

‘25년 11월

국내외 주식시장 전망

Executive Summary

01 미국 증시 전망

- 미국 정부 장기 섣다른 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 감소) 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 밸류에이션 확대가 증시 상승을 견인
- 3분기 경제성장률 소비·투자 부진 여파로 연중 최저 성장률 기록: 소비 둔화세 지속되고 있다는 점 부담
- 유동성 지표 반락하며 디플레이 탈출 기조 부재, 부동산 지표 둔화되고 있다는 점도 증시 하방 요인
- 경기/이익 펀더멘털 개선 부재한 가운데 밸류에이션 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 밸류에이션 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
- 밸류에이션 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

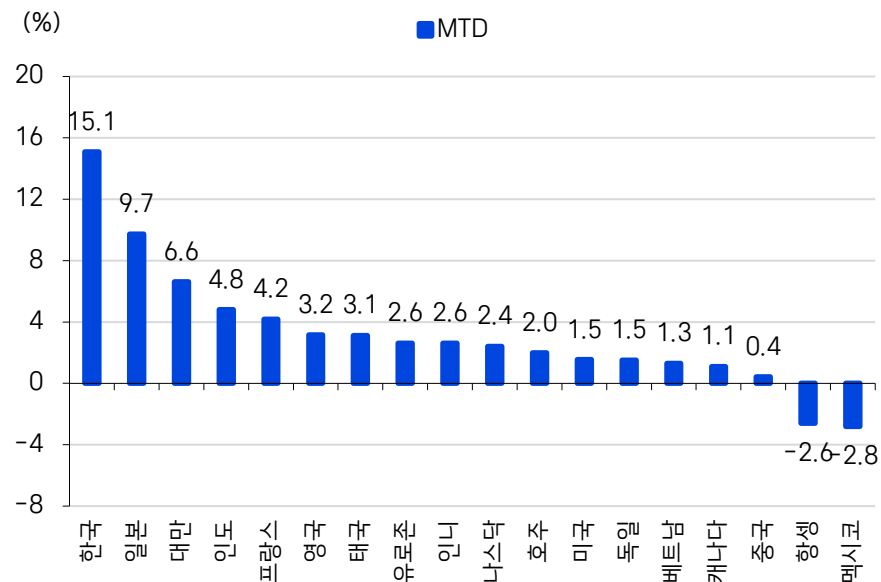
미국 주식시장

[글로벌 증시 수익률] AI인프라 관련 국가 및 美 섹터 강세

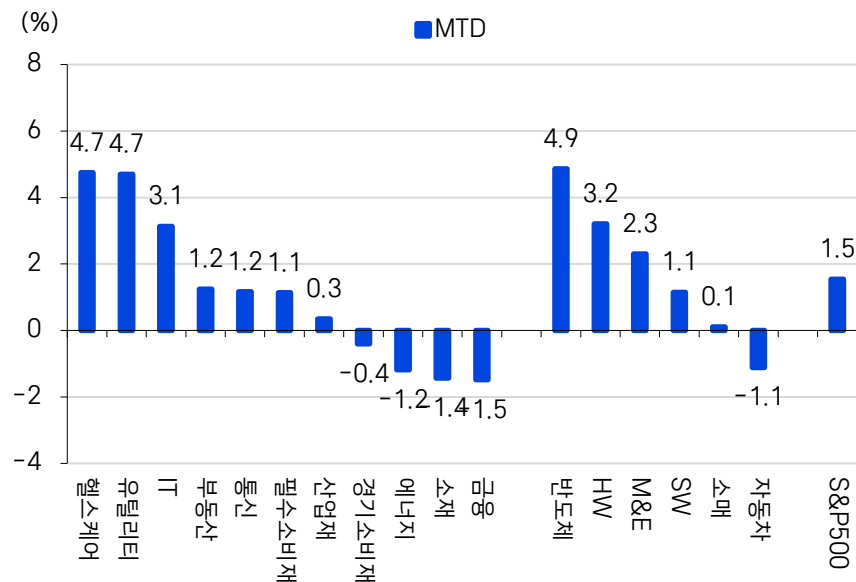
미국 정부 장기 섣다운 및 미중 무역 갈등 확대 상황에서도 AI 기업들의 견조한 실적에 힘입어 상승세 지속

- 10월 국가별로는 한국, 일본, 대만 증시 등 아시아 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



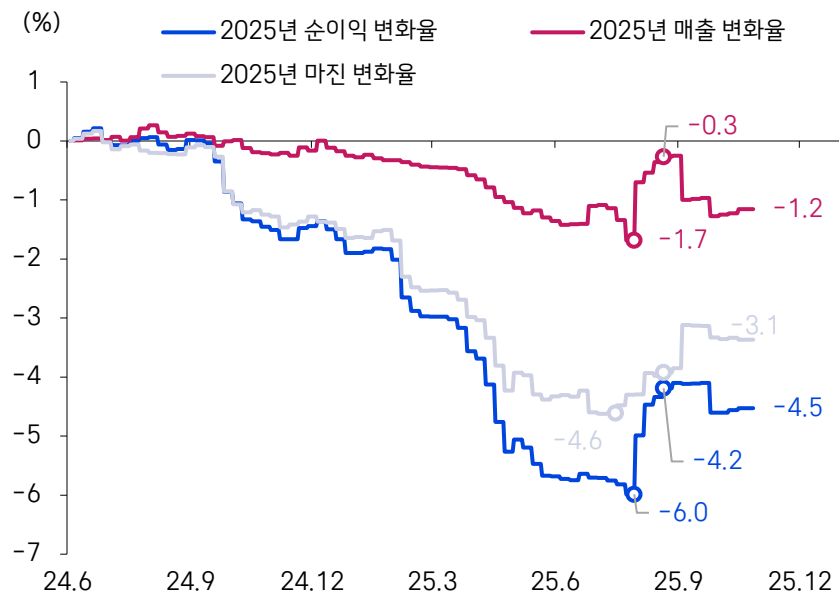
주: 10월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

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

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

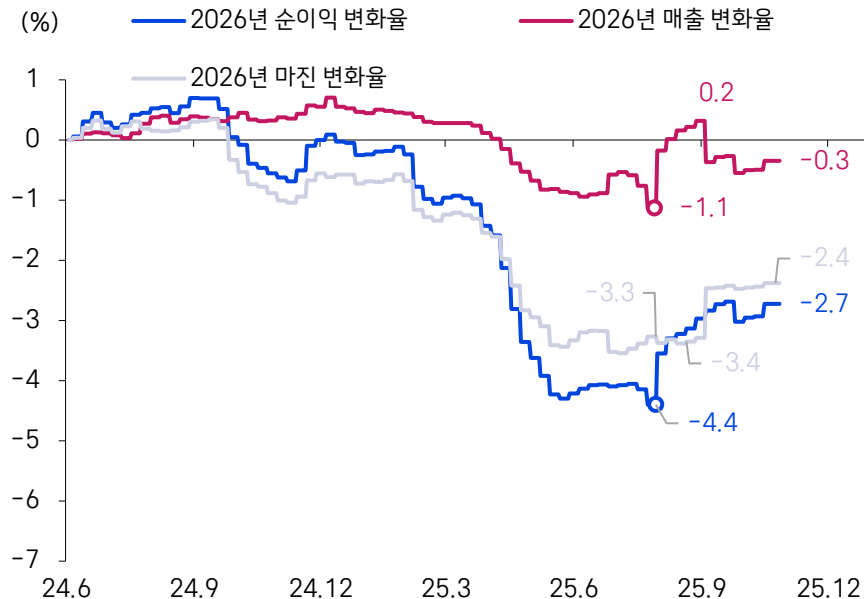
- 관세 관련 이익 하향조정이 나타났던 美 증시에서 이익 상향조정세 확인 * '25년 순이익 전망치 연초대비 변화율 $\Delta 6.0\% \rightarrow \Delta 4.5$, 매출 $\Delta 1.7 \rightarrow \Delta 1.2$
- 양호한 2분기 실적, OBBBA 법안의 가속상각 등에 대한 기대감이 반영되고 있는 것으로 판단
- 2025년과 2026년 연초대비 마진 변화율이 각각 $\Delta 3.1\%$, $\Delta 2.4\%$ * 최근 매출 하락, 순이익 견조로 마진 소폭개선
- 한편 향후 소비자의 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 투자리서치센터

2026년 이익 레벨별 연초대비 변화율

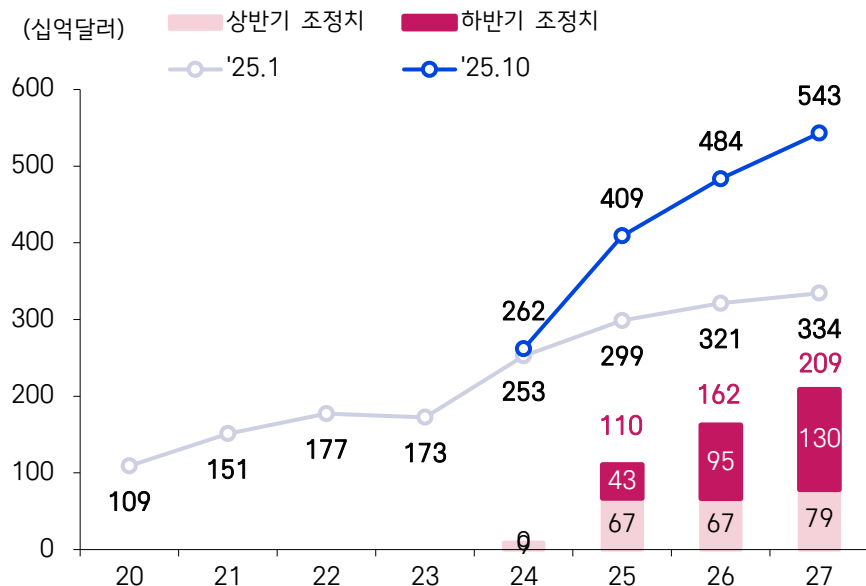


주: 10월 27일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

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

- 하반기이후 하이퍼스케일러의 CAPEX 사이클의 재가속 : ①7월 이후 추론 성능 강화 AI 출범, ②AI 추론 가격 하락에 따른 보급화 기대감 등에 기인
- AI 추론성능 향상 및 이를 위한 인프라 기반 강화로 Agentic AI 전환 가속화 전망: AI인프라 쇼티지 + 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



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

과거 무역갈등에 따른 여진(△5 ~ △7%)



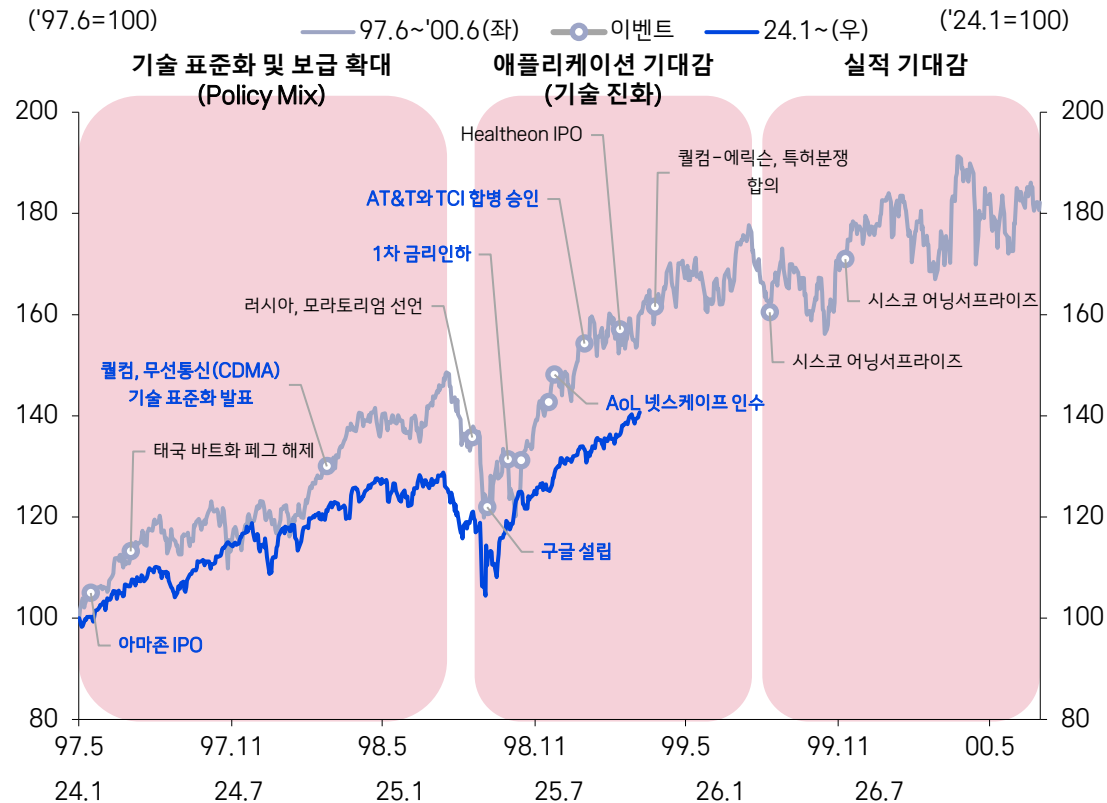
주: 10월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

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

과거 IT붐과 현재 이벤트 차트



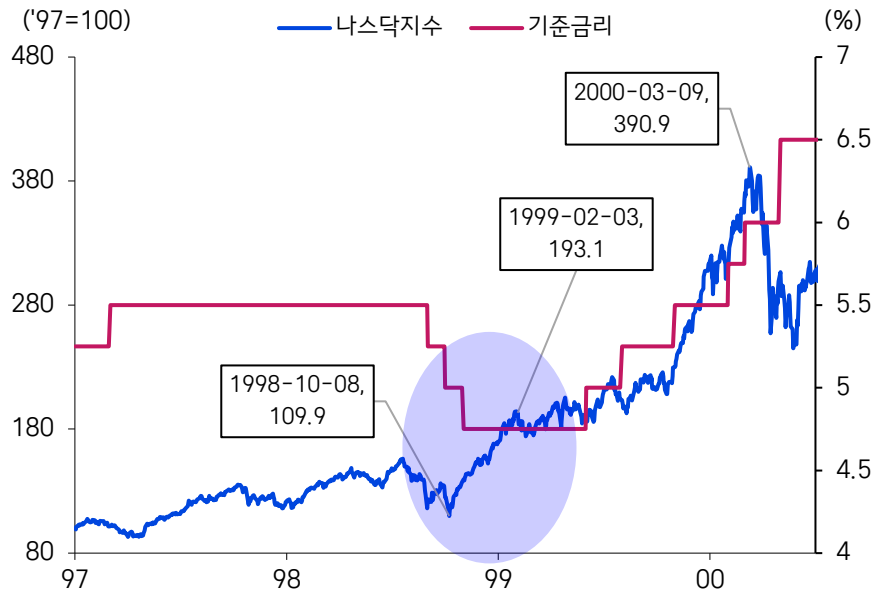
- 90년대 IT 버블은 1) 기술 표준화 및 보급화 확대, 2) 어플리케이션 기대감, 실적 기대감 등의 순서로 진행
 - 기술 표준화 및 보급 확대 국면에서는 통화정책과 산업 육성 정책의 Policy Mix가 기반되었음
 - 이후 기술의 진화과정에서 증시 버블 형성 가속
 - 2025년 증시는 OBBBA 발표에 따른 투자 가속, 완화적 통화정책에 따른 조달비용 감소 등 버블형성 초기 단계
 - 2025년 7월 들어 AI 추론성능 강화, AI 추론 비용 하락 등으로 AI 기술 진화 기대감 형성
-) AI기술이 Agentic AI 확장되는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

주: 9월 22일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

Policy Mix에 따른 기술 발전 가속화 전망

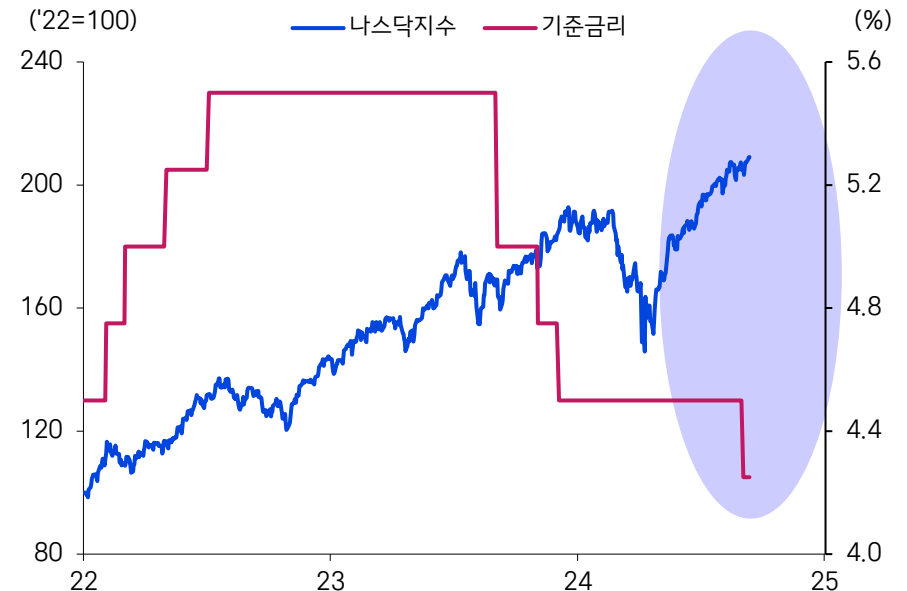
- 90년대 IT 기술 발전의 가속 트리거는 클린턴 행정부의 정보통신법
- 당시 세액 공제 및 세금 감면 등을 통해 민간 투자를 촉진함과 더불어 금융기관 대출을 연계하여 기술 성장에 필요한 유동성 투입
- OBBBA는 세액 공제보다는 가속상각에 초점을 맞춰 첨단 제조업 산업 투자를 유도. 한편 금리인하를 통한 자금조달 비용 감소

빅테크 주가 차별화 = 투자여력 차이



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

빅테크 주가 차별화 = 투자여력 차이

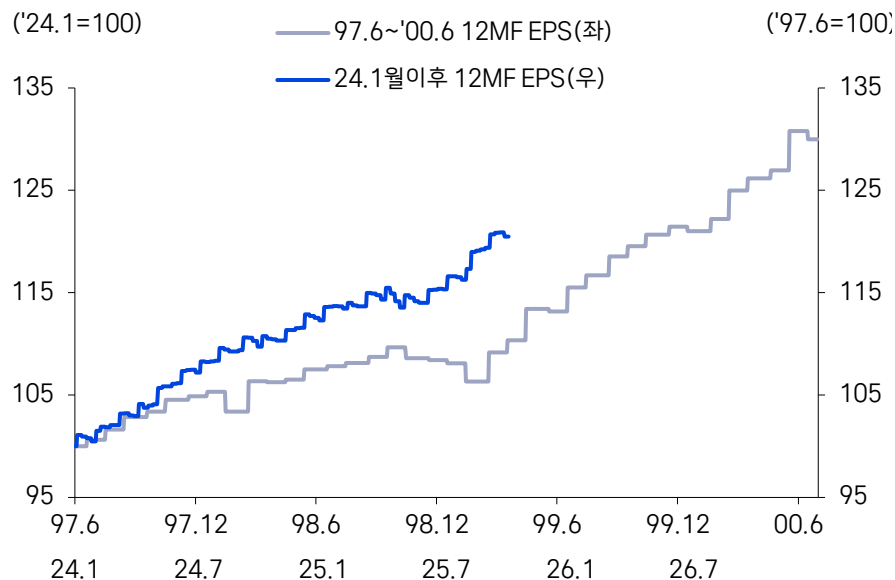


주: 9월 20일 기준, 자료: Artificial Analysis, 삼성자산운용 투자리서치센터

90년대 IT버블 대비 높은 이익 성장과 낮은 밸류에이션 부담

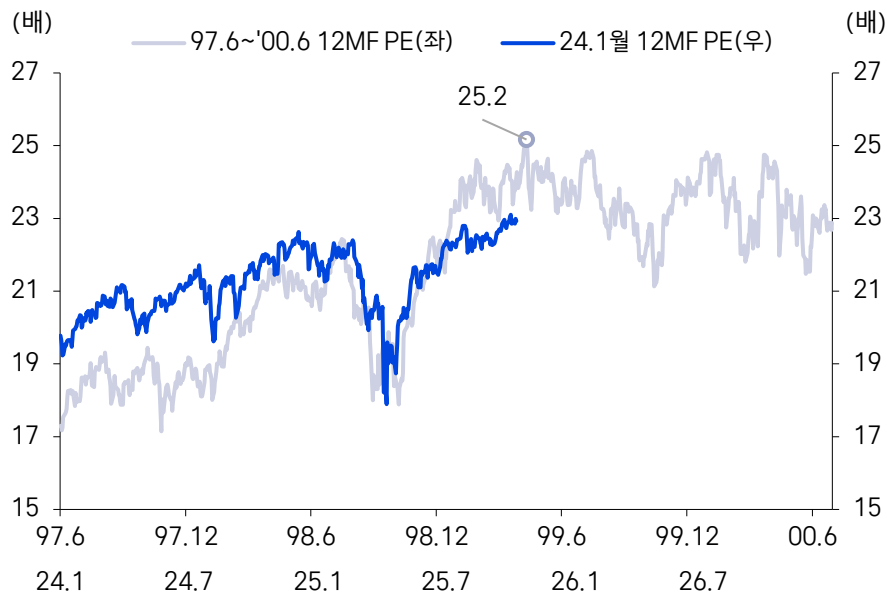
- 90년대 IT 버블 당시보다 강한 EPS 상승이 지속: 이익 펀더멘털이 뒷받침되는 추세적 상승세가 이어질 것으로 판단
- 이익성장이 뒷받침되고 있기 때문에 IT 버블 당시 대비 밸류에이션 부담도 상대적으로 낮음

과거 IT버블 대비 EPS 추이



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

과거 IT버블 대비 12개월 선행 PER 추이



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

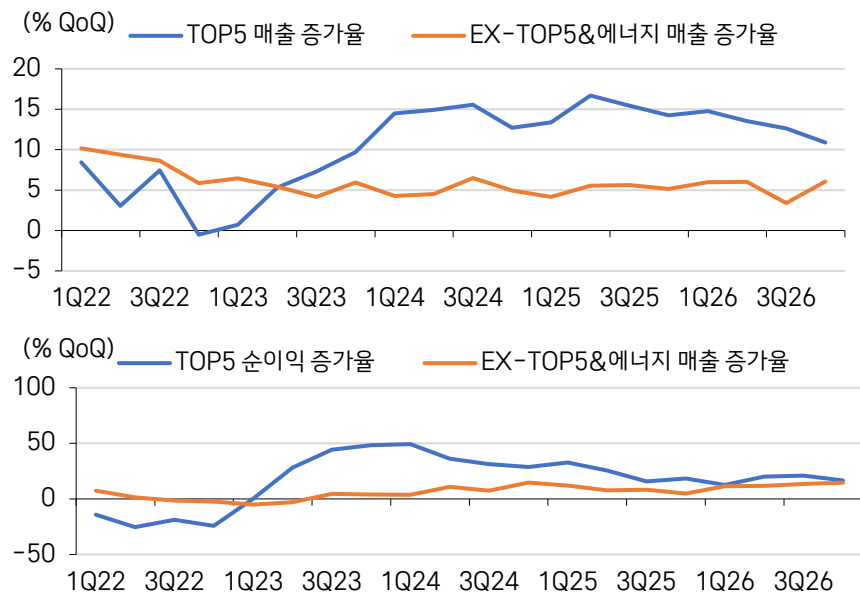
미국 주식시장

빅테크 수익성 우위 지속, 저수익 기업 주가 상승 및 상장비중 확대는 유의

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

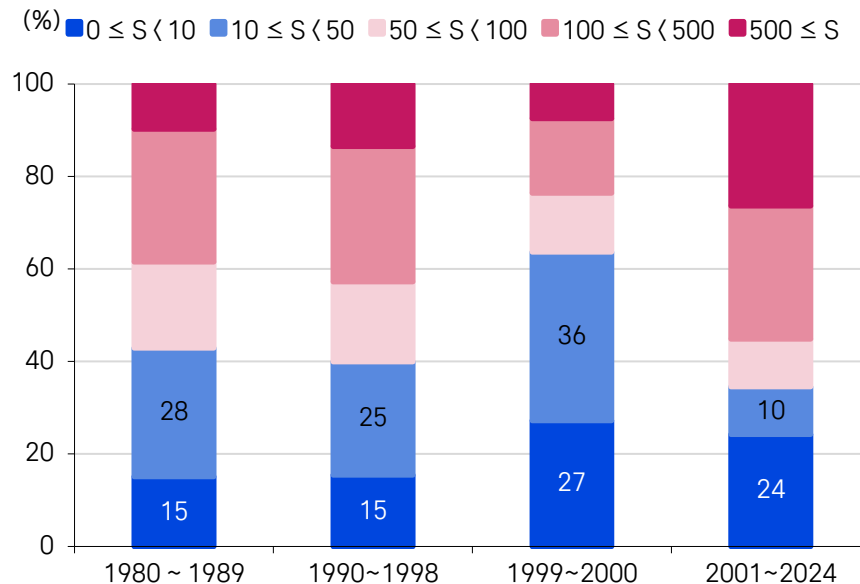
- Capex 업사이클이 지속되는 국면에서 미국 증시 이익 성장은 대형 Tech주가 지속 주도할 것으로 전망
- 한편 과거 IT버블 사례로 미뤄 매출 성장이 낮은 기업들의 상장 비중이 급증하면 주의할 필요
- 기술 진화 국면에서 이익창출능력은 낮지만 새로운 기술을 활용하는 상품/서비스 제공 기업의 출범하며 버블을 형성
- 증시에 저수익 기업의 비중이 높아진다는 것은 이익 편던멘탈 약화로 이어진다는 점 유의

빅테크의 수익성 우위 지속



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

저수익 기업의 상장 비중 높아지면 주의할 필요

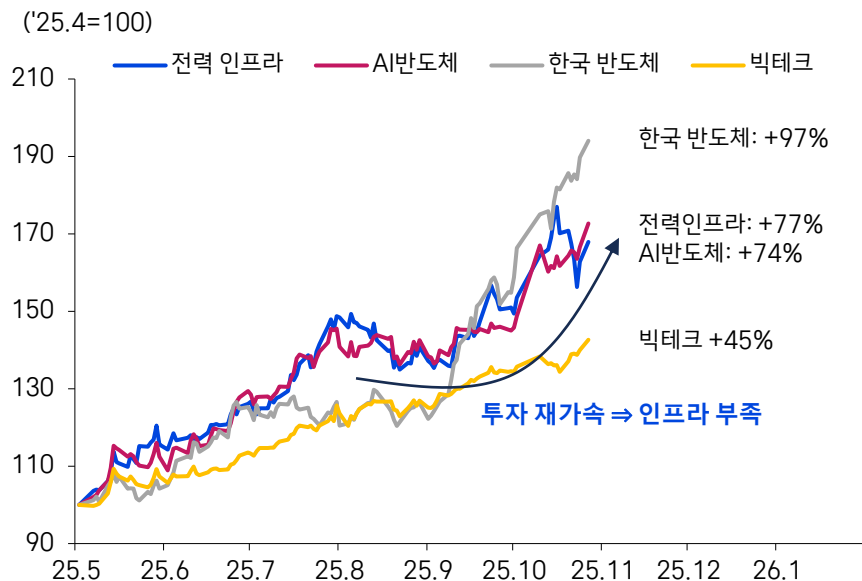


주: 10월 27일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

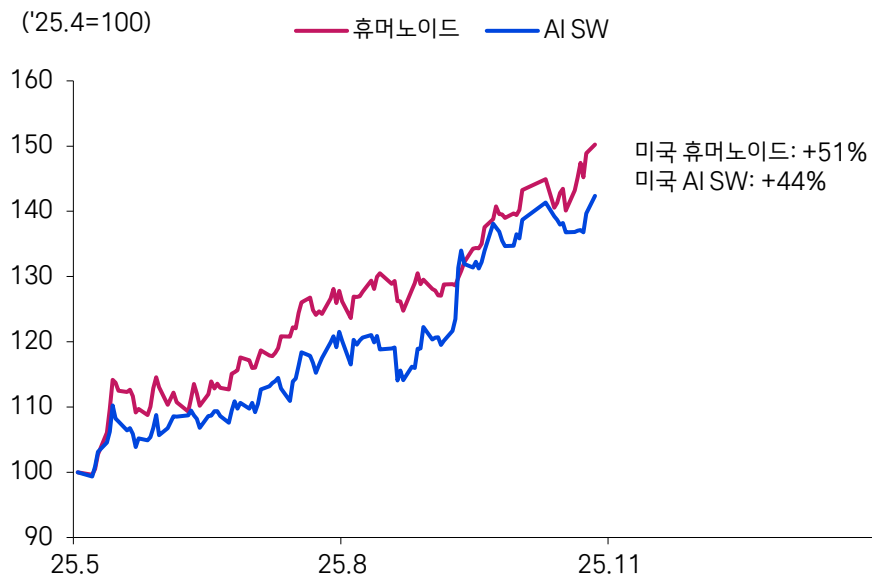
AI인프라 쇼티지 + Agentic AI 수혜 섹터에 투자 권고: 美 빅테크, AI인프라, 韓 반도체 등 AI주도주 중심 P/F

- 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 견제 및 규제로 AI 확장성 제한되어 상대적으로 기술 주도력 약할 것
- Agentic AI 확산으로 빅테크 AI이익의 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

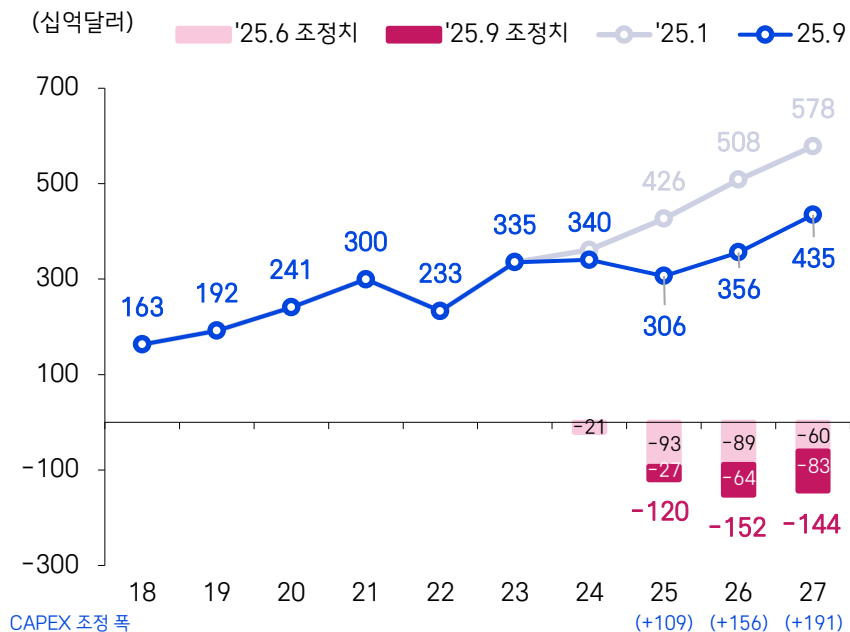


주: 10월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

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

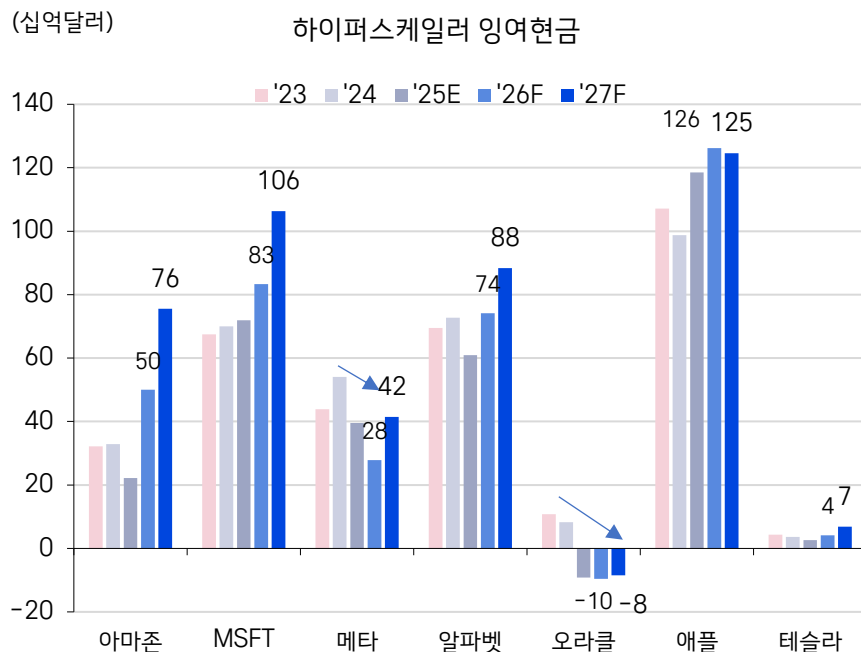
- '25년 자본지출 증가분(1,090억달러)은 잉여현금(+1200억달러)에서 동원: '26년 및 '27년 자본지출 증가분도 잉여현금 감소분과 비슷한 수준
- 향후 빅테크에서도 투자여력(잉여현금)에 따라 주가 차별화가 나타날 것으로 전망

잉여현금을 활용한 자본지출 증가



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

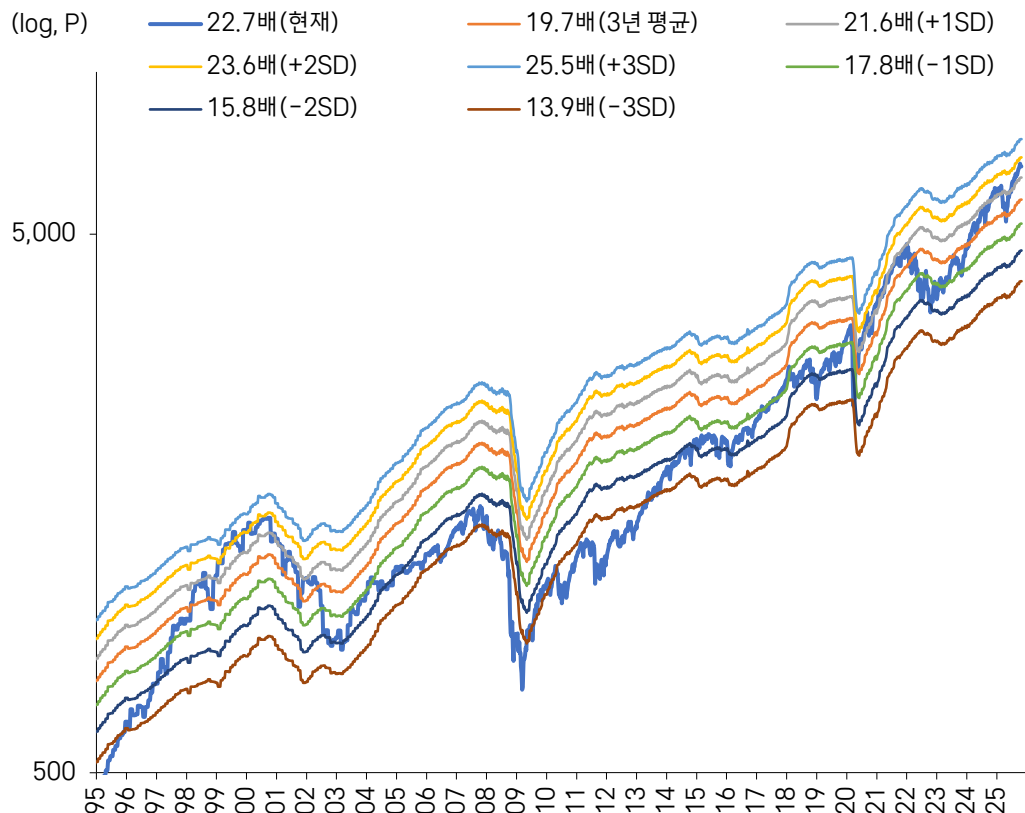
빅테크 주가 차별화 = 투자여력 차이



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

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

S&P500 PER밴드 추이



- 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 건설 지연, 저비용 기술 혁신 등) 또는 외부변수(미중 기술 전면전, 통화정책 급변, 인플레이 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

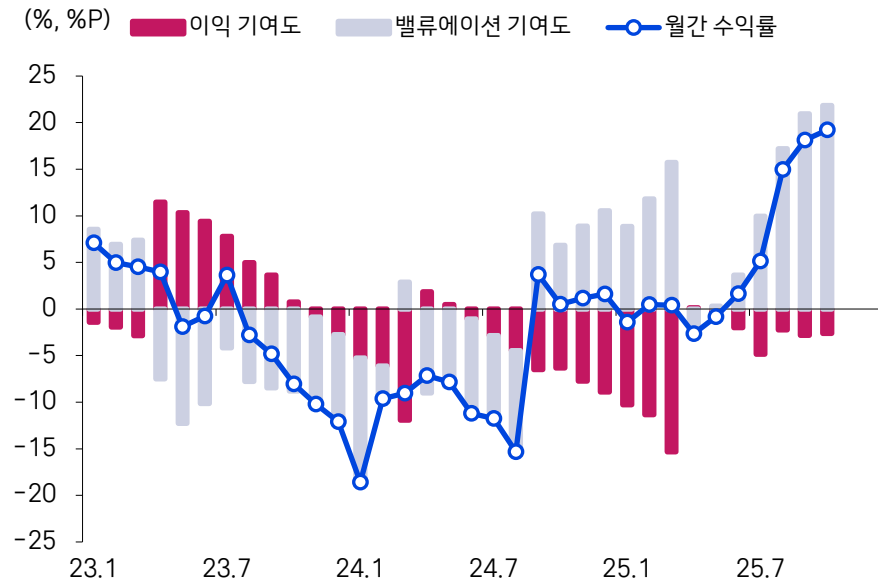
중국 주식시장

미중 관세협상 기대감 및 정책 기대감에 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, 퀄컴 반도체 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
유틸리티	7.4	9.8	-1.2
대표지수	14.7	21.6	9.8

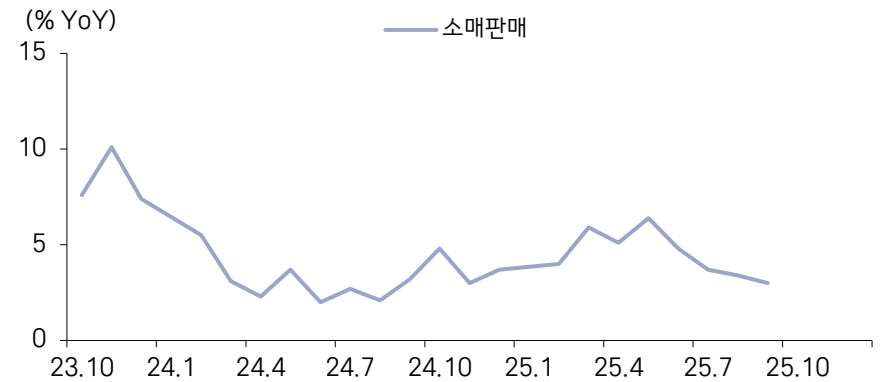
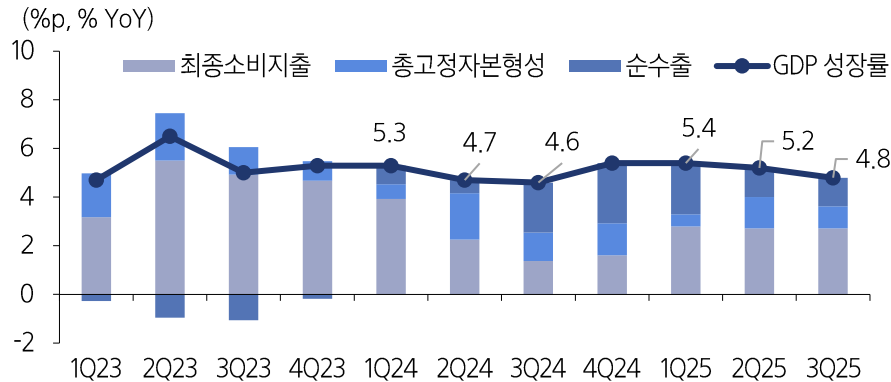
주: 10월 28일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 주식시장

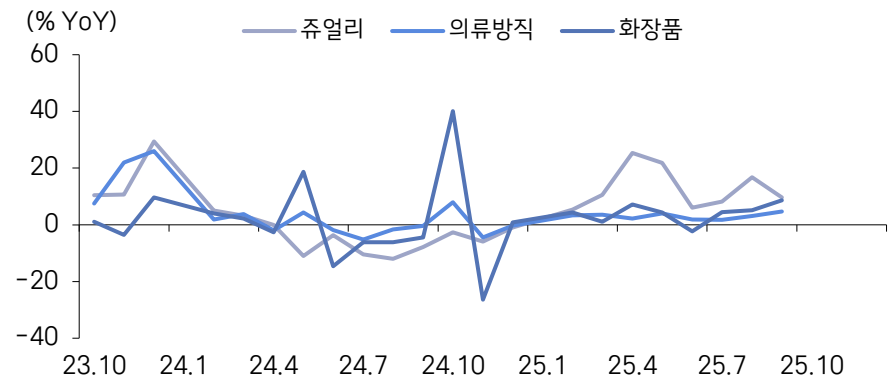
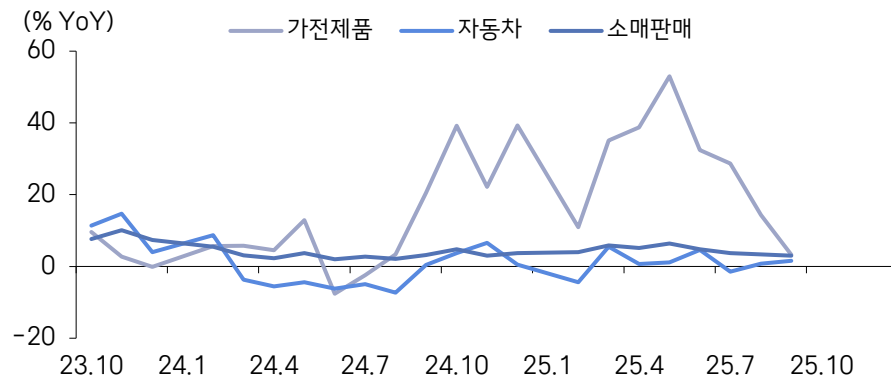
[내수] 중국 경기 하단을 지지하는 소비시장의 둔화세

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

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



이구환신 보조금 재개에도 자동차 및 가전제품 판매율 하락세 지속



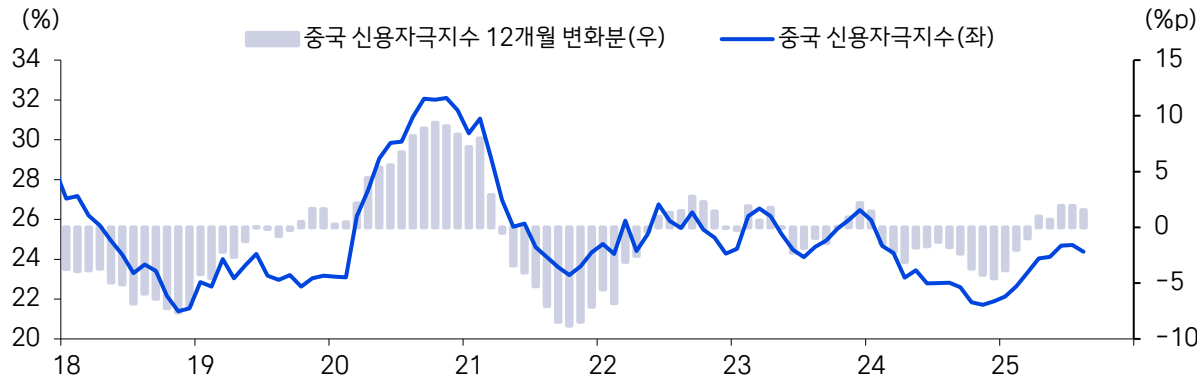
자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 주식시장

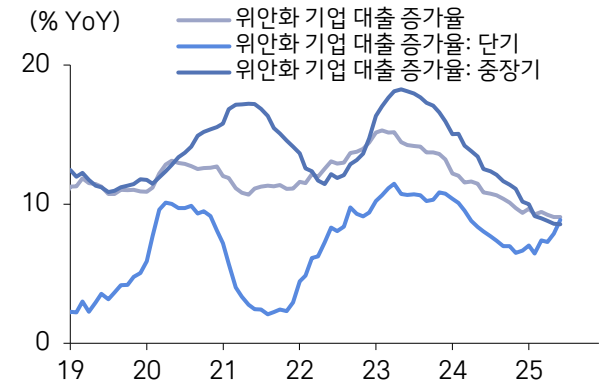
[유동성 및 부동산] 디플레 압력 지속, 유동성 확장 부재

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

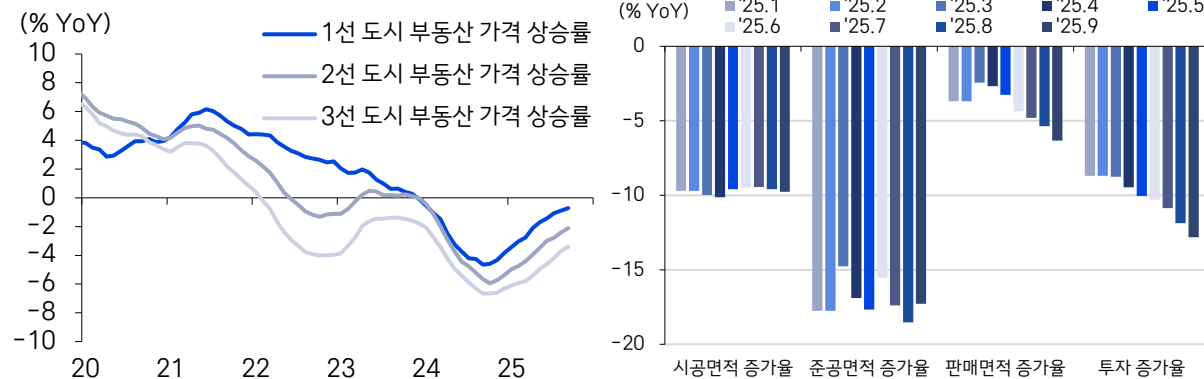
중국 신용자금지수 최근 하락반전 : 유동성 확대 폭이 감소하고 있어



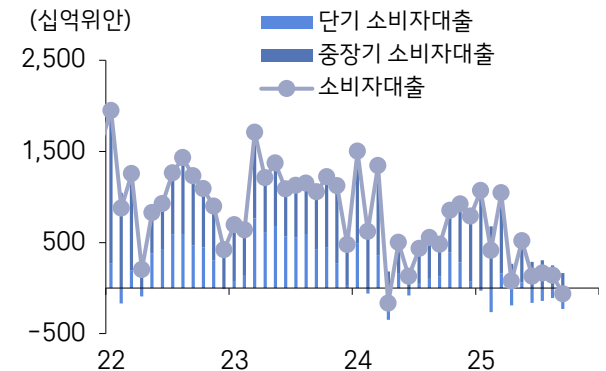
기업 대출 증가율 하락세, 단기 대출 소폭 반등



부동산 가격은 반등세 지속하고 있으나 부동산 개발 투자 부진



디플레 지속, 대출부진 심화

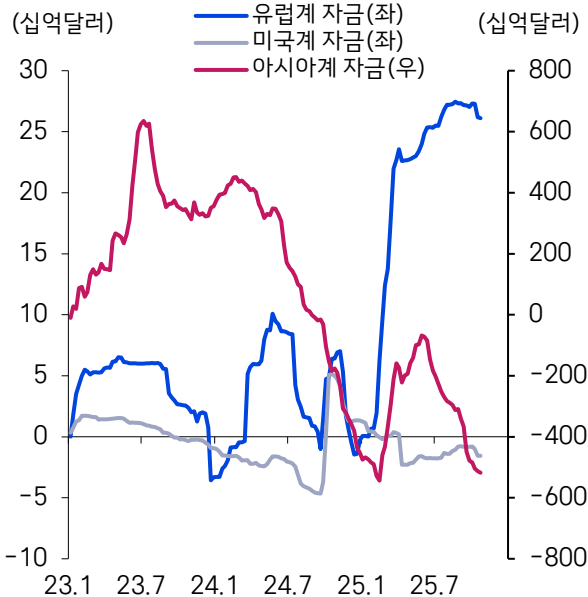


자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

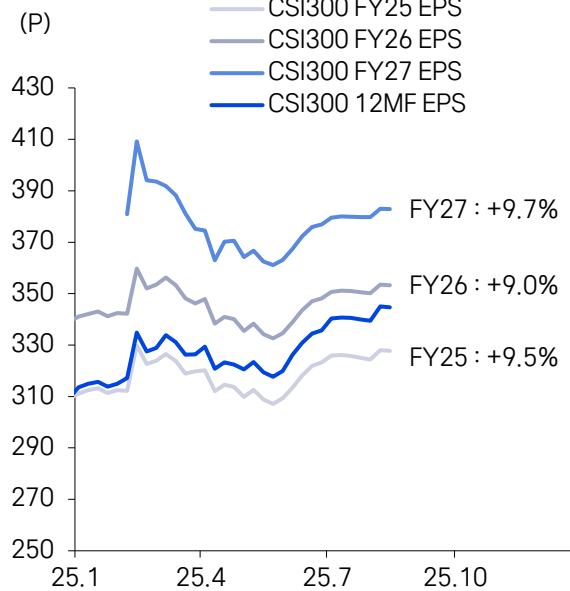
경기/이익 펀더멘털 개선 부재한 가운데 밸류에이션 부담 ↑ : 중소형 HW 및 휴머노이드 중심 선별적 투자 필요

- 디플레 지속, 소매판매/주택판매 둔화, 중국 기업이익 하향조정 가능성 등은 증시 하방 압력 가중
- 이익 및 경기 펀더멘털 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

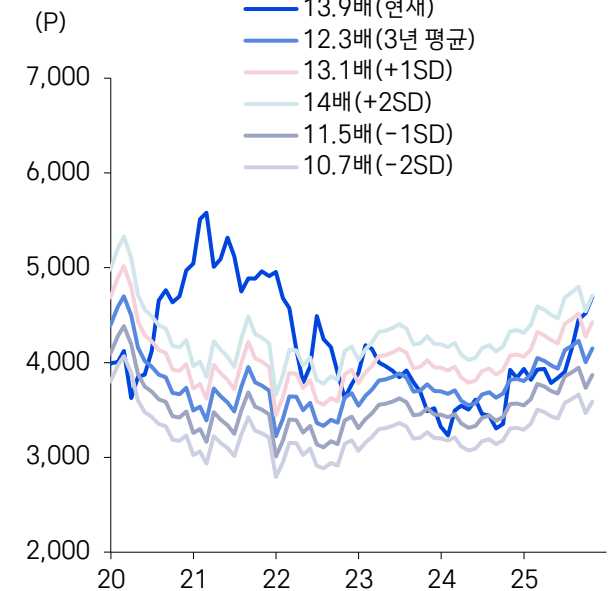
중국으로부터 아시아계 자금 유출



연간 EPS 전망치 추이



밸류에이션: 3년평균치 +2SD 수준



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

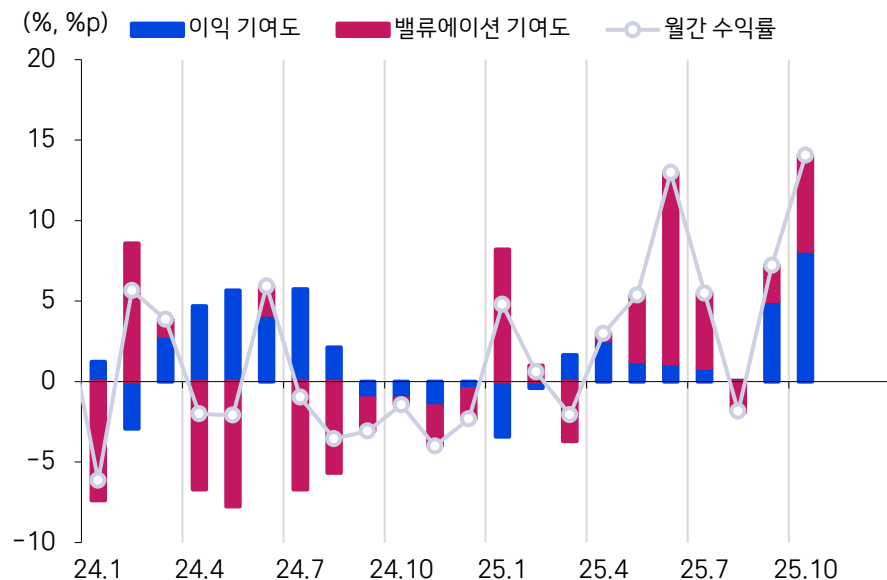
'25년 11월 금융시장 전망

국내 주식시장

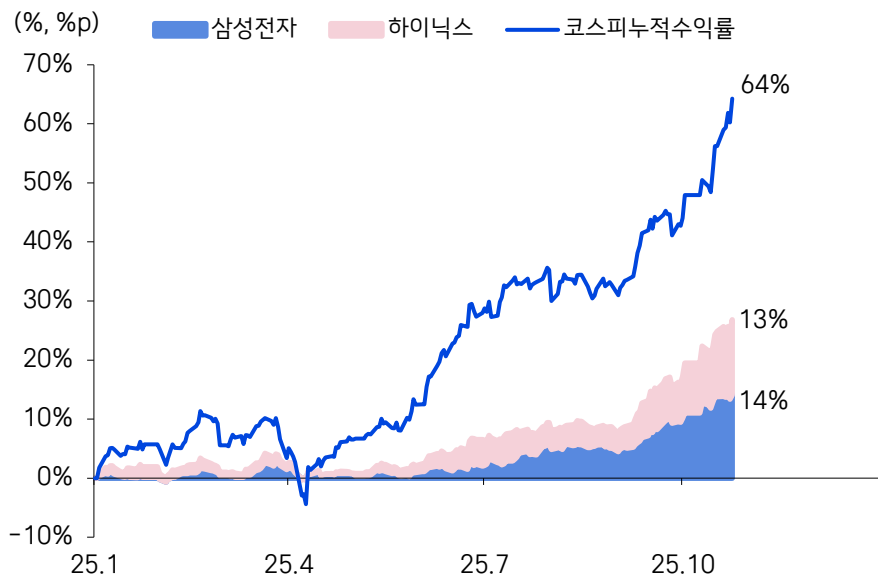
연초이후 삼성전자와 SK하이닉스의 KOSPI 상승 기여도 각각 14%p, 13%p * 반도체 업사이클이 중요해진 시점

- 8월이후 KOSPI 상승은 증시 리레이팅 기대감과 외국인 순매수세에 따른 밸류에이션 과 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)



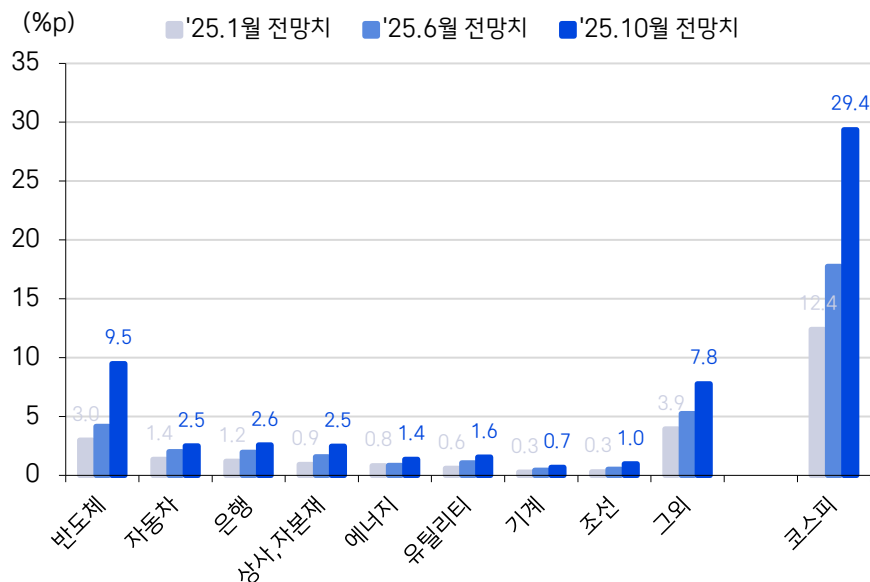
주: 10월 25일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

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

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

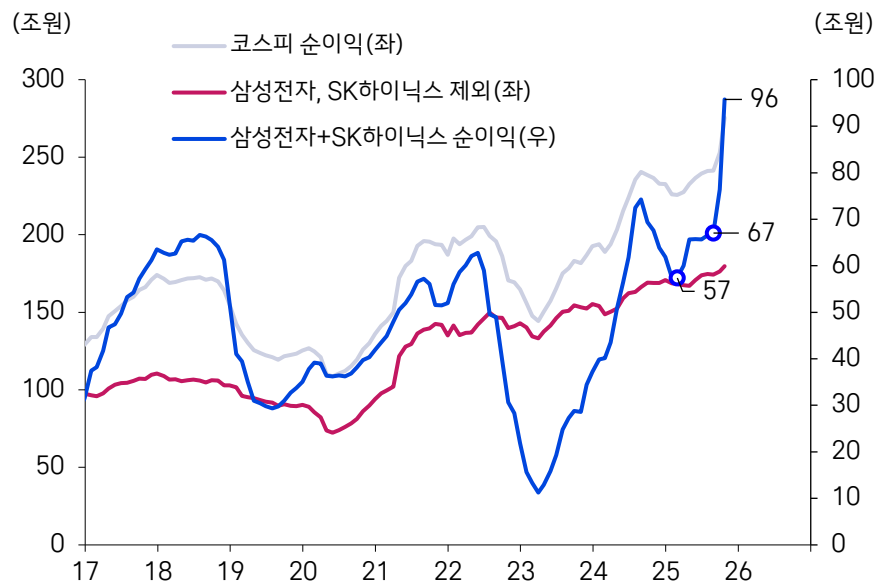
- 2026년 코스피 순이익은 267조원으로 전망(전년대비 +29.4% 증가)되는 가운데 반도체의 이익 기여도가 빠르게 상향조정
- 반도체의 이익 기여도는 업사이클 반영되며 연초 3.0%p에서 10/25일 9.5%p까지 상향조정되며 증시 이익 모멘텀 상승을 견인
- 특히 한국증시에서 시총비중이 가장 큰 삼성전자와 SK하이닉스의 순이익은 [2월] 57조 → [8월] 67조 → [10월] 96조로 빠르게 상승
- 삼성전자 및 SK 제외한 순이익도 반등하며 한국 증시의 이익 모멘텀 지속 강화

'26년 섹터별 이익 기여도: 반도체 중심 이익 기여도 상승



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

대형 반도체주, 증시 이익 모멘텀 견인

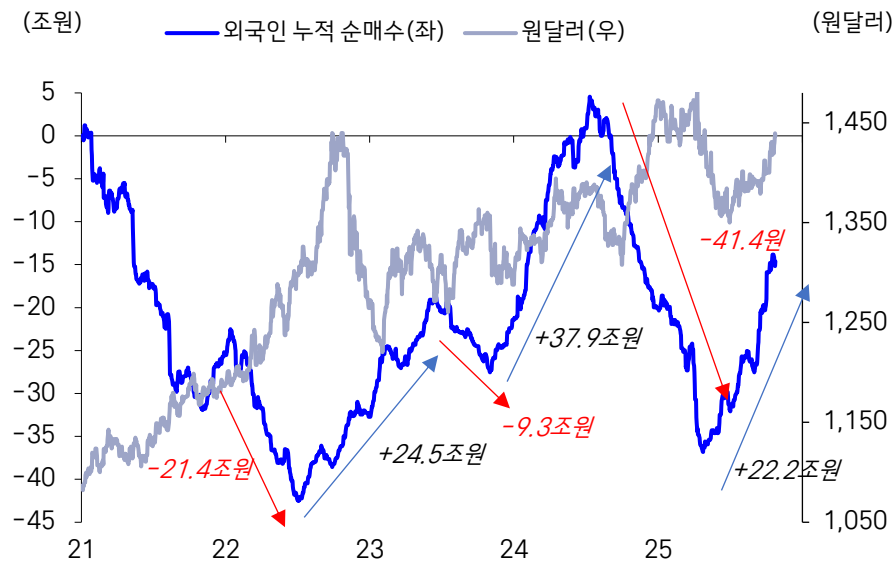


주: 10월 25일 기준, 자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

2025년 상반기 SK하이닉스만 순매수하던 외국인들은 7월들어 삼성전자 중심으로 순매수

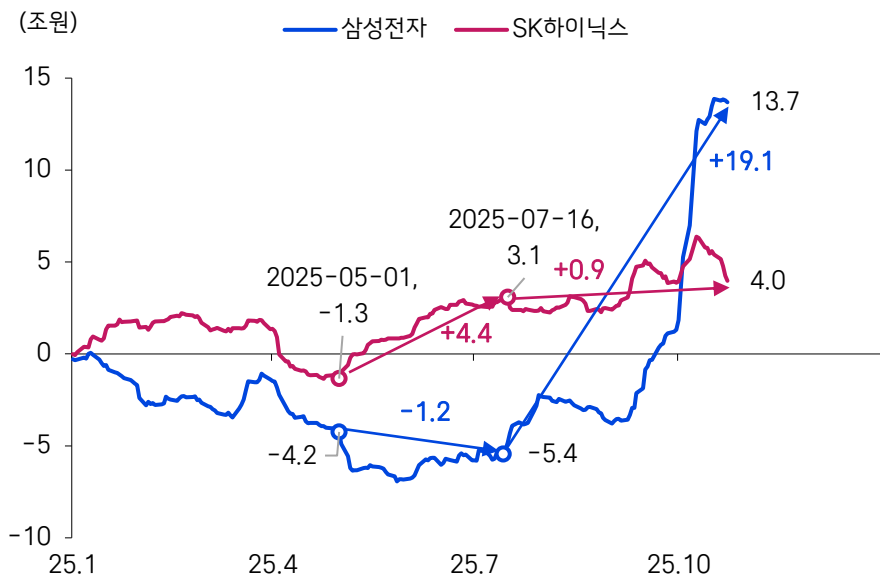
- 글로벌 AI 모멘텀 반영되는 25년 4월 이후, 외국인은 22.2조원 순매수하며 증시 상승을 견인
- 한편 대형 반도체내에서 외국인들의 순매수 디커플링 확인 * ['25.5 ~ '25.7] SK하이닉스 4.4조 순매수, ['25.7~] 삼성전자 19.1조 순매수
- 7월 들어 삼성전자의 테슬라 주주 이슈 및 엔비디아 밸류체인 편입 기대감 반영되며 외국인 순매수한 것으로 판단
- 과거 반도체 공급자 우위국면에서 외국인들은 추세적으로 한국 증시를 순매수했다는 점 염두

외국인 순매수 패턴(저점 대비 22.2조원 순매수)



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

삼성전자와 SK하이닉스의 외국인 순매수 추이

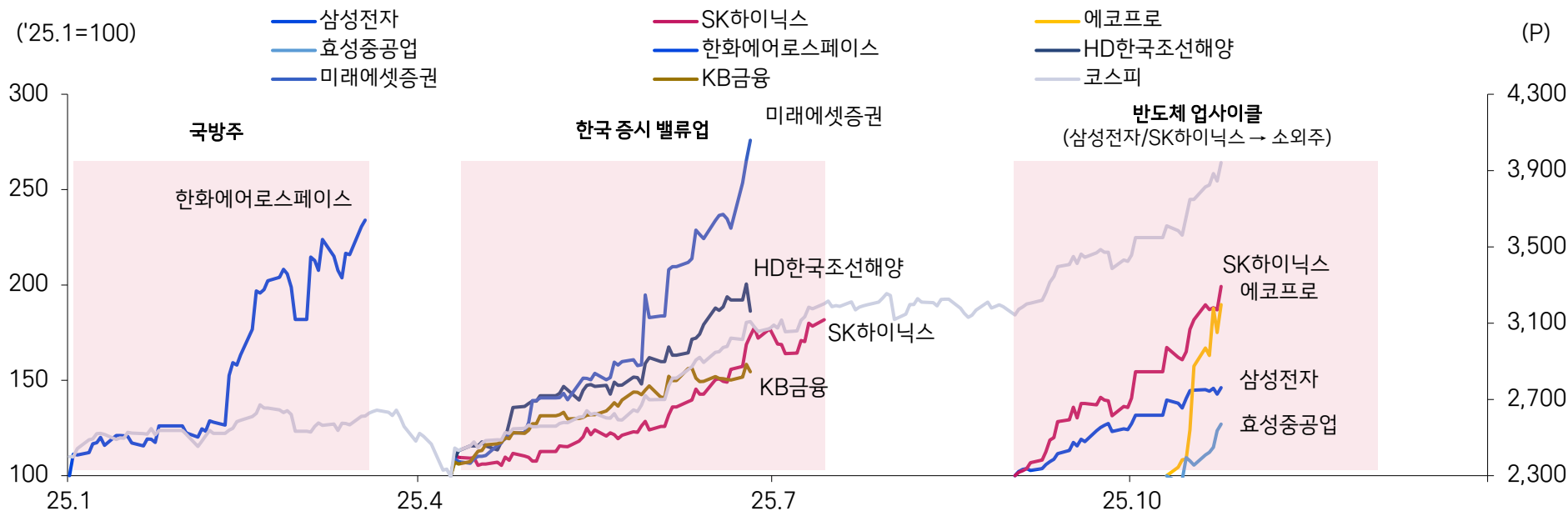


주: 10월 25일 기준, 자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

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

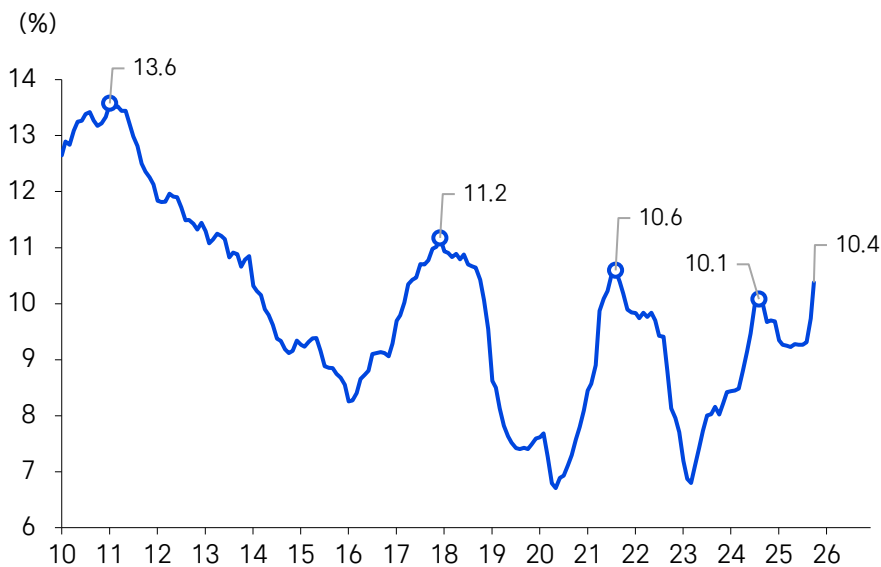
2025년 주도주 변화 추이 : 반도체 업사이클이 증시 투자심리 개선으로 이어져



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

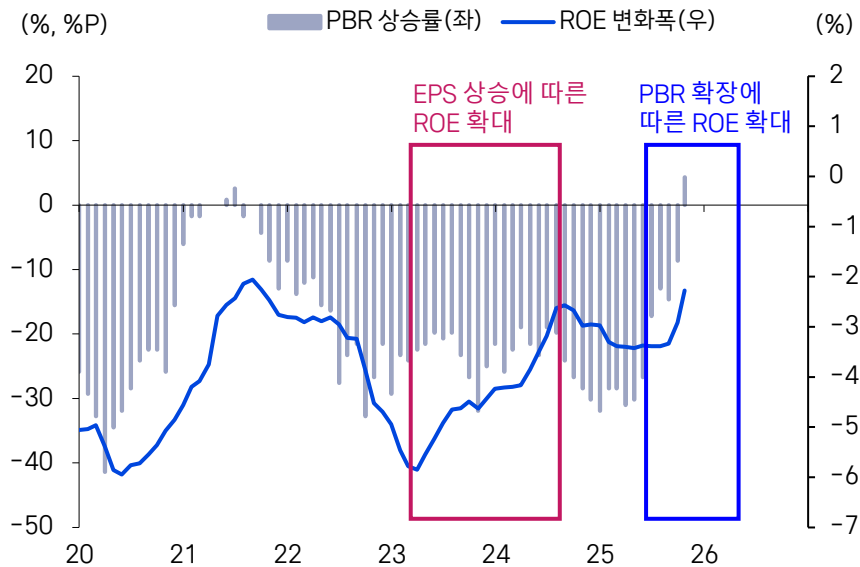
- 한편 반도체 업사이클에서 한국증시 ROE는 10%대를 상회한다는 점과 이번 AI사이클이 기존보다 강한 강도의 업사이클이라는 점 염두
- 과거 일본 증시 밸류업 프로그램 당시 주가 상승이 PBR 및 PER 지표의 동반 확대로 이어지며 ROE 개선이 미미했음
- 한국 증시는 반도체 업사이클로 EPS 상승 및 자본시장 활성화로 PBR 상승이 동반된다는 점에서 ROE 추가 확장이 가능
- 삼전 가치평가가 변동성 낮은 PBR로 산출되는 경우가 많고, 자본시장 활성화의 핵심이 PBR 확장이라는 점에서 내년 PBR 확장이 증시의 키지표

반도체 업사이클에서 ROE 11%대 유지 가능



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

최근 ROE 확장은 PBR 개선에 기인



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

현재 한국 증시의 PBR 수준은 한국 증시의 구조적 변화를 반영 중

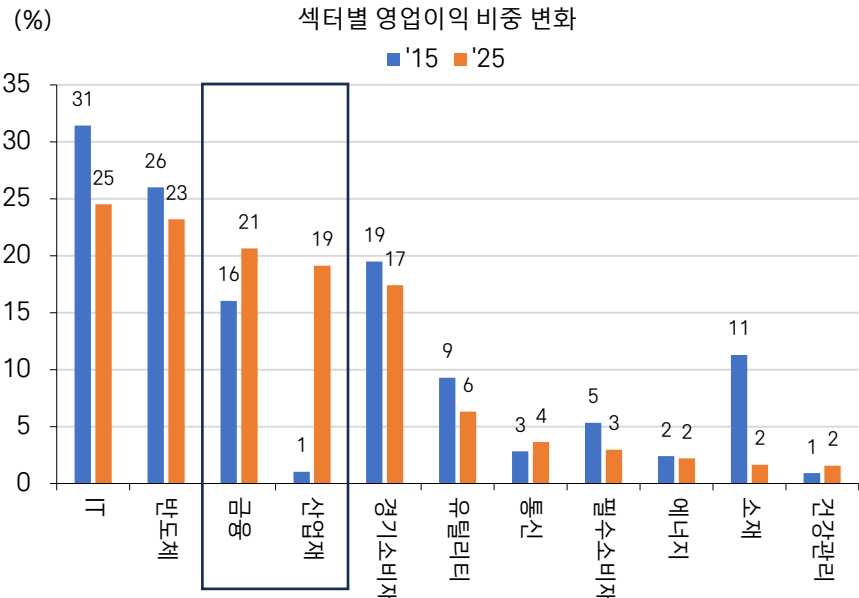
- 현재 코스피 12개월 선행 PBR은 1.23배로 3년 평균치의 +5.1표준편차 수준까지 상승: PBR 확장 사이클로는 설명이 어려워진 국면
- 한국 증시의 구조적 변화(영업이익과 시가총액 비중 변화)에 따른 증시 재평가가 반영되고 있는 것으로 판단
- 기존 반도체와 자동차에만 의지하던 한국 증시, 금융(자본시장 활성화) 및 산업재(한국 기업의 미국 노출도 상승) 이익 비중 확대
- 반면 최근 디플레 장기화 우려가 부각되는 중국 노출도가 높은 소재에 대한 비중은 축소

KOSPI 12개월 선행 PBR 추이 : 사이클로 설명 어려워



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

산업구조 변화: 산업재와 금융의 영업이익 비중 확대

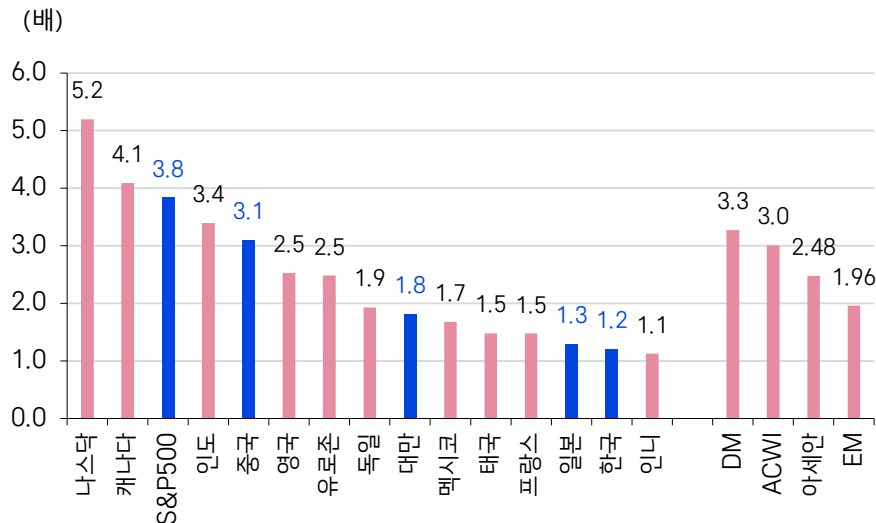


주: 10월 25일 기준, 자료: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

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

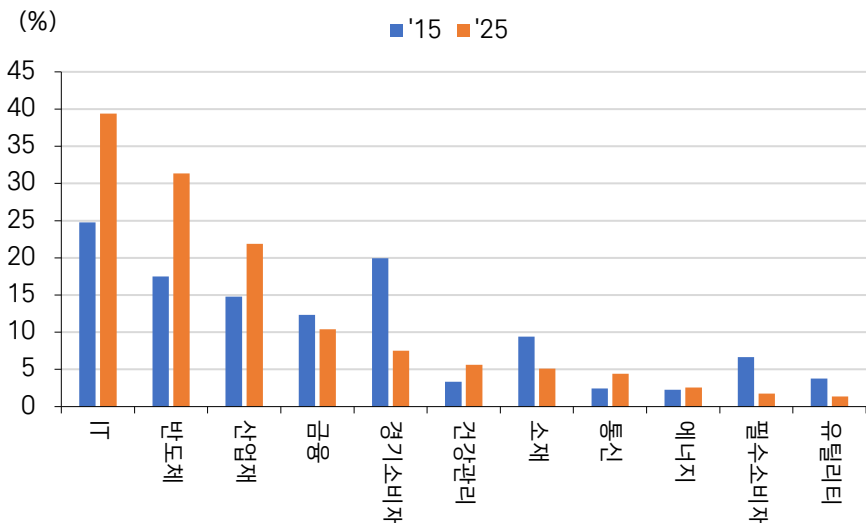
- 최근 증시 반등이 한국의 이익 비중 변화를 점진적으로 반영하고 있으나 글로벌 피어대비 한국증시의 PBR은 여전히 낮은 수준
- 과거 한국 증시는 반도체와 경기소비재(자동차) 시총 비중이 높음에 따른 변동성 확대는 증시 디스카운트 요인 중 하나였음
- 산업재와 금융섹터의 시총 비중 확대에 주목 * 산업재와 반도체 섹터의 시총 비중 확대는 미국 구조적 노출도 확대에 기인 현 비중 수준 유지 전망
 - 1) 반도체 + 산업재 증시 영향력 확대: 이익 변동성 높은 산업 특성상 PER 보다 PBR을 통한 가치평가가 유효
 - 2) 금융 시총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

국가별 PBR 수준



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

한국 시총비중 변화

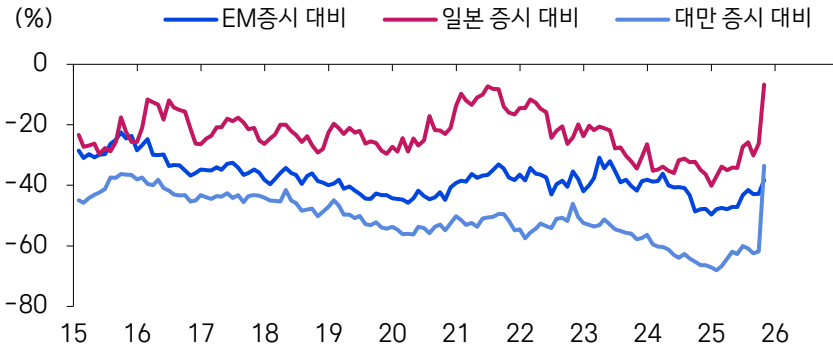


주: 10월 25일 기준, 자료: Quantwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

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: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터

일본 증시와 한국증시의 PBR 추이



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

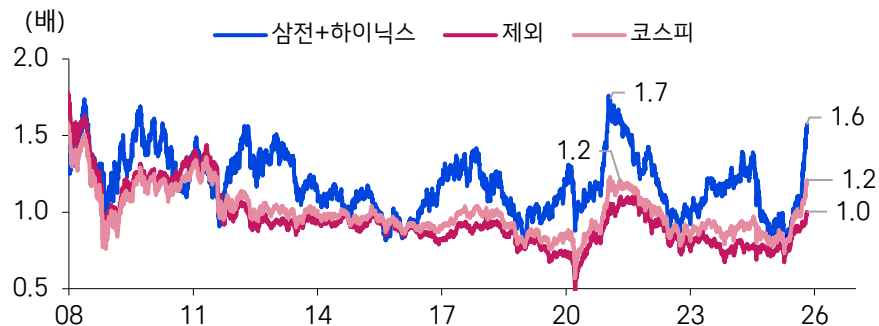
과거 반도체 업사이드 사례와 글로벌 AI모멘텀 고려, 밸류에이션 확장 여력은 충분 * PBR 확장이 핵심지표

- '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)	언택트 (‘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: Quantiwise, 삼성자산운용 투자리서치센터



12MF PBR	삼성+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 상회 마감한 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

26년 EPS=336pt 가정 (전년대비 +26%)		PBR(배)						
		1.15	1.20	1.25	1.30	1.35	1.40	1.45
ROE (%)	9.0	4,472.2	4,667	4,861	5,056	5,250	5,444	5,639
	9.5	4,236.8	4,421	4,605	4,789	4,974	5,158	5,342
	10.0	4,025.0	4,200	4,375	4,550	4,725	4,900	5,075
	10.5	3,833.3	4,000	4,167	4,333 →	4,500	4,667	4,833
	11.0	3,659.1	3,818	3,977	4,136	4,295	4,455	4,614
	11.5	3,500.0	3,652	3,804	3,957	4,109	4,261	4,413
	12.0	3,354.2	3,500	3,646	3,792	3,938	4,083	4,229
	12.5	3,220.0	3,360	3,500	3,640	3,780	3,920	4,060
	13.0	3,096.2	3,231	3,365	3,500	3,635	3,769	3,904
	13.5	2,981.5	3,111	3,241	3,370	3,500	3,630	3,759
	14.0	2,875.0	3,000	3,125	3,250	3,375	3,500	3,625

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

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

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