

ETF/파생상품

VKOSPI 급등

Issue Comment Overview

KOSPI 지수 4 월 이후 최대 하락. 변동성지수 VKOSPI 급등, 40 상회. 이후 시장 전망

ETF/파생_ 강승철_02)368-6153_buykkang@eugenefn.com

- 주말 기준(11/7일) 올해 KOSPI 영업이익 컨센서스 294조원. 내년(2026년) 이익 컨센서스 400조원, 반도체를 중심으로 9월부터 급격히 상향 조정. 컨센서스 기준 2026년 KOSPI 영업이익은 yoy 37% 증가 예상
- KOSPI 지수는 기업 이익에 연동. 보수적으로 내년 영업이익이 올해 대비 20%만 증가한다고 가정하면(290조원 → 350조원), 적정 KOSPI 지수는 4,050p로 계산됨
- 시장의 낙관 심리가 이어진다면(상승장), KOSPI는 적정 수준을 상회. 4,050p~4,400p 이상. 낙관 심리가 꺾인다면, KOSPI는 적정 수준 하회. 3,600p~4,000p. 그렇게 생각해도 KOSPI 지수가 지난 주말 대비 10% 정도 조정을 받으면(3,600p선 이상), 다시 살 만한 가격대가 될 것
- 지난주 변동성지수: VKOSPI 40 상회. 과거 VKOSPI가 40을 상회하고 3개월~6개월 뒤 지수는 반등 확률이 높았음
- 과거 사례를 보면, 변동성은 한번 급등한 후 바로 낮아지기보다 높은 변동성이 한 동안 지속되는 경우가 많이 발생
- 하지만 심지어 고(高) 변동성 시기가 6개월간 지속됐던 금융위기 당시도, VKOSPI가 40을 상회한 뒤 3개월, 6개월 뒤에 KOSPI 반등 확률은 각각 82%, 97%로 높았음
- 당장은 엔비디아(NVDA) 실적 주목. 시장 상승을 주도하고 있는 건 여전히 "AI".
- 관련 기업들의 "순환 투자"가 증가하는 상황에서 가장 중요한 기업은 여전히 엔비디아로 판단. '주도주'가 무너지지 않으면, 여타 관련 주식들의 주가도 지지 받을 수 있음

KOSPI 하락. 밸류에이션 체크

- 지난주 KOSPI 지수 3.7% 하락(4,100p → 3,150p). 올해 4월 이후 최대
- 외국인이 한 주간 KOSPI 주식 -7.2 조원 순매도, 주간 기준으로 마찬가지로 올해 4월 이후 최대. 반면 개인이 KOSPI 주식 7.4 조원 순매수. 지난주 외국인 KOSPI 주식 순매도는 하이닉스 -3.7 조원, 삼성전자 -1.5 조원으로 2종목이 전체 순매도 금액의 70% 차지
- 주말 기준(KOSPI 3,950p) 코스피 12개월 선행 P/E 11.7 배로, 10월말 12배 소폭 상회했던 수준(10/31일 KOSPI 4,107p, P/E 12.1 배)에서 내려옴

도표 1. 11월 3일~7일 외국인 순매도 상위 종목

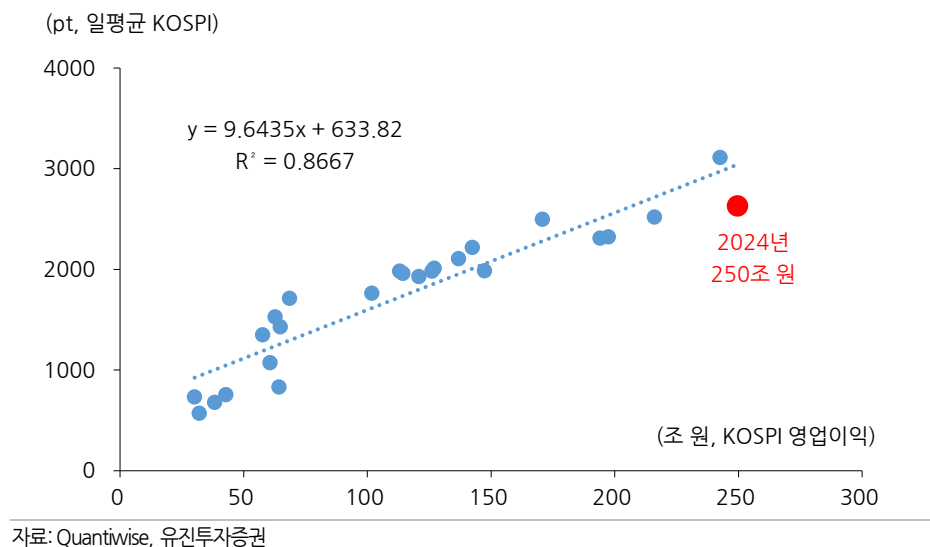
순위	종목명	외국인 순매도 (11/3일~7일, 억원)
1	SK 하이닉스	-37,038
2	삼성전자	-14,972
3	두산에너지빌리티	-4,366
4	NAVER	-2,968
5	한화오션	-1,926
6	HD 현대일렉트릭	-1,705
7	KB 금융	-1,380
8	에코프로	-1,222
9	LS ELECTRIC	-1,116
10	HD 현대중공업	-911
11	삼성 SDI	-889
12	HD 한국조선해양	-887
13	에이피알	-851
14	UG 넥스원	-799
15	미래에셋증권	-724

자료: CHECK, 유진투자증권

KOSPI 이익 전망, 적정 KOSPI 수준

- KOSPI 2024 년 영업이익 250 조원. 주말 기준(11/7 일) 올해 KOSPI 영업이익 컨센서스는 294 조원.
- 내년(2026 년) 이익 컨센서스는 400 조원(404 조원, 이 중 반도체 146 조원)으로, 반도체를 중심으로 9 월부터 급격히 상향 조정됨
- 컨센서스 기준으로 보면 11 월 초 현재 2026 년 KOSPI 영업이익은 yoy 37% 증가 예상(290 조원 → 400 조원)
- KOSPI 지수는 기업 이익에 연동. 과거 연평균 KOSPI 와 KOSPI 영업이익은 상관관계 높았음. 보수적으로 내년 영업이익이 올해 대비 20%만 증가한다고 가정하면(290 조원 → 350 조원), 적정 KOSPI 지수는 4,038p(~4,050p)로 계산됨

도표 2. KOSPI 이익 따라 KOSPI 지수 수준 결정 (2000 년~2024 년)



- 2020 년~2024 년 실제 KOSPI 는 적정 수준을 위로 +350p, 아래로 -450p 평균적으로 상회, 하회했음. 이를 적용하면 KOSPI 밴드는 3,600p~4,400p 로 계산해 볼 수 있음. 다시 적지만, 2026 년 KOSPI 영업이익 컨센서스 전망을 -13% 정도 깎은 나름 보수적인 추정 (400 조원 → 350 조원)

도표 3. 적정 KOSPI와 KOSPI 지수 추이



자료: Quantivise, 유진투자증권

- 시장의 낙관 심리가 이어진다면(상승장), KOSPI 는 적정 수준을 상회. 4,050p~4,400p 이상. 낙관 심리가 꺾인다면(하락장), KOSPI 는 적정 수준 하회. 3,600p~4,000p. 그렇게 생각해도 KOSPI 지수가 지난 주말 대비 10% 정도 조정을 받으면(3,600p 선 이상), 다시 살 만한 가격대가 될 것

도표 4. KOSPI, weekly 지수 추이

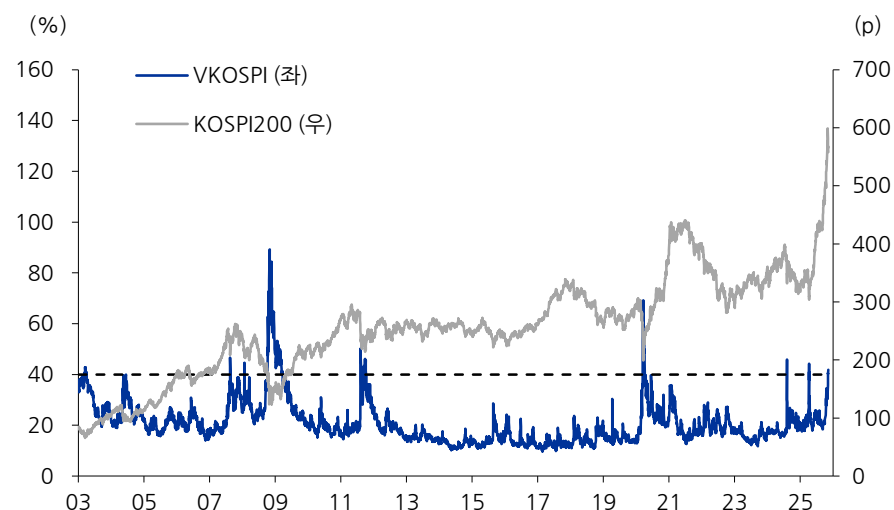


자료: CHECK, 유진투자증권

VKOSPI 급등

- 지난주 변동성지수: VKOSPI 가 40 을 상회했음. 이것도 4 월 이후 처음. 과거 VKOSPI가 40 을 상회하고 3 개월~6 개월 뒤 지수는 반등 확률이 높았음
- 과거 사례를 보면, 변동성은 한번 급등한 후 바로 낮아지기보다 높은 변동성이 한 동안 지속되는 경우가 많이 발생함. 올해 4 월에 변동성이 급등했다가(4/7 일 VKOSPI 40 상회) 3 일 만에 다시 하락(4/10 일, 변동성 하락)했던 건 이례적인 경우였음
- 작년(2024 년) 8 월도 이례적인 경우였는데, 8/5 일 변동성이 급등했다가(KOSPI 하루 -8.7% 급락) 이틀 만에 높은 변동성이 진정됨.
- 이전을 보면 코로나 당시: 2020 년 3 월~4 월에 VKOSPI가 처음 40 을 상회한 후 높은 변동성(VKOSPI 40 이상)이 한달 가량 이어졌고, 2011 년 8 월~10 월 2 달, 2008 년 10 월~2009 년 3 월 글로벌 금융위기 당시 최대 6 개월 이상 높은 변동성 상황이 지속된 경험이 있음
- 하지만 심지어 고(高) 변동성 시기가 6 개월간 지속됐던 금융위기 당시도, VKOSPI가 40 을 상회한 뒤 3 개월, 6 개월 뒤에 KOSPI 반등 확률은 각각 82%, 97%로 높았음

도표 5. VKOSPI, 40 상회



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 6. VKOSPI 40 상회. 이후 KOSPI200 수익률(2003년~2024년 전체 기간)

	한달 뒤 (+25TD)	3개월 뒤 (+75TD)	6개월 뒤 (+125TD)	1년 뒤 (+250TD)
상승 확률	66%	87%	96%	98%
수익률 (평균, %)	5.0	14.8	27.9	46.6

자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 7. VKOSPI 40 상회. 이후 KOSPI200 수익률(2008년 10월~2009년 3월)

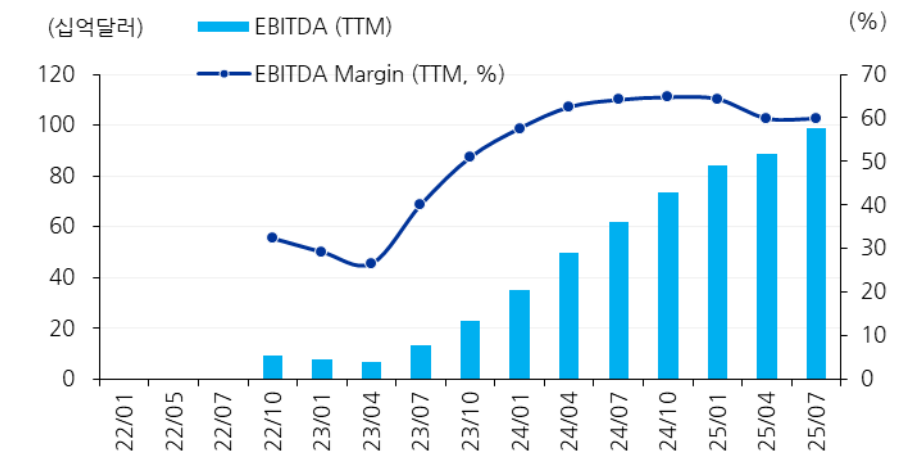
	한달 뒤 (+25TD)	3개월 뒤 (+75TD)	6개월 뒤 (+125TD)	1년 뒤 (+250TD)
상승 확률	53%	82%	97%	100%
수익률 (평균, %)	2.9	12.8	28.5	46.1

자료: Quantwise, 유진투자증권

엔비디아(NVDA) 실적 주목

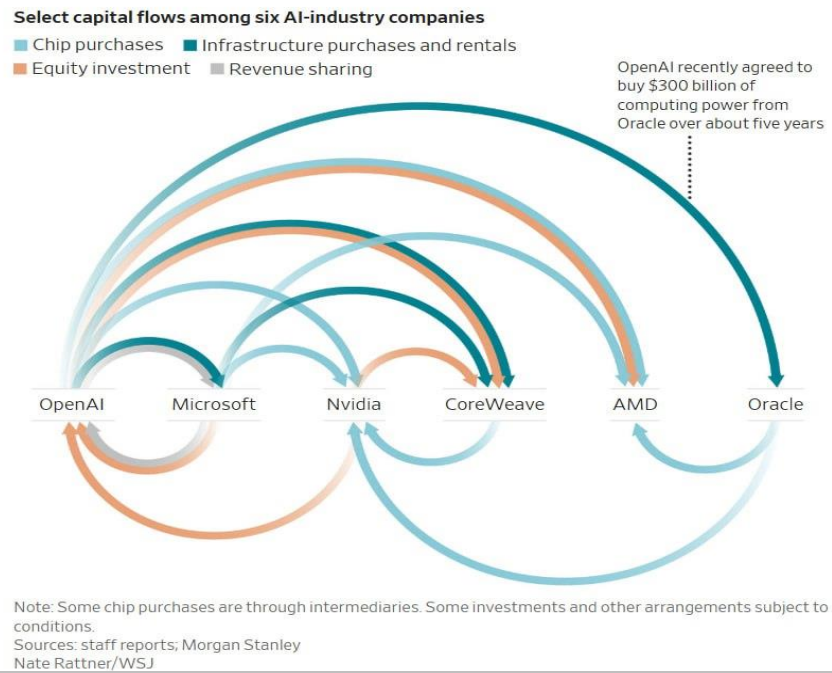
- 1 월말 중국 “Deepseek” 충격 후 주가가 하락하던 올해 3 월 초에 엔비디아 (NVDA) 주가는 올해 예상 EBITDA(1,335 억\$) 대비 21 배(20.6 배) 수준이었음 (3/7 일, 주가 112\$)
- 반면 당시: 2025 년 1 월 분기 말 기준 실제(actual) EBITDA는 전분기 말 대비 연율로 환산했을 때 yoy 58% 증가했음. 실적 증가율이 밸류에이션을 2 배 이상 상회함. 트럼프 “해방의 날” 까지 주가가 좀 더 하락하긴 했지만, 이후 주가는 반 등했음
- 지난 주말(11/7 일) 엔비디아 주가(188\$)는 올해(CY 2025 년, 엔비디아 회계 년도(FY) 2026 년) 예상 EBITDA(1,318억\$) 대비 35배, 내년(CY 2026, FY 2027) 예상 EBITDA(1,932 억\$) 대비로는 24 배 수준
- 반면 가장 최근인 올해 7 월 분기 기준 엔비디아 EBITDA는 전분기 말 대비 연 율 환산 yoy 45% 증가함
- 1 년 전 증가율 yoy 96%, 7 월 분기를 포함해 최근 4 개 분기 평균 증가율 yoy 50%보다 낮음. 그래도 여전히 이익 증가율이 주가 밸류에이션을 상회하고 있음
- 짧게는 9 월 이후, 길게는 2023 년 이후 시장 상승을 주도하고 있는 건 여전히 “AI”. 국내도 하이닉스, 삼성전자 주가 상승이 지수 상승의 상당 부분을 차지.
- 관련 기업들의 “순환 투자”가 증가하는 상황에서 가장 중요한 기업은 여전히 엔비디아로 판단됨. ‘주도주’가 무너지지 않으면, 여타 관련 주식들의 주가도 지지 받을 수 있음
- 엔비디아는 미국 시간 11 월 19 일에 10 월 분기 실적을 발표할 예정. 실적이 급감하지 않는다면, 이익 증가율이 높게 유지되고 주가 밸류에이션보다 높은 상 황에서 혹시 주가가 하락한다면(예를 들어 30% 정도 주가가 하락한다면), 아직 주식을 팔기보다 사는 대응을 할 수 있을 것

도표 8. 엔비디아: EBITDA, EBITDA margin _TTM(4 개 분기 합산) 추이



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 9. AI 기업들간 '순환적 거래(circularity)'. 핵심 기업 엔비디아, OpenAI



자료: 모건스탠리, WSJ 인용

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)