Quant Comment

신현용 Quant
hyunyong.shin@yuantakorea.com

미워도 다시 한번

금쪽이가 된 연말 증시

KOSPI 지수는 11/3일 신고가 경신(4,221.9pt) 이후 약 34 거래일간 신고가 경신이 부재한 상황이다. 11월 이후 AI 밸류에이션 부담이 부각되며 글로벌 증시 전반의 변동성이 확대되었기 때문이다. 이후 12월 FOMC 금리인하 기대감이 작용하며 상승 랠리로 전환되는 듯했으나, 금리인하 결정 이후에도 높은 변동성은 유지되었다. 장기 셧다운으로 인한 데이터 신뢰도 문제, 연준 위원간 의견이 분열된 점도표, 브로드컴 및 오라클발 AI 버블론 재부각 등 등락이 반복되는 장세가 지속되었다.

12월 스타일 전략별 누적 성과(KOSPI 대비 초과수익률)를 살펴보면 총 10개의 스타일 중 외국인 순매수 상위 스타일이 가장 높은 성과를 기록하였다. 외국인의 선호 종목 리스트는 매도세가 진행되는 구간에도 증시를 아웃퍼폼한 모습이다. 그 외 배당, 가치 스타일이 KOSPI 지수의 성과를 상회하며 변동성 장세에 따라 방어적 스타일의 안정성이 부각되었다. 추가적으로 모멘텀 스타일이 KOSPI 대비 -3.8%p 언더퍼폼하며 스타일 성과 하위 2위를 기록하였고, 리비전 스타일 역시 KOSPI 지수를 약 -1.9%p 언더퍼폼하며 이익 기대감과 주가간 괴리가 확대되는 모습이다. **9, 10월 지수 상승을 견인한 모멘텀 요인이 연말 증시 리스크 요인으로 작용하는 상황이다.**

이익과 주가 괴리가 이끈 디스카운트 확대

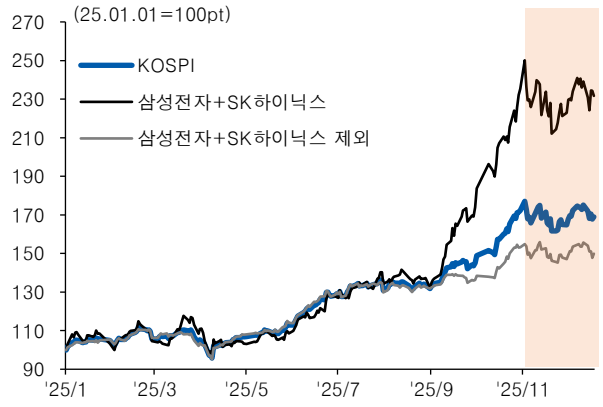
증시 변동성이 확대되는 구간 이익 개선세는 지속되며 결국 한국 증시 밸류에이션의 하락으로 이어졌다. KOSPI 지수는 보합 수준을 기록하였지만 순이익(12MF 기준)은 10월말 대비 약 +11.6%의 상향조정이 나타나며 P/E(12MF 기준)는 12.0x에서 현재 9.9x 수준까지 하락하였다. 글로벌 증시 PBR-ROE 회귀 분석에 따른 적정 P/B(12MF 기준) 대비 디스카운트 폭 또한 연초 -32.0%에서 -17.0%까지 축소된 이후 재차 -26.1%까지 확대되었다. 결국 이익 개선 트렌드 대비 증시 상승폭이 현저히 둔화되며 디스카운트가 재차 확대되는 모습이다.

주가 부진뿐만 아니라, 디스카운트 해소 정책 구체화 과정 속 시장의 기대감은 우려로 전환되며 정책 모멘텀이 약화된 것 또한 디스카운트 확대 요인으로 작용하였다 ([Quant Comment] '25 코리아 디스카운트 해소 정책 최종 결산 참고). 다만, '25년 구체화된 정책들은 '26년부터 본격적인 발효를 앞두고 있다. 이에 따라 기대감이 아닌 실질적인 정책의 효과가 반영되며 점진적인 디스카운트 해소 과정이 진행될 것으로 기대된다. 또한, 이익 개선세에 따른 ROE의 추가적인 상승은 적정 PBR 레벨의 상승으로 이어질 것이다. 결과적으로, **디스카운트 해소와 이익 개선이 동시에 나타나며 추가 상승 여력이 확보될 것으로 판단**한다.

이익 기대감 반영 국면으로 재차 전환될 전망

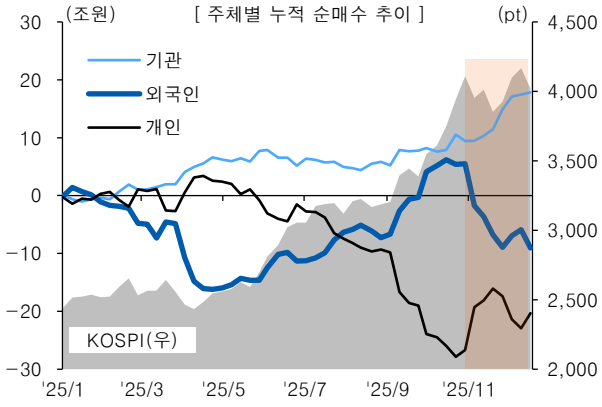
'26년 1월부터 시작되는 4Q25 실적시즌을 통해 이익과 주가간 연결성은 다시 짙어질 것으로 판단한다. 4분기는 연중 비용이 가장 크게 확대되는 분기이다. 손상에 대한 검토나 사업 재평가가 연말 결산에 집중되기 때문에 4개 분기 중 4분기의 비용 비중이 가장 높다(약 27.2%). 뿐만 아니라, 기업들의 연말 빅 배스(Big Bath)와 예상외 일회성 비용이 집중되면서, 4분기는 분기말 컨센서스 대비 실적 달성률이 연중 최저 수준(약 78.3%)을 기록한다. 예상치 못한 실적 쇼크가 발생함에 따라 시장은 실적에 더욱 민감하게 반응하며 실적 쇼크 종목군 대비 서프라이즈 종목군의 초과성과는 1월에 가장 확대된다. 결국, **1월 이익에 대한 시장의 관심이 다시 높아질 것으로 예상되며, 견조한 이익 기대감 대비 11, 12월 주가 부진에 따라 밸류 부담이 낮아진 종목이 재조명될 것이라 판단**한다.

그림 1. 삼성전자, SK 하이닉스 등 반도체 강세가 흔들리며 KOSPI 변동성 확대



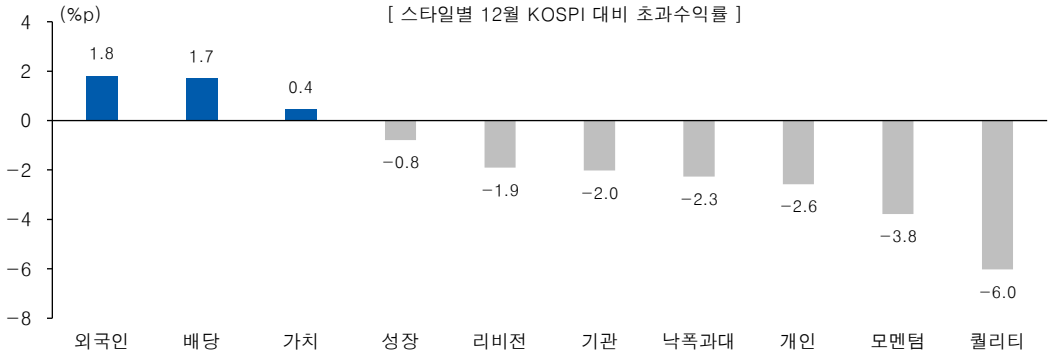
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터 주: 시가총액 기준

그림 2. 11 월 외국인은 순매도로 돌아선 이후 매도세 지속



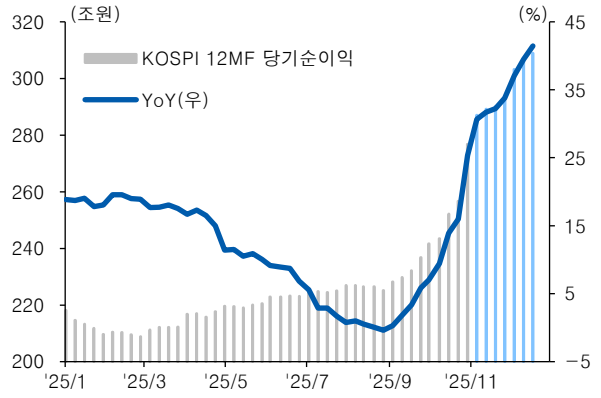
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그림 3. 12월 모멘텀 스타일의 부진과 방어적 성격의 스타일 강세 확인. 이익과 주가 간 연결성이 옅어지며 리비전 스타일 부진



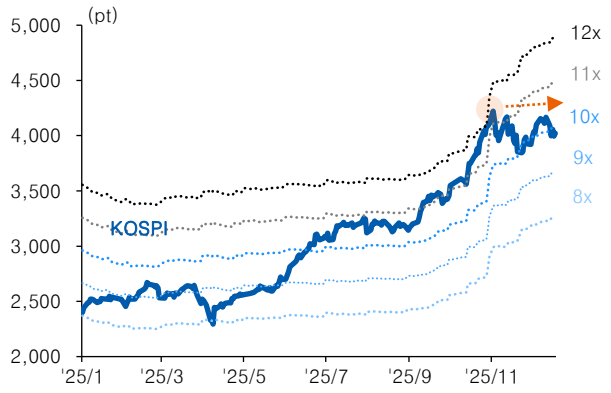
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그림 4. 11 월 이후 증시 이익 개선 기대감은 가파른 상승세가 지속



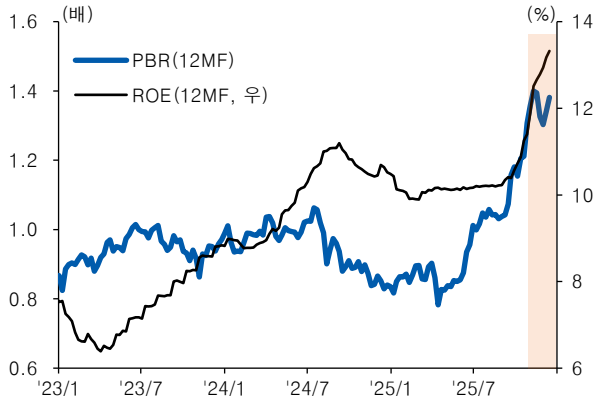
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그림 5. 주가 부진에 따라 P/E 는 12x → 10x 수준까지 하락



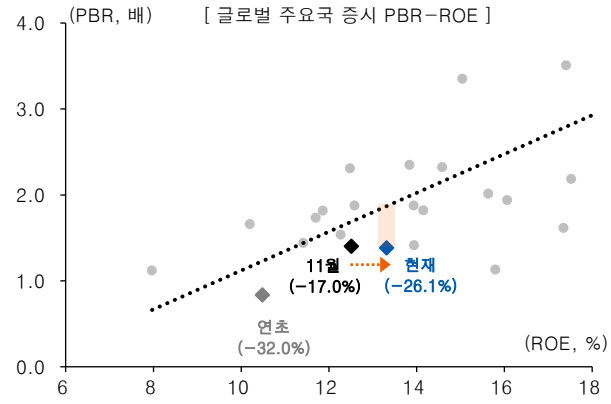
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그림 6. 11 월 고점 대비 PBR 은 소폭 하락한 반면 ROE 는 상승 지속(+6.5%)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터 주: MSCI Korea 지수 기준

그림 7. 글로벌 주요국 PBR-ROE 분석 기반 적정 PBR 대비 디스카운트 재차 확대



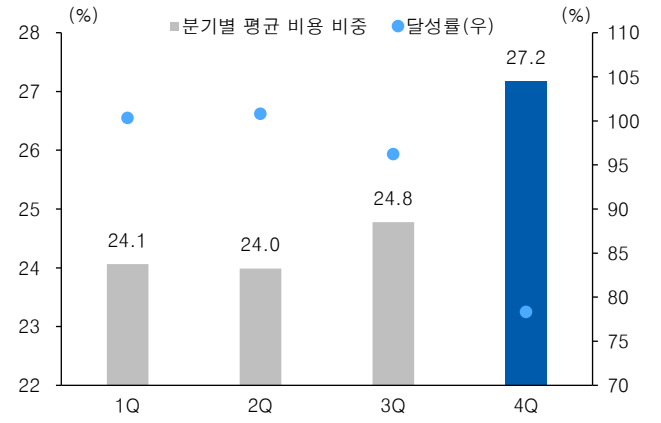
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터 주: 국가별 MSCI 지수 기준

표 1. '25년은 코리아 디스카운트 해소 정책의 법제화가 진행된 구간이었으며, 실질적 정책 효과는 '26년부터 본격화될 것으로 기대

구분	본회의 통과일	주요 내용	시행일(효력 발생)
1차 상법개정안	07/03	이사의 주주 이익 보호 충실의무 독립이사 제도, 3% 룰 등 상장회사 전자 주주 총회 도입	25년 07/22 26년 07/23 27년 01/01
2차 상법개정안	08/25	집중투표제 의무화 감사위원 분리선출 수 증원	26년 9/10 (공포 후 1년)
2025 세제개편안	12/02	배당소득 분리과세	26년 01/01
3차 상법개정안	본회의 통과 전	자기주식 소각 의무화	공포 후 즉시 시행 예정

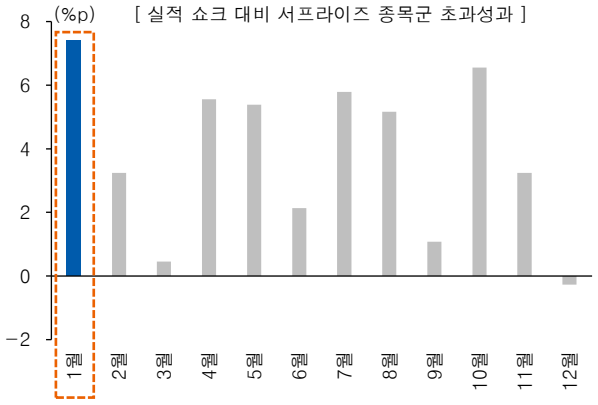
자료: 언론보도 종합, 유안타증권 리서치센터

그림 8. 4 분기 비용 인식이 집중되며 가장 저조한 달성률을 기록



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터 주: KOSPI 상장 종목 대상

그림 9. 이에 따라 실적 쇼크 대비 서프라이즈 종목군의 성과가 확대되는 1 월



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

표 2. 1) 9~10 월 주가상승률 상위 30% 종목 중 2) 월간 12MF ROE 상향 조정률 상위 30% 및 P/B 하락 종목 스크리닝

종목명	시가총액 (억원)	9~10월 주가상승률(%)	12MF ROE(%)			12MF P/B(배, %)		
			11/4일 기준	12/19일 기준	변동률	11/4일 기준	12/19일 기준	변동률
삼성전자	6,292,575	55.2	14.4	16.1	11.9	1.48	1.46	-1.4
SK 스퀘어	383,713	89.0	24.7	29.6	19.5	1.21	1.16	-4.1
SK	181,257	21.7	5.8	8.4	44.3	0.51	0.47	-7.8
두산	123,073	86.3	22.5	24.9	10.7	7.90	5.92	-25.1
원익 IPS	28,272	74.3	11.1	12.6	13.7	3.19	2.60	-18.5
일진전기	26,084	84.5	18.1	20.2	11.6	4.60	3.74	-18.7
한올바이오파마	22,281	42.1	7.3	9.1	25.6	12.09	11.95	-1.2
한온시스템	20,906	23.9	3.8	4.4	16.3	1.25	0.92	-26.4
심텍	19,436	156.9	16.2	19.4	20.0	4.24	3.50	-17.5
하나마이크론	15,499	113.0	17.6	19.7	11.8	4.06	3.20	-21.2
씨어스테크놀로지	14,794	51.5	38.7	61.0	57.8	25.21	23.70	-6.0
두산테스나	8,253	46.6	8.5	10.1	19.1	2.04	1.72	-15.7
티엘비	5,870	137.6	21.2	25.3	19.3	4.44	3.59	-19.1
NHN KCP	5,980	19.1	15.6	17.3	11.4	1.78	1.63	-8.4

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터 주: 이익 추정치 3 개 이상 및 12MF ROE 5% 이상 종목 대상

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
  (작성자: 신현용)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 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.