유진투자증권

Global Macro | 2026.2.19

Equity Strategy

저PBR의 반란

Equity Strategy Overview

AI 공포로 미국 증시가 흔들리지만, 국내 증시는 견고하다. 반도체도 좋지만, 3 차 상법 개정을 계기로 내수 저평가 업종들의 반등이 그 역할을 했다. 하지만 수익성을 함께 고려할 시점에 접근 중이다. 수익성 대비 저평가된 업종으로는 증권, 유틸리티, 화장품, 자동차, 건설 등이다.

글로벌 전략 **허재환**_ 02)368-6176_ jaehwan.huh@eugenefn.com

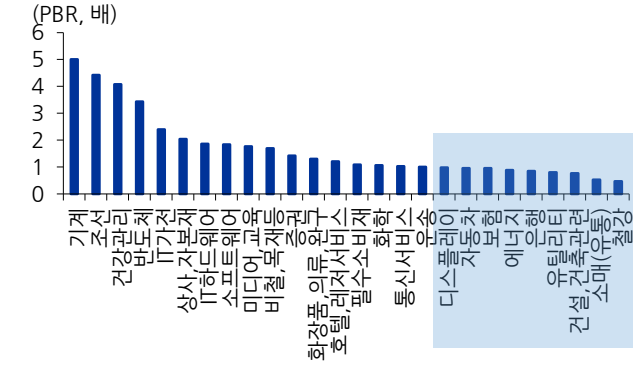
- 2월 들어 1월과는 달리 은행, 소매, 보험, 건설 업종이 강세임. 실적 개선도 있지만 PBR 1배 미만 산업들임.
- 2월 말~3월 초 예상되는 3차 상법 개정 등을 계기로 그동안 절대 저평가된 업종들의 재평가가 진행 중임.
- 실적 기준 밸류에이션과는 달리 자산 대비 밸류에이션, 즉 코스피 PBR은 2007~08년 이후 처음으로 2배에 접근.
- 수익성 대비 PBR이 저평가된 것으로 보이는 업종은 증권, 유틸리티, 화장품, 자동차, 건설 등인 것으로 판단함.

2 월에도 국내 주식시장의 질주는 멈추지 않고 있다. 미국 주식시장이 AI 공포에 흔들려도 꿋꿋하다. 그러나 2 월 주식시장 흐름은 1 월과 사뭇 다르다. **2 월에는 은행, 소매, 보험, 건설 등 주로 내수 업종 주가가 반도체보다 더 강했다.** 주가가 올라 부의 효과 등 기대도 있지만, 이들 업종 주가가 강해진 것은 1) 주가가 절대 저평가 영역에 있다는 점과 2) 2 월 말~3 월 초로 예정된 3 차 상법개정 통과 등 정책 기대가 맞물렸기 때문으로 보인다.

국내 증시의 저평가 탈피는 전환점에 진입 중이다. 실적 상향으로 아직 9~10 배에 불과한 코스피 PER 과는 달리, **코스피 PBR 은 2 배에 접근 중**이다(12 개월 Trailing 1.82 배). **90 년대 초, 00 년대 초, 2007~08 년 이후 처음**이다. 저평가가 해소되었다는 긍정적인 의미도 있고, 반면 밸류에이션 상승에 한계가 드러날 시점이라고도 볼 수 있다.

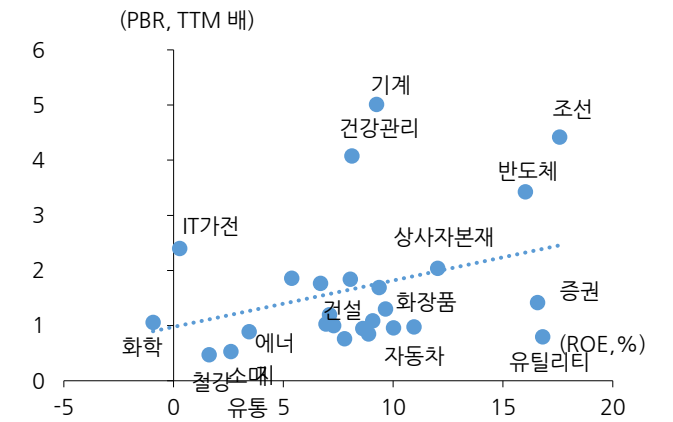
이제는 점차 기업들의 수익성과 밸류에이션을 동시에 고려할 시점이다**. 올해 주요 섹터들의 ROE 예상치와 현재 PBR 을 비교해 보면 저평가되어 있는 업종은 증권, 유틸리티, 화장품의류, 자동차, 건설** 등이다. 철강/에너지/소매 등 산업들은 아직 저평가되어 있지만, 수익성이 충분하지 않다. 조선/반도체는 수익성은 높지만, 자산 가치 기준 밸류에이션은 크게 싸지 않다. 이들은 실적 추정치 변화에 따라 추가 상승 여력이 결정될 것으로 보인다.

2 월 들어 강세인 절대 저평가된 내수 업종 주가



자료: Quantiwise, 유진투자증권

수익성 대비로는 증권, 유틸리티, 화장품 등이 저평가



자료: Quantiwise, 유진투자증권

1 월과는 다른 2 월의 내수 업종 강세

2 월에도 국내 주식시장의 질주는 멈추지 않고 있다. 미국 주식시장이 AI 공포에 흔들려도 꿋꿋하다. 그러나 2 월 주식시장 흐름은 1 월과 사뭇 다르다.

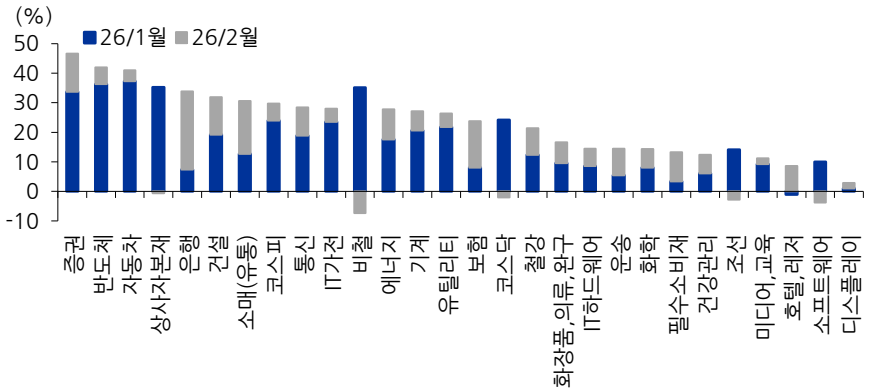
1 월과는 달리 2 월에는 은행, 소매, 보험, 건설 강세

2 월에는 의외로(?) 내수 저평가 업종들이 강하다. **1 월에는 자동차(37.3%), 반도체(36.4%), 증권(33.7%), 상사자본재(35.2%)가 강했다**. **2 월에는 은행(26.4%), 소매유통(17.8%), 건설(12.6%), 보험(15.7%) 업종 주가가 강했다** (도표 1). 반면 상사자본재(-0.6%), 조선(-2.7%) 업종 주가는 부진했다.

절대 저평가에 있던 내수 업종의 반전

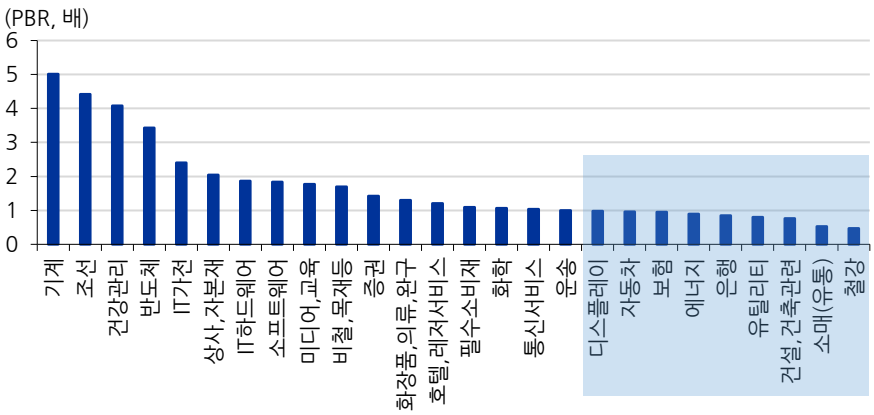
은행, 소매유통, 건설 등 업종 주가가 강해진 데는 실적 기대도 있다. 하지만 내수 업종 실적 때문만은 아니다. 이들 업종 주가가 강해진 것은 주가가 절대 저평가 영역에 있다는 점과 2 월말~3 월초로 예상되는 3 차 상법개정 등 정책 기대가 맞물린 결과로 볼 필요가 있다.

도표 1. **1 월과는 달리 2 월에는 은행, 소매, 건설, 보험 업종 강세**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 2. **주로 내수 관련 업종들의 PBR 은 아직 1 배 미만**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

절대 저평가 탈피 중

흥미로운 점은 국내 증시 저평가가 완화되고 있다는 점이다. 코스피 12 개월 예상 실적 PER 은 9~10 배에 불과하다. 주가 강세에도 실적 상향 속도가 가파르다.

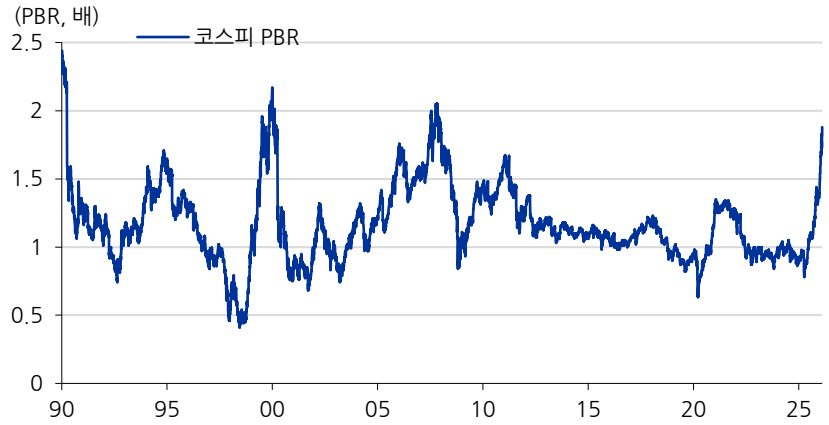
PBR 2 배에 접근 국내 증시 저평가 꽤 해소

반면 순장부가치 대비 증시 가치를 나타내는 PBR 은 2 배에 접근 중이다(2/12 일 1.8~1.9 배, 도표 3). 코스피 PBR 2 배는 90 년대 초, 00 년대 초, 2007~08 년 정도에만 도달했던 수준이다. 낙관적으로 해석한다면 3 차에 걸친 상법 개정을 통해 고질적이었던 코스피 저평가가 해소되고 있는 과정으로 볼 수 있다.

수출주들의 PBR 은 3~4 배 정도

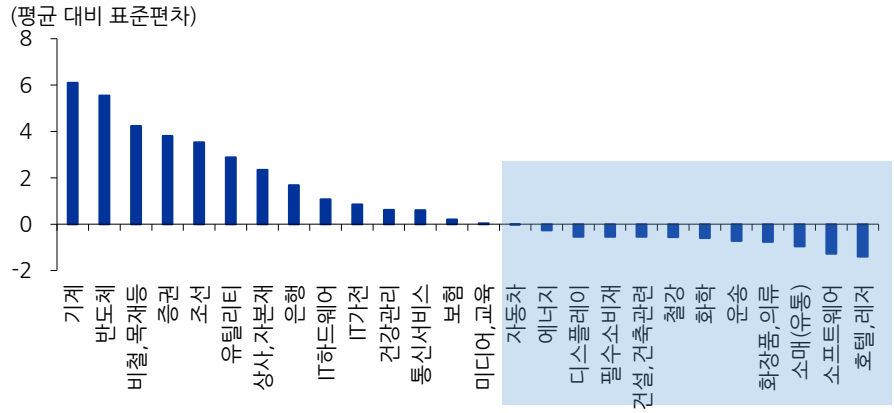
주목할 점은 이익 성장성이 높은 기계, 반도체, 조선 PBR 은 3~4 배를 넘어서고, 역사적 평균의 +2 표준편차를 웃돌고 있다. 반면 호텔레저, 소매 등 내수소비 업종들과 철강/화학, 건설, 에너지 PBR 은 역사적 평균을 하회하고 있다(도표 4).

도표 3. **점차 코스피 PBR 2 배에 접근 중**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 4. **내수 및 소재/산업재 업종, 역사적으로 매우 낮은 PBR 수준을 기록 중**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

수익성 기준으로 증권/유틸리티/화장품 저평가

3 차 상업 개정을 앞두고 저평가 해소 국면

2 월 들어 나타난 내수 업종 강세 현상은 자사주 소각 등 3 차 상업 개정을 계기로 국내 증시 저평가 국면이 해소되는 과정으로 이해할 수 있다. **자사주 소각 측면에서 투자가 많이 필요로 하는 수출 기업들보다 성장성이 정체된 내수 기업들이 이러한 주주환원 정책 영향에 더 민감할 가능성이 높기 때문**이다.

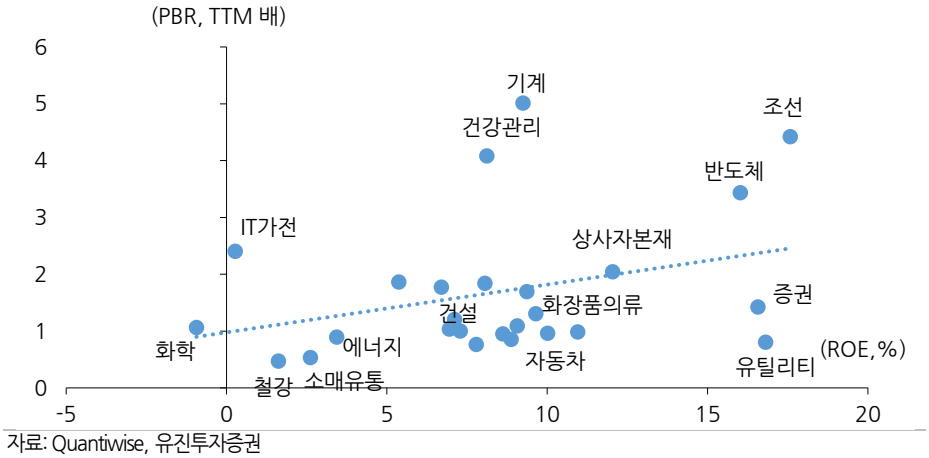
그러나 중장기적으로 이러한 내수 업종들의 밸류에이션이 어느 정도 정상화된 이후까지 이러한 추세가 지속되기는 어렵다. 반도체 업종은 주가만큼 실적 상향이 폭발적으로 이어지고 있다. 하지만, 그외 업종의 실적 상향은 진행 중이나, 강도가 강하지는 않다.

이러한 측면에서 이제는 기업들의 수익성과 밸류에이션을 동시에 가늠할 필요가 있다. 올해 주요 섹터들의 ROE 예상치와 현재 PBR 을 비교해 볼 필요가 있다. 산업들의 특성을 감안할 때 모두를 일률적으로 비교하기는 어렵다.

수익성 대비로는 증권, 유틸리티, 화장품, 건설 등

수익성 대비로 보면 그래도 저평가되어 있는 업종은 **증권, 유틸리티, 화장품의류, 자동차, 건설** 정도로 볼 수 있다(도표 5). 철강/에너지/소매유통 등 산업들의 저평가되어 있지만, 수익성이 충분하지 않다. 조선/반도체는 수익성은 높지만, 자산가치 대비 밸류에이션은 그다지 싸지 않다. 이들은 실적 추정치 변화에 따라 추가 상승 여력이 결정될 것으로 보인다.

도표 5. **수익성(ROE) 대비 저평가되어 있는 증권, 유틸리티, 화장품, 건설**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 3 자에게 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 당사에게 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 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다