Conviction Call



김용구 Strategist
yg.kim@yuantakorea.com

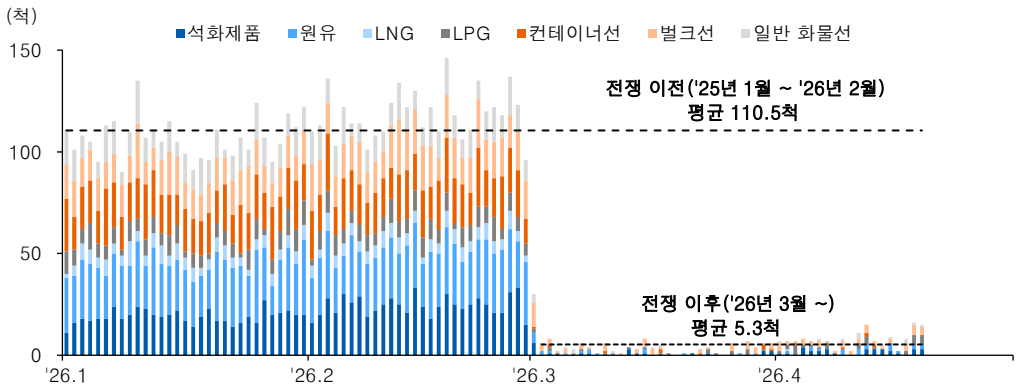
호르무즈 해협 재봉쇄, 퀄리티 주식으로 돌파

호르무즈 해협을 둘러싼 군사적 긴장감이 다시 고조. 17일 호르무즈 해협 일시 개방을 선언했던 이란은 18일 미국측 해상 봉쇄 지속과 기뢰 제거 작업을 이유로 해협 재봉쇄를 발표. 단, 이는 사태 재격화를 암시하는 새로운 악재의 출현보단 2차 종전/휴전 협상(당초 4/20일 예정) 이전 이란측 전술적 우위 확보 및 몸값 흥정을 위한 고도의 심리전 성격이 우세한 것으로 평가. 1) 출구 전략에 대한 갈증은 이란 못지않게 트럼프도 극심. 사태 장기화는 11월 중간선거 참패를 넘어 정치적 사망선고(수정헌법을 활용한 민주당측 탄핵 공세, 앱스타인 스캔들, 주가조작 및 선행매매 의혹 등)로 직결되는 바, 트럼프의 사태 조기진화 의지는 분명. 2) 이미 1차 협상 전후 미국/이란간 논의 초점은 핵 모라토리엄과 호르무즈 해협 개방을 대가로 한 이란 현 체제 보장 및 동결자산 해제, 경제적 보상/지원 등의 가격 흥정 쪽으로 이동. 3) 이에 어렵게 조성된 현 협상 테이블을 뒤엎는 시도는 이란에겐 굳이 전쟁이 아니더라도 국제 사회 비난 속 경제 환경 전반의 고사를 앞당기는 자해행위와 다름없기 때문

호르무즈 해협 재봉쇄 관련 유가 영향이 오일쇼크 임계 수준에 해당하는 WTI 90~100$ 이하로 통제되는 경우라면, KOSPI 2년 고점 대비 최대 하락률(MDD, Maximum Drawdown) 역시 과거 글로벌 순환적 위기 현실화 당시의 하방 임계선인 -10%선 이내로 한정될 공산이 큼. 이란 사태에 대한 적극적 사주경계와 리스크 관리를 전제하더라도, KOSPI 5,700Pt선 내외 수준이면 관련 충격의 극한을 상정한 시장 진바닥(Rock-bottom)이란 의미. 특히, 1) 현 KOSPI 12개월 P/E는 7.9배로 글로벌 추세적 위기(Recession) 현실화 당시(-1SD권, 9.1배)를 넘어 주요 시스템 리스크(금융/외환 위기) 발발 당시 수준(-2SD권, 7.7배)에 근접했고, 2) 보수적 실적 전망을 고수하더라도 KOSPI 영업이익(순이익) '26년 800조원(600조원) 및 '27년 900조원(700조원)대 안착 기대는 유효하며, 3) 4/17일 현재 MSCI EM 내 한국(MSCI Korea) 이익 기여도는 29.6%로 중국(24.5%)을 넘어 전체 1위에 해당하나, 편입비는 17.0% 남짓으로 대만(22.6%)에 뒤이은 3위에 불과하다는 절대/상대 저평가 여건과, 4) 최근 외국인 KOSPI200 지수선물 60일 누적 순매수(외국인 액티브(PR 비차익) 현물 수급에 선행, 기관(금융투자) 패시브(PR 차익, ETF LP) 현물엔 동행)의 -5~-6만 계약권 Selling-Climax 통과 등에 따를 경우, 마디 지수대 KOSPI 6천Pt선 이하에선 부화뇌동격 투매 대응보단 보유가, 속절없는 관망보단 시장 및 전략대안 매수 대응이 절대적으로 유리

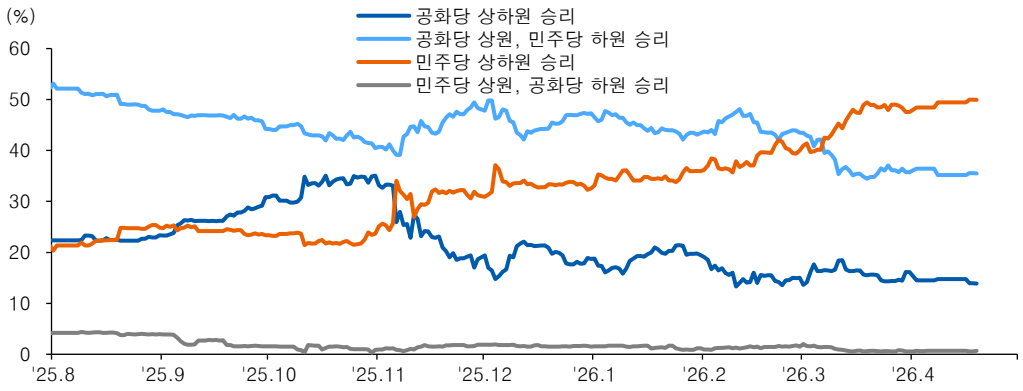
중동 지정학적 불확실성 재격화 파장은 유가 부침 확대를 경유해 국내외 증시/금리 변동성 동반 확대를 재차 자극할 소지가 다분. 국내외 증시/금리 변동성 동반 확대기 가장 검증된 형태의 시장 안전지대는 퀄리티 투자대안. 이에, 1) Quality Factor의 창시자이자 원론에 해당하는 Joseph Piotroski의 F-Score 방법론을 적시성과 속보성을 고려해 연 단위가 아닌 분기 단위 확정실적 기준으로 변용. 2) Net Income, ROA, Operation Cash Flow, Current Ratio, Asset Turnover 등 9개 재무 지표를 대상으로, 사전에 정의된 요건에 부합할 경우 각기 1점의 평점을 부여해 그 총점이 6점 이상일 경우 재무 건전성과 실적 가시성이 우수한 Quality 투자대안으로 판별. 3) 여기에 '26년 1Q 및 연간 실적 모멘텀(전년 대비 이익 성장 및 이익 컨센서스 1개월 변화율)을 추가 고려해 재봉쇄된 호르무즈 해협 돌파가 가능한 高 Quality 업종/종목 대안을 도출. (표 2) 업종 중엔 반도체, IT하드웨어, 기계, SW 등을, (표 3) 종목 중에선 삼성전자, SK하이닉스, 에이피알, LG이노텍, 산일전기, 한국카본, 하나마이크론, HK이노엔, 경동나비엔, 자화전자, 한섬 등을 주목하는 이유

그림 1. 호르무즈 해협 통과 선박 수: 전쟁 이전 평균 110.5 척 → 전쟁 이후 평균 5.3 척 → 휴전 및 해협 개방 이후 15~16 척



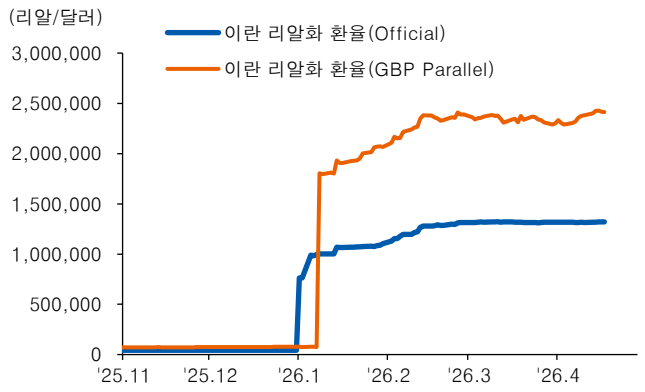
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그림 2. 11 월 중간선거 공화당 패배 확률은 86.1%(민주당 Sweep 확률 49.9%, 민주당 상하원 Split 확률 36.2%)



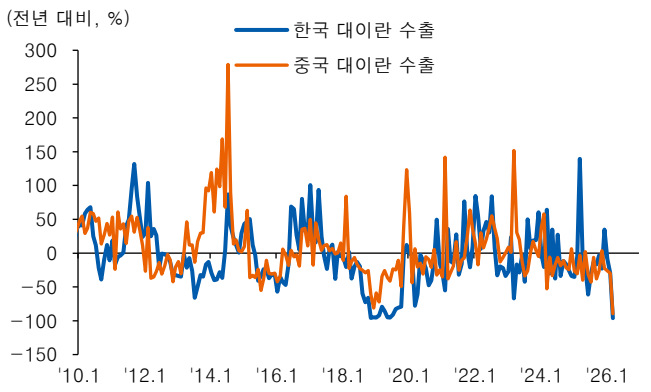
자료: Polymarket.com, 유안타증권 리서치센터

그림 3. 리알/달러 환율: 이란은 이미 최악의 경제/금융/외환 위기 상황



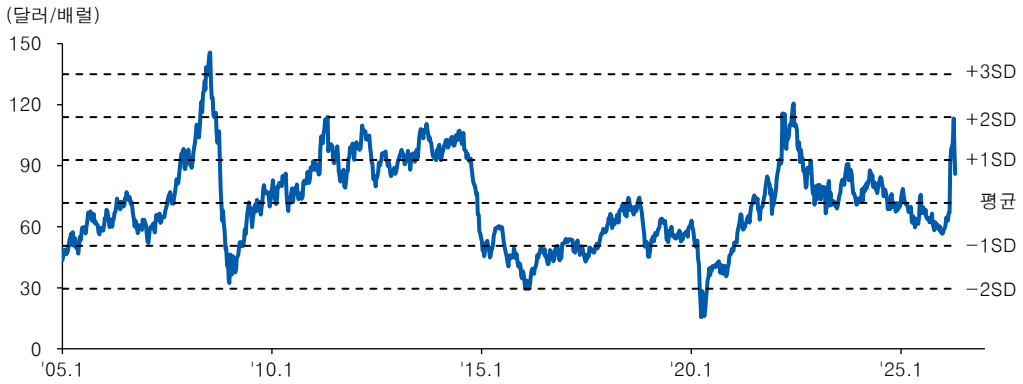
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 4. 한국 및 중국 대이란 수출: 코로나 팬데믹 당시 수준을 하회



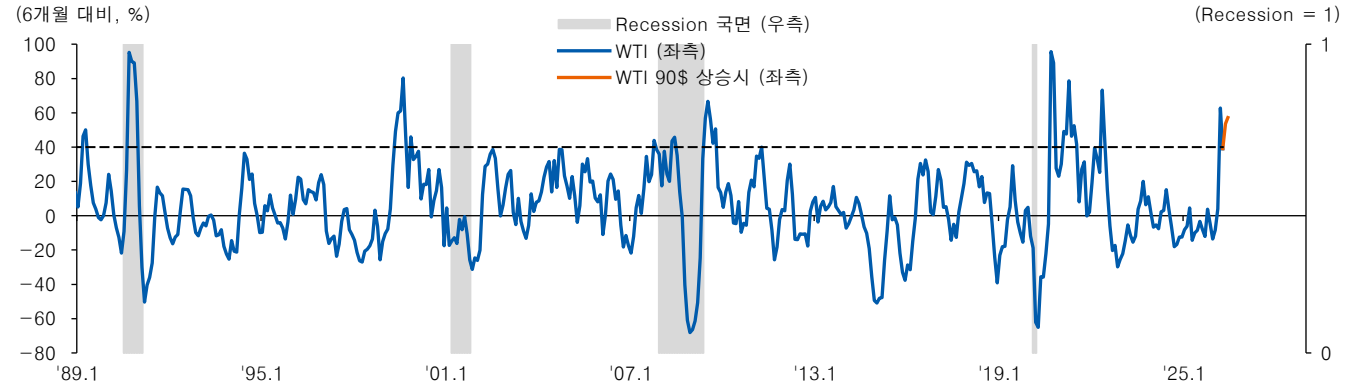
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 5. WTI 국제유가: 이란 전쟁 발발 관련 초기(3 월) 유가 충격은 90~110$대 상승으로 반영



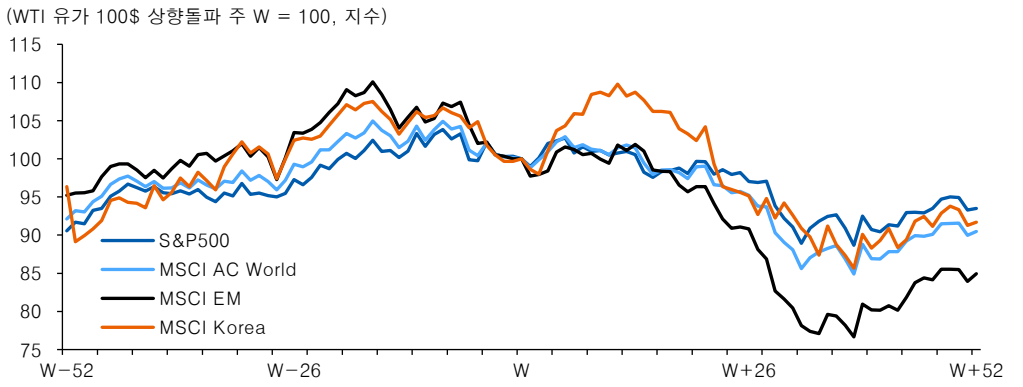
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 6. 원유 공급/가격 충격 관련 국내외 실물경기 타격은 WTI 국제유가의 6 개월 대비 +40% 이상 속등 시부터 구체화. 오일쇼크 임계선으로 WTI 90$선을 설정



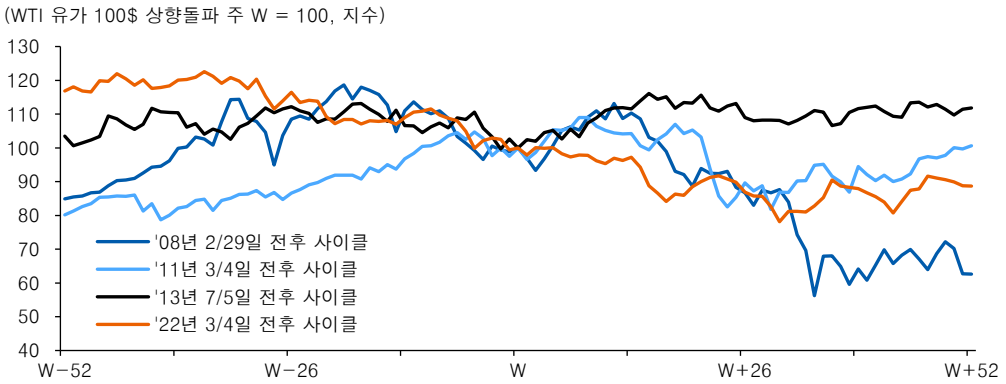
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 7. 2000 년 이후 WTI 국제유가 100$ 돌파 시점 전후 기간 국내외 증시 등락 추이(평균): 증시 허용한계는 WTI 100$선



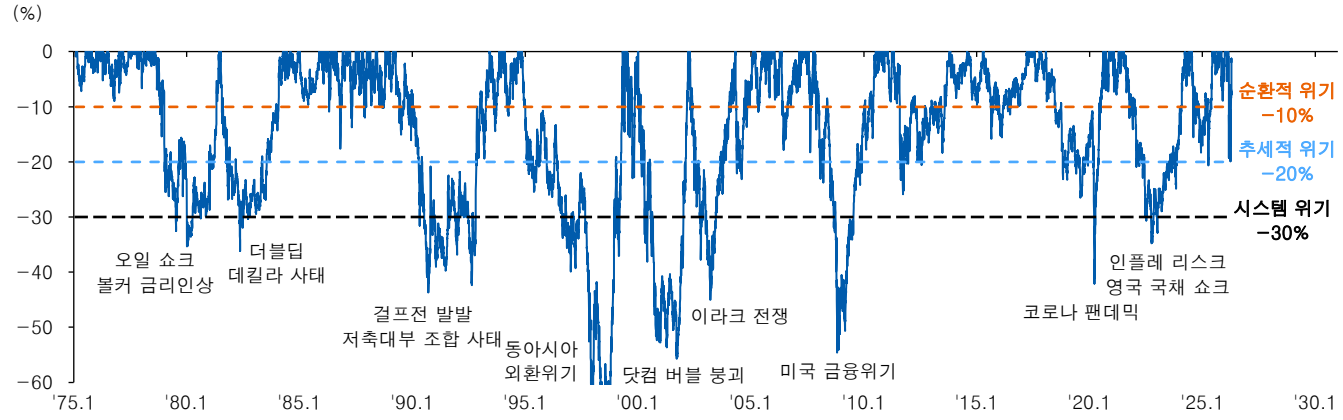
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 8. 2000 년 이후 WTI 국제유가 100$ 돌파 시점 전후 MSCI Korea 지수 등락 추이: WTI 100$ 이상시 약세장으로 추세전환



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 9. KOSPI 2 년 고점 대비 Maximum Drawdown(MDD, 현재 -0.8%): 1) 순환적 위기 당시 -10%, 2) 추세적 위기 당시 -20%, 3) 시스템 리스크 발발시 -30% 하락



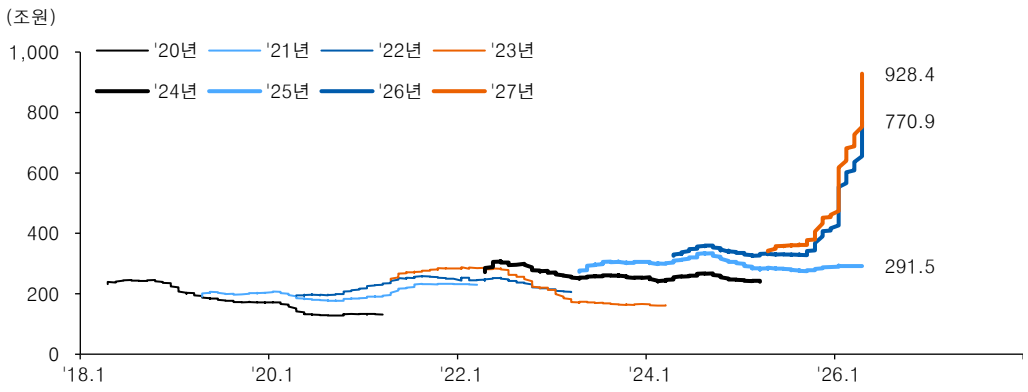
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 10. KOSPI 12 개월 선행 P/E: 현재 7.9 배로 글로벌 추세적 위기 현실화 당시(-1SD, 9.1 배)를 넘어 주요 시스템 리스크 발발 당시 수준(-2SD, 7.7 배)에 근접



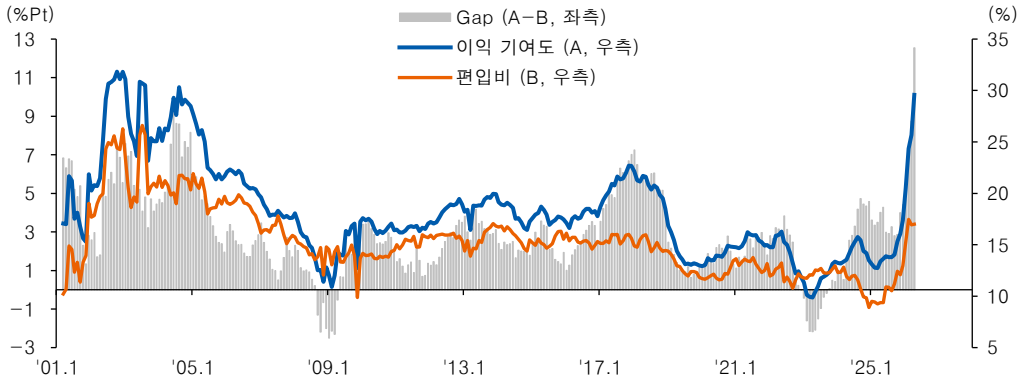
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그림 11. 연도별 KOSPI 영업이익 컨센서스 변화 추이



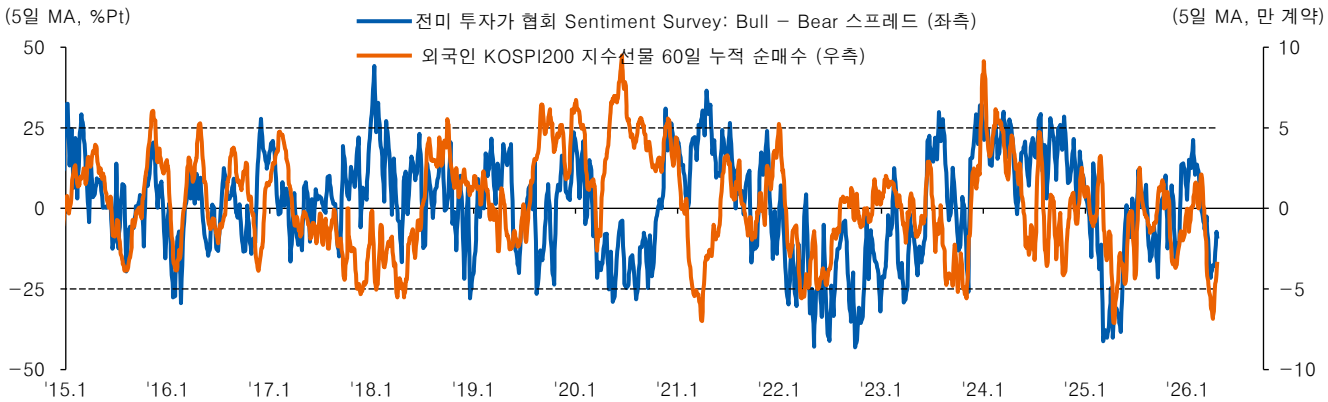
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그림 12. 4/17 일 현재 MSCI EM 내 한국(MSCI Korea) 이익 기여도는 29.6%, 편입비는 17.0%, 양자간 Gap 은 +12.6%Pt



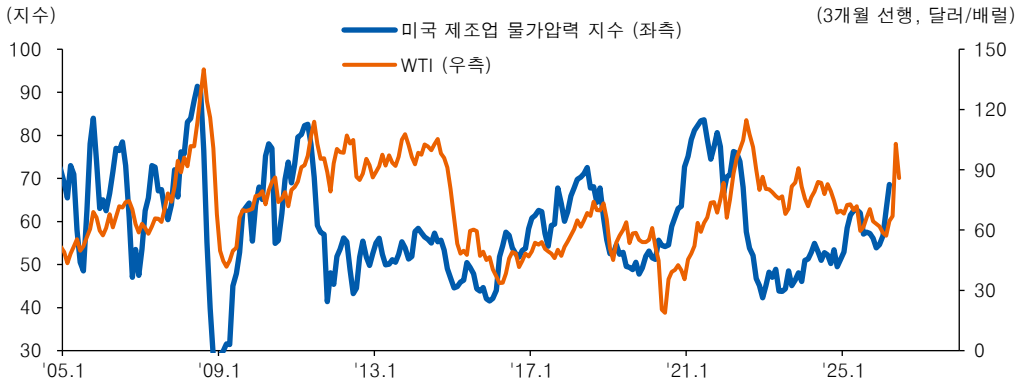
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 13. AAII Bull - Bear Sentiment Survey 스프레드와 외국인 KOSPI200 지수선물 60 일 누적 순매수 추이



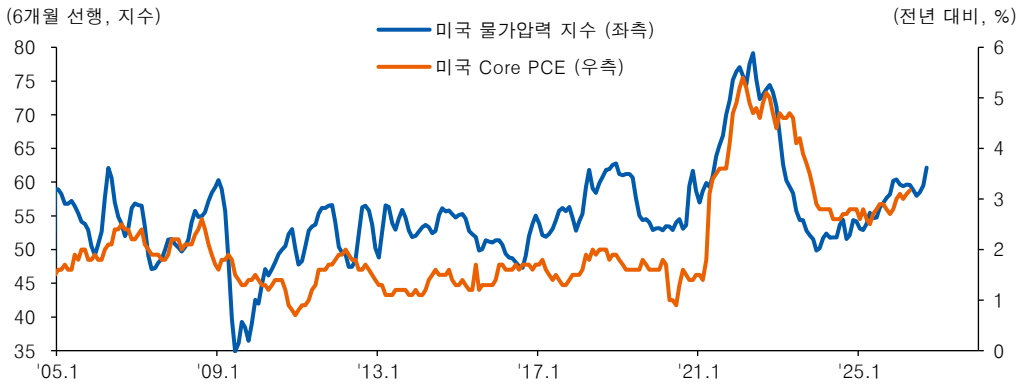
자료: LSEG Workspace, KRX, 유안타증권 리서치센터

그림 14. 미국 제조업 물가압력 지수와 WTI 유가



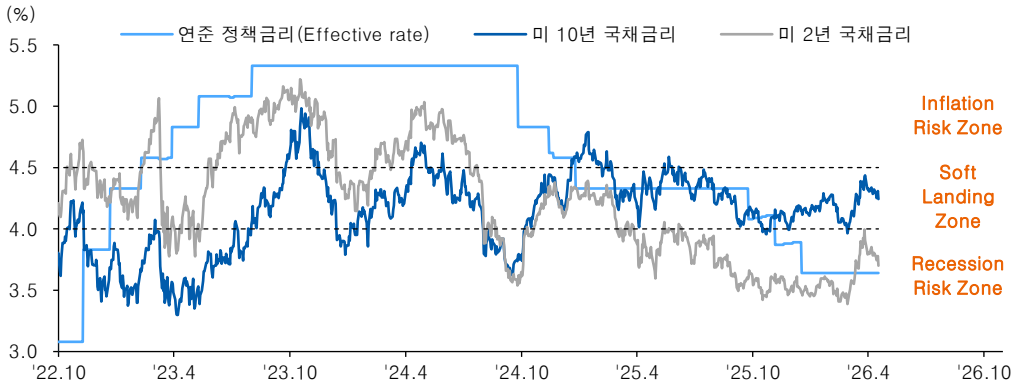
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 15. 미국 물가압력(제조업/비제조업) 지수와 Core PCE 디플레이터



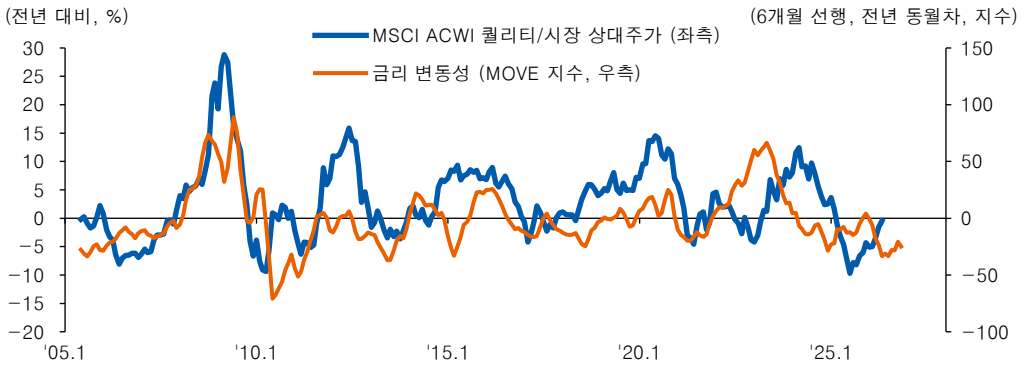
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 16. 이란 호르무즈 해협 재봉쇄로 유가/물가/금리 Higher for Longer 기류 추가 심화가 불가피



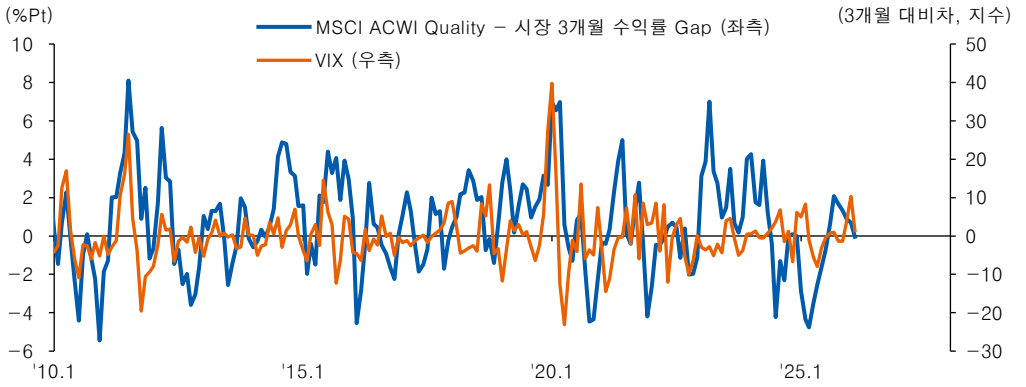
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 17. 글로벌(MSCI AC World) 퀄리티/시장 상대주가와 미국 금리 변동성(MOVE 지수)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 18. 글로벌(MSCI AC World) 퀄리티 - 시장 3 개월 수익률 격차와 VIX 지수



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

표 1. YSK Quality F-Score 수정 방법론(Joseph Piotroski 의 Quality Stock 연 단위 방법론의 분기 단위 변용)

구분	재무 지표	요건
1	Net Income	전분기 순이익이 흑자일 경우 1점
2	Operating Cash Flow	전전분기 대비 전분기 영업현금흐름 증가 시 1점
3	ROA (Return on Asset)	전전분기 대비 전분기 ROA 개선 시 1점
4	Quality of Earnings	전분기 영업현금흐름이 순이익을 초과할 경우 1점
5	Long Term Debt to Asset	전전분기 대비 전분기 비유동 부채비율 감소 시 1점
6	Current Ratio	전전분기 대비 전분기 유동비율 증가 시 1점
7	Shares of Outstanding	전년 대비 주식수 비중 증가 시 1점 (Dilution)
8	Gross Margin	전전분기 대비 전분기 매출총이익 증가 시 1점
9	Asset Turnover	전전분기 대비 전분기 총자산회전율 증가 시 1점

자료: 'Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers'(2000, Piotroski), 유안타증권 리서치센터

표 2. '26 년 1Q 및 연간 실적 모멘텀 보유 高Quality(F-Score 6 점 이상) 업종대안 판단

구분	F-Score (점)	'26년 1Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		12개월 선행 Valuation (배)	
		전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	P/E	P/B
에너지	2	58.2	39.8	182.3	6.2	13.1	0.9
화학	3	-61.5	33.4	449.7	-3.7	43.2	1.0
비철,목재등	6	13.7	12.2	10.7	5.7	22.6	2.3
철강	3	-2.2	-6.4	55.5	-3.1	15.0	0.5
건설,건축관련	4	-10.4	15.2	23.5	16.8	15.9	1.3
기계	6	-1.5	5.6	29.7	2.9	39.0	5.0
조선	4	146.8	-0.4	40.0	1.4	15.9	3.3
상사,자본재	4	27.3	-23.9	82.3	11.0	9.9	1.9
운송	5	-10.4	6.2	0.7	-10.7	12.3	0.8
자동차	3	-25.9	-5.3	0.8	-1.3	8.4	0.8
화장품,의류,완구	7	-22.0	5.9	-15.1	1.1	12.7	1.5
호텔,레저서비스	4	-0.4	-6.7	15.0	-2.5	13.2	1.1
미디어,교육	3	108.2	-4.0	37.2	-1.5	16.8	1.5
소매(유통)	3	11.9	4.6	29.6	1.8	11.1	0.5
필수소비재	1	-34.7	-8.5	-23.9	-4.6	12.4	1.3
건강관리	2	75.1	-1.0	54.3	1.0	35.4	3.8
은행	5	6.0	-1.4	7.4	0.4	8.5	0.8
증권	2	34.0	17.9	-5.4	6.8	9.6	1.5
보험	3	-12.8	-4.1	-9.0	0.1	11.3	0.7
소프트웨어	6	13.9	-0.2	16.1	0.1	17.5	1.5
IT 하드웨어	7	227.0	4.0	112.5	5.4	28.0	3.3
반도체	6	414.7	13.0	439.5	41.5	5.0	2.0
IT 가전	5	107.0	2.7	-2,738.7	3.5	72.7	2.7
디스플레이	5	70.6	15.0	43.2	3.5	10.3	1.1
통신서비스	4	-13.1	-2.8	16.7	-0.1	12.7	1.1
유틸리티	5	0.0	-3.3	2.5	-13.9	4.2	0.6

참고: 4/17 일 종가 기준 현재
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

표 3. '26 년 1Q 및 연간 실적 모멘텀 보유 高Quality(F-Score 6 점 이상) 종목대안 판단

구분	시가총액 (조원)	F-Score (점)	'26년 1Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		12개월 선행 Valuation (배)	
			전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	P/E	P/B
삼성전자	1262.8	8	501.2	10.3	617.5	52.6	5.5	1.9
SK 하이닉스	803.9	8	368.7	12.7	348.5	21.6	4.7	2.3
미래에셋증권	39.1	6	291.7	36.8	105.5	13.4	22.1	2.6
카카오	22.2	6	70.1	3.4	34.5	1.9	31.1	1.8
LIG 디펜스앤에어로스페이스	19.3	6	3.6	6.7	27.1	2.3	45.8	10.3
에이피알	15.7	9	153.6	14.0	82.0	11.2	28.5	16.0
LG 이노텍	9.3	8	65.6	22.1	32.5	7.9	14.2	1.4
한국타이어앤테크놀로지	7.4	7	40.4	1.2	19.0	0.2	5.0	0.5
대한전선	7.3	7	44.1	17.1	36.6	2.3	65.3	4.1
LG 씨엔에스	6.4	6	19.6	0.5	12.1	0.6	12.5	1.9
산일전기	6.1	7	45.8	0.2	40.1	0.2	27.3	7.4
ISC	4.9	6	196.1	3.3	63.2	4.0	51.8	7.6
신세계	3.6	7	22.8	10.6	29.2	4.5	13.3	0.7
롯데쇼핑	3.4	8	37.4	8.6	24.8	3.5	11.9	0.2
솔브레인	3.3	6	25.9	0.5	52.8	0.9	19.1	2.6
에스티팜	2.9	6	572.8	14.0	28.1	1.2	40.4	4.6
한국카본	2.7	7	27.4	3.3	29.0	1.6	20.6	3.7
피에스케이	2.5	6	42.3	2.0	54.3	13.3	20.3	3.6
하나마이크론	2.4	7	342.1	10.2	85.1	6.4	21.0	4.3
LS 에코에너지	1.8	7	11.3	2.7	11.4	4.2	36.2	6.6
IPARK 현대산업개발	1.5	6	86.5	1.1	61.2	0.1	4.1	0.4
HK 이노엔	1.5	8	16.4	1.1	12.5	0.1	16.0	1.0
더블유게임즈	1.1	7	18.4	1.2	16.2	1.2	6.2	0.7
경동나비엔	1.0	8	2.4	1.8	43.0	12.9	7.3	1.1
GS 피앤엘	1.0	6	32.9	0.5	56.9	0.3	16.5	1.0
자화전자	0.9	8	407.9	228.2	131.4	38.1	13.5	1.6
샘씨엔에스	0.7	6	316.1	20.2	86.2	2.2	24.9	3.6
넥센타이어	0.7	7	39.8	2.4	27.0	0.6	4.5	0.3
한섬	0.6	9	55.8	11.2	75.1	8.8	7.4	0.3
신세계인터내셔날	0.5	6	123.3	21.7	341.4	6.9	11.7	0.6

참고: 4/17 일 종가 기준 현재. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자의견과 상이할 수 있음
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김용구)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.