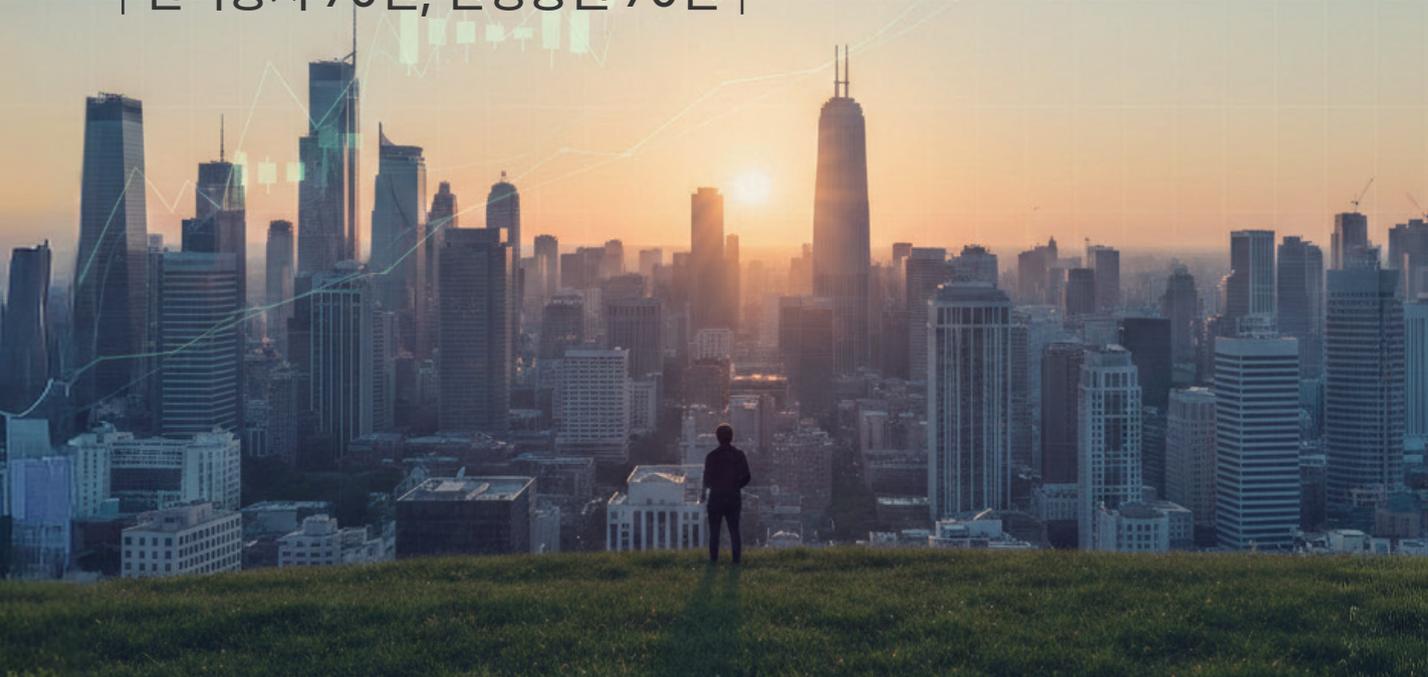




한국 증시 70년의 연대기와 내일을 위한 Top Picks

| 한국증시 70년, 신영증권 70년 |



한국 증시 70년의 연대기 - 건국국채에서 AI반도체까지
한국 증시 70년 신영증권이 선정한 10대 뉴스
가치투자자의 Top Picks

2026.02.25 리서치센터

70th
신영증권



소개글

한국 거래소의 첫 문이 열리던 그 순간부터 지금까지, 신영증권은 70년이라는 긴 시간 동안 고객 여러분과 함께 해왔습니다. 역사는 똑같이 반복되지는 않지만, 비슷한 라임으로 변주되곤 합니다. 지나온 시련과 영광의 시간들을 돌아보고 앞으로의 시장을 이끌어갈 유망주들을 선별해 봤습니다. 가치투자를 지향하는 저희의 통찰이 여러분의 내일을 밝히는 든든한 길잡이가 되기를 소망합니다.

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

한국 증시 70년의 연대기와 내일을 위한 Top Picks

| 한국증시 70년, 신영증권 70년 |





7th



Contents

한국 증시 70년의 연대기 - 건국국채에서 AI반도체까지	08
한국 증시 70년 신영증권이 선정한 10대 뉴스	24
가치투자자의 Top Picks	30
현대모비스(012330.KS)	
삼성바이오로직스(207940.KS)	
GS건설(006360.KS)	
삼성SDI(006400.KS)	
LG씨엔에스(064400.KS)	
금호석유화학(011780.KS)	
팬오션(028670.KS)	
더블유게임즈(192080.KS)	
LF(093050.KS)	

신영증권

Chapter 01

한국 증시 70년의 연대기

건국국채에서 AI반도체까지



한국 증시 70년의 연대기 : 건국국채에서 시반도체까지

리서치센터장 김학균 kim.hak-kyun@shinyoung.com

시련으로 다져진 한국 증시의 태동기

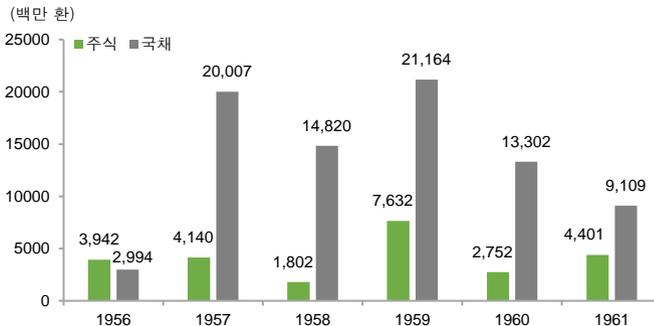
1950~60년대의 증권시장

기업 없는 증권시장 : 국공채 거래를 중심으로 출발한 한국 증시

대한증권거래소는 1956년 3월 3일에 문을 열었다. 초창기의 한국 증권시장은 주식 중심의 시장이 아니었다. 증권거래소 개장 시에 상장된 기업은 12개에 불과했다. 조흥은행(현 신한은행)·저축은행(현 SC은행)·상업은행(현 우리은행)·흥업은행(현 우리은행)·대한해운공사(현 한진해운)·경성전기(현 한국전력)·남선전기(현 한국전력)·조선운수(현 CJ대한통운)·대한조선공사(현 한진중공업)·경성방직(현 경방)·대한증권거래소(현 한국거래소)·한국연합증권금융(현 한국증권금융) 등이 최초의 상장기업들이다. 은행주가 4개였고, 나머지 8개사 중에 공기업이 7개였다. 은행을 제외할 경우 순수한 민간기업은 경성방직이 유일했던 셈이다. 이들 초기 상장사 대부분은 이후 대주주가 바뀌고, 사명이 변경되거나 기업 형태가 달라졌다. 그 긴 세월을 지나면서도 같은 이름과 형태로 상장을 유지해 온 기업은 경방뿐이다.

대한증권거래소 설립 초기 시장의 중심에 있던 것은 정부가 발행한 채권이였다. 국공채가 거래의 대부분을 차지했고, 주식은 주변부에 머물렀다. 1956년~1960년 대한증권거래소의 전체 거래대금에서 주식이 차지하는 비중은 23%에 불과했다. 이는 제도 설계의 실패라기보다 당시 한국 경제의 현실을 그대로 반영한 결과였다. 기업이 없었다. 정확히 말하면, 주식을 발행할 필요를 느낄 만큼 성장한 기업이 거의 없었다. 기업 규모는 영세했고, 가족 소유에 가까웠으며, 외부 자본을 받아들이는 데 극도로 소극적이었다. 또한 당시에는 규모가 영세한 경공업이 한국 경제의 주류를 이루고 있었기 때문에 주식을 발행해 자금을 조달한다는 개념 자체가 생소했다. 그 결과 거래소는 존재했지만 자본시장으로서의 기능은 제한적이었다. 시장은 있었으나, 기업금융의 장은 아니었다.

대한증권거래소 개장 초기 거래 현황 - 채권 중심의 시장



자료 : 대한증권거래소

너무도 짧게 끝났던 채권 전성기, 이후 40여년 간의 암흑기가 이어져

초기 증권시장은 혼탁했다. 거래를 중개하는 증권회사들은 자본 규모가 적어 영세했고, 거래와 관련된 제도도 제대로 정비돼 있지 않았기 때문이다. 1958년의 국채 파동은 한국 자본시장 개설 초기의 대표적 스캔들이다. 당시 정부는 전후 복구 자금을 마련하기 위해 대규모로 국채를 발행했고, 증권시장 거래량의 절대 다수를 국채가 차지했다. 그러나 당시 거래 방식은 오늘날과 같은 '현물거래'가 아니라, 미래의 특정 시점에 증권을 넘겨주기로 약속하고 매매하는 '청산거래'가 주를 이뤘는데, 이 과정에서 사달이 났다.

1958년 국채 파동의 핵심은 '공매도'와 '결제 불이행'이었다. 당시 일부 증권사들은 국채 가격이 하락할 것으로 예상하고 자기 자본을 초과하는 대규모 매도 주문을 냈다. 반면, 가격 상승을 노린 매수 세력은 물량을 싹쓸이하며 가격을 끌어올렸다. 1958년 '건국국채 10호' 결제일이 다가오자 매도 측은 물량을 넘겨줘야 했으나, 시장에 풀린 국채는 이미 매수 측이 매집하여 유통물량이 사라진 상황이었다. 국채 가격은 천정부지로 치솟았고, 매도 측은 도저히 결제 대금을 감당할 수 없는 처지에 내몰렸다. 결국 결제 불이행 사태가 터지며 거래소는 마비되었다. 정부는 사태 수습을 위해 강제로 결제 가격을 조정(결제 무효)하면서 개입했으나, 이 과정에서 수 많은 개인 투자자가 막대한 손실을 입었다. 국채 파동의 여파로 증권 거래소는 1958년 1월17~18일 양일 간에 걸쳐 휴장하기도 했다. 국채파동은 시장의 자율적 조정 기능이 부재했던 시대의 단면을 적나라하게 보여주었다.

국채파동을 거치면서 증권거래소 개장 초기의 인기 투자 상품이었던 국채는 투자자들의 신뢰를 완전히 잃었다. 정부가 결제를 무효화하면서 투자자들은 '국가가 발행한 유가증권도 믿지 못한다'는 불신을 갖게 했다. 이로 인해 한국 정부는 1960년대부터 1990년대 중반에 이르기까지 약 40년 동안 자발적인 시장 참여자를 대상으로 하는 일반 국채 발행을 사실상 포기해야만 했다.

정상적인 국채 발행을 통한 자금 조달 통로가 막히자, 정부는 기형적인 우회로를 택했다. 부족한 예산을 메우기 위해 시중 자금을 흡수하는 대신, 한국은행에서 직접 돈을 빌리는 '중앙은행 차입'에 의존하기 시작한 것이다. 이는 곧 통화량 급증으로 이어졌고, 1960~80년대 한국 경제를 괴롭혔던 만성적인 인플레이션의 근본적인 원인이 되었다. 또한 국채를 투자 상품으로 육성하는 대신 인허가나 등기 과정에서 강제로 매입해야 하는 '첨가소화채권' 형태로 운용했다. 투자자들에게 국채는 수익을 기대하는 자산이 아니라, 일종의 준조세나 세금처럼 인식되기에 이르렀다. 또한 경제개발에 필요한 막대한 자금을 국내 시장에서 조달할 수 없게 된 정부는 시선을 밖으로 돌려 외자 도입에 사활을 걸었다. 자본시장의 중요한 한 축인 채권시장의 공백은 기업들의 과도한 은행 의존과 외채 급증이라는 구조적 취약성을 낳았고, 이는 훗날 한국 경제가 마주하게 될 여러 금융 위기의 보이지 않는 불씨가 되었다.

국채가 요즘처럼 활발하게 거래되기 시작한 것은 1997년 IMF 외환위기 이후부터였다. 미증유의 경제위기에 직면하면서 막대한 공적자금을 투입해야 했던 정부가 국채를 대규모로 발행할 수밖에 없었기 때문이다.

복마전이라는 오명 : 잇따른 증권 파동

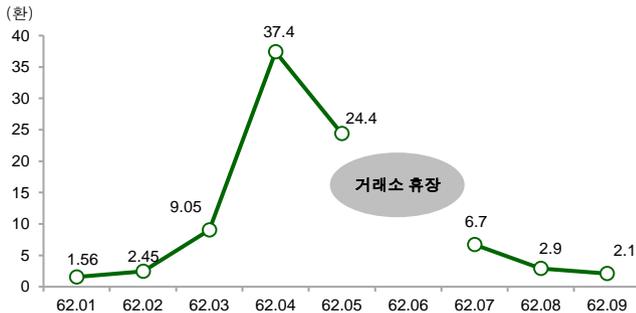
증권거래소 창립 초기 한국 증권시장의 주인공은 단연 채권이었지만, 국채 파동으로 채권의 전성기는 짧게 끝나버렸다. 1962년 증권거래 실적은 주식이 983억원, 채권이 8억원으로 전체 거래금액에서 채권이 차지하는 비중은 0.8%까지 줄어들었다.

국채의 수요처로서 증권시장이 가졌던 위상이 크게 퇴색되자, 정부는 주식 중심의 시장을 만들기 위한 법적 기반을 마련하기 시작했다. 5.16으로 집권한 공화당은 1962년 1월15일 '증권거래법'을 제정·공포했다. '증권거래법' 제정 이틀 전 '1차 경제개발 5개년 계획'이 발표됐다. 공화당 정부는 주식시장을 통해 조달한 민간 자본을 경제개발계획의 추진 재원으로 활용하고자 하는 의도를 가지고 있었다. 그러나 주식시장이 기업의 자금 조달 창구이자 건전한 투자처로 뿌리내리기에는 1960년대의 토양이 너무도 척박했다.

당시 주식은 분석의 대상이 아니었다. 재무제표는 형식적이었고, 공시는 미비했다. 기업 가치에 대한 정보는 거의 공유되지 않았다. 주가는 실적이 아니라 소문에 반응했고, 기업의 미래보다 정치와 권력의 방향이 더 중요했다. 제도가 정비되지 않은 시장은 필연적으로 투기화된다. 1960년대 한국 주식시장은 자본을 배분하는 시장이라기보다, 돈 놓고 돈 먹는 투전판에 가까웠다.

주식시장은 정치와 밀착했다. 1958년 국채 파동이 제도적 미숙함에서 비롯되었다면, 1962년 발생한 증권 파동은 정치 권력이 직접적으로 개입된 보다 조직적이고 파괴적인 사건이었다. 5.16 군사정부 수립 이후, 공화당 창당 자금을 마련하기 위해 중앙정보부가 증시를 조작했다는 의혹이 이 사건의 핵심이다. 1962년 1월 공익 특수법인에 가까웠던 대한증권거래소를 민간 주도형 주식회사 형태로 개편하자, 이른바 특정 세력들이 거래소 주식을 조직적으로 매집하기 시작했다. 이들은 막대한 자금력을 동원해 주가를 단기간에 수십 배 폭등시켰다. 주가가 폭등하자 일반인들도 주식을 사기 위해 시장으로 몰려들었다. 증권거래소와 함께 한국저축은행, 한국전력 등의 주가도 함께 급등했다. 그러나 1962년 5월, 매집 세력이 이익 실현을 위해 물량을 쏟아내기 시작하자 주가는 끝모르게 추락했다. 설상가상으로 결제 대금이 바닥나면서 증권사들이 줄도산 위기에 처했다. 결국 거래소는 전면 휴장이라는 극단적인 선택을 했다.

대한증권거래소 주가 (1962년 1~9월 월말 종가) - 급등 후 급락



자료 : 경향신문 『일일 증권 시세』

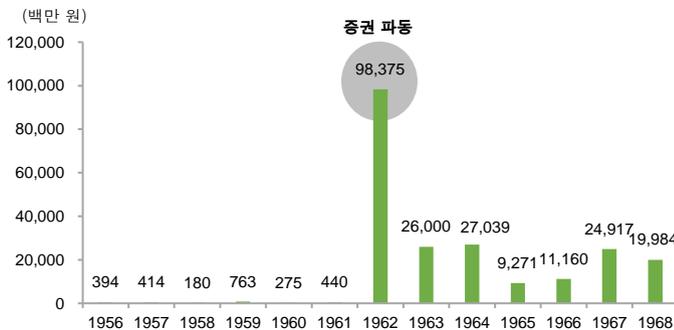
1962년에 증시 휴장은 일회성 사건이 아니었다. 6월1일부터 6일까지는 대한증권거래소 주식 파동(‘대증주 파동’으로 지칭)으로 인한 결제불이행으로, 6월11에서 7월12일까지는 화폐개혁 조치로, 8월31일부터 9월3일까지는 태양증권의 결제불이행 파문으로, 12월4일부터 17일까지는 증권거래 제도 개선에 따른 정비 필요성으로 거래가 열리지 않았다. 1960년대 초의 한국 증시는 북마전에 다름아니었다.

‘대증주 파동’은 한국 증시 역사상 최초의 증시 부양책을 불러오기도 했다. 1962년 7월 재무부는 증권거래법 35조에 의한 재무부장관의 행정명령을 발동해 증권업자들에게 대증주를 500만주 이상 의무보유하라고 지시했다. 대증주 파동은 ‘증권 파동’으로 불리며 ‘위커힐 사건’과 ‘새나라자동차 사건’, ‘빠징코 사건’ 등과 함께 박정희 정권 출범 초기의 ‘4대 의혹 사건’으로 인구에 회자되기도 했다. 1958년의 ‘국채 파동’부터 1962년의 ‘대증주 파동’까지 이어진 증권거래소 개설 초기의 스캔들은 금융투자를 도박처럼 위험한 것으로 인식하게 했고, 이런 불신은 쉽게 사라지지 않은 채 오랜 시간 한국 증시의 그림자로 드리워졌다.

주식시장의 봄날은 ‘대증주 파동’으로 끝났지만, 당시 짧은 호황기 동안 일제강점기의 적산 처분 기관으로 당시까지 활동했던 ‘식산은행 청산위원회’는 보유 중인 기업 지분을 매도해 국고로 환수했다. 해운공사와 조선공사, 한국자동차 등의 주식이 짧은 증시 활황 국면에서 공매를 통해 매각됐다. 1962년은 한국 증시가 국채에서 주식 거래 중심의 시장으로 위상이 바뀐 원년이었지만, ‘증권 파동’ 이후 주식시장은 장기 침체에 접어들게 된다.

한편 한국 증시 최초의 테마주 열풍을 불러왔던 대한증권거래소는 1963년부터 공영제 ‘한국증권거래소’로 재편됐다. 증권 파동의 상처가 어느 정도 아물기 시작한 1960년대 후반, 정부는 자본시장 육성 방안을 공표했다. 1968년 제정된 ‘자본시장 육성에 관한 법률’은 기업들이 은행 대출에만 의존하지 말고 주식을 발행해 자금을 조달하도록 유도했다. 세계 혜택을 통해 기업공개를 장려하고, 한국투자개발공사를 설립해 유가증권의 인수를 원활히 할 수 있게 했다.

주식 거래대금 추이 - 증권 파동 이후 급감



자료 : 한국 거래소

양적 성장의 시기 : 8.3 사채 동결 조치와 기업공개촉진법 제정

‘시가총액 865억원, 일 평균 거래대금 1억4천만원, 상장회사수 42개’. 1970년 초 한국 증시의 모습이다. 56년이라는 세월의 차이를 생각하더라도, 당시 한국 증시의 위상은 지금과 비교할 수 없을 정도로 초라했다. 그도 그럴 것이 권위주의적 정부의 관치 금융 하에서 시장의 힘은 미약할 수밖에 없었고, 증권시장이 기업들에게 자금을 공급해 줄 수 있을 정도로 사회적 부가 축적되지 못했던 시기였기 때문이다. 또한 증시의 주역이라고 할 수 있는 기업집단의 성숙도 미약한 단계였다.

1970년대 초반까지 기업 금융의 실질적 중심은 사채였다. 은행 대출은 정치권력에 의해 좌우되는 사실상의 정책 수단이었고, 증권시장은 여전히 투기판이라는 오명에서 벗어나지 못하고 있었다. 기업 입장에서 주식 발행은 불편한 선택이었다. 소유와 경영의 분리라는 관념이 희박한 상황에서 회사의 지분을 타인과 나누는 행위는 기업주들이 쉽게 선택할 수 있는 옵션이 아니었다. 반면 사채는 비싸지만 간편했다. 결과적으로 증권시장은 기업 성장의 동력이 되지 못했다. 시장은 있었지만, 기업은 시장을 필요로 하지 않았다.

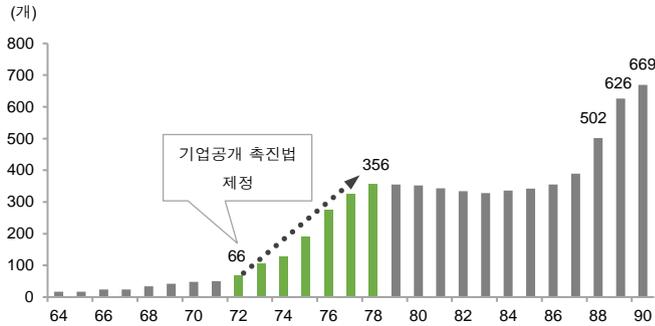
1971년 8월 3일 사채 동결 조치는 한국 자본시장 역사에서 결정적 분기점이었다. 당시 한국 기업들은 고금리 사채의 굴레에 빠져 연쇄 부도 위기에 처해 있었다. 이에 박정희 정부는 모든 사채를 동결하고, 이를 3년 거치 5년 분할 상환의 저리 대출로 전환하도록 명령했다. 사채에 의존하던 기업들의 숨통을 틔우는 조치임과 동시에 기존 금융 관행을 강제로 차단한 사건이었다. 사채가 막히자 대안이 필요해졌다. 그 대안이 바로 증권시장이었다. 1972년의 기업공개촉진법은 이런 맥락에서 등장했다.

상장을 유도하고, 세제 혜택을 부여하며, 기업을 증권시장으로 끌어냈다. 상장 요건을 충족하는 기업이 상장을 하지 않을 경우 제재가 가해지는 권위주의 시절의 강압적 법안이었지만 효과는 확실했다. 일정 요건을 갖춘 기업에 대해 정부가 기업공개를 지정하고, 이에 불응할 때는 불이익을 부여하는 것을 골자로 했기 때문이다. 당시 공개 대상 기업은 ①외자 도입 법인, ②조정사채(調整私債) 1억원 이상 부담 법인, ③금융기관으로부터 10억원 이상의 여신을 받은 법인, ④국민경제상 필요하여 대통령령으로 정하는 법인 등이었다.

당시의 주요 기업들은 대부분 상장 대상이 될 수밖에 없었다. 특히 ‘국민경제상 필요하여 대통령령으로 지정하는 법인’이라는 규정은 대단히 포괄적인 규정이었기 때문에 정부의 뜻에 반해 상장을 늦추기는 힘들었다. 기업공개 촉진법 제정 이후 한국 증시에서는 상장 붐이 불었다. 주요 기업들의 연이은 기업공개로 상장기업 수는 1972년 말의 66개에서 1978년에는 356개로 늘어났다. 1980년대 후반의 IPO 붐에 앞선 1차 상장 러쉬가 1970년대에 나타났던 셈이다. 한편 신규 상장 붐을 타고 공모주 투자의 기회는 자연스럽게 확대됐다. 70년대 중반 건설주 급등 국면에서 일부 신규 상장 건설주에 대한 청약률이 210:1(1977년 10월 정진건설)에 이를 정도로 공모주에 대한 투자 열기는 뜨거웠다.

기업공개촉진법 제정으로 1972년에 66개에 불과했던 상장 종목수는 1978년 말에 356개로 증가했다. 비로소 주식시장이 기업 금융의 한 축으로 기능하기 시작한 것이다.

한국 증시 상장 기업수 - 기업공개촉진법 제정 이후 신규 상장 급증



자료 : 한국 거래소

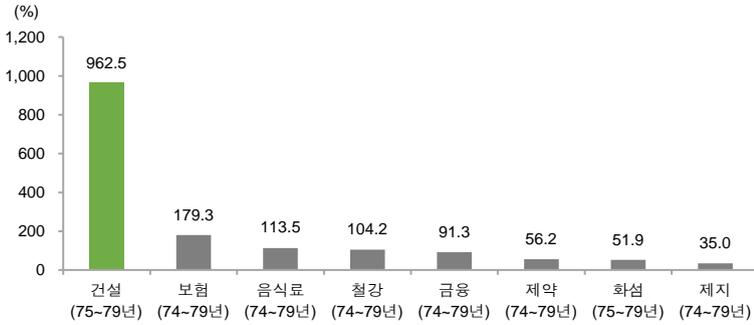
최초의 성장주 열풍 : 오일달러 유입과 건설주 파동

1970년대는 한국 경제가 본격적으로 팽창하기 시작한 시기였다. 박정희 정권이 추진한 중후장대(重厚長大)형 장치산업 중심의 성장 전략이 본격적인 효과를 나타내기 시작했고, 수출도 호조세였다. 1970년 8억3천만 달러에 불과했던 수출은 1979년에는 155억 달러까지 증가하게 된다. 수출 호조로 인해 만성적인 경상수지 적자 구조도 개선, 1970년대 후반 한국의 경상수지는 균형 수준에 이르게 된다.

주가도 2차 오일 쇼크와 건설주 파동이 있었던 1970년대 후반까지 비교적 꾸준히 올랐다. 주가 지수 편입 종목이 일부 종목에 한정(135개)돼 있고, 시가총액식이 아닌 다우식으로 만들어졌다는 점에서 현재의 KOSPI와 직접적인 비교는 어렵지만, 1970년대 KOSPI는 387%(1972~79년, 연평균 +21.9%) 상승했다.

1970년대 증시의 승자는 단연 건설주였다. 1973년 제1차 오일쇼크는 자원 수입국인 한국 경제를 압박했지만, 산유국들이 벌어들인 오일달러를 기반으로 대대적인 인프라 건설에 나서면서 국면은 반전되었다. 우리 건설사들은 뜨거운 중동 사막으로 진출해 외화를 벌어들였고, 이 수주 소식들은 곧장 명동 증권가로 날아와 주가를 밀어 올리는 강력한 연료가 되었다. 건설주는 중동 건설 붐을 타고 급등해 1970년대 중후반의 6년(1975~79년) 동안 962%나 상승하게 된다. 건설주 파동이 있었던 1978년 6월 이후 주가가 급락했음에도 불구하고 다른 업종과 비교하기 힘든 압도적인 상승률 1위였다.

1970년대 주요 업종지수 등락률 - 건설주 압도적 1위



주: 업종별 지수의 출발점이 1974년, 1975년으로 다름
 자료: 한국 거래소, 신영증권 리서치센터

건설업종 지수는 1975년 1월부터 확인할 수 있는데, 앞서 살펴본 것처럼 건설업종 지수는 1979년 말까지 962% 상승했다. 특히 1970년대의 건설업종 지수 고점이 기록됐던 1978년 6월까지 업종 지수는 3,709%나 급등했다. 1970년대 건설주는 1980년대 후반의 증권주 급등, 1990년대 후반의 코스닥 광풍 등과 함께 한국 증시의 3대 폭등 장세로 부를 수 있을 정도의 초활황 장세를 이끌었던 주역이었다.

중동에 최초로 진출했던 건설사인 삼환기업의 주가는 1975년 한 해 동안에만 5배가 넘게 뛴 것을 비롯해, 1978년 6월 건설주 고점 기록 시기까지 무려 20배가 넘게 올랐다(1975년 1월~1978년 6월). 이런 주가 상승률은 증자로 인한 권리락이 반영되지 않은 단순 주가 기준이다. 1970년대 주가 자료에는 증자로 인한 권리락이 반영된 수정주가가 기록돼 있지 않다. 이 기간 동안 삼환기업은 4차례의 유상증자를 실시했는데, 이를 감안할 경우 실질적인 주가 상승률은 단순 주가 상승률을 훨씬 웃돌았을 것이다.

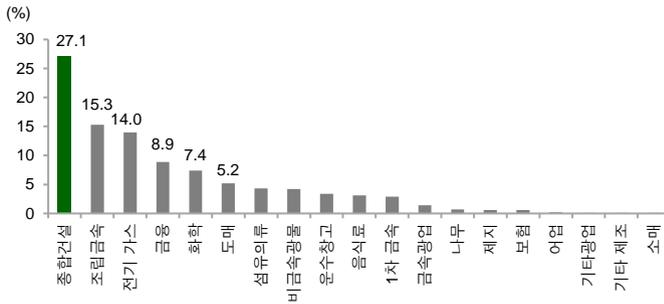
동아건설과 대림산업을 비롯한 다른 건설사들의 주가도 10배 상승은 기본이었다. 이때의 열풍은 '건설'이라는 명칭만 붙어 있어도 주가가 상한가를 치는 이른바 '묻지마 투자'로 번졌다. 건설주가 폭등하면서 당시 한국 증시에는 '1부 종목과 2부 종목이 있는 것이 아니라, 건설주와 비건설주가 있다'는 말이 나올 정도였다.

1978년 6월 시장 전체 거래대금에서 건설업종이 차지하는 비중은 46%까지 치솟았다. 시장 전체 발행주식수 대비 건설업종 발행 주식수의 비중이 8.6%에 불과했다는 점을 감안하면 당시의 건설주 쏠림 현상이 얼마나 심했는지 알 수 있다.

업종별 시가총액 규모면에서도 건설주가 단연 압도적인 1위였다. 1978년 6월 기준 건설주의 시가총액 비중은 27.1%에 달했다. 현재 건설주의 시가총액 비중 0.7%(2026년 2월 20일)과 비교해보면 격세지감을 느끼지 않을 수 없다. 밸류에이션에서도 건설업종은 프리미엄을 받고 있었다. 당시 건설업종의 PER은 17배로 다른 업종에 비해 압도적으로 높았다.

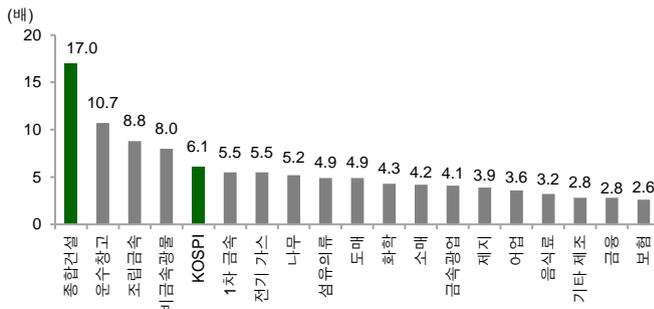
건설주 주가가 급등하자 과열을 막기 위한 여러 규제들이 나왔다. 주가가 너무 올라서 문제가 된 것이다. 1977년 3월 증권업계 사장단은 건설주 시세 동결을 결의했다. 건설주에 대해서는 전일 종가 이상으로 매수 주문을 못 내도록 하는, 조금은 황당한 조치였다. 한편 건설주와 비건설주의 시세 양극화를 완화시키기 위해 비건설주에 대해서는 유통금융을 증액하고 신용증거금융을 인하하는 부양책이 마련되기도 했다.

업종별 시가총액 점유율 (1978년 6월 말)



자료 : 한국 거래소, 신영증권 리서치센터

업종별 PER (1978년 6월 말)

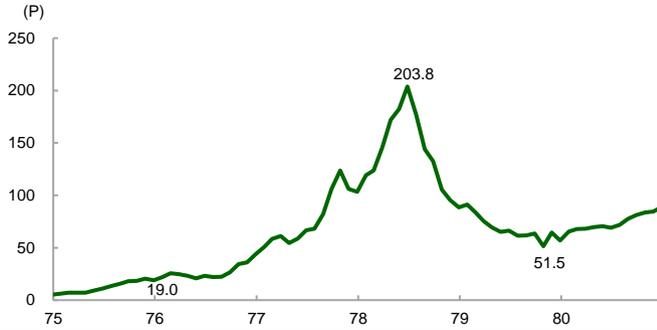


자료 : 한국 거래소, 신영증권 리서치센터

치솟던 건설주 주가는 1978년 하반기부터 급락세로 돌아섰다. 건설주 약세와 함께 주식시장도 1980년대 중반 3저 호황에 기댄 강세장이 나타나기 전까지 이어진 장기 약세·횡보장에 접어들게 된다. 약세장을 불러온 가장 근본적인 원인은 거시 경제지표의 악화였다. 2차 오일쇼크가 엄습한 1979년 한국의 성장률은 한 자리 수 대로 떨어졌고, 박정희 대통령 사후 정치권력 공백기가 있었던 1980년에는 마이너스 성장을 기록하게 된다.

건설주는 1970년대 후반의 약세장에서 가장 큰 타격을 받았다. 10배~20배 오른 주가이다보니 하락도가 가파르게 나타났다. 앞서 살펴본 것처럼 건설업종은 밸류에이션 부담도 컸다. 또한 고유가에 따른 물가 부담을 완화시키기 위해 단행된 금리 인상도 부채 규모가 큰 건설주들을 압박했다. 건설업종 지수는 1978년 6월 고점에서 1979년 10월 저점까지 74.7%의 폭락세를 기록하게 된다. 1979년 6월 상장 건설사인 초석건설의 부도까지 더해지면서 증시 전반에 공황 심리가 확산됐다. 이 과정에서 많은 투자자들이 치명적 손실을 입었고, 1979년 제2차 오일쇼크와 10.26 사태라는 정치적 격변이 겹치면서 건설주 시대는 비극적으로 막을 내렸다.

건설업종 지수 (1975~80년) - 기록적인 급등과 폭락

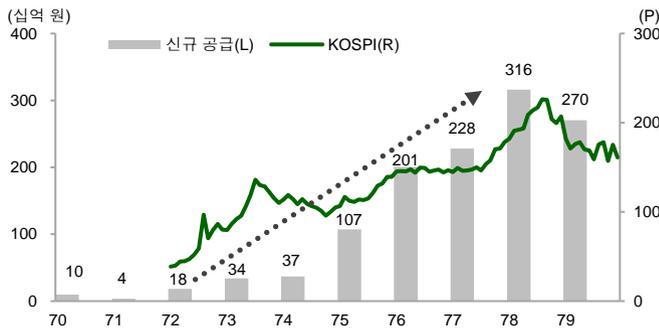


자료: 한국 거래소, 신영증권 리서치센터

한편 1970년대 후반 약세장을 가져 온 또다른 원인 중 하나는 신규 공급 물량의 급증이었다. 기업공개 촉진법의 도입으로 1970년대 중후반은 기업들의 신규 상장이 봇물을 이뤘던 시절이었다. 증시 신규 공급 금액(유상증자+IPO)은 기업공개 촉진법이 시행되기 직전인 1972년에는 180억원에 불과했지만, 1978년에는 3,160억원으로 늘어났다.

1970년대 후반뿐만 아니라, 1980~90년대 장기 강세장의 막바지 국면에서도 신규 공급물량이 빠르게 증가하면서 주식시장은 약세로 반전되곤 했다. 증시 공급물량의 증가는 한국 증시의 고점 통과 징후를 읽을 수 있는 가장 중요한 판단 기준 중 하나로 봐도 무방하다.

신규 공급물량과 KOSPI - 1970년대 후반 IPO 붐에 따른 공급 증가



주: 신규 공급 = 유상증자 + 신규 공모(IPO)

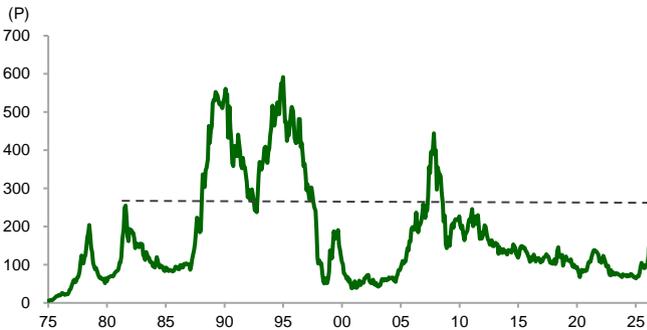
자료: 한국 거래소, 신영증권 리서치센터

1970년대의 승자 건설주가 다시 부각되기까지는 많은 시간이 걸렸다. 1980년대 초 다시 불어 온 해외 건설 바람을 타고 반짝 강세가 나타나기도 했지만, 건설업종이 다시 추세적인 강세로 반전됐던 시기는 1980년대 후반 증권·무역·건설 업종이 이끌었던 소위 트로이카 장세였다. 한번 주도주에서 밀려난 섹터가 다시 주역으로 부각되기까지는 많은 시간이 필요하다는 점은 1970년대의 건설주, 1980년대의 증권주, 1990년대 후반의 코스닥시장에서 공통적으로 확인되고 있다.

한편 1970년대 한국 증시의 대표주자였던 건설주의 장기 주가 추이는 참담할 지경이다. 2026년 2월 현재 건설업종 지수의 절대 레벨은 1970년대 후반 강세장의 고점이었던 1978년 6월 수준에도 미치지 못하고 있다. 1970년대에 불꽃을 태운 건설주는 1980~90년대, 2000년대 초의 일시적인 부활 이후 기조적 약세를 면치 못하고 있는 것이다. 당대의 인기주가 영원한 인기주는 아니며, 시대가 바뀌면 증시의 주도주는 늘 바뀐다는 점을 건설주 시세가 잘 보여주고 있다.

비록 파국으로 끝났지만, 건설주 광풍을 통해 한국 주식시장은 ‘성장’이라는 개념을 주가에 투영하는 초유의 경험을 했다. 건설업은 당대의 최첨단 성장 산업이었고, 이는 훗날 한국 증시가 산업 구조의 변화에 따라 증권, IT, 바이오 등 새로운 주도주를 맞이하는 역사적 경험의 토대가 되었다.

건설업종 지수 - 1970년대의 고점 수준에도 못 미치는 현재의 건설업종 지수



자료: 한국거래소, 신영증권 리서치센터

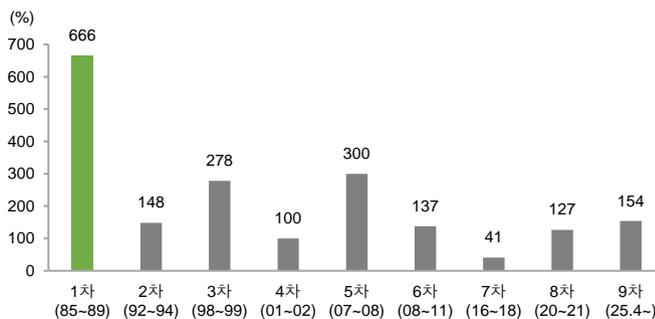
한국 증시 역사상 전무후무한 강세장

1980년대에 KOSPI는 809%(연 평균 +24.7%)나 급등했다. 1980~85년은 KOSPI가 100~150p대에서 횡보했고, 1980년대 주가 상승의 대부분은 1986~88년에 집중됐다. 1980년대 후반은 3저 호황의 효과가 본격화됐던 시절이었다. 1980년대 초반 한국 증시는 2차 오일쇼크의 후유증과 정치적 격변, '이철희·장영자 어음사기', '명성그룹 스캔들', '영동개발 사건' 등 연이은 대형 금융 사고의 여파로 긴 침체기를 겪고 있었다. KOSPI는 한동안 150p선을 넘어서지 못했다.

1980년대 중반에 접어들면서 국면은 완전히 반전됐다. 이른바 '저달러(달러 약세), 저유가, 저금리'라는 '3저 호황' 국면이 도래한 것이다. 수출은 폭발적으로 늘어났고, 경상수지는 사상 처음으로 흑자 기조에 들어섰다. 단군 이래 최고의 경기 호황이 나타났다. 경제 성장의 에너지는 고스란히 증시로 전이됐다. 1980년 초 100p로 출발한 KOSPI는 가파르게 수직 상승했다. 1986년, 1987년, 1988년의 KOSPI 연간 상승률은 각각 67%, 93%, 73%에 달했다. 강세장이 이어지면서 마침내 1989년 3월 31일, KOSPI는 장중 1,000포인트를 돌파하며 최초의 '네 자릿수 지수 시대'를 열었다.

1985년 5월부터 시작돼 1989년 3월까지 이어진 강세장에서 KOSPI는 666%나 급등했다. 최근 경험하고 있는 강세장을 포함해 1980년대 이후 한국 증시의 순환적 강세장(cyclical bull market)은 모두 9차례 나타났는데, 3저 호황을 등에 업고 1980년대 중후반에 기록됐던 666%의 상승률은 이후에도 경험하지 못했던 최고의 성과였다.

1980년대 이후 나타났던 순환적 강세장에서의 KOSPI 상승률



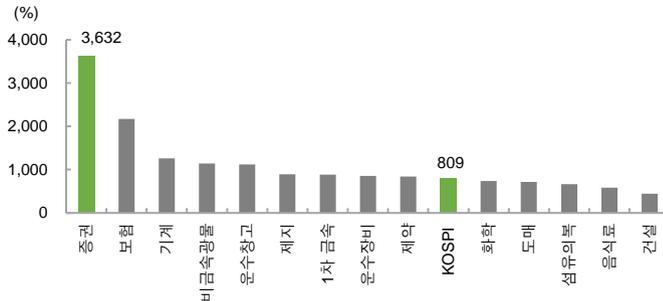
주 : 현재 진행형인 9차 상승 장세는 2025년 4월10일~2026년 2월23일 등락을
 자료 : 한국 거래소, 신영증권 리서치센터

1980년대 증시의 승자는 증권주

1980년대 증시의 승자는 단연 증권주였다. 증권업종 지수는 3,000%가 넘는 급등세를 기록, 1970년대의 건설주 상승률을 훨씬 넘어섰다. 증시의 주도주는 늘 존재하게 마련이지만, 80년대 후반 증권주의 상승률은 그야말로 전무후무한 기록이었다. 증권주의 강세는 증시 활황의 수혜를 가장 직접적으로 받을 수 있다는 데에 기인했다. 1979년에 1조3천억원에 불과했던 거래대금은 1989년에 8조1천억원 수준까지 증가했다. 위탁매매 수수료 증가에 힘입어 증권사의 실적은 크게 개선됐다. 1985년에 370억원에 불과했던 상장 증권사 순이익은 1988년 2,400억원, 1989년에는 4,660억원으로 급증했다

한편 정부의 정책도 증권업을 비롯한 금융업종에 우호적이었다. 금융산업 개편, 금융 자유화 추진 등이 한국 자본시장의 성장으로 이어질 것이라는 기대를 높였고, 이런 정책 시행 과정에서 증권주가 최대의 수혜주가 될 것이라는 인식이 강했다. 증권업종은 1980년대 후반 최고의 성장 산업으로 부각됐고, 증권주는 1980년대 후반의 강세장 내내 주도주의 자리에서 내려오지 않았다.

1980년대 업종별 주가 등락률 - 증권업 압도적 1위



자료 : 한국 거래소, 신영증권 리서치센터

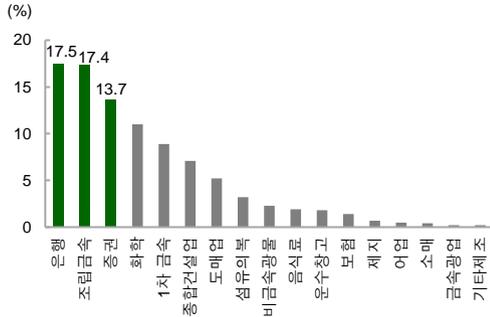
1980년대 후반 강세장에서 KOSPI가 최고치를 기록했던 1989년 3월 말, 금융주의 시가총액 비중은 30%를 넘어섰다. 은행업의 시가총액 비중이 17.5%였고, 증권업의 비중도 13.7%에 달했다. 금융업의 시가총액 비중이 30%를 넘어섰던 것은 당시가 처음이자 마지막이었다. 1980년대 금융업은 현재 전기전자 업종 이상의 위상을 가지고 있었던 셈이다.

한편 당시 조립금속업종이 은행업종에 이어 시가총액 2위를 기록했는데, 이는 업종 구성이 현재와 달랐기 때문에 나타난 결과다. 즉 당시에는 삼성전자와 금성사(LG전자) 등 오늘날 전기전자업종에 속하는 종목들이 조립금속업종에 속해 있었기 때문에, 동 업종의 시가총액 비중이 높았던 것이다.

한국 증시 70년, 신영증권 70th

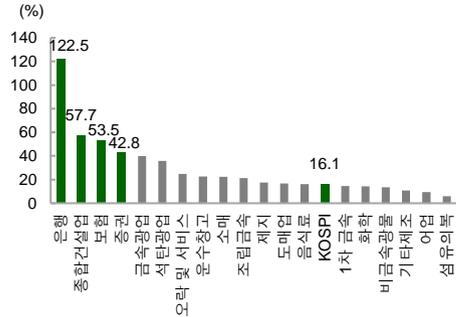
1970년대 건설업종이 높은 PER을 받으면서 성장주 프리미엄을 누렸던 것처럼 80년대에는 금융업종이 밸류에이션 프리미엄을 누렸다. 1989년 3월 말 기준 은행업의 PER은 100배를 넘었고, 증권업의 PER도 58배에 달했다. 1989년 3월 말 3년 만기 회사채수익률(AA-)이 13.9%에서 형성돼 있었다는 점을 감안하면 당시의 밸류에이션에는 큰 거품이 끼어 있었다고 평가할 수 있다. 강세장의 종반부에 늘 나타나는 현상이다.

업종별 시가총액 점유율 (1989년 3월 말)



자료 : 한국 거래소, 신영증권 리서치센터

업종별 PER (1989년 3월 말)

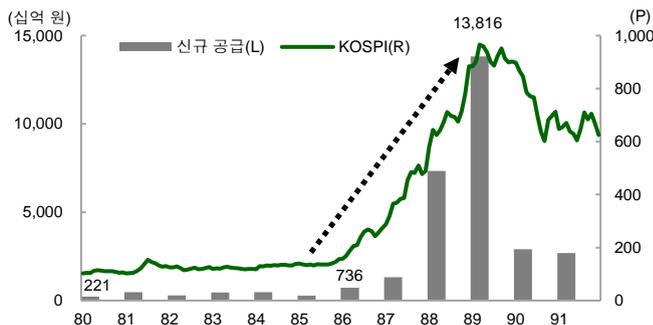


자료 : 한국 거래소, 신영증권 리서치센터

급등세를 나타내던 주식시장은 1989년 3월을 고점으로 약세로 반전된다. 원화가 강세로 반전되면서 수출 증가율이 둔화됐고, 1989년 GDP 성장률은 한 자리 수대로 떨어지게 된다. 여기에 80년대 말부터 국제 유가가 상승세로 반전되면서 인플레이션 부담이 커지게 된다. 시장 금리도 오름세로 돌아섰다. 결국 유가와 원화 가치, 금리 등이 모두 주식시장에 부정적인 방향으로 움직이는 3고 시대가 도래하면서 주식시장도 추세적인 약세장에 진입하게 된다.

한편 1970년대와 마찬가지로 신규 공급 물량의 급증도 주식시장의 대세 하락을 가져온 요인 중 하나였다. 포항제철, 한국전력 등 국민주 공모, 기업공개에 확대, 상장기업의 유무상 증자 등이 잇따르면서 주식시장은 심각한 수급 불균형에 직면하게 된다.

신규 공급물량과 KOSPI - 1970년대 후반 IPO 붐에 따른 공급 증가



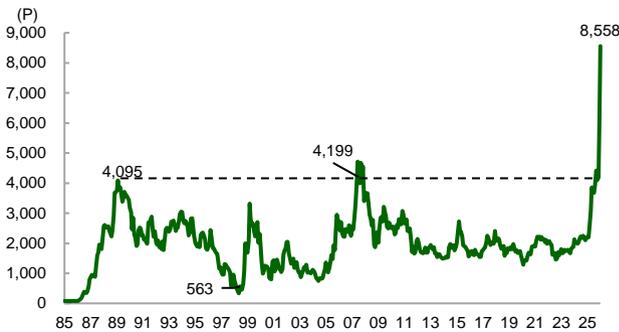
주: 신규 공급 = 유상증자 + 신규 공모(IPO)

자료: 한국 거래소, 신영증권 리서치센터

1980년대 강세장을 이끌었던 증권주의 행보는 1970년대를 이끌었던 건설주 주가의 판박이었다. 증권주는 1989년 3월의 고점 기록 이후 1990년대 후반까지 지속적인 하락세를 나타내게 된다. 1989년 3월의 고점에서 IMF 구제 금융 직후였던 98년 6월까지 증권업종 지수의 하락률은 90.7%에 달했다. 증권업종은 IMF 구제금융 직후 강세장에서 급등세를 기록하기는 했지만, 전반적인 추세는 안정적이지 못했다.

증권업종 지수가 1989년 3월의 고점 레벨에 도달한 것은 2007년 7월이었다. 1980년대 말의 고점 지수대를 회복하는데 18년이 넘는 시간이 걸린 셈이다. 이후 증권업종은 장기 하락세를 이어오다가 2025년 4월 이후 나타나고 있는 최근 강세장에서 주도주로 떠오르면서 레벨업됐다. 이제는 아련한 1980년대의 고점을 훌쩍 넘어섰지만 당시의 고점을 완전히 넘어서기까지는 36년이라는 긴 시간이 필요했던 셈이다.

건설업종 지수 - 1970년대의 고점 수준에도 못 미치는 현재의 건설업종 지수



자료: 한국거래소, 신영증권 리서치센터

대중 투자의 시대의 개막과 발권력을 동원한 12.12 증시 부양책

1980년대 후반은 대한민국 역사상 처음으로 '주식 투자 대중화'가 이뤄진 시기였다. 1987년 이후의 민주화 과정에서 나타난 노동운동의 활성화가 노동자들의 주머니를 두둑하게 만들어줬고, 당시 급등하던 주가는 이 돈을 주식시장으로 빨아들였다. 1987년 122만 명 수준이던 주식투자 인구는 1989년 무려 588만 명에 달했다. 경제 성장의 과실을 나누겠다는 취지로 도입된 포항제철(현 POSCO), 한국전력 등 국민주 공개는 평범한 직장인과 주부들을 증시로 이끄는 마중물 역할을 했다.

전국적으로 주식 열풍이 불면서 "시골에서 소 팔고 논 팔아 올라온 농부들이 증권사 객장에 자리를 잡았다"는 기사가 일간지 사회면을 장식했다. 당시 증권사 객장은 발 디딜 틈 없는 인파로 붐볐고, 전광판에 빨간색(상승) 불이 들어올 때마다 박수가 터져 나왔다. 정보가 부족했던 시절이었던지라 투자자들은 객장 바닥에 신문지를 깔고 앉아 소문에 귀를 기울였다. 이는 자본시장이 특정 계층의 전유물에서 국민 전체의 재테크 수단으로 변모해 가는 과정이었다.

1989년 4월, 코스피가 정점을 찍고 하락세로 돌아서자 시장은 큰 혼란에 빠졌다. 산이 높으면 골도 깊은 법, 급등했던 종목들이 무너졌고, 깡통계좌가 속출했다. 주식으로 부를 일구겠다는 꿈이 악몽으로 변하자 투자자들의 원성은 정부로 향했다. 이에 정부는 1989년 연말, 증시 역사에 남을 극단적인 처방을 내놓았다. 바로 '12.12 증시 부양책'이었다. 정부는 한국은행을 통해 2조 7천억 원이라는 막대한 자금을 당시 3대 투신으로 불렸던 한국투자신탁·대한투자신탁·국민투자신탁에 대출해줬다. 발권력을 동원한 강력한 증시 부양책이었지만, 시장의 구조적 하락을 막을 수는 없었다.

오히려 3대 투신사에 대한 당시 자금 공급은 이들의 재무구조를 악화시키는 부메랑으로 돌아왔다. 차입을 통해 매수한 주식의 주가가 하락하면서 손실이 급증했기 때문이다. 1980년대의 화려한 파티는 그렇게 뼈 아픈 실패의 기록을 남기며 마무리되었다.

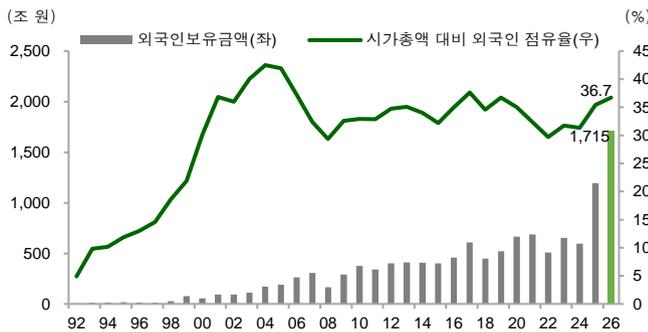
주식시장 대외 개방, 외국인투자자들의 영향력이 커져

1990년대의 주식시장은 전체적으로 박스권 횡보세를 나타냈다. 1994년의 반도체 호황 국면에서 1,100p를 넘어서는 일시적 오버슈팅이 있었고, IMF 외환위기 국면이었던 1998년 6월에는 280p까지 떨어지는 시련이 있기도 했지만 큰 틀에서의 KOSPI는 500~1,000p의 박스권을 벗어나지 않았다. 그러나 삼성전자를 비롯한 업종 대표주 일부가 추세적 강세를 나타냈을 뿐 상당수 종목들은 큰 폭으로 하락했기 때문에 실질적인 체감지수는 냉랭했다.

1990년대에 나타난 가장 중요한 변화는 주식시장 대외개방이었다. 1980년대 후반부터 이어진 자본시장 자유화 계획에 따라 정부는 1992년 1월 3일, 국내 상장주식에 대한 외국인의 직접 투자를 허용했다. 초기에는 종목당 10%, 1인당 3%라는 엄격한 한도가 설정된 제한적 개방이었으나, 외국인 투자한도가 이후 점진적으로 상향되다가 IMF 외환위기 국면이었던 1998년 5월에는 외국인 투자 한도가 완전 폐지됐다. 1992년 이후 외국인 투자자들은 한국 증시의 주요한 플레이어로 활동했고, 주식형 펀드 열풍이 일면서 국내 기관 투자자들의 매수 여력이 확충됐던 2000년대 중반까지 외국인들은 국내 증시의 거의 유일한 순매수 주체로 자리잡게 된다.

1992년부터 한국 증시에 진입한 외국인 투자자들은 2026년 2월23일 현재 1,715조원에 달하는 KOSPI 상장사 지분을 보유하고 있고, 시장 시가총액 대비 점유율은 36.7%에 달하고 있다. 한편 KOSDAQ 시장에 대한 외국인 보유금액은 64.3조원, 시가총액 대비 점유율은 10.1%를 기록(2026년 2월23일 기준)하고 있다.

KOSPI 외국인 보유금액과 시가총액 대비 점유율



주 : 연말 기준, 2026년은 2월23일 기준
 자료 : 금융감독원, Wisefn, 신영증권 리서치센터

밸류에이션의 재발견

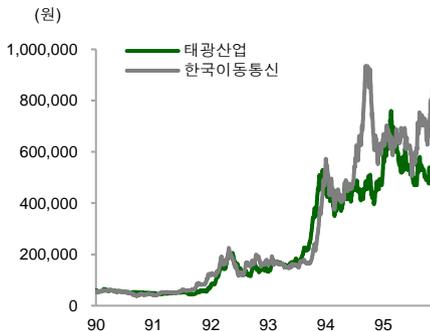
밸류에이션의 중요성이 높아졌다는 점도 1990년대 증시의 특징이었다. 1980년대까지 한국 증시는 업종 내 구성 종목들의 주가가 동조화되는 경향이 강했다. 1970년대 건설주와 1980년대 증권주 시세도 업종 내 종목들이 무리를 지어 비슷한 시세 흐름을 나타냈다. 그렇지만 외국인 투자자들의 시장 참여가 늘어나면서 PER과 PBR 등 밸류에이션의 잣대로 주가가 차별화되는 모습이 뚜렷하게 나타났다. 수익 가치 대비 주가가 저평가된 저PER주와 자산가치 대비 저평가됐던 저PBR주는 1990년대 중반의 강세장을 이끌었다. 저평가 주식이 부각되기 시작했던 것은 몇 가지 제도 변화의 산물이었다.

첫번째 변화는 주식시장의 대외 개방이었다. 증시 개방 초기 외국인 투자자들이 가장 먼저 관심을 가졌던 종목들은 소위 ‘저PER’ 종목들이었다. PER이라는 잣대는 증시 개방 이전에도 존재했던 개념이었지만 실제 투자의 지침으로 사용되지는 않았었다. 그렇지만 외국인들은 PER이 낮은 종목들을 집중적으로 매집하기 시작하고 이들 종목이 급등세를 나타내자 밸류에이션에 대한 투자자들의 관심이 높아졌다. 이런 흐름이 바로 1992~1993년 증시를 강타했던 ‘저PER주 혁명’이었다. 1990년대 초 저PER주의 대표격이었던 한국이동통신(SK텔레콤의 전신)은 1992~94년의 강세장에서 1,778%나 급등했고, 역시 저PER주로 각광을 받았던 태광산업과 대한화섬 등도 각각 1,627%와 1,236%씩 올랐다.

1994~95년에는 자산가치에 대한 재평가가 이뤄지면서 저PBR주 열풍이 불었다. 자산주 시세 역시 제도 변화의 산물이었다. 1993년 국회에서는 주식의 대량소유를 제한하는 ‘증권거래법 200조’의 폐지가 논의됐다. 주식 대량소유 제한의 폐지는 곧 적대적 M&A가 한국에서도 나타날 수 있다는 점을 의미했고, 이는 자산가치에 대한 재평가로 이어졌다. 만호제강(+1,070%), 전방(+875%) 등 대표적 저PBR주들이 급등했다.

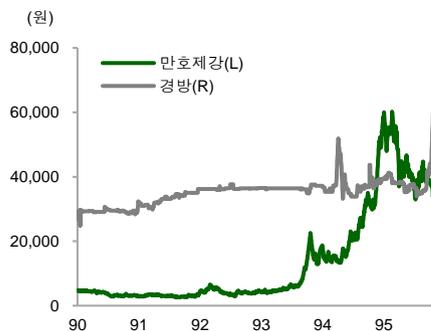
기업 가치분석의 가장 중요한 축인 수익가치와 자산가치에 대한 재인식이 1990년대에 이뤄졌던 셈인데, 저PER은 증시 개방에 따라 외생적으로 정착된 개념인데 반해, 저PBR은 우리 증시 내부에서 자생적으로 자리를 잡기 시작한 개념이라는 점에서 차이가 있다고 볼 수 있다. 밸류에이션에 대한 재인식은 차트 분석이나 소문에 의존하던 개인 투자자들에게 기업의 내재가치를 학습해야 한다는 강한 교훈을 남겼다.

1990년대 초 주요 저PER주 주가



자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

1990년대 초 주요 저PBR주 주가



자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

IMF 외환위기, 참혹했던 하락 장세

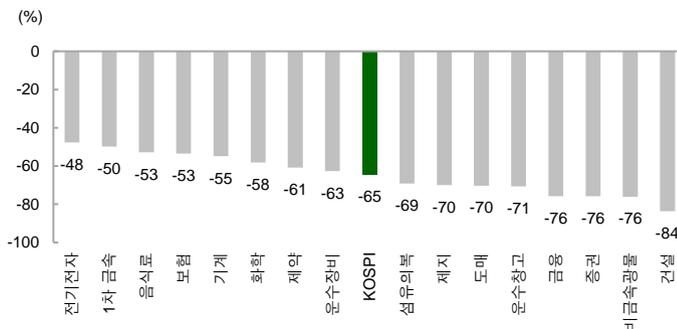
1990년대 중반의 약세장은 한국 증시 역사상 가장 참혹했던 하락 국면이었다. 중간중간 기술적 반등이 있기도 했지만 KOSPI는 1994년 11월의 고점(1,138p)에서 1998년 6월의 저점(280p)까지 75%나 폭락했다. 특히 국가부도가 날 정도로 총체적인 난국이었던 1997~98년 IMF 구제 금융 국면에서의 주가 하락 폭이 컸다.

1990년대 중반의 약세장은 매크로 지표 악화로부터 비롯됐다. 엔화가 '슈퍼 엔고'를 끝내고 약세로 반전되면서 한국의 수출 증가율은 눈에 띄게 둔화됐고, 여기에 자본주의 분업 체제에 편입된 중국이 전격적으로 위안화를 절하하면서 큰 타격을 받았다. 그 결과 1996년 경상수지는 사상 최대의 적자를 기록하게 된다. 이밖에 전 세계적으로 확산되던 신자유주의의 한국판 버전이었던 규제완화는 대기업들의 중복과잉 투자로 이어지면서 위기의 불씨를 만들고 있었다. 또한 종금사의 차입·운용 기간의 미스매치 등과 같은 금융 개방의 부작용도 잠재해 있었다.

1997년 1월 한보철강의 부도를 시작으로 한신공영, 기아차 등이 잇따라 파산에 이르면서 기업 부문의 리스크가 본격화되는 와중에 태국에서 시작된 동아시아 외환위기의 불길이 한국을 압박했다. 외환보유고가 바닥나면서 대한민국은 1997년 11월, 마침내 IMF(국제통화기금) 구제금융을 신청하는 치욕을 겪게 된다. 환율은 달러당 2,000원에 도달했고, 금리는 30%에 육박했다.

외환위기 국면에서 30대 재벌그룹 중 16개가 파산했고, 5개 시중은행이 퇴출됐다. 외화를 단기로 조달해 장기로 운용하던 미스매치의 후유증으로 종합금융사들은 업종 자체가 사라질 정도로 괴멸적 타격을 입었다. 증권사 중에서도 고려증권과 동서증권, 한남증권 등이 파산했다. KOSPI는 이후 최저치인 280p대까지 떨어졌다. 상장 폐지가 잇따랐고, 회사가 존속되었을지라도 잇따른 감자(減資) 조치 등으로 실질적인 주주가치가 사실상 제로 수준에 근접했던 종목들도 부지기수였다.

IMF 외환위기 국면에서의 KOSPI 업종별 등락률



주: 태국에서 시작된 동아시아 금융위기가 본격화됐던 1997년 6월17일~1998년 6월20일 등락률
 자료: 한국 거래소, 신영증권 리서치센터

구조조정의 성과와 V자형 급반등

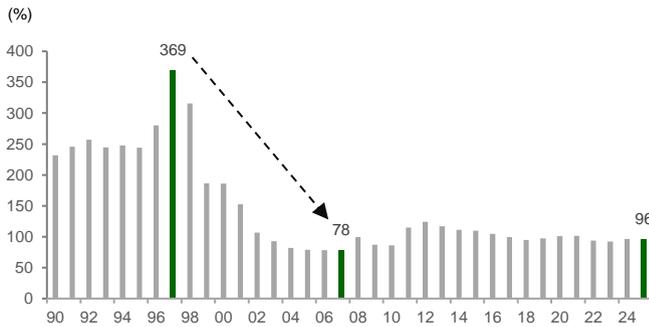
외환위기는 역설적으로 과감한 개혁의 동력이 되었다. IMF의 요구에 따라 한국 경제는 뼈를 깎는 구조조정에 돌입했다. 금융기관과 대기업이 통폐합되었고, 회계 투명성과 지배구조 개선이 강제되었다. 특히 한국 제조업의 변신은 놀라울 정도였다. 중복 과잉 투자로 상징되는 과잉 레버리지는 IMF 체제 이전 한국 기업 집단을 상징하는 단어였다. 그렇지만 한국 제조업은 IMF 직후 수년 동안 중복 사업의 철수와 사업 부문 매각, 인력 감축 등의 구조조정을 시행하면서 체질이 뚜렷하게 개선된다.

특히 정부는 외자 유치를 위해 1998년 5월, 외국인의 주식 투자 한도를 전격 폐지했다. 이제 외국인들은 한국 기업의 경영권을 위협할 수 있을 정도로 자유롭게 주식을 살 수 있게 됐다. 시장 개방의 가속화는 기적 같은 반등을 불러왔다. 구조조정을 통해 생존한 기업들의 경쟁력이 부각됐고, 극단적으로 저평가된 한국 주식은 글로벌 투자자들의 자금을 빨아들였다. 또한 2,000원대까지 상승했던 원/달러 환율은 한국 수출기업들의 가격 경쟁력을 극적으로 개선시켰다. 1998년 4분기 한국의 GDP 대비 경상수지 흑자 비율은 9.2%에 달했는데, 이는 아직까지 깨지지 않고 있는 사상 최고의 경상수지 흑자 기록이다.

1998년 280p까지 밀렸던 KOSPI는 1999년 하반기 다시 1,000p대에 올라서는 V자형 반등을 기록했다. 특히 증권주들의 급등세가 단연 돋보였는데, 증권업종 지수는 1998년 6월의 저점에서 1999년 5월의 고점까지, 채 1년도 안되는 기간 동안 10배 넘게(+983%) 넘게 폭등했다.

KOSPI가 빠르게 반등했지만, 외환위기의 후유증이 돌출되기도 했다. 1999년 7월 대우그룹은 사실상 파산했고, 이후 차입금을 과도하게 조달했던 대우그룹의 회사채나 기업어음(CP)을 편입한 채권형 펀드들의 환매 대란이 벌어지기도 했다.

KOSPI 제조업 부채비율 - IMF 외환위기를 기점으로 재무 건전성 획기적 개선



주: 연말 기준, 2025년은 9월 말 기준
 자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

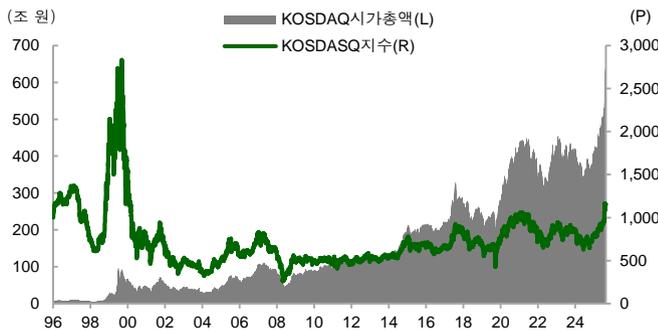
광기의 피날레 : IT 버블과 코스닥 시장의 폭등

1990년대의 대미를 장식한 것은 기술주 열풍, 즉 'IT 버블'이었다. 미국 나스닥시장을 벤치마킹해 1996년 문을 연 코스닥(KOSDAQ) 시장은 밀레니엄을 앞둔 1999년 광기 어린 폭등세를 보였다. 전 세계적인 '인터넷 열풍'과 정부의 벤처 육성 정책이 맞물리며 돈이 IT로 쏠리기 시작했다.

이 시기 코스닥 지수는 1999년 초 700선에서 시작해 2000년 초 장중 2900선을 넘어서는 기염을 토했다. 1년 사이에 시장 전체가 4배 이상 오른 것이다. 특히 '새롭기술'은 6개월 만에 주가가 150배 가까이 폭등하는 등 상상을 초월하는 폭등세를 기록했다. 골드뱅크, 다음 등 인터넷 관련주들은 연일 급등세를 이어갔다. '사명에 닷컴(.com)만 들어가면 상한가'는 말이 돌 정도로 묻지마 투자가 재현되었고, 수많은 투자자들이 코스닥에 열광했다.

그러나 1999년 말의 화려한 불꽃놀이는 곧 찾아올 2000년대 초반의 대폭락을 예고하는 전조였다. 실제 없는 기대감으로 쌓아 올린 모래탑은 무너질 준비를 하고 있었지만, 적어도 1999년의 한국 증시는 외환 위기의 고통을 깨끗이 잊은 채 찬란한 밀레니엄을 꿈꾸고 있었다.

KOSDAQ 지수와 시가총액 - 아직도 닷컴 버블 국면에서의 주가 크게 하회



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

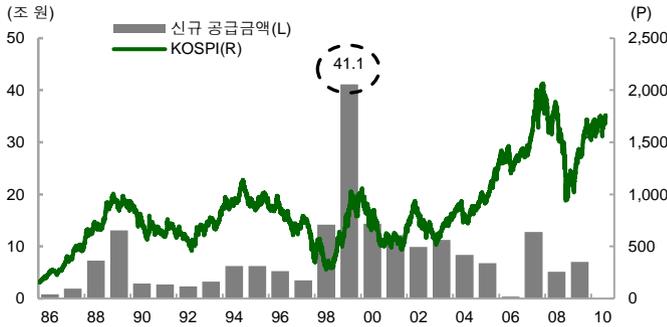
공급 물량 급증에 따른 수급 불균형은 1970~80년대의 데자뷔

주식시장은 IMF 직후의 강세장을 짧게 마감한 이후 재차 약세로 반전됐는데, 1970~80년대와 마찬가지로 신규 공급 물량의 급증이 주식시장의 대세 하락을 가져온 요인 중 하나로 작용했다. 한국 역사상 가장 큰 규모의 유상증자가 1998~99년에 집중됐기 때문이다.

IMF는 구제 금융의 대가로 강력한 긴축을 요구했다. 상장 제조업체들에게는 부채비율을 200% 이내로 낮추라고 요구했는데, 상장사들은 이런 조건을 충족시키기 위해 막대한 규모의 자본을 조달해야 했다. 기업들은 활황세를 나타내던 주식시장에서 자본 확충을 도모할 수밖에 없었다. 특히 1999년에는 41조원이라는 천문학적 규모의 자금을 주식시장에서 조달해 갔다.

한국의 제조업체들이 현재와 같은 우량한 재무구조를 갖추게 된 것도 1999년 활황장에서 막대한 규모의 자금을 주식시장에서 조달할 수 있었기 때문이다. 그러나 이런 막대한 신규 공급 물량은 주식시장에 심각한 수급 불균형을 가져왔다. 여기에 ‘닷컴 버블’이라는 글로벌 흐름에 편승해 무더기 상장이 이뤄지고 있었던 KOSDAQ시장도 만만치 않은 물량 부담을 안겨줬다. KOSPI는 1999년 말 고점 기록 이후 2003년 초까지 장기 약세장을 이어가게 된다.

신규 공급물량과 KOSPI - IMF 외환위기 국면에서 대규모 자본 확충



주: 신규 공급 = 유상증자 + 신규 공모(IPO)
 자료: 한국 거래소, 신영증권 리서치센터

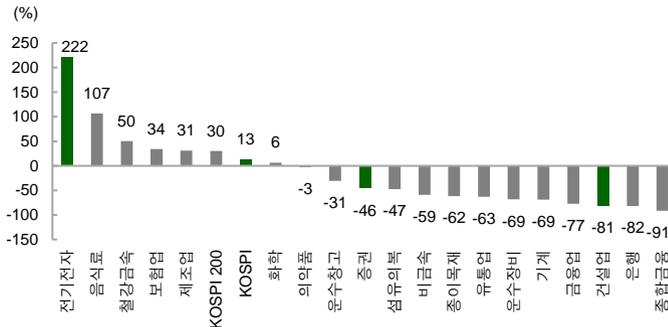
1990년대 증시의 승자는 업종 대표주 : 삼성전자, 한국 증시 부동의 원톱으로 부상

1990년대에 KOSPI는 13.1% 상승하는데 그쳤다. 연평균 상승률은 1.2%로 채권 금리에도 미치지 못하는 가치 파괴의 시대였다. 또한 1990년대에 91%나 폭락한 증금업을 비롯해 상당수 업종이 마이너스 수익률을 기록했기 때문에 투자자들의 체감하는 지수는 명목지수의 움직임에 크게 못미쳤다. 특히 1980년대를 주도했던 증권업종은 46%나 하락했고, 1970년대 증시의 주도업종이었던 건설업지수는 82%나 폭락했다.

1990년대 증시의 승자는 IT주였다. 전기전자업종지수는 90년대 중반의 강세장과 IMF 직후의 강세장에서 줄곧 KOSPI 수익률을 웃돌았다. 그러나 IT주 전반이 90년대에 초과 수익을 기록했던 것은 아니었다. 오히려 1990년대 증시를 특징지을 수 있는 단어는 양극화였다. 업종 내에서도 주가 차별화가 뚜렷하게 나타났다.

전기전자업종의 강세 역시 삼성전자 한 종목의 강세에 힘입은 바가 컸다. 1990년대는 삼성전자가 한국 증시의 부동의 원톱으로 떠오르기 시작한 시기였다. 90년대 중반에 나타났던 반도체 호황에 힘입어 삼성전자는 한국 증시의 전면에 부상했고, 이후 IMF 외환위기를 거치면서 한국 증시를 대표하는 종목으로 자리매김했다.

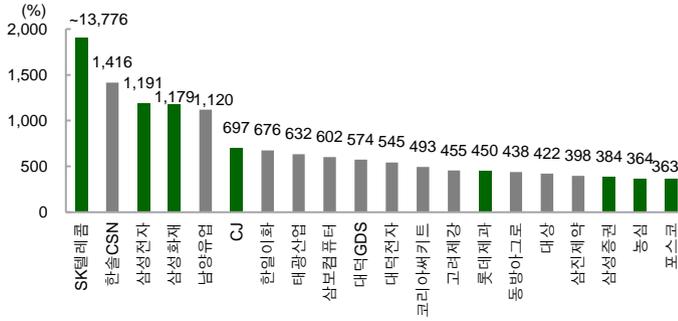
1990년대 KOSPI 업종별 등락률 - 전기전자 업종이 단연 강세



자료: 한국 거래소, 신영증권 리서치센터

삼성전자 효과를 감안할 경우 1990년대를 전기전자업종이 주도했다고 평가하는 것은 무리가 있다. 오히려 삼성전자를 비롯한 업종 대표주 전반이 부각됐다고 보는 것이 더 정확할 것이다. 건설과 증권이라는 특정 업종에 의해 주도됐던 1970~80년대 장세와는 달리 1990년대에는 각 업종의 대표주들이 강세를 나타냈다. 주가 상승률 상위 20종목 중 7개 종목이 각 업종의 대표주자로 꼽을 수 있는 종목들이었다. 그렇기 때문에 1990년대 장세의 진정한 승자는 전기전자업종이 아니라 각 업종을 대표하는 업종 대표주라고 평가해도 무방하다.

1990년대 상승률 상위 20대 종목 - 업종 대표주 강세 뚜렷



주 : 업종 대표주는 짙은 색으로 표기
 자료: 한국거래소, 신영증권 리서치센터

한편 삼성전자의 장기 주가 추이는 대단히 견조하다. 건설과 증권 등 과거 한 시대를 풍미했던 주도주가 급등 이후 장기 약세를 이어갔던 모습과 비교해 보면 크게 차별화되는 모습이다. 삼성전자는 외환위기 국면까지의 시가총액 1위였던 한국전력을 넘어, 1999년 8월25일 이후 줄곧 한국 증시 부동의 시가총액 원톱 자리를 수성하고 있다. 중간중간 굴곡이 없었던 것은 아니지만 장기 추세로는 양호한 궤적을 나타내고 있다. 이는 글로벌 IT 업계에서도 이례적인 주가 흐름으로, 한국 증시를 대표하는 삼성전자의 힘을 보여주는 사례가 아닐 수 없다. 삼성전자는 2026년 2월4일 사상 처음으로 시가총액 1,000조원대에 진입했고, 2월23일 기준으로는 글로벌 증시 전체 시가총액 15위에 이름을 올리고 있다.

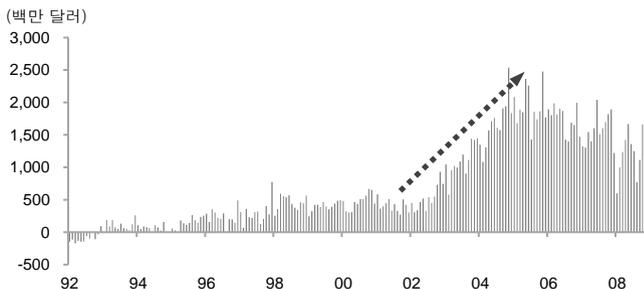
2000년대 초의 대폭락 이후 중국 특수를 누리며 2000p대 도달

새로운 밀레니엄의 출발은 심란했다. 인터넷이 세상을 바꿀 것이라는 기술 낙관론에 대한 환희는 오래가지 않았다. 1999년을 뜨겁게 달궜던 IT 버블은 2000년 봄을 기점으로 비극적인 종말을 고했다. 실적 없이 '인터넷'이라는 이름만으로 치솟았던 기업들의 허상이 드러나기 시작한 것이다. 미국 나스닥의 폭락과 함께 한국의 코스닥 시장은 그야말로 '붕괴'라는 단어 외에는 설명할 길이 없는 처참한 몰락을 경험했다. 2000년 3월 2,800포인트대에 올랐던 코스닥 지수는 불과 1년 만에 500선으로 추락했다. 150배나 폭등하며 버블의 상징이 되었던 새롭기술을 비롯해 수많은 닷컴 기업들의 주가는 고점 대비 10분의 1이나 폭락하는 경우도 흔했고, 다수 종목들은 상장폐지되면서 역사의 뒀안길로 사라졌다. 코스닥 지수의 하락세는 2004년 8월 320포인트대로 내려앉을 때까지 지속됐다. 고점 대비 하락률 89%는 1930년대 대공황 국면에서 나타났던 미국 다우지수의 하락률에 버금갈 정도였다.

닷컴 버블 붕괴 이후 약세장을 이어가던 한국 증시를 구원한 것은 거대한 이웃 나라 중국이었다. 2001년 WTO 가입 이후 '세계의 공장'으로 거듭난 중국은 유례없는 고성장을 기록하며 전 세계의 자원을 빨아들였다. 중국의 도시화와 산업화는 한국의 중화학 공업에 전무후무한 기회를 제공했다. 이른바 '차이나 특수'의 시작이었다.

2003년부터 3월부터 시작된 강세장은 철저하게 중국 수혜주를 중심으로 나타났다. 조선·철강·기계·화학 등 중후장대형 업종이 실적 개선을 바탕으로 코스피 상승을 견인했다. 현대중공업, 삼성중공업 등 조선주들은 수주 잔고를 몇 년 치나 쌓으며 주가가 10배 이상 폭등했고, 포스코 역시 사상 최대 실적을 경신하며 황금기를 맞이했다. 이러한 실물 경제의 탄탄한 뒷받침 덕분에 코스피는 2005년, 16년 만에 1,000포인트대에 안착한데 이어, 2007년 7월 24일, 마침내 사상 첫 2,000포인트 시대를 열었다. 1989년 3월 사상 처음으로 1,000포인트대에 올라선 코스피가 2,000포인트로 두 배 오르는 데 무려 18년이 걸렸던 셈이다.

한국 대중 무역수지 - 2000년대 들어 급증



자료 : 관세청, 신영증권 리서치센터

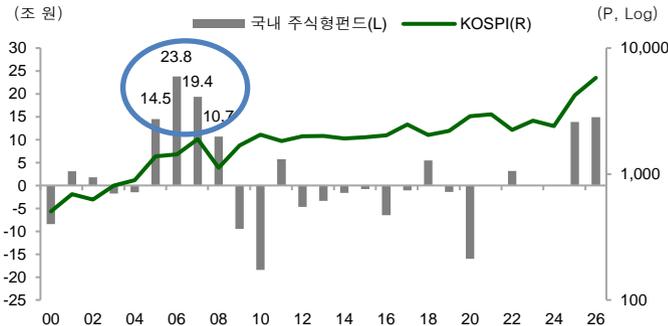
외국인의 매도를 이겨낸 주식형 펀드 열풍

2000년대 중반 강세장의 또 다른 주역은 '주식형 펀드'였다. 주식시장 대외 개방 이후 줄곧 주식을 순매수해 왔던 외국인은 2005년부터 기조적인 순매도로 돌아섰다. 2005~07년 외국인은 신항시장 중 오직 한국 증시에서만 순매도를 기록했다. 한국은 1998년 5월 주식에 대한 외국인 투자한도를 완전 폐지하는 급진적인 개방 정책을 썼다. IMF 외환위기는 말 그대로 보유 중인 외화가 바닥나면서 발생한 충격이었기에 한국으로 들어오는 외국 자본을 가로막는 규제는 거의 철폐됐다.

한국 증시의 완전 개방화는 다른 신흥국들보다 3~4년 정도 빠르게 진행됐다. 외국인 투자자들은 주식 매수를 가로 막는 장벽이 없어진 한국 주식을 공격적으로 순매수했고, KOSPI 시가총액 대비 외국인 보유 비중은 2004년 7월 말 현재까지도 사상 최고치인 43.9%까지 높아졌다. 당시 외국인의 한국 주식 순매수는 더 이상 늘어나기 힘든 임계치에 도달했던 것으로 보인다. 이후 외국인 투자자들은 한국 증시에서 순매수와 순매도를 넘나드는 모습을 이어오고 있다. 한국 주식은 기조적 비중 확대가 아닌 트레이딩의 대상이 돼버렸다. 2005~07년 외국인 투자자들은 개방이 막 본격화된 다른 이머징 마켓 주식을 순매수하고, 이미 충분히 들고 있던 한국 주식을 순매도하는 모습을 나타냈다.

외국인의 공백을 메운 건 '주식형 펀드'였다. 2000년대 중반의 펀드 붐은 한국인의 투자 패러다임을 바꾼 구조적 변화였다. "적립식 펀드가 노후를 보장한다"는 슬로건은 은행 예금에만 익숙했던 대중들을 자본시장으로 끌어들었다. 유수의 주식형 펀드들이 경이적인 수익률을 기록하자, 직장인들 사이에서는 월급의 일부를 펀드에 넣는 것이 선택이 아닌 필수가 되었다. 이 시기 주식형 펀드 설정액은 100조 원을 돌파하며 기관 투자자의 힘이 극대화됐고, 한국 주식에 대한 투자뿐만 아니라 중국과 브릭스, 베트남 등 해외 증시에 대한 투자도 주식형 펀드라는 간접투자를 통해 진행됐다. 2005~08년 국내 주식형 펀드로 유입된 자금은 총 68.4조원에 달했는데, 이는 지금까지도 깨지지 않고 있는 주식형 펀드 붐의 기록이다

국내 주식형 펀드 자금 유출입과 KOSPI



자료 : 관세청, 신영증권 리서치센터

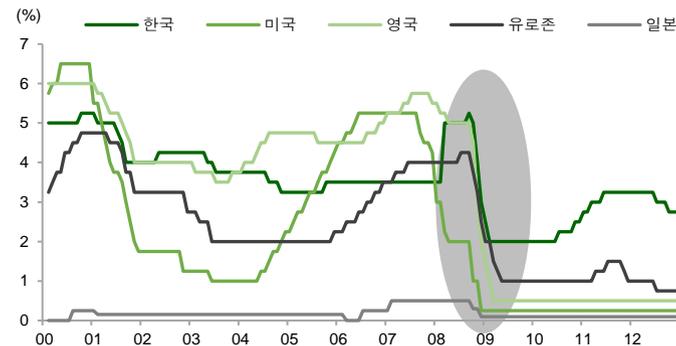
글로벌 금융 위기와 예상보다 빠른 회복

겪이지 않을 것 같았던 2000년대의 강세장은 예상치 못한 곳에서 날아온 화살에 고꾸라졌다. 미국의 서브프라임 모기지(비우량 주택담보대출) 부실이 전 세계 금융 시스템을 마비시킨 것이다. 2008년 9월, 미국의 4대 투자은행이었던 리먼 브라더스의 파산은 전 세계 증시를 동반 폭락시켰다. 외국인 투자자들은 현금 확보를 위해 한국 주식을 사정없이 내던졌고, 2000p선에 올랐었던 KOSPI는 불과 1년 만인 2008년 10월, 장중 892p까지 밀려났다. 원/달러 환율은 1,600원에 근접하는 수준까지 급등했고, 한국 경제가 제2의 외환위기를 맞이할 것이라는 공포가 다시 한번 엄습해 왔다.

금융위기의 공포는 예상보다 빠른 속도로 잦아들었다. 전 세계 중앙은행들은 전례 없는 속도로 금리를 내리고 돈을 풀기 시작했다. 주요국의 기준금리는 제로 수준까지 떨어졌고, 미국 연방준비제도를 비롯한 주요국의 중앙은행들은 장기 채권을 매수하는 양적완화 정책을 쓰면서 경제에 유동성을 공급했다. 특히 연방준비제도가 한국은행을 비롯한 주요국들의 중앙은행과 체결한 통화스왑은 전 세계적인 달러 부족 현상을 타개하는 데 큰 도움을 줬다.

IMF 외환위기를 거치면서 체질이 개선된 한국 기업들은 환율 효과를 톡톡히 누리며 글로벌 시장 점유율을 확대했다. 원/달러 환율이 2,000원대에 올라섰던 IMF 외환위기 국면에서의 고환율을 통해 삼성전자가 글로벌 반도체 업계를 선도하는 기업으로 떠오를 수 있었다면, 달러 대비 1,600원대에 근접했던 글로벌 금융위기 국면에서의 고환율은 현대차가 도약하는데 결정적인 도움을 줬다. 주식시장은 공포를 먹고 반등했다. 2009년에 접어들자 코스피는 놀라운 속도로 반등하기 시작했다. 2009년 말 KOSPI는 다시 1600p선을 회복하며 금융위기의 상처를 씻어냈고, 다가올 2010년대의 '차화정(자동차·화학·정유)' 장세를 위한 예열을 마쳤다.

주요 중앙은행 기준금리 - 글로벌 금융위기 국면에서 공격적 인하



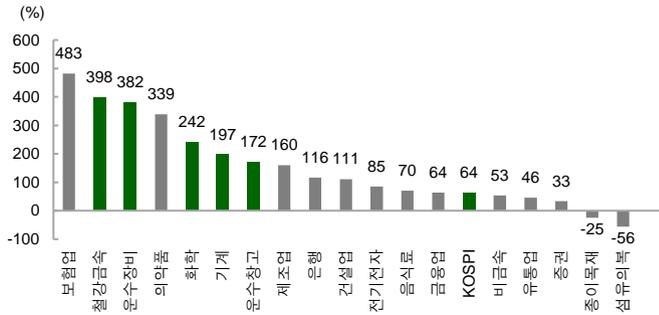
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

2000년대 증시의 승자 - 소재와 산업재, 운송 등 중국 관련주

2000년대 증시의 승자는 중국 관련주들이었다. 업종별 단순 등락률로는 보험업종의 상승률이 가장 높았지만 시장에 미치는 영향력이라는 측면에서는 파급 효과가 크지 않았다. 오히려 철강, 운수장비, 화학, 기계, 운수창고 등 중국 관련주들의 강세가 단연 돋보였다.

이런 흐름은 한국 증시를 이끄는 중심축이 다변화됐다는 점에서 의미를 부여할 수 있었다. 1990년대 중반 이후 십여년 간 한국 증시는 반도체 산업에 대한 의존도가 컸다. 보다 정확히는 삼성전자에 대한 의존도가 절대적으로 높았다. 반도체 사이클이 확장기일 때는 한국 증시가 삼성전자를 매개로 글로벌 주요국 대비 초과 수익을 기록하고, 반대의 사이클에서는 초과 하락하는 모습이 반복됐다. 중국 관련주들도 반도체 못지 않게 업황의 부침이 심한 시황(cyclical) 산업이지만, 그래도 IT 업황과 상관성이 낮은 섹터들로 한국 증시를 이끄는 축이 다변화됐다는 점은 나름 의미가 있었다. 한국 경제의 버팀목이 돼 줄 것으로 기대를 모았던 중국 경제가 글로벌 금융위기 직후의 무리한 경기 부양 이후 힘을 잃었고, 한국 기업들이 누렸던 중국 특수성의 유효기간이 얼마 남지 않았음을 당시에는 미처 알지 못했지만 말이다.

2000년대 KOSPI 업종 지수 등락률 - 중국 관련주 강세



주 : 중국 관련주는 짙은 색으로 표시
 자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

사상 초유의 횡보 장세

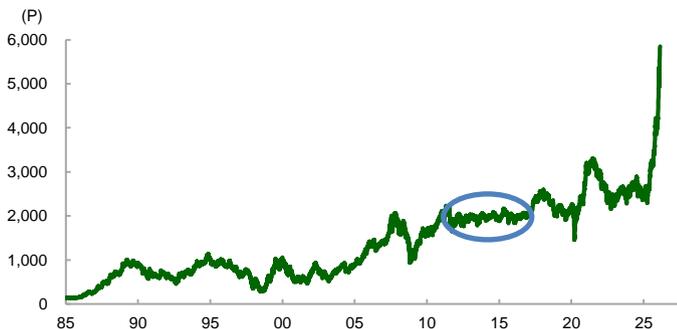
글로벌 저금리와 중국의 공격적인 경기 부양에 기대던 글로벌 금융위기 직후의 강세 기조가 이어지면서 2011년 5월 KOSPI는 2,231p를 기록하며 금융위기 이전의 고점을 넘어 사상 최고치를 경신했다. 새로운 강세장에 대한 기대가 시장을 가득 채웠으나, 이는 향후 6년 넘게 이어질 '대박스권'의 시작이었다. 2010년대 이전의 한국 증시는 후퇴를 모르는 파이터였다. 오를 때는 크게 오르고, 떨어질 때는 크게 떨어지는 '고변동성'은 한국 증시를 상징하는 단어였다.

2011년부터 2016년까지 코스피는 위로는 2,200p선에 막히고 아래로는 1,800p선에서 지지받는 답답한 횡보세를 이어갔다. 반도체 붐을 타고 2018년 1월 코스피가 2,600p에 올라서기도 했지만, 재차 반락했다. 2018년 하반기부터 다시 박스권 장세가 이어졌고, 2010년대 KOSPI는 10년 동안 30.9%(연율 2.7%) 상승에 그칠 정도로 장기 성과가 부진했다.

이 시기 한국 증시가 정체된 이유는 복합적이었다. 대외적으로는 중국의 경제 성장률이 둔화되면서 과거와 같은 중국 특수이 사라졌고, 내부적으로는 삼성전자를 제외한 대기업들의 이익 성장이 정체되었기 때문이다. 반면 기업들의 파산 리스크는 크게 완화됐다. 1990년대까지만 하더라도 한국 기업들은 특유의 과잉 레버리지 하에서 운영됐다. 부채에 대한 부담이 컸기 때문에 경기 하강 사이클에서는 이익이 줄어드는 정도가 아니라 파산 위험이 크게 높아졌고, 이 과정에서 금융까지 흔들리는 시스템 리스크가 반복적으로 나타났다. 그렇지만 IMF 외환위기 이후 한국 기업들의 재무 안정성은 크게 높아졌다. 성장에 대한 우려로 주가가 오르지 못하는 못하지만, 과거처럼 급락하지도 않는 어정쩡한 균형이 2010년대에 나타났던 것이다.

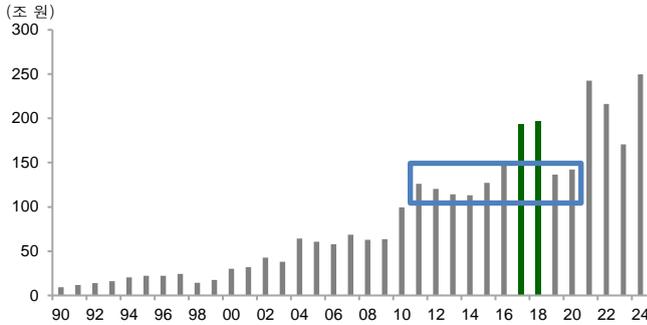
KOSPI가 장기 박스권에서 벗어나지 못하면서 '사서 묻어두는' 주식 장기 투자에 대한 믿음은 크게 훼손됐고, 이는 중위험 중수익으로 포장된 ELS(주가연계증권) 시장의 비정상적인 비대화와 2020대에 본격화될 한국인들의 해외주식 투자 붐의 단초가 되기도 했다.

KOSPI 장기 추이 - 2010년대에 사상 유례 없는 횡보장 경험



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

KOSPI 상장사 영업이익 - 반도체 특수(2017~18년) 시기를 제외하면 정체



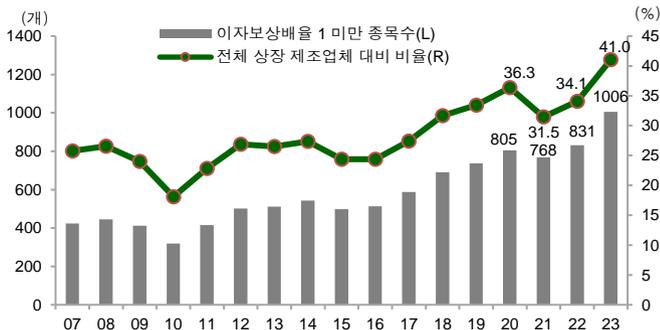
자료 : Wisenfn, 신영증권 리서치센터

관치 자본주의와 좀비 자본주의의 시대

2010년대 증시를 관통하는 가장 핵심적인 키워드는 '유동성'이었다. 금융위기 극복을 위해 시작된 미 연준(Fed)의 양적완화(QE)는 1, 2, 3차에 걸쳐 지속되었고, 이는 전 세계 자산 가격을 지탱하는 거대한 안 전망 역할을 했다. 시장은 경제 지표보다 중앙은행 의장들의 입에 더 민감하게 반응하기 시작했다. "경제에 나쁜 뉴스(Bad news)가 유동성 공급의 근거가 되어 증시에는 좋은 뉴스(Good news)가 된다"는 논리가 시장을 지배했다.

금리는 역사상 최저 수준으로 유지되었고, 넘쳐나는 돈은 실물 경제로 흘러가 고용과 생산을 일으키기보다 주식, 부동산, 코인 등 자산 시장으로 쏠렸다. 벤 버냉키, 재닛 옐런, 그리고 제롬 파월로 이어지는 연준 의장들은 시장이 흔들릴 때마다 구원투수로 등판해 금리 인하와 자산 매입이라는 카드를 꺼내 들었다. 한국은행 역시 이러한 글로벌 기조에 맞춰 기준금리를 1.25%(2016년 6월)까지 낮추며 저금리 기조를 고착화시켰다. 이런 완화적 정책은 훗날 2020년대 초 초인플레이션이라는 대가를 예고하는 전주곡이기도 했다. 한편 중앙은행의 개입이 노골화되면서 시장의 자정 작용은 약화됐다. 유동성이 풍부하다 보니 생산성이 떨어지는 기업도 파산하기가 어려운 상황이 도래했다. 전 세계적으로 영업이익으로 이자비용도 커버하지 못하는 좀비기업들이 속출했고, 한국도 예외는 아니었다.

한국 상장 제조업 이자보상배율 1미만 종목수와 비율



주 : 영업이익 < 이자비용인 종목들 집계

자료 : Wisenfn, 신영증권 리서치센터

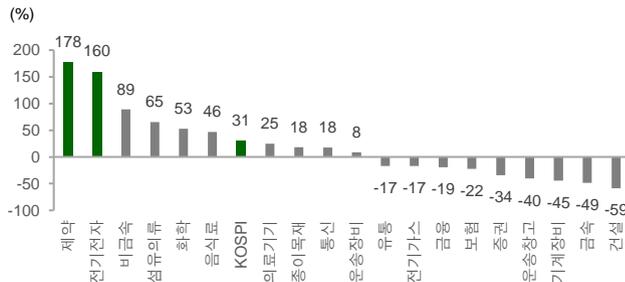
2010년대의 승자는 바이오와 전기전자

2000년대 후반을 호령했던 주도주들은 2010년대에 들어 처참한 몰락을 맞이했다. 2011년 상반기까지 증시를 이끌었던 '차화정(자동차·화학·정유)'은 중국의 과잉 투자와 경쟁 심화, 그리고 유가 하락이라는 파고를 넘지 못했다. 자동차는 신흥국에서의 입지 축소로 주가가 반토막 났고, 화학과 정유 업종 역시 과거의 영광을 뒤로한 채 장기 소외주로 전락했다. 굴뚝산업 중심의 한국 경제의 성장이 한계에 부딪혔음을 보여주는 주가 흐름이었다.

그 빈자리를 채운 것은 신성장 동력으로 각광받은 바이오 섹터였다. 2015년 한미약품의 대규모 기술 수출 계약은 한국 증시에 '바이오 열풍'을 불러일으켰다. 실적보다는 미래의 꿈에 배팅하는 장세가 펼쳐졌고, 셀트리온과 삼성바이오로직스는 단숨에 시가총액 최상위권으로 치고 올라왔다. 그러나 바이오의 영광은 오래가지 않았다. 임상 중단과 기술수출 파기 등의 스캔들이 잇따라 터지며 바이오 거품은 순식간에 꺼졌다. 2000년대 닷컴 버블의 붕괴가 그랬듯, 2010년대 후반 바이오의 몰락은 신산업에 대한 기대가 실적이라는 현실의 벽에 부딪혔을 때 얼마나 가혹한 대가를 치르는지 다시 한번 확인시켜줬다.

큰 폭의 조정세를 겪기는 했지만, 그래도 2010년대 전체적으로는 제약(바이오) 업종의 성과가 가장 좋았다. 그렇지만 연율화 수익률은 10.8%에 그쳐 당대의 주도 업종이라고 부르기에는 많이 부족한 수익률이 아닌가 싶다. 전기전자 업종이 제약에 이어 수익률 2위를 차지했는데, 성장이 희소했던 2010년대에 성장에 대한 갈망이 이들 섹터에 투영된 것으로 해석하고 싶다.

2010년대 KOSPI 업종별 - 성장의 기대가 투영된 제약(바이오)·IT 강세



자료 : 관세청, 신영증권 리서치센터

KOSPI가 5000p를 넘어 6000p로 약진하고 있다. 당장 경험하고 있는 현실이다. 동시대의 일이라 정리하고, 평가하기는 이르다. 한국증시의 대도약을 자축하며 간략하게 정리하고자 한다.

유례없는 충격과 반등: 코로나19 팬데믹과 '동학개미'의 등장 (2020~21년)

2020년대의 시작은 공포 그 자체였다. 2020년 초반, 전 세계를 휩쓴 코로나19 바이러스는 글로벌 경제의 멈춤(Great Lockdown)을 불러왔다. 2020년 3월 19일, 코스피 지수는 장중 1,439p까지 추락하며 서킷브레이커가 발동되는 등 시장은 패닉에 빠졌다. 2008년 금융위기 이후 12년 만에 찾아온 최악의 대폭락이었다.

그러나 반전은 예상보다 훨씬 빠르고 강력하게 찾아왔다. 미국 연준을 비롯한 각국 중앙은행은 '무제한 양적완화'라는 초강력 카드를 꺼내 들었고, 정부는 막대한 재정을 쏟아부었다. 이 과정에서 한국 증시의 역사를 바꾼 '동학개미 투자 붐'이 일어났다. 외국인의 매도 폭탄을 개인 투자자들이 받아내며 코스피를 방어했고, 넘쳐나는 유동성은 증시를 V자형 반등으로 이끌었다. 코스피는 불과 1년 만인 2021년 1월, 사상 처음으로 3,000p를 돌파하며 '삼천피' 시대를 열었다.

대인플레이션의 역습: 공급망 붕괴와 중앙은행의 초강력 긴축 (2022~23년)

환희는 길지 않았다. 팬데믹 기간 풀린 유동성과 글로벌 공급망의 병목 현상, 그리고 2022년 발생한 러시아-우크라이나 전쟁은 전 세계적인 '대인플레이션(Great Inflation)'을 촉발했다. 40년 만에 찾아온 기록적인 물가 상승에 당황한 미국 연준은 '인플레이션 파이터'로 급변하며 금리를 단기간에 0%대에서 5%대까지 끌어올리는 공격적인 긴축을 단행했다.

저금리 유동성 파티에 취해있던 글로벌 증시는 차갑게 식어갔다. 고금리로 인해 자산 가격에 대한 재평가가 이루어졌고, 2022년 코스피는 다시 2,100선까지 밀려나며 고점 대비 30% 이상 하락하는 고통스러운 약세장을 경험했다. 상승장구하던 미국 증시도 S&P500지수가 고점 대비 25.4% 하락하는 등 부진을 면치 못했다. '인플레이션은 일시적'이라던 중앙은행의 예측이 빗나가면서 시장의 신뢰는 흔들렸고, 투자자들은 급격한 긴축이 불러올 경기침체 공포와 싸워야 했다. 코로나 발생부터 중앙은행의 긴축 정책이 본격화됐던 2020~22년은 극심한 변동성과 거시경제적 불확실성이 공존했던 시기였다.

코리아 디스카운트 완화의 마중물 : 상법 개정과 밸류업 정책

코로나 팬데믹 국면에서 한국의 주식투자 인구는 빠른 속도로 증가했다. 2019년 말 618만 명이었던 국내 주식 투자인구는 2024년 말 1423만 명까지 늘어났다. 주식이라는 자산에 이해관계가 노출된 국민의 수가 급증하다보니, 주식시장과 관련된 아젠다는 정책의 중심 의제로 떠올랐다. 변화의 방향은 고질적인 코리아 디스카운트를 완화시키는 방향으로 맞춰졌고, 이를 이루기 위해 정부 주도의 정책이 잇따라 시행됐다.

특히 2025년 두 차례에 걸친 상법 개정은 한국 증시의 지배구조 개선을 위한 결정적인 마중물 역할을 했다. 이사의 충실 의무를 '회사'뿐만 아니라 '주주'로까지 확대한 상법 개정은 소액 주주들의 권익을 보호하는 강력한 법적 토대가 되었다. 여기에 기업 스스로가 기업 가치를 제고하도록 유도하는 '밸류업(Value-up) 프로그램'이 2024년부터 본격 가동되면서, 자사주 매입과 배당 확대 등과 같은 주주환원 정책이 일회성 이벤트가 아닌 시장의 문화로 정착되기 시작했다. 지배구조 개선이라는 난제가 해결의 실마리를 찾으면서 한국 증시는 비로소 제값을 받기 위한 도약을 시작했다.

새로운 도약 : KOSPI 5000을 넘어 6000으로 (2025년~)

2025년을 4월을 기점으로 한국 증시는 오래 동안 지속돼 온 박스권을 넘어서는 대도약을 이뤄냈다. 두 차례의 상법 개정이 지배구조 개선에 대한 기대를 증폭시켰고, 삼성전자와 SK하이닉스가 AI(인공지능) 시대의 총아로 떠오르면서 2026년 1월 KOSPI는 5,000p까지 훌쩍 뛰어오른데 이어, 지금은 6000p대 도달을 눈앞에 두고 있다.

Chapter 02

한국 증시 70년 신영증권이 선정한 10대 뉴스



1956년

1

**대한증권거래소
설립**

1962년

2

**증권 파동과
거래소 휴장**

1972년

3

**기업공개촉진법
제정**

1978년

4

건설주 파동

1989년

5

**3저호황과
코스피 1000p 돌파**

1992년

6

**주식시장 대외개방과
저PER주 혁명**

1997년

7

**IMF 외환위기와
증시 대폭락**

1999년

8

**닷컴 버블과
코스닥 광풍**

2008년

9

**글로벌 금융위기와
양적완화의 시대 개막**

2026년

10

**지배구조 개선과 코스피
5000p 돌파**

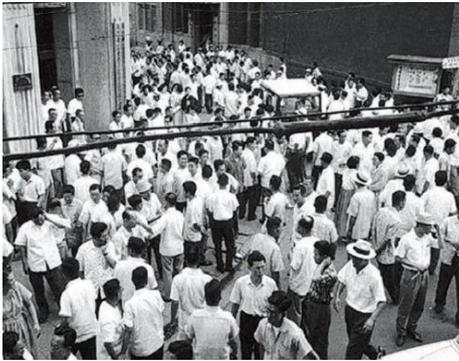
1956년 대한증권거래소 설립



자료: 대한증권거래소 설립 (한국거래소)

대한증권거래소는 1956년 3월3일에 개장했다. 개장 초기의 증권 거래소는 채권 거래 중심의 시장이었다. 경공업 중심의 한국 경제 상황에서 주식을 발행해 자금을 조달한다는 개념 자체가 생소했기 때문이다. 개장 초 주식을 상장한 기업은 12개에 불과했다. 당시 주된 거래대상은 정부가 발행한 건국국채였다. 증권시장은 있었지만 기업금융의 장은 아니었다. 출발은 미약했지만 거래소 설립을 위한 당시의 노력이 있었기에 이제 KOSPI 6,000p를 바라보고 있는 한국 증시의 대장정이 시작될 수 있었다.

1962년 증권 파동과 거래소 휴장



자료: 재개장한 명동 증권거래소 주변(한국거래소)

초기 증권거래소는 채권 거래가 주로 이뤄졌지만, 1958년 ‘국채 파동’ 이후 정부의 국채 발행은 쉽지 않게 됐다. 1960년대 들어 정부는 증권시장을 ‘기업 자금 조달의 장’으로 만들기 위해 각종 제도 개선을 도모했는데, 이 과정에서 정치권력과 결탁된 투기 세력이 주가 조작을 시도했다는 의혹이 대두됐다. 투기의 대상이 됐던 종목은 당시 상장돼 있던 대한증권거래소 주식이었다. 1962년 봄 대한증권거래소 주가는 20배 넘게 급등한 후 급격한 하락 세로 반전됐다. 이 과정에서 증권사들의 결제 불이행이 뒤따랐고, 이 여파로 증권거래소는 휴장을 결의했다. 이 사건은 ‘주식은 투기적 도박에 가깝다’는 인식을 대중들에게 심어준 한국 자본시장 설립 초기의 최대 스캔들이었다.

1972년 기업공개촉진법 제정



자료: 기업공개촉진 관련 국무회의(한국거래소)

정부는 ‘8.3 사채 동결 조치’ 이후 기업들의 자금 조달 창구를 사채에서 주식시장으로 바꾸기 위해 노력했다. 기업공개촉진법은 일정 요건이 되는 기업들의 상장을 의무화시켰던 법안이다. 상장 요건이 충족되는 기업들이 상장을 하지 않을 경우 제재가 가해지도록 했다. 권위주의 시절에 만들어진 강압적인 법안이었지만 증시의 주역인 기업들의 상장을 이끈 결정적인 계기가 됐다. 기업공개촉진법 제정 이후 상장 붐이 일어 1972년 말에 66개에 불과했던 상장 종목수는 1978년 말 356개로 증가했다. 기업공개촉진법은 한국 증시의 양적 성장을 가져온 결정적인 계기로 작용했다.

1978년 건설주 파동



자료: 건설주 파동으로 휴장요구 향의시위(한국거래소)

중동 건설 붐을 타고 급등세를 나타냈던 건설주가 1978년 8월부터 갑자기 급락하기 시작했다. 급등에 따른 가격 부담과 높은 밸류에이션, 거시경제 지표의 악화, 상장사 급증에 따른 수급 불균형 등이 주가 급락의 원인으로 작용했다. 1974년 말부터 1978년 6월까지 3,709%나 급등했던 건설업종 지수는, 고점 기록 이후 74%의 급락세를 기록했다. 건설주 붐은 한국 증시 역사상 최초의 성장주 강세장을 만들었지만, 건설주 파동은 이익의 뒷받침 없는 성장주의 허망함을 보여준 역사적 사례로 남게 됐다.

1989년 3저 호황과 코스피 1000 포인트 돌파



자료: 한경DB

1980년대 후반 3저 호황의 영향으로 사상 처음으로 KOSPI가 네 자리수대에 진입했다. 당시 강세를 주도했던 증권주는 업종 지수가 3,000% 넘게 급등하면서 한국 증시 역사상 전무후무한 급등세를 나타냈다. 또한 1980년대 후반은 ‘농부들이 논 팔고, 소 팔아’ 증권회사 객장으로 모여든다는 이야기가 있었을 정도로 주식투자가 대중화됐던 시기이기도 했다. 그렇지만 강세장은 여기까지였다. 엔화의 약세 반전, 금리 상승과 유가 급등이 겹쳐지면서 KOSPI는 1990년부터 급격한 하락세로 반전됐다. 처음 1,000p대에 올랐던 1989년 이후 16년이 경과한 2005년이 되어야 KOSPI는 네 자리수 지수대에 안착할 수 있었다.

1992년 주식시장 대외개방과 저PER주 혁명



자료: 코리아펀드의 뉴욕 증권거래소 상장 기념식장 모습 (금융투자협회)

1992년은 주식시장 대외 개방의 원년으로 이때부터 외국인 투자자들이 한국 주식시장에 투자할 수 있게 됐다. 특히 대외 개방 초기 외국인들이 집중적으로 사들였던 한국이동통신(현 SK텔레콤)과 태광산업, 대한화섬 등과 같은 저PER주들은 중기적으로 10배가 넘는 급등세를 나타냈다. 외국인 투자자에 의한 ‘저PER주 혁명’이 개방화 초기 한국 증시를 강타했다. 수익가치 대비 저평가된 주가를 의미하는 저PER이라는 개념은 당시 투자론 교과서에서나 나오는 내용이었지만, 외국인 투자자들에 의해 투자판단을 위한 실질적인 준거의 틀로 자리매김하기 시작했다.

1997년 IMF 외환위기와 증시 대폭락



자료: IMF 외환위기와 증시 대폭락 (중앙일보)

1997년 여름 태국에서 시작된 외환 위기의 불길이 한국까지 번졌다. 대기업들의 과잉 투자와 금융시장 개방의 부작용이 경제를 강타하면서 1960년대 이후 개발연대의 모범국이었던 한국의 성장 신화는 나락으로 추락했다. 외환보유고가 바닥나면서 대한민국은 1997년 11월, 마침내 IMF(국제통화기금) 구제금융을 신청하는 치욕을 겪었다. 환율은 달러당 2,000원에 도달했고, 금리는 30%에 육박했다. 외환위기 국면에서 30대 재벌그룹 중 16개가 파산했고, 5개 시중은행이 퇴출됐다. KOSPI도 1994년 11월의 고점 대비 75%나 하락한, 한국 증시 역사상 최악의 약세장이 당시 나타났다.

1999년 닷컴 버블과 코스닥 광풍



자료: 출범 시점의 반토막 수준의 코스닥 지수. 2004년부터 지수에 10을 곱해 표시해 현재 산식으로는 525.80(한경DB)

미국 나스닥시장을 벤치마킹해 1996년 문을 연 KOSDAQ 시장은 밀레니엄을 앞둔 1999년 광기 어린 폭등세를 나타냈다. 전 세계적인 '인터넷 열풍'과 정부의 '벤처 육성 정책'이 맞물리며 KOSDAQ지수는 1999년 초 700선에서 시작해 2000년 초 장종 2900선을 넘어서는 기염을 토했다. 1년 사이에 시장 전체가 4배 이상 급등한 셈이다. 특히 '새롬기술'은 6개월 만에 주가가 150배 가까이 오르는 등 상상을 초월하는 폭등세를 기록했다. 그러나 닷컴버블의 붕괴와 함께 코스닥의 봄날은 짧게 끝났고, KOSDAQ지수는 아직까지 2000년 3월에 기록됐던 고점에 도달하지 못하고 있다.

2008년 글로벌 금융위기와 양적완화의 시대 개막



자료: 뉴시스

2008년 9월, 미국의 4대 투자은행이었던 리먼 브라더스의 파산은 전 세계 증시를 동반 폭락으로 이끌었다. KOSPI도 2,000p대에서 900p대로 수직낙하였다. 다만 금융위기의 공포는 예상보다 빠른 속도로 잦아들었는데, 전 세계 중앙은행들이 전례 없는 속도로 금리를 내리고 유동성을 공급했기 때문이다. 특히 장기국채를 중앙은행이 매입하는 양적완화 등 파격적 통화정책이 일상화되면서 글로벌 경제와 자산시장의 중앙은행 의존도는 크게 심화됐다.

2026년 지배구조 개선과 코스피 5000p 돌파



자료: 우리은행

2025년을 4월을 기점으로 한국 증시는 오래 동안 지속돼 온 박스권을 넘어서는 대도약을 이뤄냈다. 잇따른 상법 개정이 지배구조 개선에 대한 기대를 키웠고, 삼성전자·SK하이닉스 등의 메모리 반도체 업체들이 AI(인공지능) 시대의 총아로 떠오르면서 2026년 1월 KOSPI는 5000p대에 올라선데 이어 6,000p대 진입을 눈 앞에 두고 있다. 2021년 코로나 팬데믹 직후의 강세장에서 처음 3,000p대에 올라선 코스피는 단기간에 4,000p와 5,000p를 넘어서는 신기원을 만들어 내고 있다.

Chapter 03

가치투자자의 Top Picks



현대모비스 (012330.KS)

평균 목표주가 570,000원
최고 목표주가 750,000원

Valuation Indicator

(원, 배, %)	25P	26F	27F
EPS	39,779	48,446	53,178
DPS	6,500	6,921	7,483
PER	9.4	9.2	8.3
PBR	0.6	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.4	6.9	6.0
ROE	8.2	8.7	8.8

Key Data

(기준일: 2026. 02. 20)

현재가(원)	443,000
시가총액(억원)	401,945
평균거래량(3M, 주)	312,393
평균거래대금(3M, 백만원)	117,981
52주 최고/최저	499,500 / 232,000
배당수익률(26F, %)	1.6
외국인지분율(%)	43.5

Company vs Relative to Market



기업 개요

현대차그룹의 종합 부품업체로 부품 제조 사업과 AS 사업 영위('25년 매출 비중 각각 78%, 22%)하고 있으며 2024년 매출액 기준 세계 6위 규모의 종합 자동차 부품업체

※ 목표주가는 FnGuide 컨센서스 기준

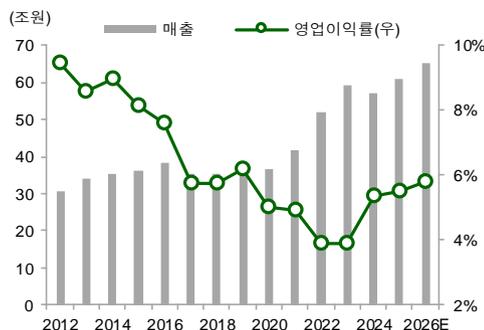
투자포인트 - 그룹내 핵심 부품 담당으로 부품 제조 사업부 수익성 개선과 밸류에이션 재평가 가능성 주목

- 2012년 대비 2025년 동사 연결 매출은 2배 증가했음에도 연결 영업이익은 불과 +16% 증가하는데 그쳤음. 이는 EV 캐즘에 따른 전동화 사업 흑자전환 지연과 투자 및 연구개발 부담 여파로 매출의 78%를 차지하는 부품 제조 사업의 영업이익률이 2012년 6.8%에서 2025년 0.2%까지 하락했기 때문.
- 그러나 손익 개선 활동 노력에 따라 부품 제조 부문이 2025년 3년만에 흑자전환 했으며, 2030년까지 핵심 제품(전장, 차세대 샤시, 전동화) 매출 비중을 현재 대비 16%p 확대하는 고부가가치 중심 개편 추진 중.
- 동사는 기존 자동차 핵심 부품 사업 외에 로봇 부품, 차량용 반도체, 친환경차 전동화 부품을 모두 육성하고 있어 현대차/기아의 미래 모빌리티 사업에서 중추적인 역할을 수행할 수 있을 것.
- 현재 주가(2/20)가 12개월 선행 PER 9.8배(PBR 0.8배)까지 상승하며 과거 8년 평균(7.4배) 대비 밸류에이션 매력이 낮아지긴 했으나, 그룹 내 순환출자 구조가 해소된다면 제조 부문 수익성 개선 속도가 가속화될 유인이 크며, 이는 중장기 이익 추정치 상향과 밸류에이션 재평가로 이어질 수 있을 것.

투자 위험 요인 - 전동화, 로봇틱스 부품 등 신사업 추진과 투자에 따른 수익성 회복 지연 가능성

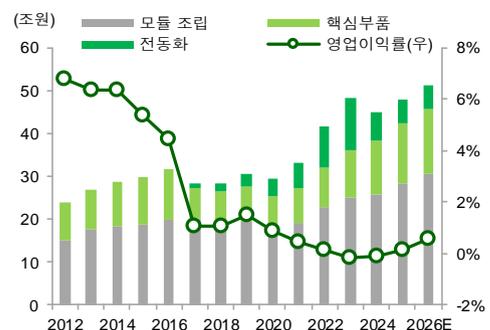
- 신사업의 실적 개선 기여까지 시간이 소요될 수 있으며, 순환출자 해소 시점과 방법도 예단하기 어려움.

현대모비스 연결 매출액과 영업이익률 추이



자료: 현대모비스, 신영증권 리서치센터

현대모비스 부품 제조 사업 매출과 영업이익률 추이



자료: 현대모비스, 신영증권 리서치센터

삼성바이오로직스(207940.KS)

평균 목표주가 2,215,000원
최고 목표주가 2,300,000원

Valuation Indicator

(원, 배, %)	25F	26F	27F
EPS	24,040	38,336	42,516
DPS	-	-	-
PER	70.5	43.7	40.8
PBR	6.5	5.7	5.0
EV/EBITDA	33.1	26.1	24.5
ROE	13.4	13.4	13.0

Key Data

(기준일: 2026. 2. 20)

현재가(원)	1,736,000
시가총액(억원)	803,611
평균거래량(3M, 주)	63,986
평균거래대금(3M, 백만원)	91,634
52주 최고/최저	1,987,000 / 982,000
배당수익률(26F, %)	-
외국인지분율(%)	12.7

Company vs Relative to Market



기업 개요

글로벌 1위 규모의 생산설비(78.4만 리터)를 보유한 항체의약품 주력의 바이오의약품 CDMO 기업. 세포주 개발부터 허가(IND)신청까지의 개발 서비스와 임상용부터 상업용 물질 생산까지 end-to-end 서비스 제공

※ 목표주가는 FnGuide 컨센서스 기준

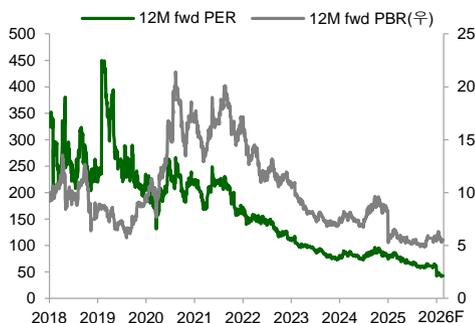
투자포인트 - CDO 서비스 플랫폼 혁신으로 CMO 고객 확보와 수주 확장을 동시에

- 당사는 삼성바이오로직스 2026년 매출 5조 1,526억원(+16.8% yoy), 영업이익 2조 3,476억원(+13.8% yoy) 전망함. 1~4공장이 온기로 풀가동되며 환율 기대감 약화에도 견조한 성장 예상하며 연내 6공장 증설 발표 기대
- 2025년 바이오시밀러 사업을 영위하는 연결 자회사 삼성바이오에피스를 인적분할하며 바이오시밀러 사업의 20%대 영업이익률이 CDMO 사업의 40%대 높은 수익성을 희석하는 현상이 사라지며 수익성이 크게 개선될 전망
- ADC 툴박스, 오가노이드 서비스 등 항체계열 신약 개발을 가속화하고 정교히 할 수 있는 다양한 서비스 플랫폼을 출시하고 있어 고객 확보와 수주 확장성에 중장기적으로 앵커 역할을 할 것으로 기대

투자 위험 요인 - 항체에 한정된 모달리티의 다양화가 절실

- 항체의약품, ADC 등 동사의 CDMO 서비스를 필요로 하는 시장의 확장성은 여전하나 동사의 서비스 모달리티가 항체 계열에 머무르고 있는 점은 약점으로, 모달리티 다양화 및 역량 확보는 관건
- 트럼프의 리쇼어링 정책과 이에 응하는 글로벌 제약사의 미국 내 설비 확보가 항체 외 모달리티로 집중되고 있어 항체의약품 시장의 성숙화로 인한 생산 서비스 가격 우위성 약화는 지켜보아야 함

삼성바이오로직스 PER, PBR 추이



자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

삼성바이오로직스 매출 및 영업이익 추이



자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

GS건설(006360.KS)

평균 목표주가 25,000원
최고 목표주가 33,000원

Valuation Indicator

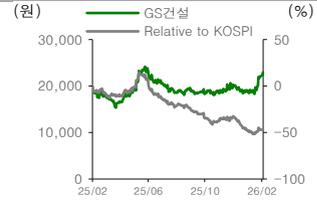
(원, 배, %)	25F	26F	27F
EPS	1,092	3,504	4,698
DPS	500	489	537
PER	18.0	7.2	5.4
PBR	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.4	6.3	5.3
ROE	2.1	5.6	7.1

Key Data

(기준일: 2026. 2. 20)

현재가(원)	22,950
시가총액(억원)	19,641
평균거래량(3M, 주)	562,696
평균거래대금(3M, 백만원)	10,910
52주 최고/최저	24,850 / 15,190
배당수익률(25F, %)	1.6
외국인지분율(%)	24.9

Company vs Relative to Market



기업 개요

자이(Xi) 브랜드를 중심으로 한 국내 건축·인프라·플랜트 종합 건설기업, 최근 모듈러주택과 주택·개발 밸류체인 확장을 통해 사업영역을 넓히며 수익성과 안정성을 함께 높여가고 있음

※ 목표주가는 FnGuide 컨센서스 기준

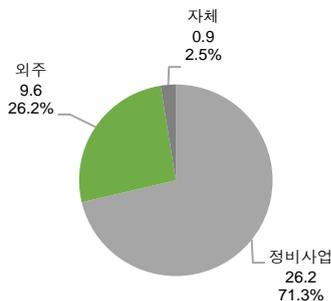
투자포인트 - 최초의 아파트 브랜드 시대를 연 저력, 미래 비즈니스 모델 구축까지

- 2026년 매출액 11조9158억원, 영업이익 5839억원, 지배순이익 3868억원으로 전망되며, 이는 12개월 Fwd PER, PBR 기준 각각 5.1배, 0.4배에 해당하는 수치임
- GS건설의 자이(Xi) 브랜드 인지도와 최초 상기도 관련 종합 1위에 해당됨(부동산R114, 한국리서치 공동조사, 2025) 2025년 도시정비사업 수주액 6.3조원으로 업계 3위를 기록하는 등 상위 입지 유지 중
- 자이가이스트(모듈러 주택), 자이에스앤디(홈네트웍/관리사업), DC Bridge(데이터센터 영업/운영서비스) 등, 향후 성장축이 될 운영·서비스 기반의 미래 비즈니스 모델 선제적으로 내재화 완료
- 베트남·미국(실리콘밸리) 도시 개발 등 이력 보유, 해외 개발형 사업 수행 역량과 확장 여력 갖췄음

투자 위험 요인 - 외형 축소 국면에서의 균형

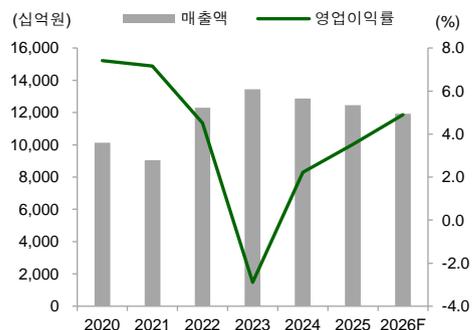
- 무리한 신사업 확장 기조에서 본업으로의 집중 경영으로의 회귀 결정, GS이니마 매각에 따른 외형 축소가 필연적인 가운데 시장의 기대를 어떻게 충족시켜줄 수 있을지가 관건

2025년 주택 수주잔고 36.7조원 보유



자료: GS건설, 신영증권 리서치센터

외형에서 수익성으로 집중



자료: GS건설, 신영증권 리서치센터

삼성SDI(006400.KS)

평균 목표주가 440,000원
최고 목표주가 600,000원

Valuation Indicator

(원, 배, %)	25P	26F	27F
EPS	-7,497	-94	15,392
DPS	-	978	978
PER	-	-	26.5
PBR	1.0	1.5	1.4
EV/EBITDA	30.9	22.4	11.8
ROE	-2.6	0.0	5.4

Key Data

(기준일: 2026. 02. 20)

현재가(원)	402,000
시가총액(억원)	323,954
평균거래량(3M, 주)	768,876
평균거래대금(3M, 백만원)	237,262
52주 최고/최저	420,500 / 157,700
배당수익률(24F, %)	0.3
외국인지분율(%)	24.6

Company vs Relative to Market



기업 개요

삼성SDI의 사업부는 1) 중대형 전지(전기차, ESS용 배터리) 부문, 2) 소형전지 부문, 3) 전자재료 부문으로 구성됨. 전기차 배터리의 주요 고객으로 BMW, VW group 등을 보유하고 있음

※ 목표주가는 FnGuide 컨센서스 기준

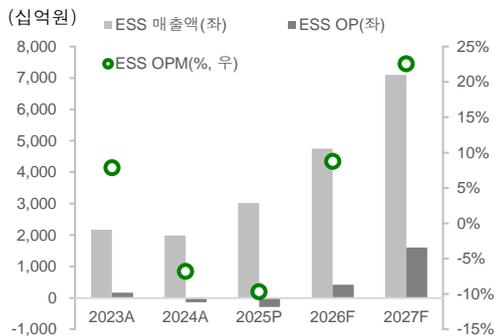
투자포인트 - 북미 ESS 시장 주도권 확보, 국내 경쟁사 대비 낮은 밸류에이션 부담

- 삼성SDI의 2026년 영업이익은 -7,355억원(yoy 적자 축소)으로 전망(컨센서스 약 -5천억원). 2027F P/E는 26배로, 글로벌 peer 평균(약 19배) 대비는 높지만 국내 경쟁 업체(53배) 대비 부담 낮음
- 현재 8GWh인 미국 ESS 배터리 CAPA를 연말까지 30GWh으로 증설 예정. 미국의 AI 데이터센터 투자와 재생에너지 확장이 지속되는 상황 속 ESS 배터리 수요도 구조적으로 증가할 전망. 관세 및 PFE 규정으로 중국산 배터리 유입이 차단되며 한국 배터리의 신규 수주 확대에 이어질 전망
- 미국 ESS 라인이 본격 가동되는 2027년 ESS 사업부 매출액 7조원(yoy+49%), 영업이익 1.6조원(+284%, OPM 22%) 전망. ESS 부문이 견인하며 2027년 연결 영업이익은 1.1조원으로 흑자전환 예상
- 최근 삼성디스플레이 보유 지분(15.2%) 일부의 매각 추진 이사회 보고를 공시. 단기 적자 이어지는 가운데 재무구조 개선과 CAPEX 부담 완화하며 보유 지분 가치 재평가 가능
- 전고체 배터리 양산 기대감도 2027년 하반기 상업화 시점과 맞물려 재차 조명 예상

투자 위험 요인 - 유럽 주요 고객 내 점유율 회복 지연과 미국 관세 정책 불확실성

- 유럽 주요 고객 내 동사 배터리 탑재 점유율이 낮아지고 있어, 전기차 배터리 사업부 실적 개선 시점 장기화 예상. '28년 전후 46파이 원통형 프로젝트 진입과 맞물려 점유율 회복 예상

삼성SDI ESS 사업 부문 실적 전망



자료: 신영증권 리서치센터, 삼성 SDI

삼성SDI ESS 사업부 전사 영업이익 기여도 전망



자료: 신영증권 리서치센터, 삼성 SDI

LG씨엔에스 (064400.KS)

평균 목표주가 90,500원
최고 목표주가 93,000원

Valuation Indicator

(원, 배, %)	25F	26F	27F
EPS	4,593	5,043	5,490
DPS	1,850	1,881	2,016
PER	13.4	14.2	13.1
PBR	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	9.1	7.7	6.9
ROE	16.7	16.4	16.2

Key Data

(기준일: 2026. 2. 20)

현재가(원)	71,600
시가총액(억원)	69,370
평균거래량(3M, 주)	1,217,024
평균거래대금(3M, 백만원)	80,117
52주 최고/최저	100,800 / 46,500
배당수익률(24F, %)	2.6
외국인지분율(%)	7.1

Company vs Relative to Market



기업 개요

LG그룹의 SI 계열사로 클라우드, AI, 스마트 팩토리 등 고객사의 하드웨어 및 소프트웨어 시스템 전환을 담당. 부문별 매출 비중은 DBS(디지털 비즈니스 서비스) 22%, 클라우드 & AI 58%, 스마트팩토리 20%로 구성

※ 목표주가는 FnGuide 컨센서스 기준

투자포인트 - SI 역량은 국내 최고

- 기업이 사용하는 소프트웨어 및 하드웨어를 고객사 업무시스템으로 통합 개발해 제공하는 SI 사업에 있어 가장 높은 역량을 보유하고 있음. 비계열사 매출 비중이 약 40%로 경쟁사들 대비 높으며, 공공/금융 등 대외사업에서의 점유율이 가장 높은 것으로 파악됨
- 최근 경쟁사들의 로봇 SI 사업이 부각 받으며 멀티플 상향이 이어짐. 동사는 협동로봇 및 휴머노이드를 중심으로 한 로봇 SI 사업을 추진하고 있음에도 해당 사업의 성장성이 아직 주가에 반영되지 못했다고 판단함. 최근 12개월 기준 P/E 배수는 약 16배로 경쟁사 대비 저평가
- 동사는 스테이블 코인/STO 프로젝트를 성공적으로 수행한 이력이 있으며, 경쟁사 대비 풍부한 레퍼런스를 보유. 향후 스테이블코인 법제화 이후 동사의 수주 기회가 확대될 것으로 기대됨

투자 위험 요인 - LG 그룹 계열사 실적 악화 우려

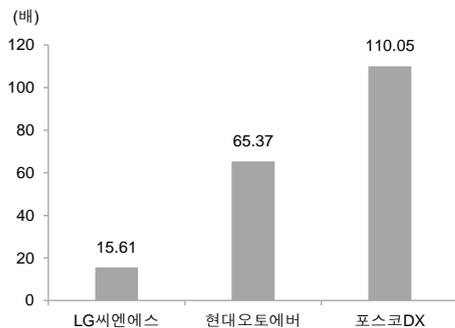
- 전체 비중의 60%에 달하는 계열사 실적은 계열사들의 영업이익과 CAPEX의 영향을 받음. 현재 그룹 계열사들의 손익과 CAPEX 전망이 악화되고 있다는 점은 리스크 요인임

LG씨엔에스 실적 추이



자료: LG CNS, 신영증권 리서치센터

LG씨엔에스 P/E 멀티플 비교 (최근 12개월 기준)



자료: LG CNS, 신영증권 리서치센터

금호석유화학(011780.KS)

평균 목표주가 172,500원
최고 목표주가 200,000원

Valuation Indicator

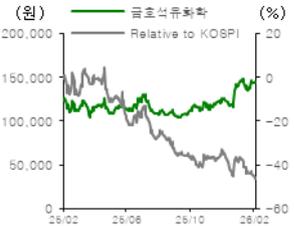
(원, 배, %)	25P	26F	27F
EPS	9,887	13,446	15,917
DPS	3,017	2,669	2,838
PER	12.2	10.8	9.1
PBR	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.4	5.5	4.5
ROE	5.5	6.1	6.8

Key Data

(기준일: 2026. 02. 20)

현재가(원)	145,500
시가총액(억원)	37,876
평균거래량(3M, 주)	92,457
평균거래대금(3M, 백만원)	11,405
52주 최고/최저	153,200 / 102,800
배당수익률(26F, %)	1.8
외국인지분율(%)	22.2

Company vs Relative to Market



기업 개요

다운스트림 화학 제품 중심으로 합성고무, 합성수지, 페놀유도체, EPDM/TPV, 기타(에너지/정밀화학) 사업 영
위. 특히 국내 최초로 합성고무 사업을 시작해 이에 특화되어있으며, NB-Latex 글로벌 MS 1위 사업자

※ 목표주가는 FnGuide 컨센서스 기준

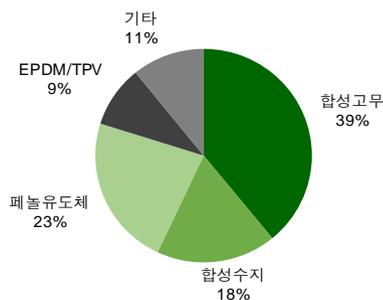
투자포인트

- 26년 매출액 6조 8,683억원, 영업이익 3,972억원으로 12MF PBR 0.6배, PER 9.4배
- 글로벌 NB LATEX 1위 업체로 지난 2022~2025년 화학 다운사이클에서도 타사 대비 견조한 수익성 유지
- 2026년부터 업황 회복사이클에 진입하며 본업인 합성고무 실적이 전년 대비 2배 증익 예상
- 2022년부터 지난 3년 간 건전한 재무구조 하에 금호미쓰이 지분법 이익도 호조로 영업이익보다 높은 지배순이익을 기록해옴. 2026년부터 순현금 전환이 예상된다는 점 감안 시, 동 추세는 지속될 것

투자 위험 요인

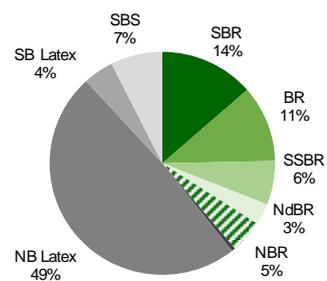
- 대부분의 전방 수요가 타이어, 자동차, 장갑 등 경기 소비재인 만큼 미국 관세에 따른 글로벌 경기 둔화가 리스크 요인이 될 수 있음

금호석유화학 부문별 매출 비중



자료: 금호석유화학, 신영증권 리서치센터

금호석유화학 합성고무 제품 별 비중



자료: 금호석유화학, 신영증권 리서치센터

팬오션 (028670.KS)

평균 목표주가 6,000원
최고 목표주가 6,400원

Valuation Indicator

(원, 배, %)	25F	26F	27F
EPS	564	684	774
DPS	150	151	161
PER	6.8	7.8	6.9
PBR	0.3	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.0	5.5	5.1
ROE	5.2	6.1	6.6

Key Data

(기준일: 2026. 2. 20)

현재가(원)	5,350
시가총액(억원)	28,599
평균거래량(3M, 주)	2,328,109
평균거래대금(3M, 백만원)	9,888
52주 최고/최저	5,620 / 3,005
배당수익률(25F, %)	2.6
외국인지분율(%)	15.8

Company vs Relative to Market



기업 개요

국내 최대 드라이벌크 운송선사

하림그룹에 소속되어 있어 비해운 사업 중 곡물트레이딩 비중이 높음

※ 목표주가는 FnGuide 컨센서스 기준

투자포인트 - PBR 0.4배, 벌크선사 아니고 종합선사로 불려도 될 만한 포트폴리오 재편

- 연매출 5조원, 영업이익 5천억원 이상을 안정적으로 창출하는 기업. PBR 0.4배 수준으로 절대적인 저평가 상태
- 비벌크 부문에 대한 투자 진행으로 드라이벌크 시황 변동에 동사의 전체 손익이 절대적으로 큰 변동을 보이지 않음
- 최근에는 여유자금으로 초대형 유조선 운항 자산과 연계된 계약까지 양수하며 포트폴리오 다변화에 속도를 내는 중

투자 위험 요인 - 안분지족

- 부정기선사는 원래 정기선사대비 시황변동에 따른 실적 변동성이 커서 밸류에이션이 낮은 편. 그보다 더 저평가되는 경우는 시장 변동과 상관없는 장기운송계약만으로 영업하는 경우. 고정수익만 추구하는 기업이 된다면 리스크

2025년 연말 기준 운영선대

	사선 (장기계약)	용선 (1년 이상)	합 계
Handy (10~40K)	6	27 (2)	33
Handymax (40~70K)	22 (10)	55 (14)	77
Panamax (70~100K)	12 (3)	29 (1)	41
Cape (100K~)	38 (29)	13	51
Dry Bulk	78 (42)	124 (17)	202
VLCC	2 (1)	0	2
MR Tanker	9	1 (1)	10
Chemical Tanker	6	1 (1)	7
Container	8	3 (1)	11
Heavy Lift	1	0	1
LNG	12 (12)	1 (1)	13
Non-dry Bulk	38 (13)	6 (4)	44
Total	116 (55)	130 (21)	246

자료: 팬오션, 신영증권 리서치센터

해운사업부문 이익 분류



자료: 팬오션, 신영증권 리서치센터

더블유게임즈(192080.KS)

평균 목표주가 70,000원
최고 목표주가 78,000원

Valuation Indicator

(원, 배, %)	25P	26F	27F
EPS	8,365	10,833	11,855
DPS	1,200	1,304	1,377
PER	8.8	6.5	6.0
PBR	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.2	0.3	-0.8
ROE	12.4	12.6	12.1

Key Data

(기준일: 2026. 02. 20)

현재가(원)	54,600
시가총액(억원)	11,561
평균거래량(3M, 주)	43,275
평균거래대금(3M, 백만원)	2,271
52주 최고/최저	63,800 / 45,550
배당수익률(26F, %)	2.3
외국인지분율(%)	18.9

Company vs Relative to Market



기업 개요

더블유게임즈는 1) 소셜카지노, 2) 아이게이밍, 3) 캐주얼 장르를 주력으로 하는 게임 개발사이자 퍼블리셔임. 또한 동사의 매출은 전체가 수출을 통해 발생.

※ 목표주가는 FnGuide 컨센서스 기준

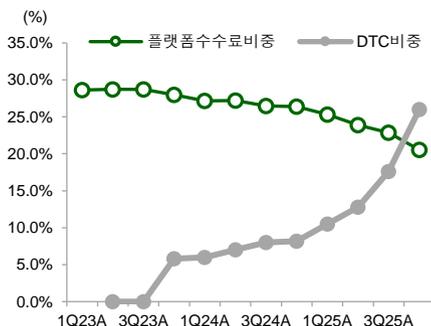
투자포인트 - 12F PER 6.8배, PBR 0.7배 + AI를 활용한 수익화 가능

- 당사는 더블유게임즈의 2026년 영업수익을 7,530억원(YoY +6%), 영업이익 2,650억원 (YoY +10%)를 전망함. 추가적인 M&A를 통해 영업수익의 확대도 가능
- 더블유게임즈의 연결기준 보유 현금은 8,500억원으로 기존의 사업인 소셜카지노, 캐주얼게임, 아이게이밍, 캐주얼게임과 시너지 창출 및 재무적 기여가 가능한 M&A를 통한 성장 지속
- AI 개발로 인건비 절감이 가시화되는 중. 국내 타 게임 개발사, 퍼블리셔는 주 고객층의 반발로 인한 AI의 본격 도입이 어려우나 더블유게임즈는 카지노, 캐주얼이라는 주 장르의 특징으로 인해 도입이 가능하여 AI로 인한 이익 기여 가시성이 가장 빠를 전망
- 동사의 DTC 결제 비중이 26%로 증가함에 따라 매출연동비인 플랫폼 수수료율은 감소할 전망

투자 위험 요인 - 환율 하락과 기존 사업부의 성장 정체

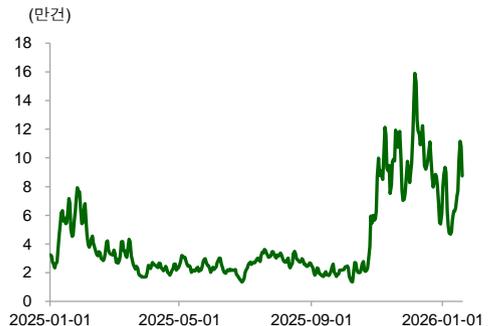
- 동사의 매출은 100% 외화로 발생. 이에 환율 변동에 따라 실적 변동성이 확대될 가능성 존재
- 소셜카지노 장르는 성숙 단계의 시장으로 유기적 성장이 제한적인 상황

매출 대비 플랫폼수수료와 DTC 비중



자료: 더블유게임즈, 신영증권 리서치센터

자회사 팍시게임즈(캐주얼장르) 전체 다운로드 추이



자료: 더블유게임즈, 신영증권 리서치센터

LF (093050.KS)

평균 목표주가 30,000원
최고 목표주가 30,000원

Valuation Indicator

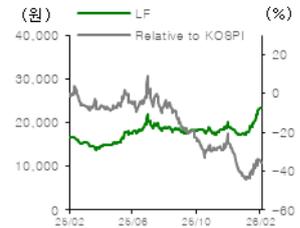
(원, 배, %)	25P	26F	27F
EPS	4,161	4,313	4,470
DPS	700	700	700
PER	5.1	4.7	4.5
PBR	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.1	3.0	2.3
ROE	8.2	8.3	6.4

Key Data

(기준일: 2026. 02. 20)

현재가(원)	23,300
시가총액(억원)	6,813
평균거래량(3M, 주)	56,120
평균거래대금(3M, 백만원)	1,050
52주 최고/최저	24,000 / 13,660
배당수익률(26F, %)	3.0
외국인지분율(%)	13.5

Company vs Relative to Market



기업 개요

2006년 11월 (주)LG상사로부터 분할 신설된 패션브랜드업체로 닥스, 해지스 등 정통 캐주얼 브랜드 시장 1위 사업자임. 패션 사업에 더해 코람코신탁 및 식음료 사업도 영위

※ 목표주가는 FnGuide 컨센서스 기준

투자포인트

- 2025년 기준 연간 매출 약 2조원, 영업이익 약 1,200억원 안정적인 실적 창출. 2026년 예상 PER과 PBR 이 각각 5배, 0.3배 수준에 불과하여 시장 평균대비 크게 낮은 밸류에이션을 인정받고 있음
- 2024년부터 이어지고 있는 사업 효율화의 결과 체력이 건전해진 상황에서 2025년 하반기 매출 반등하며 영업이익 레버리지 나타나기 시작함.
- 정통 캐주얼 패션 부문 국내 1위 사업자 지위를 유지하고 있으며 코람코자산신탁, 운용을 통해 부동산개발 및 리츠 사업으로 포트폴리오를 확장하였고, 식음료 부문에서의 실적 역시 꾸준한 체력을 보유
- 지배주주의 지분 확대 흐름이 여전히 이어지고 있다는 점에도 주목

투자 위험 요인

- 한국 내수 시장 규모의 한계로 해외진출, 사업포트폴리오 다변화 등을 통해 성장 동력을 확보할 수 있음. 동사 역시 이러한 전략을 펼치고 있으나 본격적인 성장 궤도에 들어서는 모습 필요

LF 매출액 구성



자료: LF, 신영증권 리서치센터

LF 보유 부동산 현황 (단위:억원)

구분	용도	소재지
토지 및 건물	본사-동관	서울 강남구
	본사-신관	서울 강남구
	본사-별관	서울 강남구
	본사-서관	서울 강남구
	상영빌딩	서울 강남구
	LF 스퀘어 양주점	경기 양주시
	해지스 명동점	서울 송파로
소계	유형자산	투자부동산
토지	3,676	48
건물	2,101	8
총계		6,833

자료: LF, 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목**
- 매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
 - 중립** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
 - 매도** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

- 산업**
- 비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
 - 중립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
 - 비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일(20251231)	매수 : 87.18%	중립 : 11.54%	매도 : 1.28%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
현대모비스	-	-	-	-	-	-	-	-
삼성SDI	-	-	-	-	-	-	-	-
금호석유화학	-	-	-	-	-	-	-	-
LF	-	O	-	-	-	-	-	-
GS건설	-	-	-	-	-	-	-	-
삼성바이오로직스	-	-	-	-	-	-	-	-
LG씨엔에스	-	-	-	-	-	-	-	-
더블유게임즈	-	-	-	-	-	-	-	-
팬오션	-	-	-	-	-	-	-	-



한국 증시 70년, 신영증권 70th



