

## Strategy Idea



투자전략

Analyst 이수정

02. 6454-4893

sj\_lee@meritz.co.kr

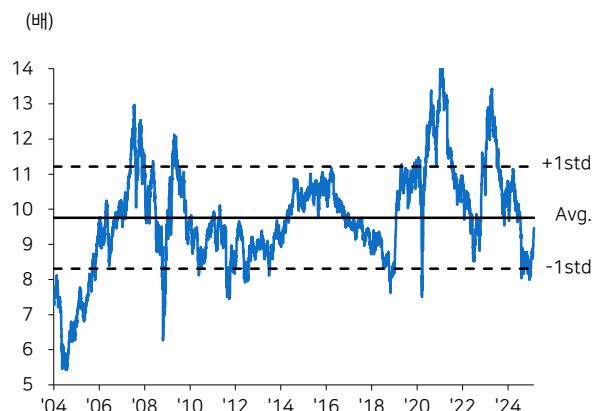
## Legacy 의 반격

- ✓ 홍콩 지수가 주도하는 글로벌 증시 Laggard 반등
- ✓ 3월 가치주 강세 환경: 1) 하반기 NAND 가격 상승 기대, 2) 정치적 불확실성 해소 가능성, 3) 3월 31일 공매도 재개로 인한 pair trading 활성화

### 금융장세 > 실적장세

올해 들어 KOSPI는 +11%, KOSDAQ 지수는 +15% 상승했다.

그림1 KOSPI 12개월 선행 PER: 9.5배



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 KOSPI 12개월 후행 PBR: 0.94배



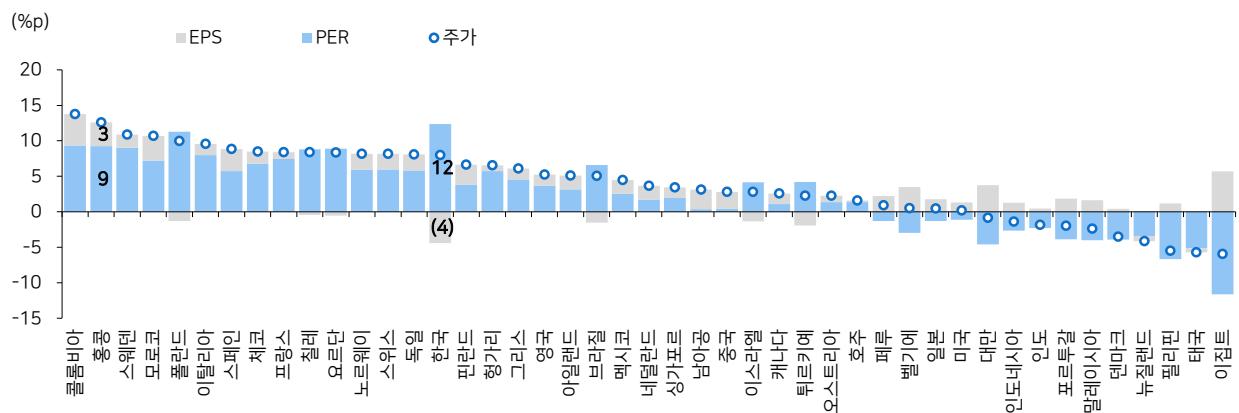
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

주요국 증시를 비교해보면 연초 홍콩 및 유럽의 강세는 PER 상승의 결과다. 반면 지난해 강했던 대만, 일본, 미국 증시는 PER 밸류에이션이 후퇴하며 상대 성과가 저조하다.

한국의 경우 작년에는 EPS 상승분을 PER 하락분이 상쇄하며 주가지수가 연중 하락 마감했으나, 올해는 반대로 EPS의 하락을 PER 회복이 상쇄하고 있다. EPS 추정치 상향 조정이 지속되고 있지만 PER 밸류에이션은 평균 수준으로 회귀하고 있는 대만과 상반된 모습이다.

즉 우수한 편더멘털이 이미 입증된 국가보다는 악화일로의 경제 체질로 인해 부양적 재정정책 및 통화정책이 필요한 지역의 성과가 뛰어나다. 전형적인 역설적장세 → 금융장세의 모습이다.

### 주요국 증시 YTD 등락률 분해(~2/14)



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

한국: 12개월 선행 PER vs. EPS



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대만: 12개월 선행 PER vs. EPS



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

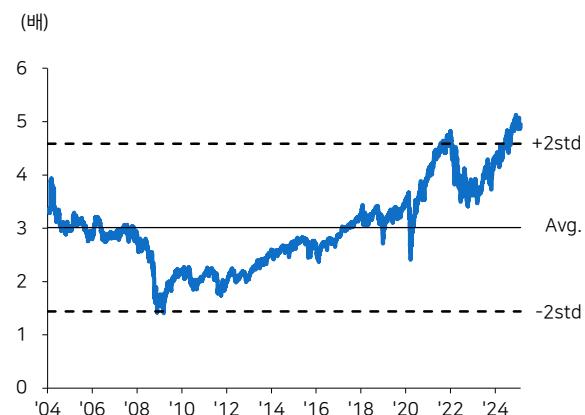
이를 주도하는 것은 단연 홍콩 증시다. 항셍지수 베이스에이션은 최근 20년 평균 -2 표준편차 레벨에서 평균으로 회귀하고 있다. 여전히 저렴하다.

그림6 미국 S&amp;P 500 12개월 선행 PER: 20배



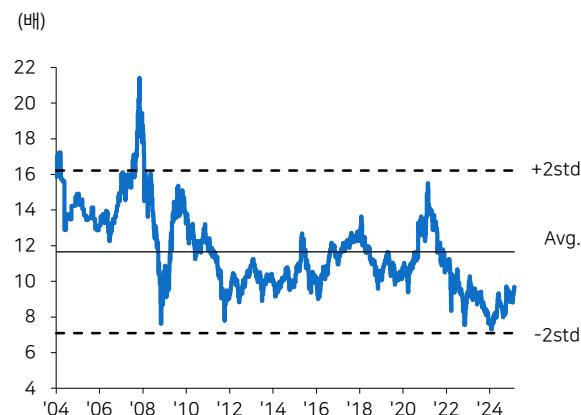
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 S&amp;P 500 12개월 후행 PBR: 4.9배



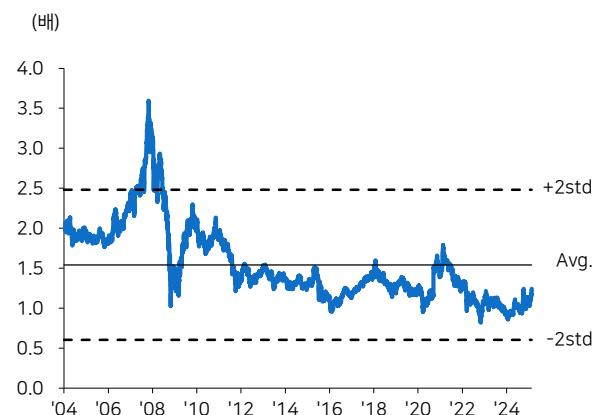
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림8 홍콩 Hang Seng 12개월 선행 PER: 9.7배



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

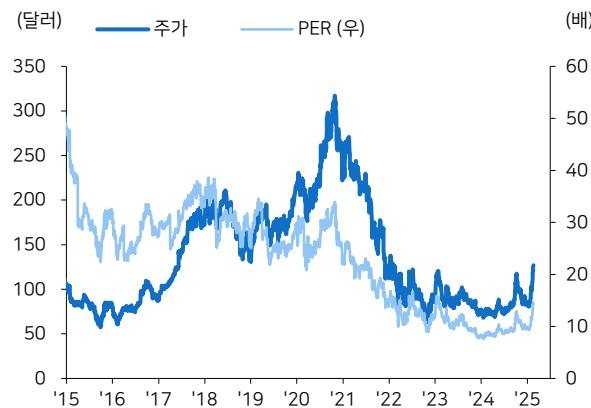
그림9 홍콩 Hang Seng 12개월 후행 PBR: 1.2배



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

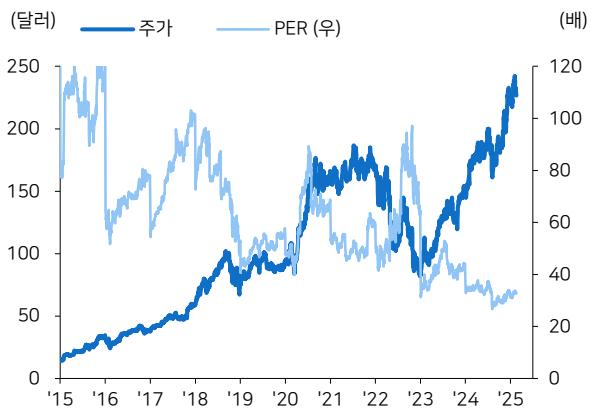
대장주인 알리바바의 벨류에이션 배수는 Peer 빅테크의 30~40% 수준이다. 홍콩 증시의 리레이팅이 지속되면 Laggard의 반등도 이어진다.

그림10 알리바바 ADR: 예상 PER 14.6배



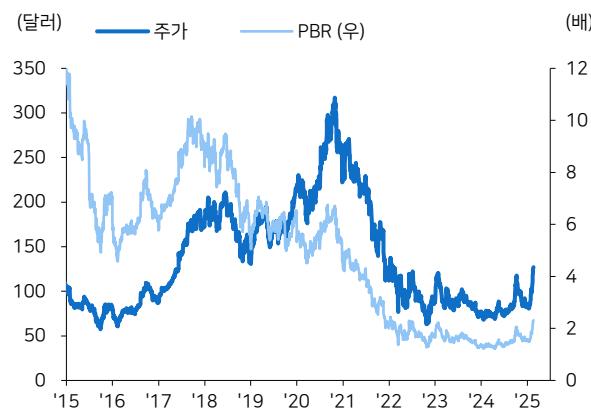
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Amazon.com: 예상 PER 32.7배



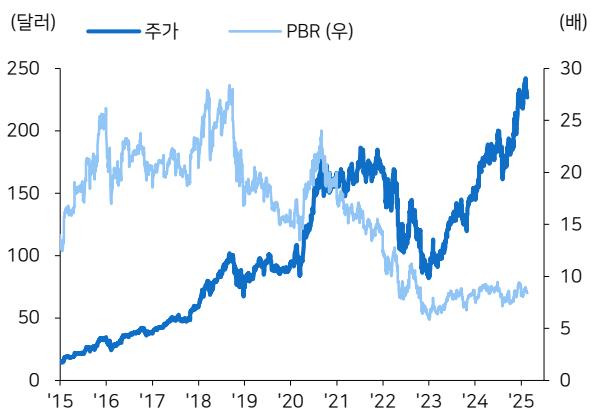
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 알리바바 ADR: 확정 PBR 2.3배



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 Amazon.com: 확정 PBR 8.4배

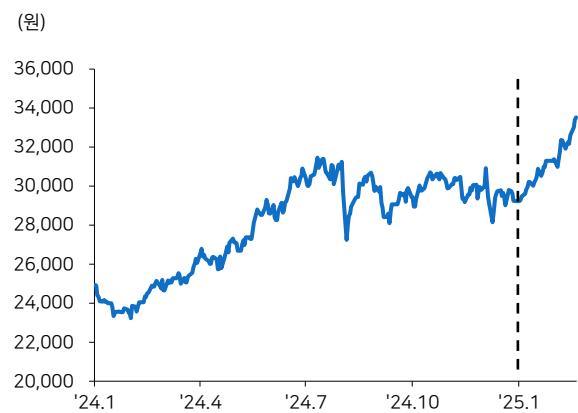


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## Momentum과 Value

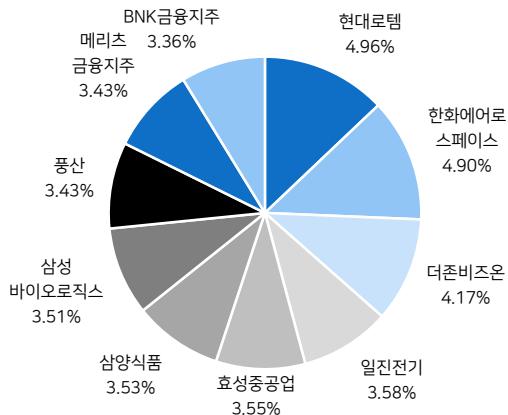
올해 국내에서는 트럼프 트레이드(조선, 방산)와 DeepSeek 이후 AI 소프트웨어·물리적 AI(로봇)가 주도주로 등극하며 스마트 베타 기준 모멘텀 팩터가 강했다. 주목할 만한 점은 2월 중순부터 가치주가 강하게 반등하고 있다는 사실이다.

그림14 TIGER 모멘텀 ETF



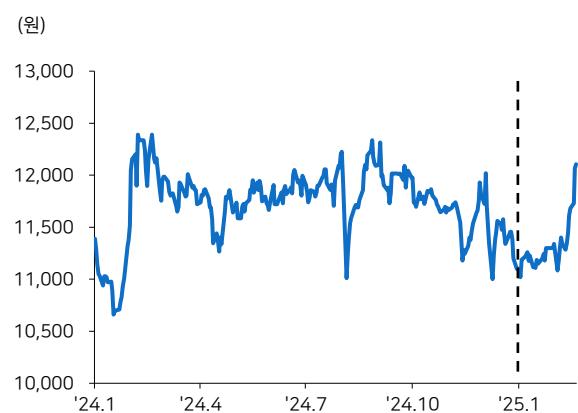
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림15 TIGER 모멘텀 ETF 구성종목 Top 10



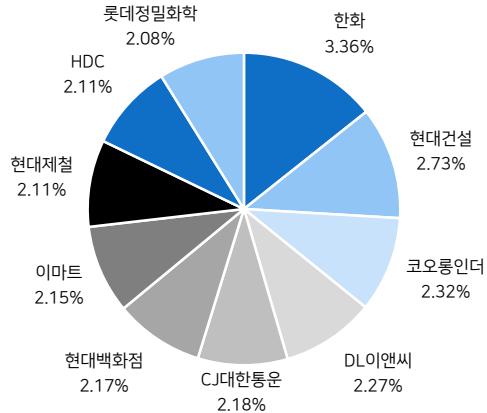
자료: 미래에셋자산운용, 메리츠증권 리서치센터

그림16 TIGER 우량가치 ETF



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림17 TIGER 우량가치 ETF 구성종목 Top 10



자료: 미래에셋자산운용, 메리츠증권 리서치센터

세 가지 배경이 가치주 상승을 뒷받침한다. 첫째, 계속 지연되었던 레거시 메모리 회복 기대, 구체적으로 NAND 가격 반등 전망이다.

TrendForce는 최근 NAND 장기 전망을 '연간 가격 약세 지속'에서 '3분기 상승 전환'으로 정정했다. 공급 측면에서 삼성전자, SK하이닉스, Kioxia, Micron 등 제조사는 감산 기조다. 수요 측면은 중국 소비 촉진 정책에 따른 스마트폰 판매 회복, NVIDIA Blackwell 판매 본격화로 인한 SSD 수요 증가, On-Device AI 도입 확산이 불러올 저장공간 확대로 개선될 여지가 많다.

반도체 주가는 경험적으로 메모리 가격에 6개월 선행한다. 3분기 NAND 가격 상승 전환이 기대된다면 주가는 지금이 바닥이다.

표1 2025년 NAND Flash ASP QoQ 전망(TrendForce)

	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F
NAND Flash	13~18% 하락	0~5% 하락	10~15% 상승	8~13% 상승

자료: TrendForce(2025.2.17)

그림18 Intel 주가



자료: StockCharts, 메리츠증권 리서치센터

그림19 Micron 주가



자료: StockCharts, 메리츠증권 리서치센터

두 번째, 정치적 불확실성 해소 가능성이다. 2월 17일 헌법재판소는 윤석열 대통령 측이 신청한 탄핵심판 추가 중인심문을 위해 3월 20일 10차 변론기일을 열기로 했다. 이후 추가 변론기일이 지정되지 않을 경우 판결은 3월 중에도 나올 수 있다.

국내 금 가격의 국제 시세 대비 고평가는 안전자산 선호와 투기적 수요가 결합된 결과다. 대통령의 복귀 혹은 새로운 대통령의 선출로 권한대행 체제가 종료되면 국가 위험 프리미엄이 낮아지고 정책 동력이 강해져 주식시장으로의 자금 유입을 기대할 수 있다. 주가지수 상승시 대형 가치주가 유리하다.

그림20 KRX 금 현물 가격과 국제 시세 대비 프리미엄



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림21 한국 거래소 비트코인 가격과 국제 시세 대비 프리미엄



자료: 업비트, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

세 번째 트리거는 3월 31일 공매도 재개다. 주가는 일반적으로 뉴스에 처음에는 과소 반응하지만 시간이 지나면 과잉 반응하게 된다. 이러한 시장의 초기 과소 반응 및 지연된 과잉 반응을 이용해 상승하고 있는 주식을 매수하고 하락하는 주식을 매도하는 전략이 모멘텀, 추세 추종 투자다.

공매도가 금지될 경우 주가는 내재가치를 크게 이탈하기 쉽다. 따라서 공매도 재개시 그동안 과대평가된 주식을 매도하고 과소평가된 주식을 매수하는 Pair trading이 활성화될 개연성이 크다. 이것 역시 가치주 매수의 명분이 된다.

표2 국내주식형 ETF YTD 수익률 순위

종목명	시가총액 (억 원)	증가 (원)	수익률 (%)	NAV (원)	NAV변화율 (%)	거래량 (주)	거래대금 (억 원)	거래대금 증감률(%)
1 PLUS 한화그룹주	684	17,765	69.1	17,823	69.6	1,514,022	268	3,858
2 PLUS K방산	3,811	31,240	66.1	31,161	65.9	2,658,274	818	1,265
3 SOL K방산	309	16,700	55.6	16,714	55.8	415,717	68	412
4 TIGER 우주방산	536	17,030	48.3	17,021	48.2	1,100,761	185	1,473
5 KODEX 반도체레버리지	817	10,685	42.3	10,828	43.6	559,732	59	388
6 PLUS 우주항공&UAM	416	18,505	40.8	18,565	41.4	132,909	24	1,043
7 PLUS 태양광&ESS	67	12,270	39.2	12,255	39.2	82,572	10	3,155
8 RISE AI&로봇	844	10,965	35.4	10,954	36.1	1,251,758	135	834
9 HANARO 원자력iSelect	617	22,855	32.6	22,876	32.7	428,142	95	1,448
10 KODEX 코스닥150레버리지	18,877	8,825	32.5	8,890	33.2	20,755,164	1,811	-6
11 HANARO 코스닥150선물레버리지	23	8,790	32.4	8,782	33.8	2,615	0	-78
12 TIGER 반도체TOP10레버리지	174	5,790	32.3	5,821	32.6	178,707	10	13
13 KIWOOM 코스닥150선물레버리지	33	4,355	32.2	4,370	33.8	18,147	1	-65
14 TIGER 코스닥150 레버리지	589	9,905	32.2	9,920	33.4	252,173	25	-29
15 RISE 코스닥150선물레버리지	861	9,910	31.9	9,910	33.3	12,401	1	-28
16 KODEX AI전력핵심설비	1,453	12,010	30.0	12,051	30.4	3,687,318	427	524
17 KODEX K-로봇액티브	1,543	15,825	29.9	15,810	29.8	597,584	94	657
18 HANARO CAPEX설비투자iSelect	895	17,730	29.9	17,742	30.0	87,491	15	3,510
19 HANARO 전력설비투자	133	14,755	29.9	14,752	29.8	148,952	21	7,101
20 SOL 조선TOP3플러스	6,756	19,930	29.8	19,942	29.8	3,244,341	644	192
21 ACE 원자력테마딥서치	154	21,935	29.4	21,956	29.3	33,695	7	1,543
22 TIGER 200 종공업	1,110	7,150	28.1	7,133	27.9	1,006,918	71	334
23 TIGER Fn신재생에너지	211	9,825	27.9	9,853	28.4	78,085	8	827
24 RISE 수소경제테마	2,403	10,495	27.6	10,556	28.5	447,681	46	2,610
25 TIGER 조선TOP10	1,980	15,965	26.7	15,958	26.7	1,492,533	236	329
26 SOL 반도체후공정	95	11,185	25.3	11,193	25.3	87,210	10	556
27 SOL KEDI메가테크액티브	158	17,525	24.9	17,569	25.4	58,190	10	5,473
28 KoAct 테크핵심소재공급망액티브	29	7,275	24.7	7,299	25.0	15,335	1	3,994
29 TIGER 코스닥150IT	25	14,085	24.4	14,109	24.6	433	0	7
30 SOL AI반도체소부장	2,894	12,160	24.1	12,173	24.4	625,739	76	734
31 TIGER 200 산업재	19	7,930	24.1	7,884	24.0	35,484	3	56,814
32 HANARO 코스닥150선물레버리지1.5X	45	12,610	23.1	12,751	25.1	115	0	137
33 UNICORN 포스트IPO액티브	42	7,560	23.0	7,550	22.2	5,534	0	33,604
34 TIGER 200에너지화학레버리지	30	3,995	22.9	4,064	26.1	88,215	3	801
35 TIGER 200 건설	280	3,165	22.9	3,162	23.2	616,748	19	2,514
36 HANARO 반도체핵심공정주도주	42	6,950	22.1	6,965	22.7	26,253	2	2,616
37 TIGER 반도체	2,413	36,230	21.6	36,252	21.5	193,316	70	278
38 BNK 온디바이스AI	46	8,445	21.5	8,483	22.0	11,892	1	5,500
39 KODEX 기계장비	124	8,260	21.1	8,274	21.1	33,032	3	1,141
40 KODEX 반도체	5,862	34,995	20.9	35,054	21.2	584,484	204	191

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

### Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.