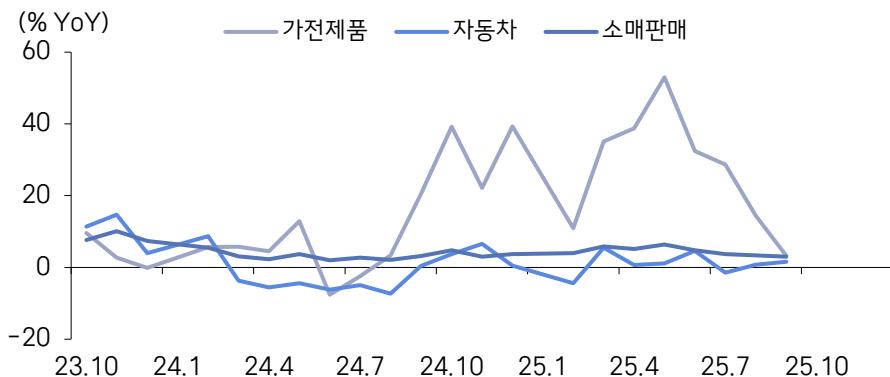
[내수] 중국 경기 하단을 지지하는 소비시장의 둔화세

중국 3분기 경제성장을 소비·투자 부진 여파로 연중 최저 성장률 기록: 소비 둔화세 지속되고 있다는 점도 부담

3분기 GDP 성장을 4%대 기록 : 고정자산투자 둔화에도 소비가 경기 지지 * 소매판매 증가율 하락으로 경기둔화세 부각



이구환신 보조금 재개에도 자동차 및 가전제품 판매율 하락세 지속



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서처센터

중국 주식시장

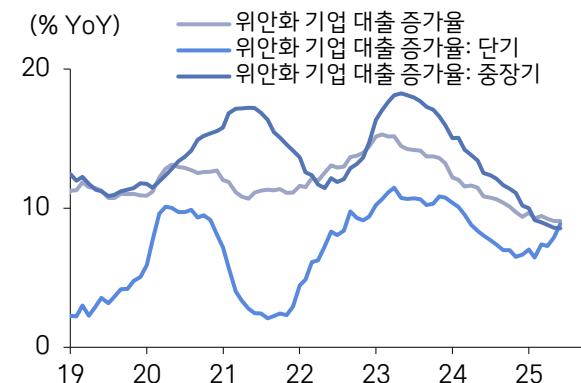
[유동성 및 부동산] 디플레 압력 지속, 유동성 확장 부재

유동성 지표 반락하며 디플레 탈출 기조 부재, 부동산 지표 둔화되고 있다는 점도 증시 하방 요인

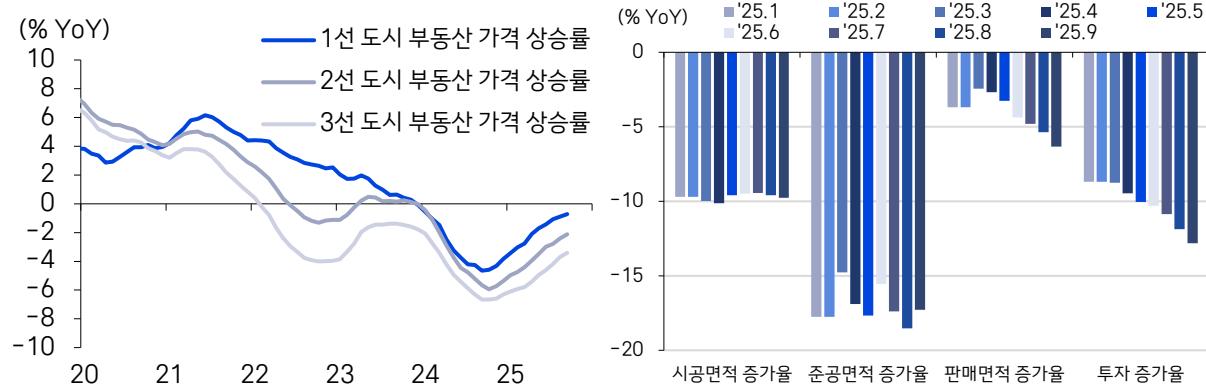
중국 신용자금지수 최근 하락반전 : 유동성 확대 폭이 감소하고 있어



기업 대출 증가율 하락세,
단기 대출 소폭 반등

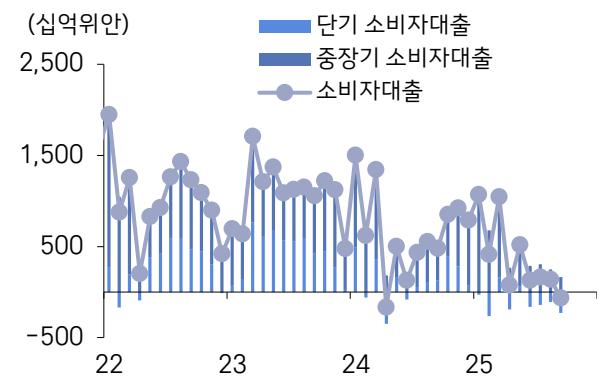


부동산 가격은 반등세 지속하고 있으나 부동산 개발 투자 부진



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

디플레 지속, 대출부진 심화



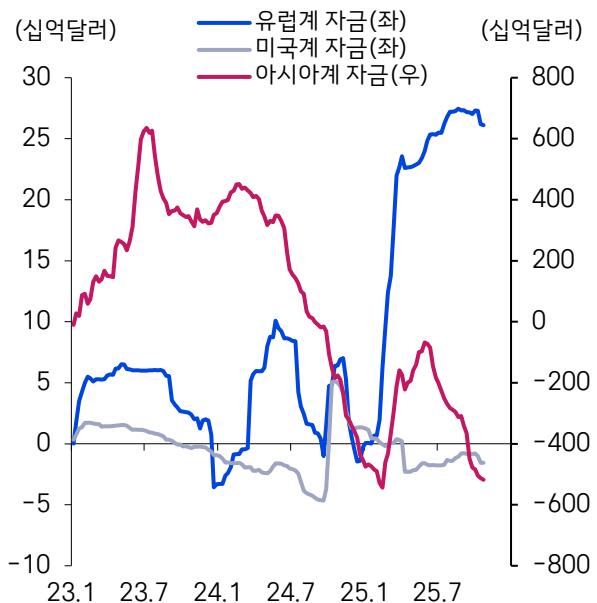
중국 주식시장

CSI300에 대한 3개월 투자의견 중립 유지

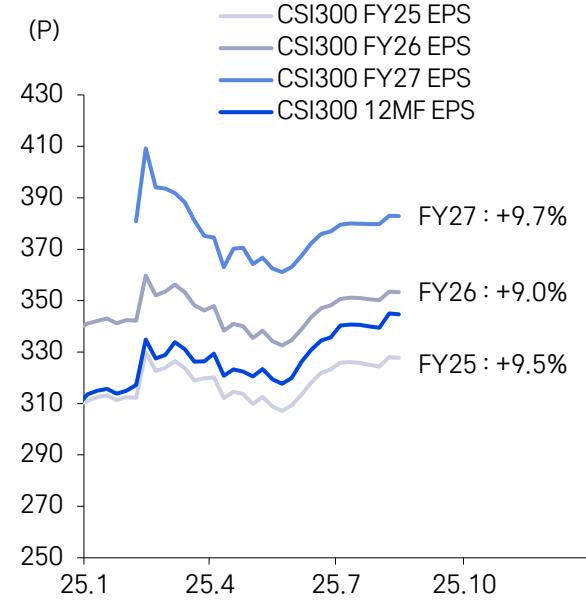
경기/이익 편더멘털 개선 부재한 가운데 밸류에이션 부담 ↑ : 중소형 HW 및 휴머노이드 중심 선별적 투자 필요

- 디플레 지속, 소매판매/주택판매 둔화, 중국 기업이익 하향조정 가능성 등은 증시 하방 압력 가중
- 이익 및 경기 편더멘털 개선이 부재한 가운데 현재 중국 12개월 선행 PER은 3년 평균치의 2표준편차 수준으로 밸류에이션 부담 점증
- 글로벌 AI 업사이클 국면에서 물리적 AI에 대한 상대적 강점이 부각될 수 있다는 점에서 중소형 HW 및 휴머노이드 관련 섹터는 관심 필요
- 중국 주요 정책 공백기인 가운데 매크로 지표 부진도 지속될 것으로 예상되어 3개월 투자의견 중립 유지

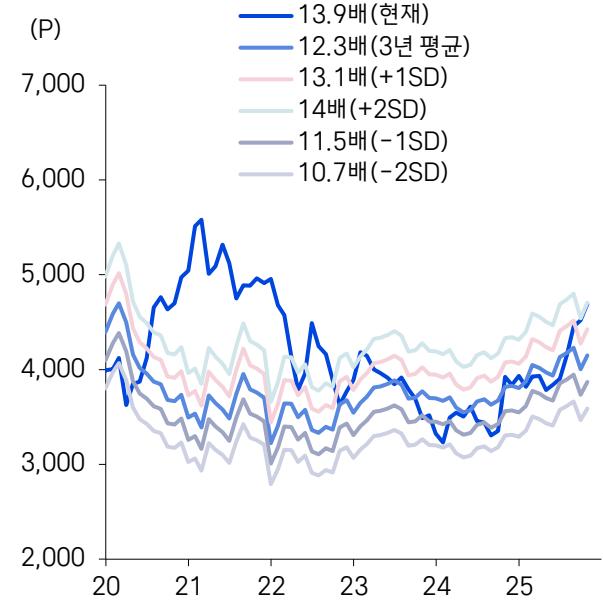
중국으로부터 아시아계 자금 유출



연간 EPS 전망치 추이



밸류에이션: 3년평균치 +2SD 수준



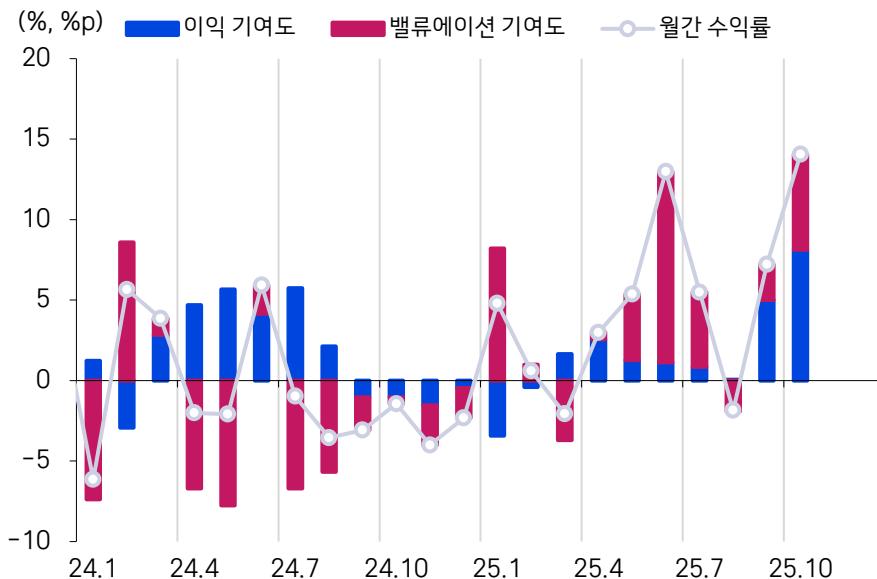
주: 10월 28일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25년 11월 금융시장 전망
국내 주식시장

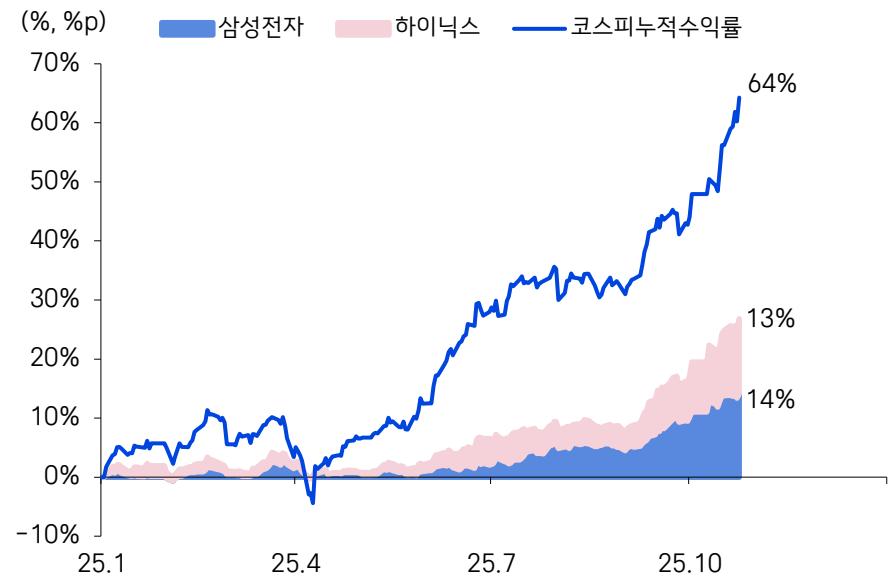
연초이후 삼성전자와 SK하이닉스의 KOSPI 상승 기여도 각각 14%p, 13%p * 반도체 업사이클이 중요해진 시점

- 8월이후 KOSPI 상승은 증시 리레이팅 기대감과 외국인 순매수세에 따른 밸류에이션과 더불어 이익 상승 기여도 상승에 기인
- 특히 한국 반도체 기업의 글로벌 AI 생태계 편입 및 DDR4 EOL 등으로 삼성전자와 SK하이닉스 상승세 지속
- 연초 이후 삼성전자와 SK하이닉스의 KOSPI 상승 기여도는 각각 14%p, 13%p로 합계 27%p 기록하며 증시 주도주로 부각
- 향후 주가지수의 추세적 상승은 이익 펀더멘털 뒷받침 필요한 가운데 반도체 업사이클이 중요해진 시점이라고 판단

코스피 이익 및 밸류에이션 기여도



코스피 상승 기여도(삼성전자&SK하이닉스 기여도)



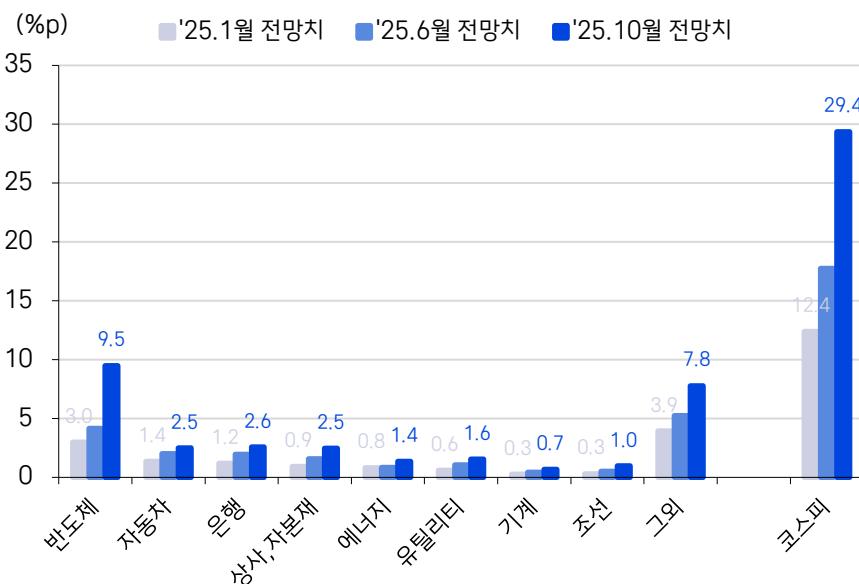
주: 10월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서처센터

반도체의 이익 기여도는 업사이클 반영되며 연초 3.0%p에서 9.5%p까지 상향조정

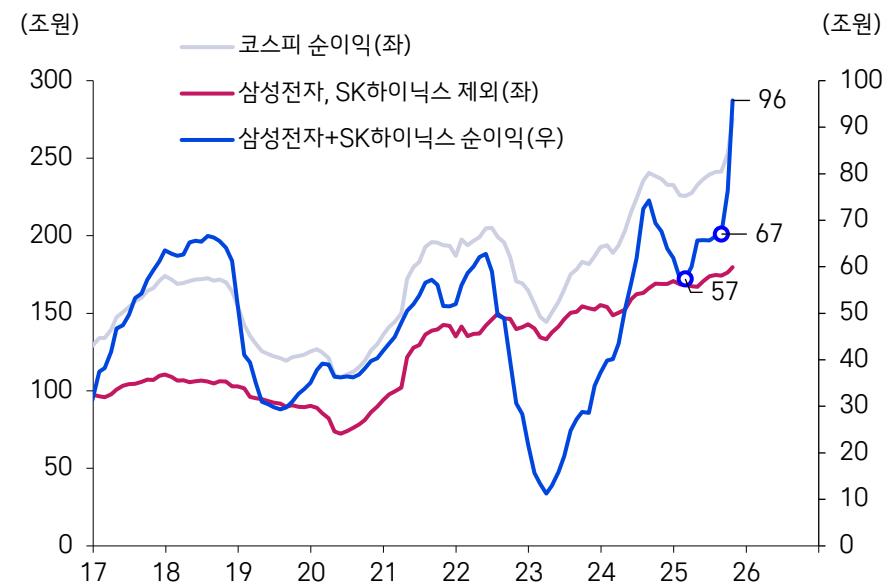
- 2026년 코스피 순이익은 267조원으로 전망(전년대비 +29.4% 증가)되는 가운데 반도체의 이익 기여도가 빠르게 상향조정
- 반도체의 이익 기여도는 업사이클 반영되며 연초 3.0%p에서 10/25일 9.5%p까지 상향조정되며 증시 이익 모멘텀 상승을 견인
- 특히 한국증시에서 시총비중이 가장 큰 삼성전자와 SK하이닉스의 순이익은 [2월] 57조 → [8월] 67조 → [10월] 96조로 빠르게 상승
- 삼성전자 및 SK 제외한 순이익도 반등하며 한국 증시의 이익 모멘텀 지속 강화

'26년 섹터별 이익 기여도: 반도체 중심 이익 기여도 상승



주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서처센터

대형 반도체주, 증시 이익 모멘텀 견인

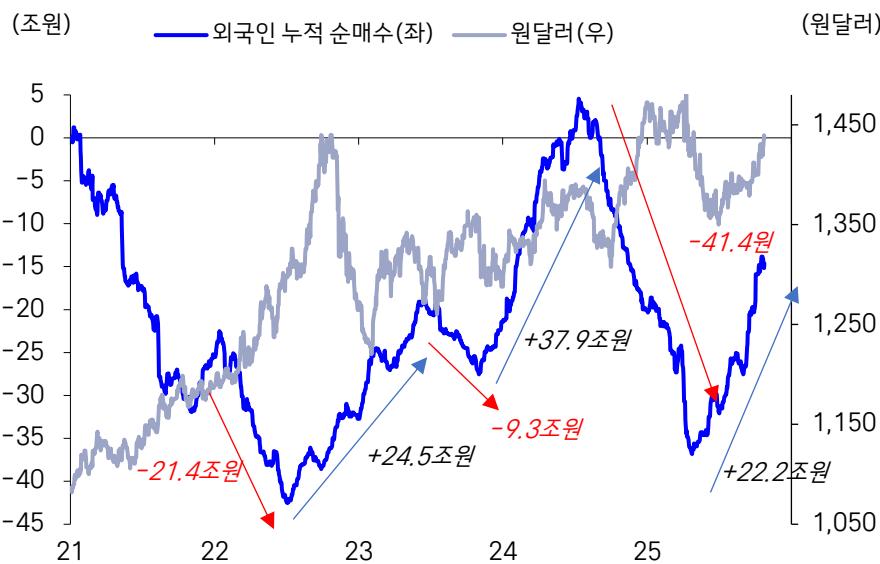


주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서처센터

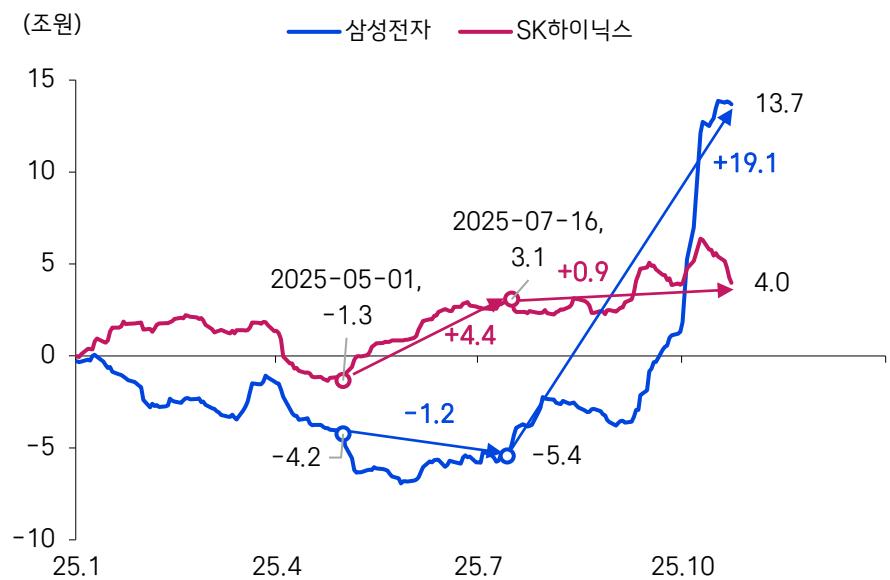
2025년 상반기 SK하이닉스만 순매수하던 외국인들은 7월들어 삼성전자 중심으로 순매수

- 글로벌 AI 모멘텀 반영되는 25년 4월 이후, 외국인은 22.2조원 순매수하며 증시 상승을 견인
- 한편 대형 반도체내에서 외국인들의 순매수 디커플링 확인 * ['25.5 ~'25.7] SK하이닉스 4.4조 순매수, ['25.7~'] 삼성전자 19.1조 순매수
- 7월 들어 삼성전자의 테슬라 수주 이슈 및 엔비디아 밸류체인 편입 기대감 반영되며 외국인 순매수한 것으로 판단
- 과거 반도체 공급자 우위국면에서 외국인들은 추세적으로 한국 증시를 순매수했다는 점 염두

외국인 순매수 패턴(저점 대비 22.2조원 순매수)



삼성전자와 SK하이닉스의 외국인 순매수 추이

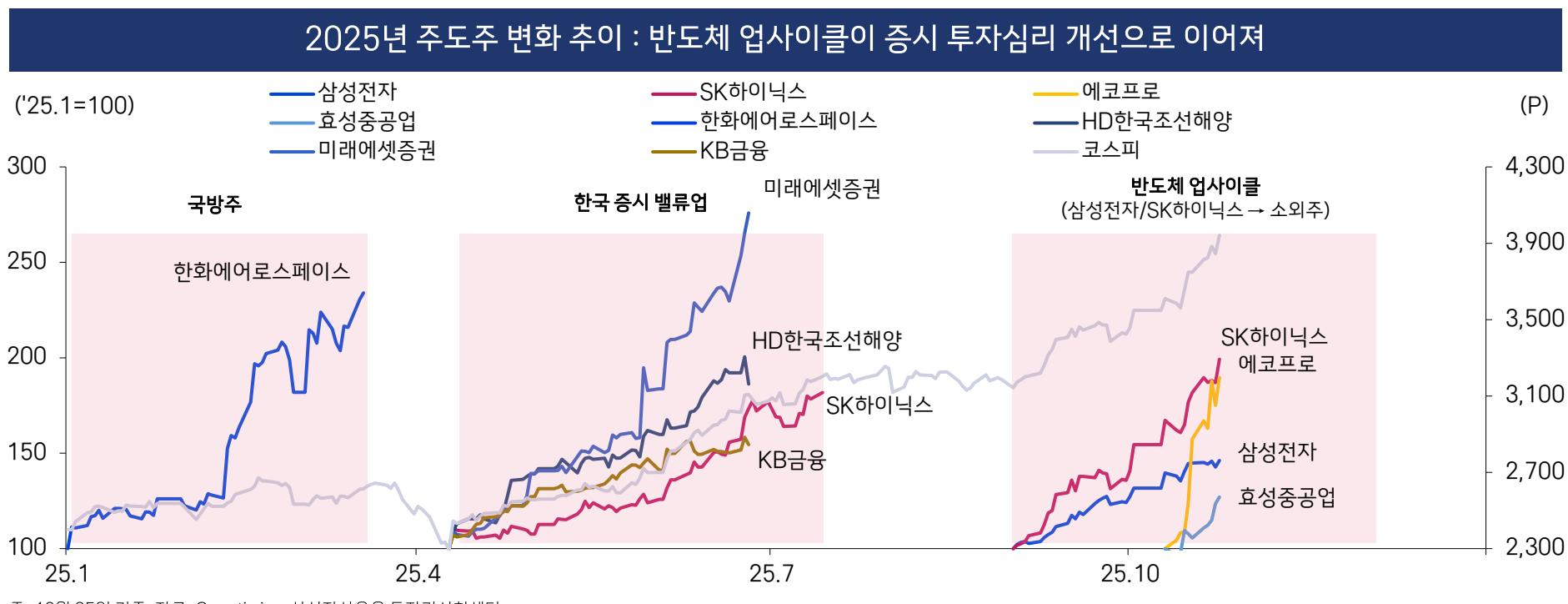


주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 반도체의 글로벌 AI 생태계 편입 기대감이 국내 AI 인프라 섹터 성장 기대감으로 확산

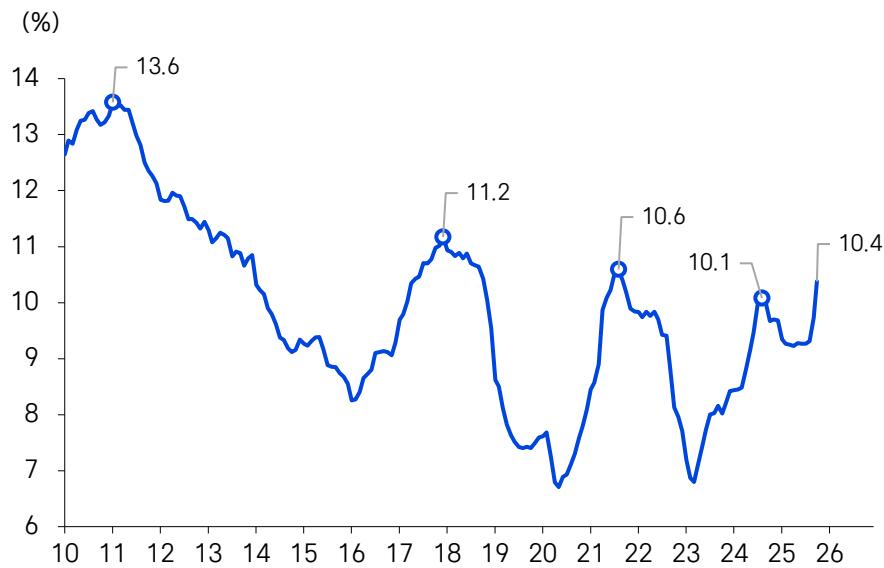
- 2025년 코스피 주도주 로테이션이 나타나며 증시 레벨업 * 코스피, 3,000pt 돌파(6/20일) 후 약 4개월만(10/25일)에 4,000pt 돌파 마감
- 한편 9월이후 시작된 반도체 랠리로 투자심리가 개선되며 10월 이후 AI 전력(2차전지 및 전력설비 등)으로 투자 온기 확산
- 한국 반도체의 글로벌 AI 생태계 편입과 더불어 국내 AI 생태계 확장에 대한 기대감도 반영되고 있는 것으로 판단



과거와는 다른 ROE 상승 요인 : EPS 상승보다는 PBR 확장에 따른 ROE 개선 확인 중

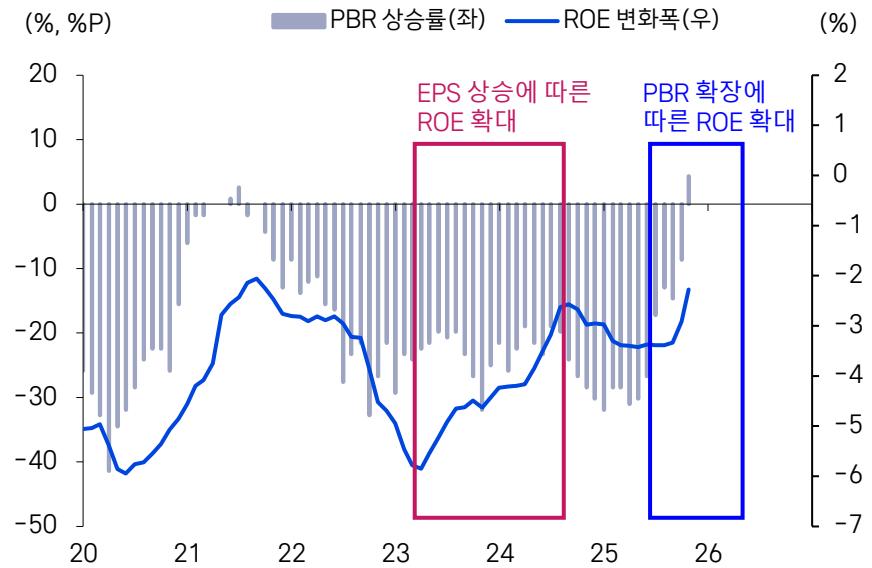
- 한편 반도체 업사이클에서 한국증시 ROE는 10%대를 상회한다는 점과 이번 AI사이클이 기존보다 강한 강도의 업사이클이라는 점 염두
- 과거 일본 증시 밸류업 프로그램 당시 주가 상승이 PBR 및 PER 지표의 동반 확대로 이어지며 ROE 개선이 미미했음
- 한국 증시는 반도체 업사이클로 EPS 상승 및 자본시장 활성화로 PBR 상승이 동반된다는 점에서 ROE 추가 확장이 가능
- 삼전 가치평가가 변동성 낮은 PBR로 산출되는 경우가 많고, 자본시장 활성화의 핵심이 PBR 확장이라는 점에서 내년 PBR 확장이 증시의 키지표

반도체 업사이클에서 ROE 11%대 유지 가능



주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서처센터

최근 ROE 확장은 PBR 개선에 기인

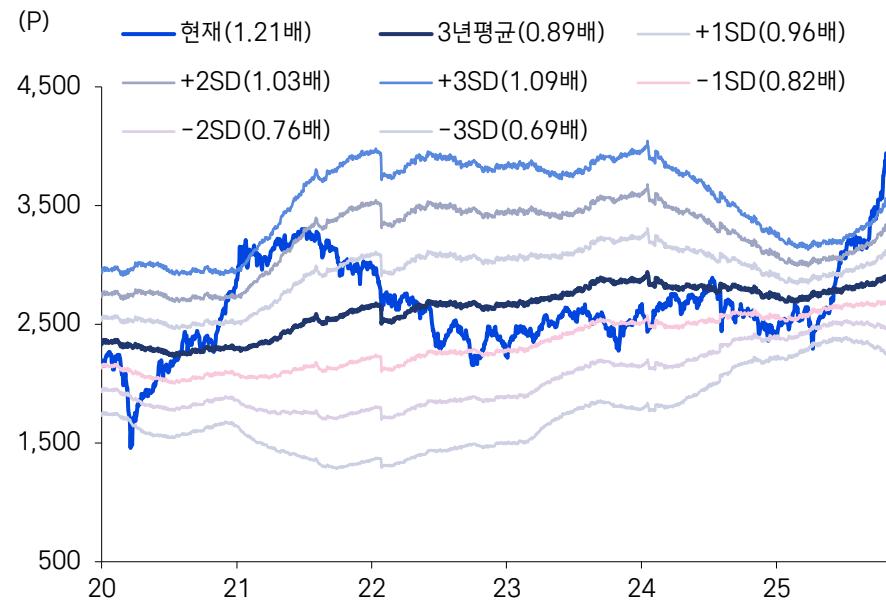


주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서처센터

현재 한국 증시의 PBR 수준은 한국 증시의 구조적 변화를 반영 중

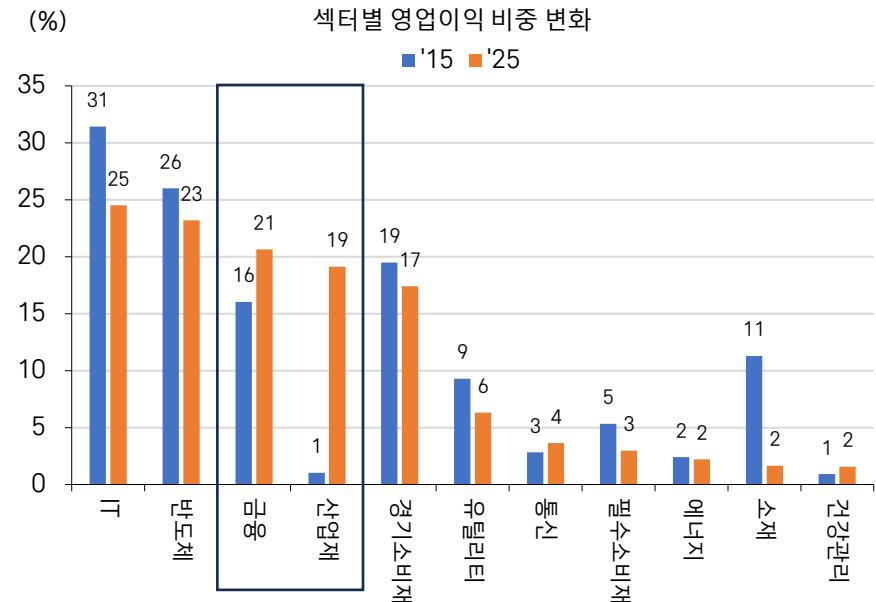
- 현재 코스피 12개월 선행 PBR은 1.23배로 3년 평균치의 +5.1표준편차 수준까지 상승: PBR 확장 사이클로는 설명이 어려워진 국면
- 한국 증시의 구조적 변화(영업이익과 시가총액 비중 변화)에 따른 증시 재평가가 반영되고 있는 것으로 판단
- 기존 반도체와 자동차에만 의지하던 한국 증시, 금융(자본시장 활성화) 및 산업체(한국 기업의 미국 노출도 상승) 이익 비중 확대
- 반면 최근 디플레 장기화 우려가 부각되는 중국 노출도가 높은 소재에 대한 비중은 축소

KOSPI 12개월 선행 PBR 추이 : 사이클로 설명 어려워



주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

산업구조 변화: 산업체와 금융의 영업이익 비중 확대



주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

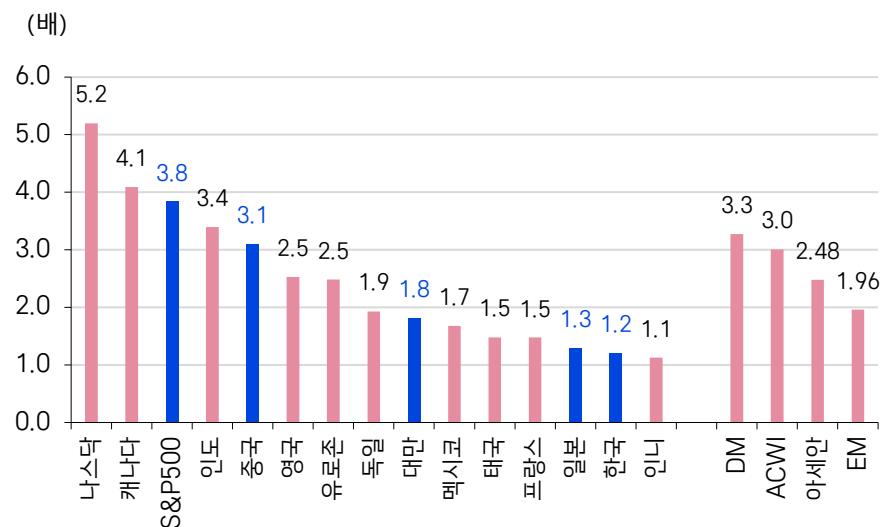
한국 주식시장

이익 및 시총 쏠림현상 완화로 한국의 증시 리레이팅 가능하다고 판단

산업재 및 금융섹터의 시총 비중 확대에 따른 쏠림현상 완화는 밸류에이션(PBR) 디스카운트 해소로 이어질 것

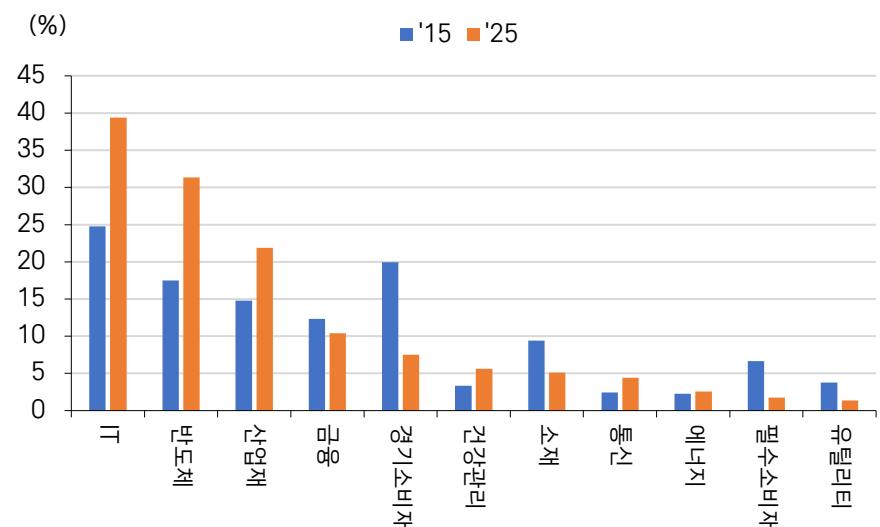
- 최근 증시 반등이 한국의 이익 비중 변화를 점진적으로 반영하고 있으나 글로벌 피어대비 한국증시의 PBR은 여전히 낮은 수준
- 과거 한국 증시는 반도체와 경기소비재(자동차) 시총 비중이 높음에 따른 변동성 확대는 증시 디스카운트 요인 중 하나였음
- 산업재와 금융섹터의 시총 비중 확대에 주목 * 산업재와 반도체 섹터의 시총 비중 확대는 미국 구조적 노출도 확대에 기인 현 비중 수준 유지 전망
 - 반도체 + 산업재 증시 영향력 확대: 이익 변동성 높은 산업 특성상 PER 보다 PBR을 통한 가치평가가 유효
 - 금융 시총 비중 증가: 자본시장 활성화 정책으로 대표적인 저PBR 섹터인 금융섹터의 PBR 확대 가능성

국가별 PBR 수준



주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 시총비중 변화



주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

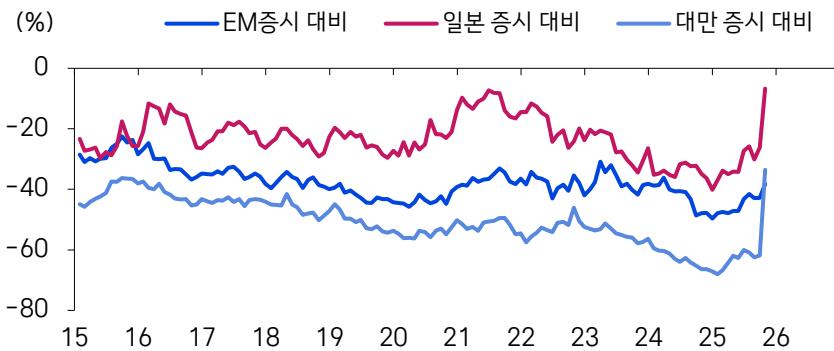
한국 주식시장

한국증시, 일본 밸류업 초기 수준까지 상승 가능 : PBR 1.4배

KOSPI는 일본과 유사하게 자본시장 활성화 진행될 것 * KOSPI PBR은 1.4배까지 상승 가능(현재 1.23배)

- 현재 코스피의 PER 확장세보다 PBR 확장세가 더 강해 : 글로벌 피어대비 PBR 할인율은 EM 대비 15%(현 17%), 일본 대비 25%(26%) 수준
- KOSPI는 일본과 유사한 방식으로 자본시장 활성화가 진행될 것으로 전망
 - * ①과감한 정책 전환 + 빠른 정책전환, ②수익성 개선 미미해도 주가 상승, ③정부주도의 주식의 내수 수급 기반 강화
- KOSPI PBR은 EM증시 대비 프리미엄을 받으며, 과거 일본 밸류업 프로그램 초기 단계인 1.4배까지 상승 가능(현재 1.23배)

글로벌 피어대비 PBR 할인율: 디스카운트 해소 중



| '15년 이후 | 미국 대비 | EM증시 | 일본 대비 | 대만 대비 |
|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 최대 할인율 | -62.8 | -32.0 | -42.3 | -49.9 |
| 최소 할인율 | -27.7 | 10.0 | 3.5 | 5.5 |
| 평균 할인율 | -43.9 | -14.8 | -25.5 | -27.8 |
| 현재 할인율 | -49.5 | -17.8 | -26.2 | -36.2 |

주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

일본 증시와 한국증시의 PBR 추이



주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

과거 반도체 업사이드 사례와 글로벌 AI모멘텀 고려, 밸류에이션 확장 여력은 충분 * PBR 확장이 핵심지표

- '00년 이후 5차례의 반도체 업사이클 국면 비교 시 상승여력은 충분하며, AI 투자 사이클 재가속 국면에서 기존 사이클보다는 상승 강도가 강할 것
 - * 삼성전자 주가 상승률은 +90~150%(현재 +94%), PBR은 1.0배 수준에서 2.0배를 상회하는 수준('25년 사이클 0.88→1.44배)까지 상승
 - * 코스피 지수 상승률은 +15~112%(현재 +60%), PBR은 0.8배 수준에서 1.3배를 상회하는 수준('25년 사이클 0.80→1.23배)까지 상승
- 한편 대형 반도체주를 제외한 종목들의 밸류에이션은 증시 리레이팅이 가능하다는 점에서 저점을 다지고 반등할 것으로 전망
- 반도체 업사이클에서 대형반도체 밸류에이션 확장의 핵심은 PBR 상향조정이라고 판단 * PER은 경기에 민감한 섹터 특성상 변동성이 크기 때문

반도체 호황기 당시 밸류에이션 비교 : 삼성전자 & KOSPI, 밸류에이션 확장 여력 충분

| | | 스마트폰 ('09년) | 치킨게임 ('12년) | 클라우드 ('16년) | 언텍트 ('21년) | AI ('25년) |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-----------|
| 삼성전자 | 주가상승률 (%) | 89.7 | 107.4 | 152.7 | 114.1 | 93.7 |
| | PBR | 1.10→1.99 | 1.13→2.06 | 0.95→1.93 | 1.13→2.31 | 0.88→1.44 |
| | 외인 순매수 (조원) | 4.8 | -0.2 | -5.0 | 0.3 | 9.4 |
| 코스피 | 지수 상승률 (%) | 65.9 | 14.6 | 36.1 | 112.4 | 60.6 |
| | PBR | 0.83→1.29 | 0.98→1.08 | 0.87→1.04 | 0.58→1.21 | 0.80→1.23 |
| | PER | 7.6→11.1 | 7.6→9.0 | 10.3→9.5 | 7.7→14.6 | 8.6→11.7 |
| | 외인 순매수 (조원) | 26.0 | 7.7 | 20.5 | -10.9 | 6.4 |
| | 기관 순매수 (조원) | -21.3 | 6.5 | -12.1 | -25.4 | 10.9 |
| | 개인 순매수 (조원) | -3.2 | -11.5 | -15.4 | 35.5 | -28.1 |

주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서처센터



| 12MF PBR | 삼전+하이닉스 | 그 외 | 코스피 |
|----------|---------|------|------|
| 최고 | 2.20 | 1.98 | 1.72 |
| 최저 | 0.78 | 0.47 | 0.57 |
| 평균 | 1.26 | 1.03 | 1.04 |
| 현재 | 1.57 | 1.00 | 1.23 |

밸류에이션 디스카운트 해소 및 자본시장 활성화 등으로 KOSPI PBR은 추세적으로 1.4배까지 확대 가능

- 2010년대 일본 밸류업 사례에서 일본 증시는 ROE 개선이 미미함에도 불구하고 PER, PBR 등 주가 배수 높아지며 주가 상승세가 나타나
- 반도체 업사이클 고려 ROE 10.5~11% 수준, PBR 1.4배(일본 밸류업 초기 수준)까지 상승 가정 시, KOSPI는 4,400pt까지 상승 가능
- 日 증시가 밸류업으로 PBR 1.4배까지 확대되기 전에 PBR 1.27배 수준에서 외국인 차익실현 강화되며 조정* PBR 1.13배까지 하락 후 재반등
- 한국증시에서 외국인은 4,000pt 상회마감한 10/27일 이후 1.1조원 순매도 * 동기간 외국인은 반도체 섹터를 중심으로 차익실현(1.3조원 순매도)
- 한국 증시, 日 밸류업 사례와 비슷하게 PBR 1.2배 수준에서 외국인 차익실현 나타나며 일시적 조정 가능성 높다고 판단 : 연말 KOSPI 3,800pt

ROE 10.5~11% 수준, PBR 1.4배(일본 밸류업 초기 수준)까지 상승 가정 시, KOSPI는 4,400pt까지 상승 가능

| ROE (%) | 26년 EPS=336pt 가정 (전년대비 +26%) | PBR(배) | | | | | | |
|---------|---------------------------------|--------|-------|---------|-------|-------|-------|------|
| | | 1.15 | 1.20 | 1.25 | 1.30 | 1.35 | 1.40 | 1.45 |
| 9.0 | 4,472.2 | 4,667 | 4,861 | 5,056 | 5,250 | 5,444 | 5,639 | |
| | 4,236.8 | 4,421 | 4,605 | 4,789 | 4,974 | 5,158 | 5,342 | |
| | 4,025.0 | 4,200 | 4,375 | 4,550 | 4,725 | 4,900 | 5,075 | |
| | 3,833.3 | 4,000 | 4,167 | 4,333 → | 4,500 | 4,667 | 4,833 | |
| | 3,659.1 | 3,818 | 3,977 | 4,136 | 4,295 | 4,455 | 4,614 | |
| | 3,500.0 | 3,652 | 3,804 | 3,957 | 4,109 | 4,261 | 4,413 | |
| | 3,354.2 | 3,500 | 3,646 | 3,792 | 3,938 | 4,083 | 4,229 | |
| | 3,220.0 | 3,360 | 3,500 | 3,640 | 3,780 | 3,920 | 4,060 | |
| | 3,096.2 | 3,231 | 3,365 | 3,500 | 3,635 | 3,769 | 3,904 | |
| | 2,981.5 | 3,111 | 3,241 | 3,370 | 3,500 | 3,630 | 3,759 | |
| 11.0 | 2,875.0 | 3,000 | 3,125 | 3,250 | 3,375 | 3,500 | 3,625 | |
| | 2,768.8 | 2,956 | 3,081 | 3,206 | 3,331 | 3,456 | 3,583 | |
| | 2,662.6 | 2,844 | 2,969 | 3,094 | 3,219 | 3,344 | 3,471 | |
| | 2,556.4 | 2,732 | 2,857 | 2,982 | 3,107 | 3,232 | 3,359 | |
| | 2,450.2 | 2,620 | 2,746 | 2,871 | 2,996 | 3,121 | 3,248 | |
| | 2,344.0 | 2,508 | 2,635 | 2,760 | 2,885 | 3,009 | 3,136 | |
| | 2,237.8 | 2,396 | 2,523 | 2,648 | 2,773 | 2,898 | 3,023 | |
| | 2,131.6 | 2,284 | 2,411 | 2,536 | 2,661 | 2,786 | 2,912 | |
| | 2,025.4 | 2,172 | 2,299 | 2,424 | 2,549 | 2,674 | 2,799 | |
| | 1,919.2 | 2,060 | 2,187 | 2,312 | 2,437 | 2,562 | 2,687 | |

주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로74길 11 대표전화 : 02-3774-7600 콜센터 : 080-377-4777 [상담시간안내 : 평일 오전 9시~오후 5시]