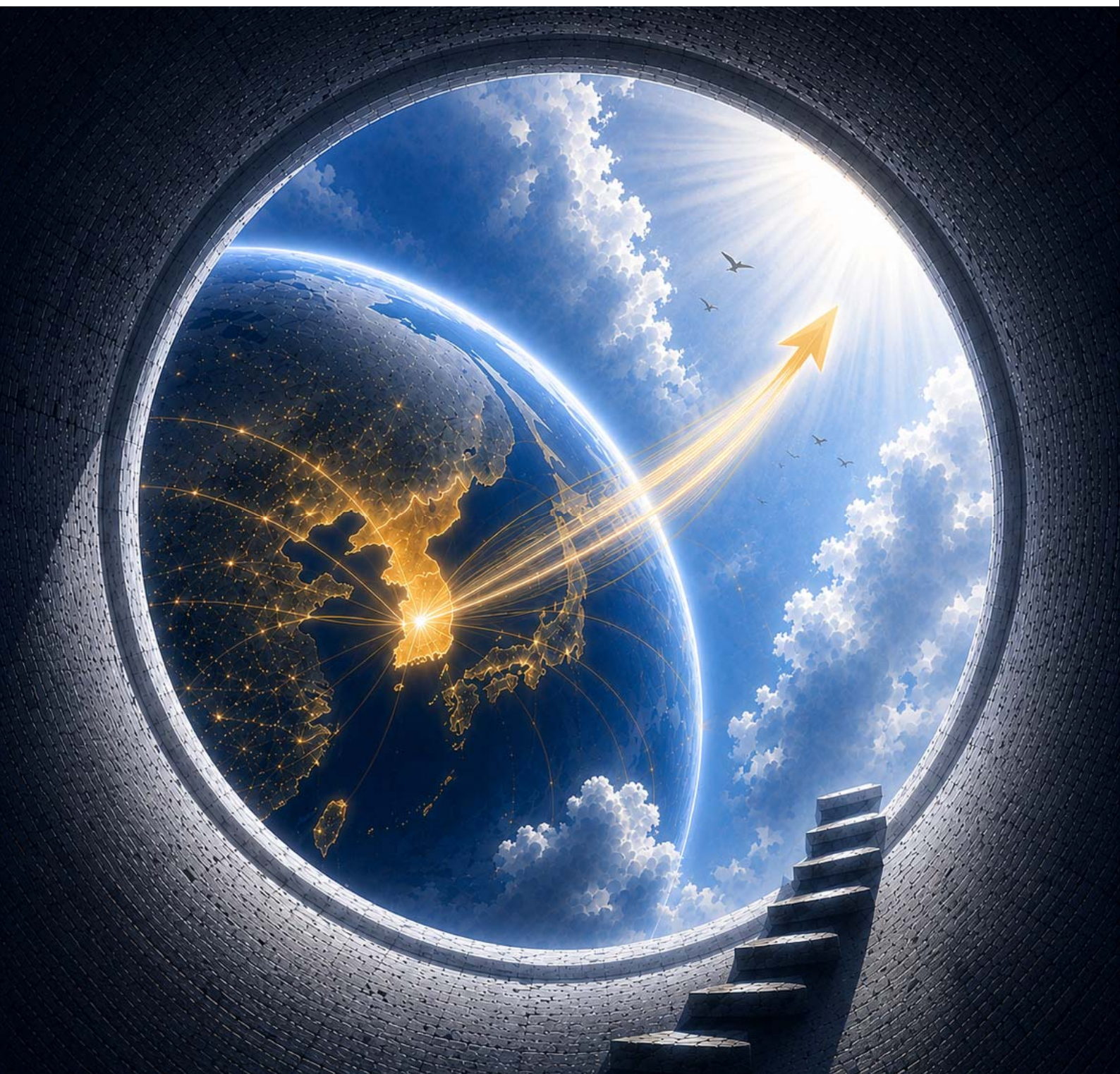
MIRAE ASSET 미래에셋증권

ESG 전략

멀티플 탈출

유건호
geonho.you@miraeasset.com



CONTENTS

Executive Summary 3

두개의 날개, 반도체와 거버넌스 개혁 5

비상하는 코스피와 두개의 날개: 반도체와 거버넌스 개혁 5
거버넌스 개혁, 이제 시작입니다만? 8
코스피의 적정 멀티플을 찾아서 10

코스피 적정 PBR 3.5배, 적정 PER 15배 11

코스피 적정 멀티플 시나리오 분석 – Bull·Base·Bear 11
임박한 코리아 프리미엄 13
삼성전자·SK하이닉스가 없었다면? 15

코스피 아웃퍼폼의 조건 17

성장주와 가치주가 모두 상승하는 복합장세 17
시장은 지금 무엇에 반응하고 있는가? 18
밸류 포커스 스타일 (Value Focus Style) 20

결론: 멀티플 탈출의 조건 25

할인율 방향 전환 25
베타는 왔지만 알파는 아직이다 25
가격이 아닌 가격의 이유에 베팅하라 25

Appendix 26

자기자본비용의 추정 26
밸류 포커스 스타일 다기간 검증 28

Executive Summary

코스피 멀티플 아직 저평가

한국 증시가 주요국 상승률 1위를 기록 중이다. AI 밸류체인 호실적이 상단을 열고, 상법 개정과 자본시장 감독 강화가 하방을 끌어올리며 성장주와 가치주가 동반 상승하는 복합 장세가 형성됐다. 그럼에도 주요국 대비 선행 멀티플은 여전히 저평가다.

PBR과 PER 중 무엇으로 코스피를 측정할지 논쟁에서 벗어나, 주주가 감수하는 위험(COE) 대비 기대 수익(ROE)을 직접 비교하는 적정 멀티플(Justified Multiple)을 Bull·Base·Bear 시나리오별로 도출했다. 12MF PBR 기준 적정 멀티플은 3.5·3.0·2.6배, 12MF PER 기준은 15·13·11배다. 5월 20일 기준 시장 PBR 1.7배·PER 7.6배 대비, 가장 보수적인 Bear 시나리오에서도 47%의 상승 여력이 남아 있다.

삼성전자·SK하이닉스를 걷어내도 결론은 동일

두 종목에 대한 쏠림 우려를 반영해 시가총액·장부가치·재무지표를 차감해도, 12MF PBR 기준으로 시장 1.1배 대비 적정 1.5배로 36%의 상승 여력이 유지된다. 한편 12MF PER 기준 시장 멀티플은 7.6배에서 10.3배로 오히려 상승하는데, 두 회사를 빼면 시가총액보다 이익이 더 많이 줄어든다는 의미로 두 회사의 이익이 국내 시장 안에서도 크게 저평가되어 있음을 역설적으로 드러낸다.

디스카운트에서 프리미엄으로, 할인율의 방향 전환

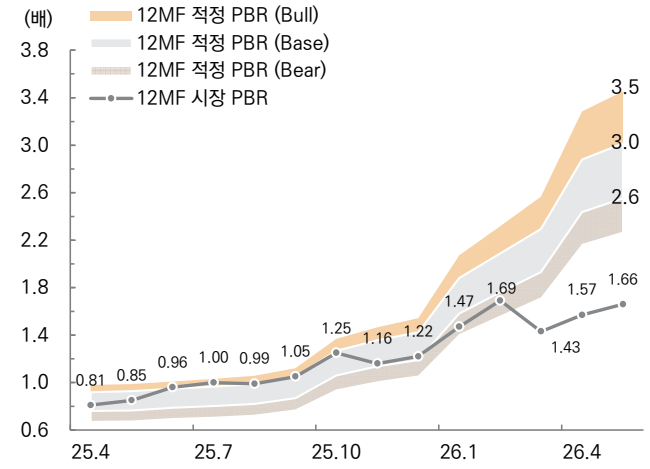
적정 멀티플의 핵심은 거버넌스 리스크다. 2025년 4월 COE를 약 20bp 끌어올리던 디스카운트 요인이었던 거버넌스 리스크는 2026년 5월 약 40bp 낮추는 프리미엄 요인으로 전환됐다. 코리아 디스카운트가 해소 국면에 진입했음을 시사하는 변화다. 다만 본격적인 체질 개선은 1·2차 상법개정안 핵심 조항이 적용되는 2027년 정기주주총회를 기점으로 시작된다. 이 변화가 일시적인지 지속 가능한지가 멀티플 귀환의 분기점이다.

밸류 포커스 스타일(VFS)

성장주는 변동성·업종 편향, 가치주는 제한된 수익률이라는 트레이드오프 속에서 단일 스타일로는 코스피를 이기기 어렵다. 특히 PBR 기준 가장 싼 종목군에 집중하는 순수가치 스타일이 시장의 절반 수익률에 그치는 부진을 보였는데, 이는 밸류와 밸류 트랩을 구분하지 못해 발생하는 한계다. 밸류 포커스 스타일(VFS)은 PBR에 거버넌스를 더해 리레이팅 될 가치주와 가격을 유지할 성장주는 담는 합성 전략이다. 백테스트 결과 VFS는 시장과 유사한 변동성을 보이면서 동시에 아웃퍼폼한 유일한 롱 전략이었다.

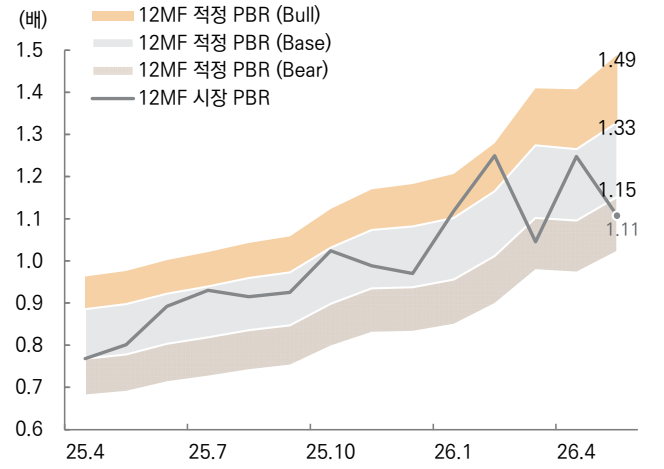
Key Charts

그림 1. 코스피 12MF 적정 PBR (25.04-26.05)



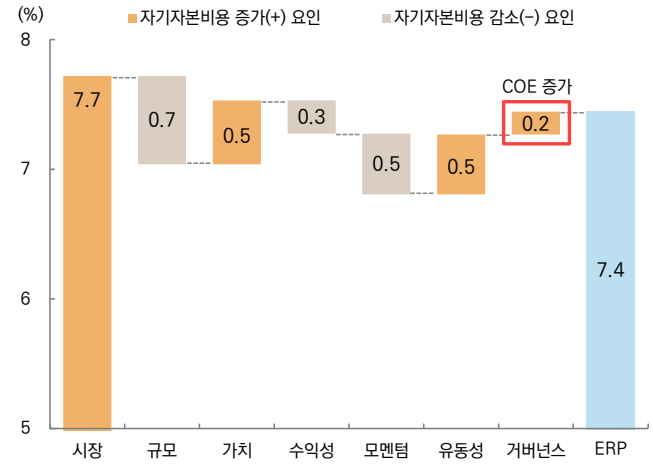
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 코스피 12MF 적정 PBR – 전자·닉스 제외 (25.04-26.05)



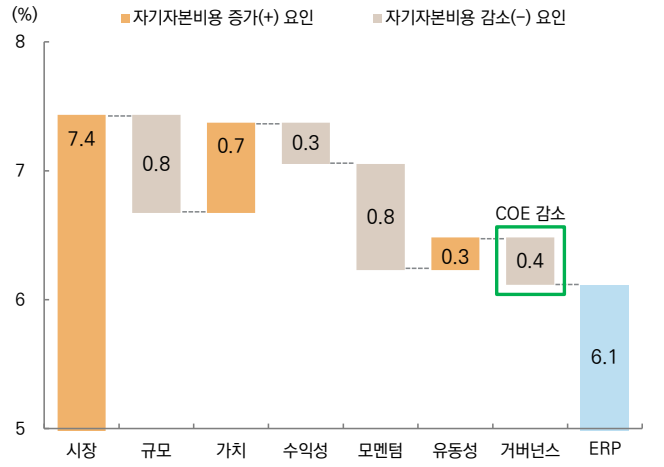
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. COE '상승'에 기여한 거버넌스 리스크 (25.04)



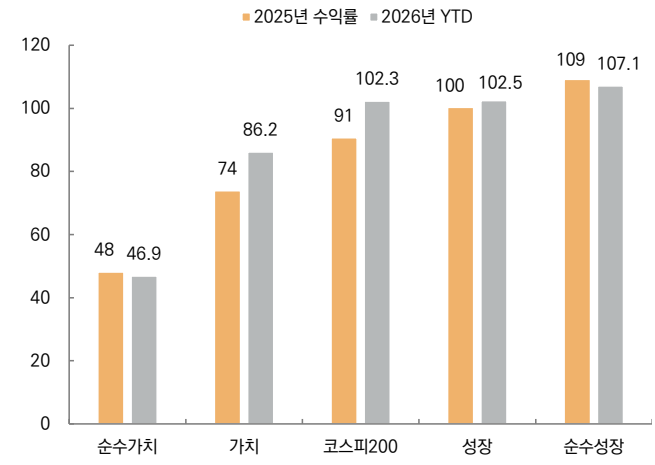
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. COE '하락'에 기여한 거버넌스 리스크 (26.05)



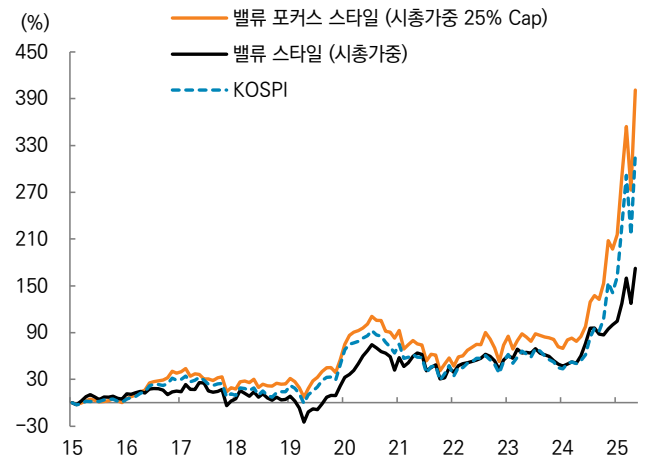
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 스타일별 수익률 – 부진한 순수가치 (2025, YTD)



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. [롱] 밸류포커스 스타일 vs. 밸류 스타일 vs. KOSPI



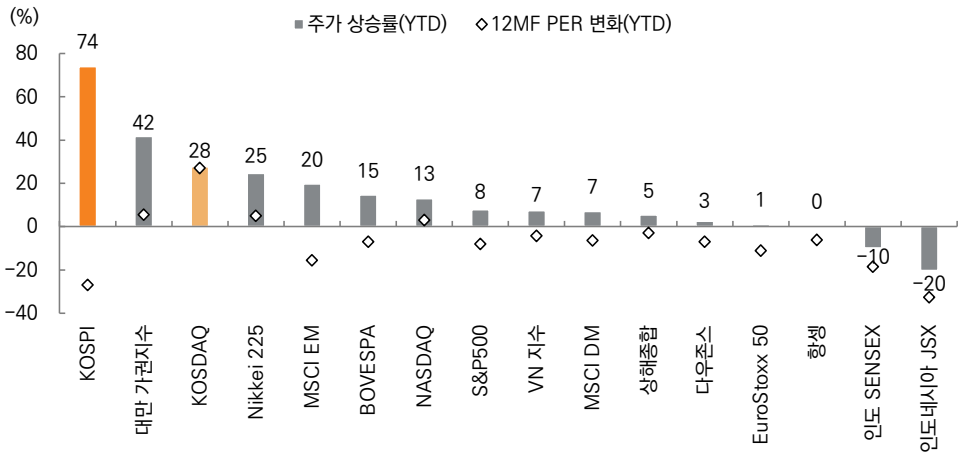
자료: 에프앤가이드, MSCI, 미래에셋증권 리서치센터

두개의 날개, 반도체와 거버넌스 개혁

비상하는 코스피와 두개의 날개: 반도체와 거버넌스 개혁

코스피는 5월 초 기준 주요국 주가 지수 가운데 1위를 기록하고 있다. 2위인 가권 지수와 큰 차이를 보이고 있다. 그러나 12MF PER는 오히려 하락 중이다. 소폭 상승한 가권 지수와 대비되는 모습으로 아직 예상 이익 대비 저평가 받고 있는 것으로 보인다.

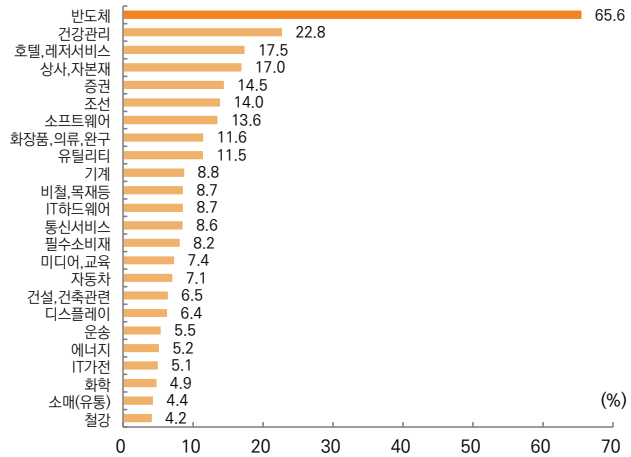
그림 7. 주요국 YTD 주가 상승률과 12MF PER 변화율



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

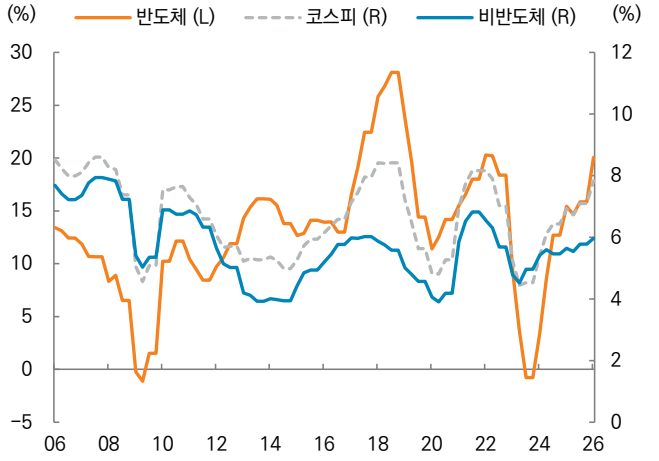
반도체는 대호황이다. 높은 영업이익률 전망치를 보이는 업종이 여러 개 있지만 반도체의 전망치(66%)는 압도적 차이를 보여준다. 그러나 과거에 반도체가 보여준 큰 경기 순환형 영업이익률 등락 추이가 보여주듯 피크아웃을 걱정하는 목소리도 있다. 따라서 이익의 레벨도 중요하지만 안정성도 장기적으로 매우 중요하다.

그림 8. 업종별 12MF 영업이익률 전망치 (26.05)



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 반도체 영업이익률 변화 추이 (TTM, 06.06-26.03)



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

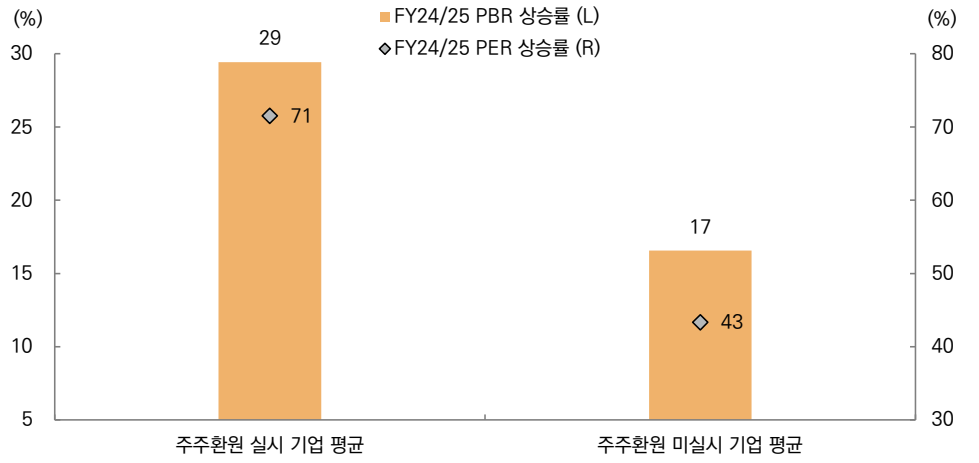
해소되는 코리아 디스카운트

거버넌스 개혁은 아직 코스피 상승의 '조연'이지만, 이미 멀티플 리레이팅에는 분명한 영향을 주고 있다. 2024년 밸류업 프로그램과 2025년 상법 개정으로 제도 환경이 개선된 뒤, 자사주 취득·소각 여부에 따라 밸류에이션 격차가 뚜렷하게 나타났다.

시총 1,000억 이상 기업 중 FY24~25 영업이익·자본총계 변화율이 ±10% 이내인 87개사를 추려, 2024년 이후 자사주를 취득·소각한 36개사와 그렇지 않은 51개사를 비교한 결과, 주주환원을 실시한 기업의 PBR·PER 상승률은 평균 29%·71%로, 미실시 기업(17%·43%)을 크게 상회했다.

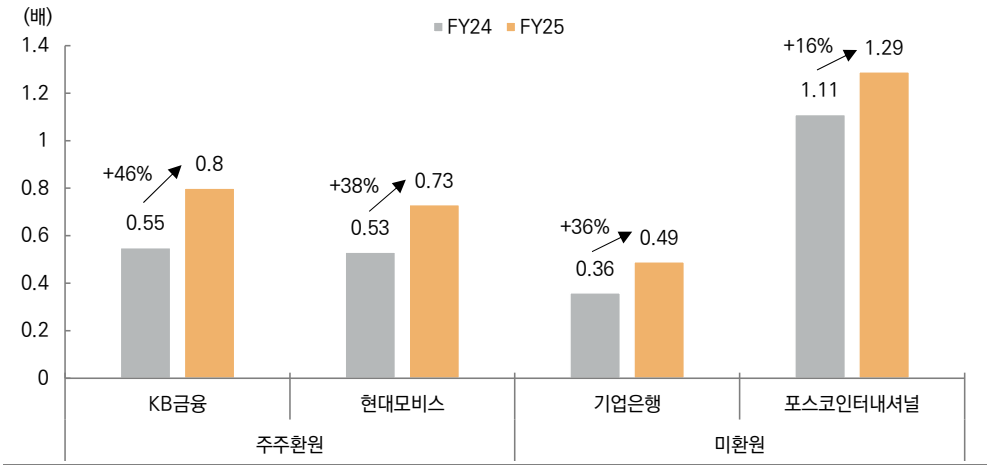
KB금융·현대모비스는 2024년부터 매년 자사주를 취득·소각한 대표적 주주환원 기업이고, 기업은행·포스코인터내셔널은 그렇지 않은 대조군이다. 같은 기간 KB금융·현대모비스의 PBR은 각각 46%, 38% 리레이팅된 반면, 기업은행·포스코인터내셔널은 36%, 16% 상승에 그쳤다. 이는 적극적인 주주환원과 거버넌스 개선 시그널을 제공한 기업이 더 큰 멀티플 재평가를 누리고 있음을 시사한다.

그림 10. 주주환원 여부에 따른 평균 PBR/PER 리레이팅 비교 (FY24-25)



주: 시가총액 1,000억 원 이상, 영업이익 및 자본총계 변화율 ±10% 이내 코스피 상장사
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 주주환원 여부에 따른 기업별 PBR 리레이팅 비교 (FY24/25)



주: 포스코인터내셔널은 2024년 2월 직원 및 우리사주조합 대상으로 자사주 지급한 바 있음
자료: 에프앤가이드, 전자공시시스템, 미래에셋증권 리서치센터

중복상장 우려도 존재

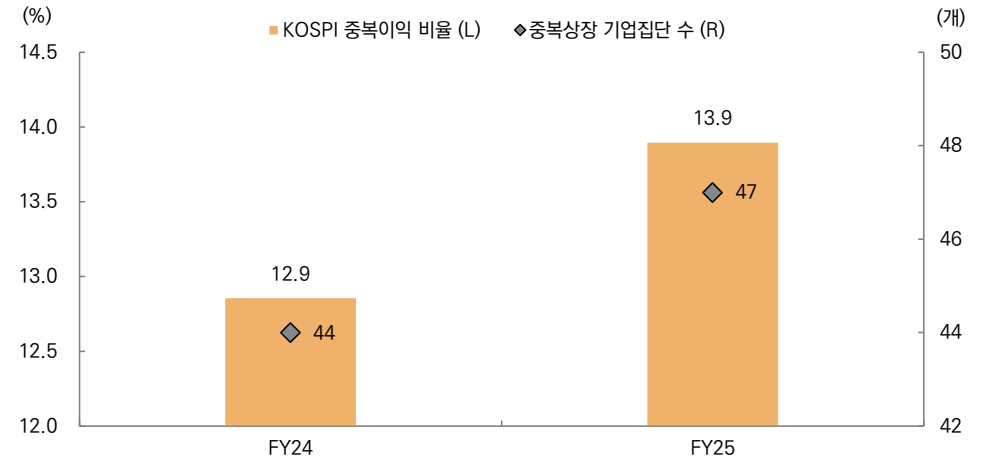
해결해야 할 과제는 더 남아 있다. 2026년 5월 공정거래위원회가 발표한 대기업집단 수는 102개로 사상 처음 100개를 돌파했다. 이 가운데 코스피에 모·자 지분관계의 기업이 중복상장된 기업집단은 47곳으로 전년 44곳에서 3곳 증가했다.

이들의 지분관계를 고려한 중복 지배순익은 약 30조 원으로, 코스피 전체 지배순익 217조 원의 14%에 해당한다. 코스피 ROE가 실질 대비 약 14% 과대계상되어 있는 셈이다.

FY25 기준 중복이익이 가장 큰 그룹은 SK로 10조 원(비율 20%)이며, 삼성 9.8조 원(17%)과 현대자동차 6조 원(25%)이 그 뒤를 잇는다. 특히 현대자동차는 절대 금액은 앞선 두 그룹에 비해 작지만 비율이 더 높아, 그룹 이익의 4분의 1이 중복으로 잡혀 있다.

중복상장 외에도 불투명한 자본배분, 소수주주 권리 침해 등 코리아 디스카운트를 만들어온 구조적 문제들이 산적해 있다. 이를 해결하려는 노력이 2025년 화두였지만, 실질적인 변화는 이제 막 시작되려는 참이다.

그림 12. 코스피 중복 지배당기순익 비율 (FY24/25)



자료: 에프앤가이드, 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 중복이익 규모 Top 10 기업집단 (억 원, %)

기업집단명	중복상장 기업 수	중복이익 합계	집단이익 합계	중복비율
SK	11	100,998	509,396	19.8
삼성	27	98,418	566,832	17.4
현대자동차	20	60,891	239,770	25.4
HD현대	6	22,311	58,549	38.1
한화	8	11,448	36,642	31.2
POSCO	2	4,529	13,210	34.3
효성	6	2,895	12,425	23.3
현대백화점	8	2,095	8,954	23.4
카카오	2	1,515	10,170	14.9
두산	4	1,428	3,766	37.9

주1: 2025년 결산 수치와 2026.05 공정위 지정 기업집단 대상 분석
주2: 중복상장 = 모회사와 자회사가 같은 기업집단 소속으로 거래소에 상장돼 있으며 지분 보유 목적이 '경영참여'인 경우
자료: 에프앤가이드, 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스 개혁, 이제 시작입니다만?

2026년 하반기부터 실질적 적용

2025년 7월과 8월 1·2차 상법개정안 통과 직후 거버넌스 이슈가 있는 종목들의 주가가 상승했으나, 반도체 호황과 미국-이란 전쟁에 묻혔다. 3차 상법개정안(자사주 의무소각)도 일부 종목의 강한 반응을 끌어냈지만, 실제 소각과 무관하게 성급한 선반영도 나타났다.

거버넌스 이슈의 시장 영향이 단기에 그치는 이유는 명료하다. 본격적인 체질 개선이 아직 시작되지 않았기 때문이다. 1차 개정안의 감사위원 선·해임 시 3% 의결권 합산 제한과 대규모 상장사 전자주총은 유예기간으로 인해 2026년 하반기부터 유효하며, 실질적으로 2027년부터 적용된다. 2차 개정안의 집중투표제 의무화와 감사위원 2인 분리선출도 비슷한 시계열을 공유한다. 3차 개정안의 자사주 의무소각 역시 기보유분에 1년 6개월의 유예기간이 붙어 있다.

기업의 소유와 지배를 분리하려는 시도, 그리고 경영과 감독을 분리하려는 시도는 2027년 3월 정기주주총회를 무대로 본격적인 충돌을 예고하고 있다.

표 2. 주요 거버넌스 의제별 타임라인

		2025			2026				2027
		2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
1차 상법개정안 (주주충실 의무)		7/22, 공포 및 정식 발효 (일부 조항 1년 유예)						7/23, 유예 종료 (27년부터 실질적 적용)	
2차 상법개정안 (집중투표제 의무화)		9/9, 공포 및 정식 발효 (일부 조항 1년 유예)						9/10, 유예 종료 (27년부터 실질적 적용)	
3차 상법개정안 (자사주 의무소각)					3/6, 공포 및 발효, 즉시 시행 - 취득후 1년 이내 소각, 기보유 자사주는 1년 6개월 유예				
배당소득 분리과세		12/23 공포, 1/1 시행 (3년 한정 조세특례)							
스튜어드십코드개정		12/29, 스튜어드십 코드 내실화 방안 발표							
주가누르기방지법							7월, 세제개편안 포함 방침		
남양유업 대법원		4/25, 대법원 상고 기각							
중복상장 원천금지					3/18, 금융위 자본시장 체질개선 방안 발표				
상장 폐지 기준 강화		7/10, 상장규정 개정안 시행 - 상장 폐지 조건 점진적 강화							
	코스피				1/1, 시행 (시총 상폐 기준 50억 원 → 200억 원으로 상향) 2/12, 개혁안 배포 (유예기간 축소)		7/1, 시행 (시총 상폐 기준 300억)		1/1, 시행 (시총 500억)
	코스닥				1/1, 시행 (시총 상폐 기준 40억 원 → 150억 원으로 상향) 2/12, 개혁안 배포 (유예기간 축소), "상폐 집중관리기간" 운영		7/1, 시행 (시총 상폐 기준 200억)		1/1, 시행 (시총 300억)
코스닥 승강제					3/18, 자본시장 체질개선 방안 발표 (10월 시행 전망)				

자료: 법무부, 국가법령정보센터, 금융위원회, 금융감독원, 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

주요 거버넌스 환경 변화 요인별 상세 내용 요약표

표 3. 주요 거버넌스 의제별 상세 내용

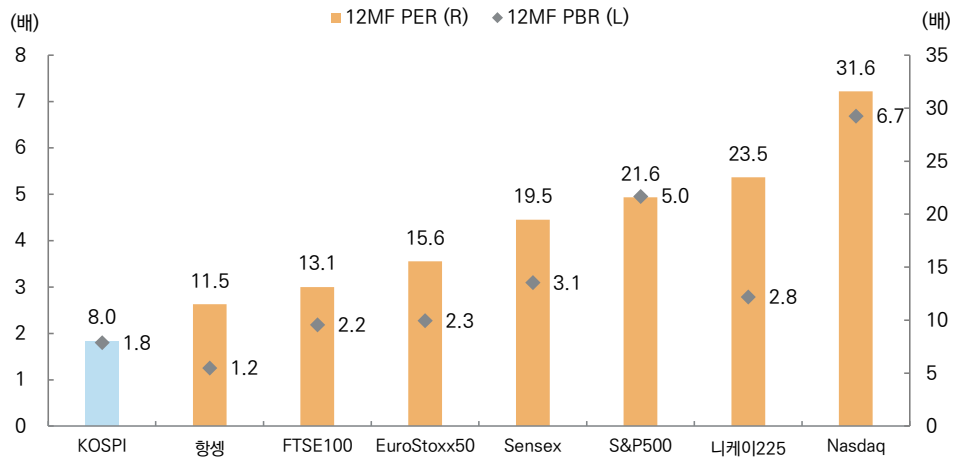
구분	개정 전	개정 후	시행일
1차 상법개정안	- 전자주주총회 개최 불가, - 독립이사 명칭 도입 X, 사외이사 명칭 사용 - 최대주주의 경우 사내이사인 감사위원 선·해임 시에만 특관인과 의결권을 합산해 3%로 제한	- 회사 및 주주에 대한 이사의 충실의무 명문화 - 자산 2조 이상 상장사 전자주주총회 개최 의무 - 사외이사에서 독립이사로 정관 내 명칭 변경 - 최대주주의 경우 감사위원 선·해임시 의결권을 합산해 3% 룰 적용	25/07/22 (충실의무), 26/07/23 (독립이사, 합산 3% 룰), 27/01/01 (전자주총)
2차 상법개정안	- 집중투표제 배제, - 감사위원 분리선출 1명	- 자산 2조 이상 상장사 집중투표제 의무화 - 감사위원 분리선출 최소 2인으로 확대	26/09/10
3차 상법개정안	- 소각 기한 제한 없음 - 자발적 취득한 자기주식 소각 시 이사회 결의, 특정 목적 하에 비자발적으로 취득한 자기주식 소각 시 주주총회 특별 결의	- 신규 취득 자사주 1년 이내 소각 - 기보유 자사주 1.5년 이내 소각 - 주총 승인 계획을 통해 이사회 결의로 자사주 소각 (예외 사유 인정시 보유 허용)	26/03/06
배당소득 분리과세	- 배당소득 2,000만원 초과 시 종합소득세 적용 1) 2,000만 원 이하 : 분리과세 14% 2) 2,000만 원 초과 : 종합소득세율 (구간별 6~49.5%, 지방세 포함)	- 요건 충족 고배당 기업 배당소득에 분리과세 적용 1) 2,000만 원 이하: 분리과세 14% 2) 2,000만 원 초과~3억 원 이하: 분리과세 20% 3) 3억 원 초과~50억 원 이하: 분리과세 25% 4) 50억 원 초과: 분리과세 30%	26/01/01
스튜어드십코드 개정	- 기관투자자의 수탁자책임 이행점검 절차 미흡 - 수탁자 책임 이행 시 1) 고려사항: 지배구조 2) 이행형태: 투자대상에 대한 주주활동 3) 적용대상투자: 상장주식	- 기관투자자의 수탁자책임 이행점검 절차 강화 및 확대 - 수탁자 책임 이행 시 1) 고려: 지배구조, ESG 요소 전반 2) 이행: 투자 대상에 대한 활동, 투자대상 선정 3) 적용: 주식, 채권, 부동산, 인프라 등 자산군 전반	26년 상반기 개정 추진
주가누르기방지법	- 상속·증여세 과세 기준 전체 상장사 동일 적용 (상속/증여 시점 전후 2개월, 총 4개월 평균 시가)	- PBR 0.8배 미만 상장사 별도 평가 기준 적용 (저평가 기업에는 비상장주 보충 평가방식 적용)	26/07 세제개편안 포함 방침
남양유업 대법원 판례	- 이사 전체에 대한 보수한도 승인 결의에서 보수 이해관계가 있는 이사인 주주가 의결권 행사 가능	- 이사 전체에 대한 보수한도 승인 결의에서 이해관계가 있는 이사인 주주의 의결권 행사 불가능	25/04/25
중복상장 원천금지	- 경영참여 목적의 지분관계 모·자 회사의 거래소 중복상장 규제 부재	- 3/18 자본시장 체질개선 방안 발표, 시기와 내용 미정	(미정)
상장 폐지 기준 강화	- 공통 상장 폐지 기준 (25/7/9 개정안) 1) 자본 기준 : 사업연도말 완전자본잠식 2) 기타 : 감사의견 미달 미해소 상태로 재차 미달	- 공통 상장 폐지 기준 (26/02/12 개혁안) 1)자본 기준 : 반기말 완전자본잠식 2)기타 : 감사의견 미달 미해소 상태로 재차 미달, 주가 1,000원 미만 동전주	26/01/01, 26/07/01, 27/01/01
	- 코스피 상장 폐지 기준 (25/7/9 개정안) 1) 시가총액 기준 : 기존 50억 원 → 26년 1월 200억 원 → 27년 1월 300억 원 → 28년 1월 500억 원 2) 매출액 기준 : 기존 50억 원 → 27년 1월 100억 원 → 28년 1월 200억 원 → 29년 1월 300억 원	- 코스피 상장 폐지 기준 (26/02/12 개혁안) 1) 시가총액 기준 : 기존 50억 원 → 26년 1월 200억 원 → 26년 7월 300억 원 → 27년 1월 500억 원 2) 매출액 기준 : (동일)	
	- 코스닥 상장 폐지 기준 (25/7/9 개정안) 1) 시가총액 기준 : 기존 40억 원 → 26년 1월 150억 원 → 27년 1월 200억 원 → 28년 1월 300억 원 2) 매출액 기준 : 기존 30억 원 → 27년 1월 50억 원 → 28년 1월 75억 원 → 29년 1월 100억 원	- 코스닥 상장 폐지 기준 (26/02/12 개혁안) 1) 시가총액 기준 : 기존 40억 원 → 26년 7월 200억 원 → 27년 1월 300억 원 2) 매출액 기준 : (동일)	
코스닥 승강제	- 코스닥 내 리그 구분 부재	- 코스닥 시장을 3개 리그로 분리 : 프리미엄, 스탠다드, 관리군 등 3개 리그로 재편 (프리미엄 리그 內 100개 기업 이내로 구성 예정, 이르면 10월 가동 전망)	26/07 공표 예정

자료: 법무부, 국가법령정보센터, 금융위원회, 금융감독원, 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

코스피의 적정 멀티플을 찾아서

거버넌스 개혁의 실질적 효과는 2027년부터 본격화되는 만큼, 현재 코스피에는 아직 **충분히 반영되지 않은 거버넌스 리스크 변화를 선제적으로 계산해볼 필요가 있다**. 동시에 주요국 대비 심각하게 낮은 한국의 선행 PBR/PER에서 알 수 있듯, 견고한 실적 추정치 역시 적절한 멀티플을 부여해야 한다.

그림 13. 주요 지수 선행 멀티플 대비 저평가된 KOSPI (26.05)

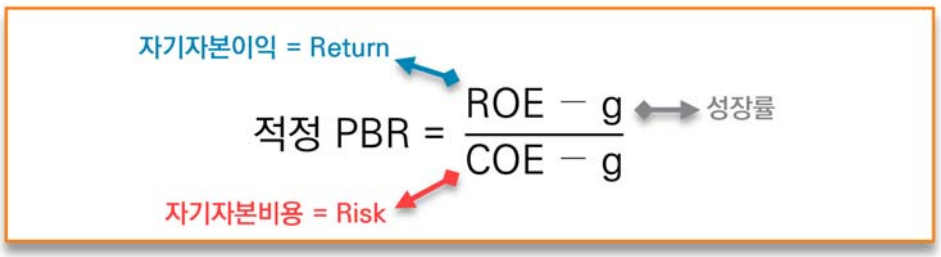


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

제조업 비중이 높은 코스피는 보통 PBR을 멀티플로 사용해왔지만, 최근 산업 구조 변화로 PER로 봐야 한다는 주장도 제기된다. 이러한 논쟁에서 벗어나는 단순한 논리는 주주가 감수하는 위험 대비 기대하는 수익을 직접 비교하는 것이며, 이에 알맞은 측정 방식이 "적정 PBR(Justified PBR)"이다.

적정 PBR은 자기자본이익(ROE-주주이익)과 자기자본비용(COE-주주위험)을 비교하여 산출한다. 직관적으로 리턴이 리스크를 상회할 때 PBR이 1을 넘어선다. 이와 같은 구조를 활용해 ROE에 반도체 호실적, 자사주 취득, 배당확대를 반영하고 COE에 거버넌스 개혁 기대감을 반영한 코스피의 적정 멀티플을 도출해, 코리아 디스카운트 해소를 진단한다.

그림 14. 적정 PBR의 정의



자료: 미래에셋증권 리서치센터

코스피 적정 PBR 3.5배, 적정 PER 15배

코스피 적정 멀티플 시나리오 분석 – Bull·Base·Bear

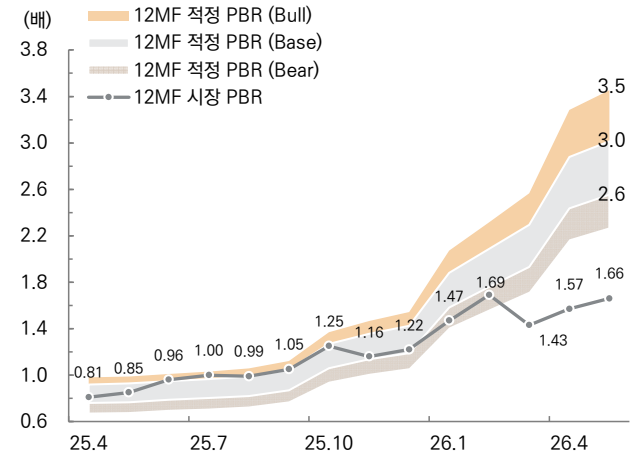
자체 모형(Appendix 참고)으로 5월 20일 기준 코스피 적정 PBR을 산출한 결과, Bull·Base·Bear 케이스는 각각 약 3.5배·3배·2.6배로 도출됐다. 적정 PER은 약 15배·13배·11배다. 현재 시장 PBR 1.66배, PER 7.6배와 비교하면 가장 보수적인 Bear 시나리오에서도 코스피는 적정 가치 대비 큰 폭의 저평가 상태에 있다.

Bull은 자사주·배당 등 주주환원 본격화, 거버넌스 프리미엄의 자본비용 반영을 가정한다. ROE 25.6%·COE 8.8%로 적정 PBR은 약 3.5배에 이르며, 시장 대비 2배 이상이다.

Base는 현재 수준(ROE 23.3%·COE 9.1%)이 유지되는 경우로, 적정 PBR은 약 3배(시장 대비 +71%)다. 현 펀더멘털만으로 정당화되는 멀티플이다.

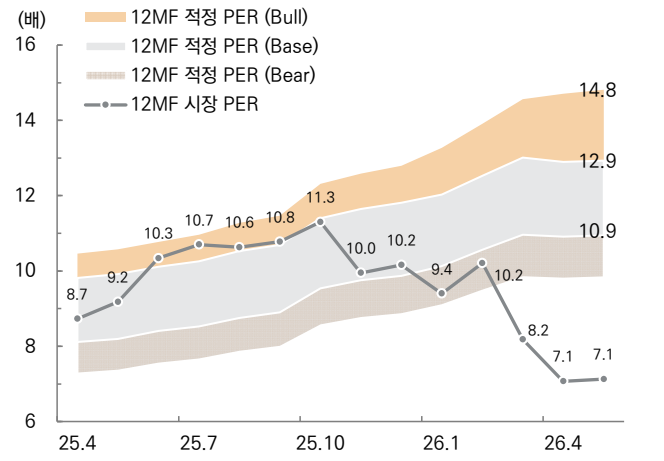
Bear는 중복상장에 따른 이익 중복집계 14%를 할인해 ROE가 20.3%로 후퇴하는 시나리오로, 적정 PBR은 2.6배(시장 대비 +47%)다.

그림 15. 코스피 12MF 적정 PBR (25.04-26.05)



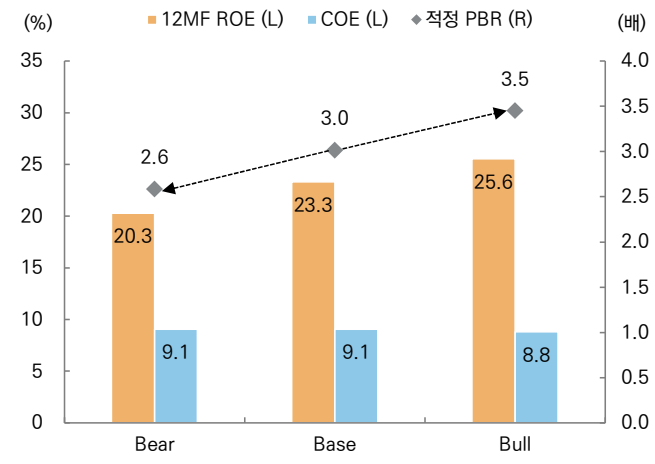
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 2026.05.20일 까지의 데이터 사용

그림 16. 코스피 12MF 적정 PER (24.04-26.05)



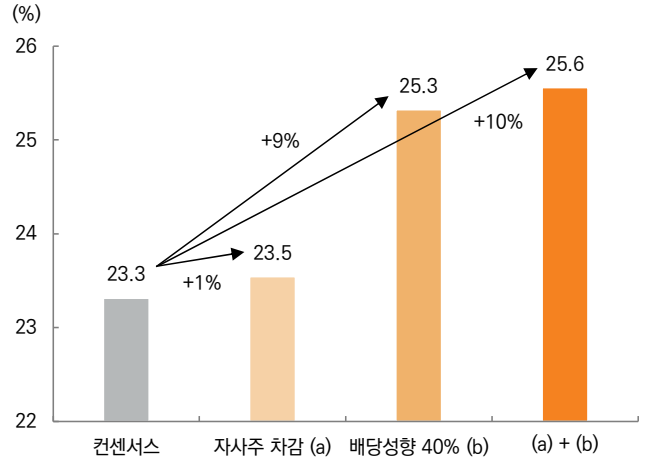
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 적정PBR과 ROE를 사용해 역산한 PER

그림 17. 시나리오별 ROE, COE, 적정 PBR (26.05)



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 자사주와 배당의 ROE 상승 기여 (26.05)



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 시나리오별 코스피 적정 PBR 도출 과정 (26.05 기준) (%, 배)

시나리오	가정	효과	ROE	COE	g	적정 PBR	Δ
Bull	자사주 취득 배당확대 거버넌스 리스크 하락	자사주 취득 → ROE 상승 (자본감소) 배당 확대 → ROE 상승 (자본감소) 리스크 하락 → COE 하락 (위험감소)	25.6	8.8	2.0	3.45x	+0.44x
Base	-	-	23.3	9.1	2.0	3.01x	-
Bear	중복상장 고려 (중복이익 14% 할인)	이익 할인 → ROE 하락 (이익감소)	20.3	9.1	2.0	2.59x	-0.43x

주: 성장률(g)은 한국은행 추정치 사용
자료: 에프앤가이드, 전자공시시스템, 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

Bull 시나리오는 ROE 상승과 COE 하락의 효과를 동시에 받는다. 자사주 취득은 자본총계에서 차감되어 ROE를 소폭 상승시키고, 배당 확대는 이익잉여금 축소를 통해 자본을 감소시켜 ROE를 추가로 끌어올린다. 2026년 5월 기준 12MF ROE 23.3%에 두 효과를 반영하면 25.6%로 상승하며, 배당 확대의 기여 폭이 가장 크다. 여기에 거버넌스 리스크 감소로 COE가 25bp 추가 하락한다고 가정하면, 적정 PBR은 Base 시나리오 3배에서 3.5배로 상승한다.

Bear 시나리오는 중복상장 기업의 중복 지배주주순이익 14%를 할인해 계산한다. ROE가 그만큼 후퇴하면서 적정 PBR은 2.6배로 하락한다. Bear 시나리오는 다른 변수의 변동이 없다면 중복이익 집계가 실재하는 문제이기 때문에 Base 시나리오 볼 여지도 존재한다.

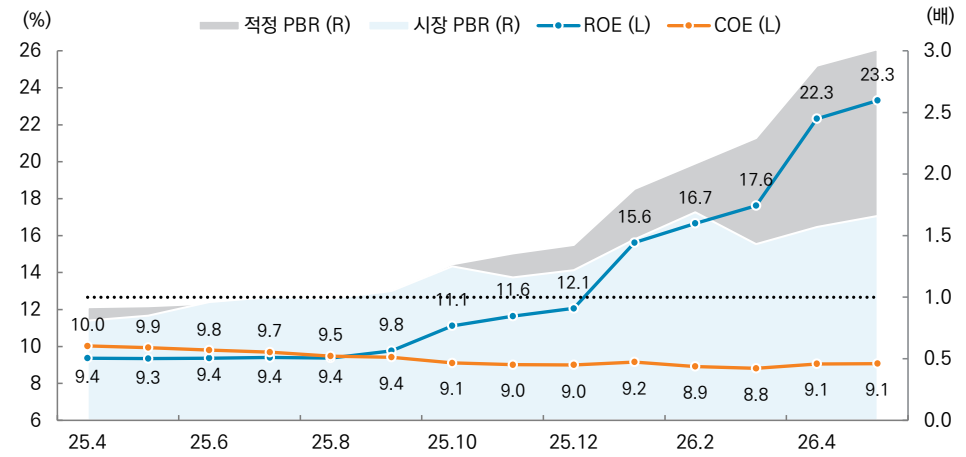
임박한 코리아 프리미엄

거버넌스 리스크 = 할인율 상승

적정 PBR은 리턴(ROE)이 리스크(COE)보다 높을 때 1을 초과한다. 〈그림 19〉에서 보듯, 2025년 8월까지 한국 시장은 리스크가 리턴을 상회하는 구조였으나 이후 역전되며 적정 PBR과 시장 PBR이 동시에 1을 돌파했다.

핵심은 COE다. COE는 위험 보상(ERP)과 무위험금리의 합으로 구성되며, 위험 요인은 시장·규모·가치 등과 함께 거버넌스가 한 축을 차지한다. 〈그림 20〉과 같이 거버넌스 리스크가 COE를 끌어올리면 PBR은 낮아지며, 이것이 코리아 디스카운트의 본질이다.

그림 19. 월별 12MF ROE, COE, PBR 변화 추이



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 2026.05.20일 까지의 데이터 사용

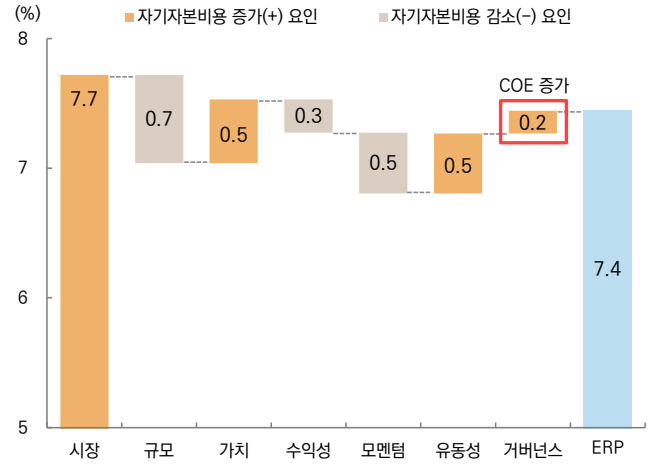
그림 20. 거버넌스 리스크 상승에 따른 할인율 상승 개념도

자료: 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스 리스크 방향 전환, 디스카운트에서 프리미엄으로

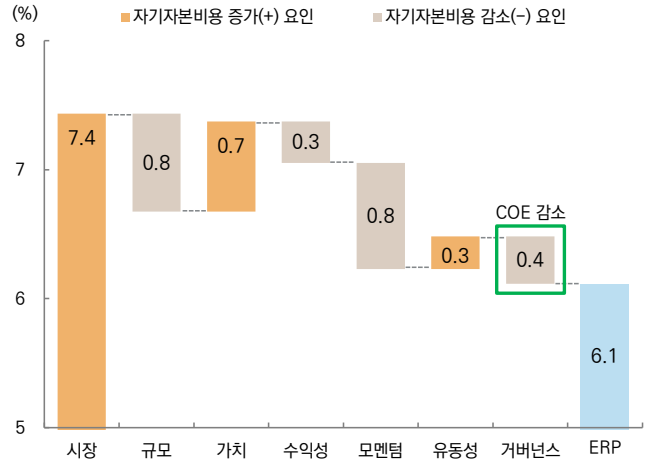
코스피의 2025년 4월과 2026년 5월 ERP를 리스크 요인별로 분해했다. 주목할 점은 거버넌스 리스크의 방향 전환이다. **2025년 4월에는 거버넌스 리스크가 COE를 약 20bp 끌어올리는 디스카운트 요인이었으나, 2026년 5월에는 약 40bp 낮추는 프리미엄 요인으로 전환됐다.** 보수적으로 측정한 수치임에도 방향성은 명확하다. 시장이 평가하는 평균적인 거버넌스 리스크가 감소하면서 적정 PBR을 끌어올리고 있다.

그림 21. (25.04) 코스피 COE – 할인율을 높이는 거버넌스 리스크



주: 2026.5.15 까지의 데이터로 계산
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. (26.05) 코스피 COE – 할인율을 낮추는 거버넌스 리스크



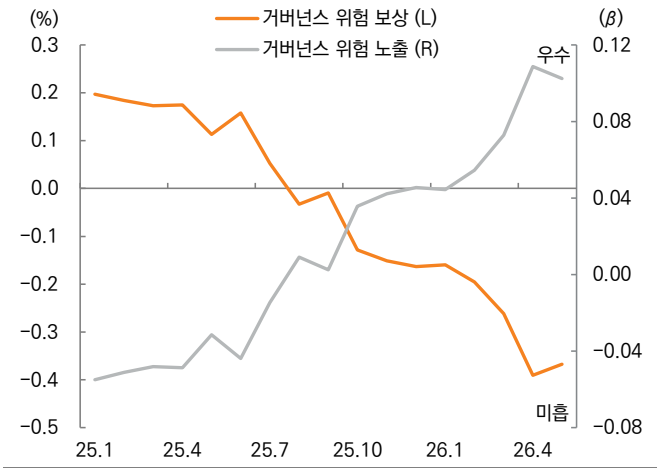
주: 2026.5.15 까지의 데이터로 계산
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

관건은 지속가능성과 예측가능성

거버넌스 리스크의 비용은 노출도(β)와 거버넌스 우수기업의 초과수익을 곱해 산출하며, 둘은 장기적으로 같은 방향으로 수렴한다. 코스피에서는 2025년 1월부터 노출도가 미흡에서 우수로 상승했지만 초과수익은 아직 따라오지 않아, 둘 사이에 갭이 벌어진 상태다. 이 갭의 수렴 방향이 향후 코리아 프리미엄과 디스카운트를 가른다.

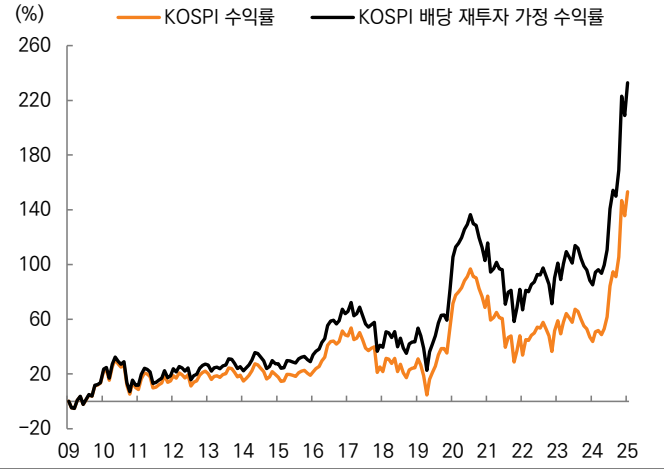
상법 개정으로 센티먼트가 형성되며 베타는 올라왔다. 남은 과제는 수익이며, 배당을 통한 토탈리턴 개선과 자사주 취득·소각을 통한 자본 효율화로 가능하다. 예측가능성(평평한 경기장과 공정한 심판)은 27년 정기주총에서, 지속가능성(약속 이행)은 그 이후 검증된다.

그림 23. 거버넌스 리스크 노출도와 위험 비용 변화 추이



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 현금배당포함수익률 vs. 일반수익률 (2010.01-2025.12)



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

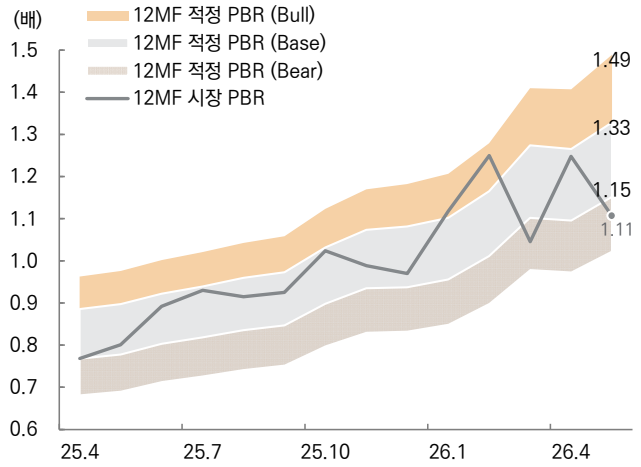
삼성전자·SK하이닉스가 없었다면?

삼성전자·SK하이닉스에 기대가 집중된 만큼, 반대로 이들의 부재를 가정해볼 수도 있다. 두 회사의 시가총액과 장부가치, 12MF 컨센서스 재무지표를 코스피에서 차감한 뒤, 〈표 4〉 시나리오와 동일한 방식으로 멀티플과 적정 PBR을 재산출했다.

12MF 시장 PBR은 1.7배에서 1.1배로 낮아졌으나, PER은 7.6배에서 10.3배로 오히려 상승했다. 두 회사를 빼면 이익이 시가총액보다 더 많이 줄어든다는 의미로, 역설적으로 두 회사의 이익이 글로벌 피어는 물론 국내 시장 안에서도 저평가되어 있음을 보여준다.

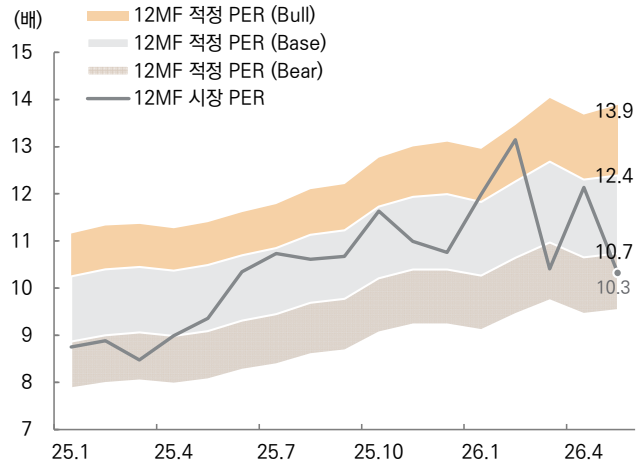
두 회사를 제외한 코스피의 적정 PBR 상단은 1.5배, 적정 PER 상단은 약 14배로 도출됐다. 시장 PBR 1.1배·시장 PER 10.3배 대비 약 36%의 잠재 상승 여력이 남아 있다. 두 대형주를 걷어내도 한국 시장은 여전히 저평가 상태라는 결론이다.

그림 25. 코스피 12MF 적정 PBR (삼성전자·SK하이닉스 제외)



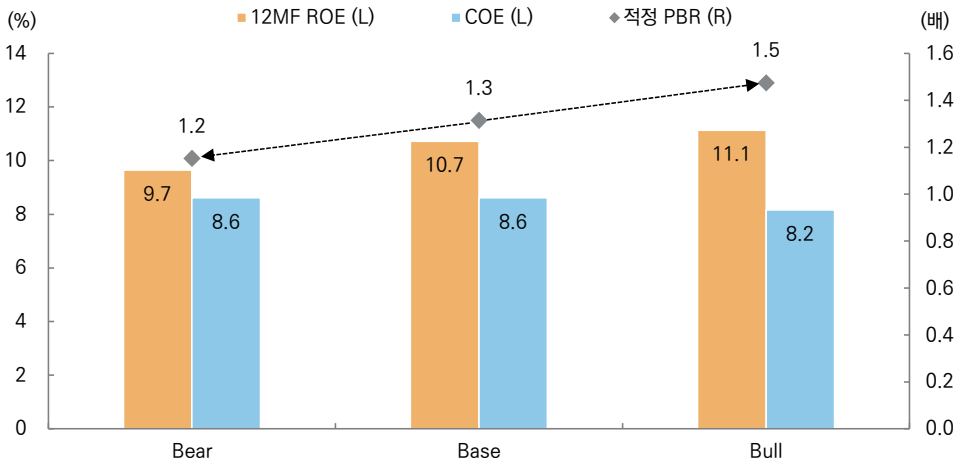
주: 2026.5.20일까지의 데이터 사용
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 코스피 12MF 적정 PER (삼성전자·SK하이닉스 제외)



주: 2026.5.20일까지의 데이터 사용
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 삼성전자·하이닉스 제외 시나리오별 ROE, COE, 적정 PBR (26.05)



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

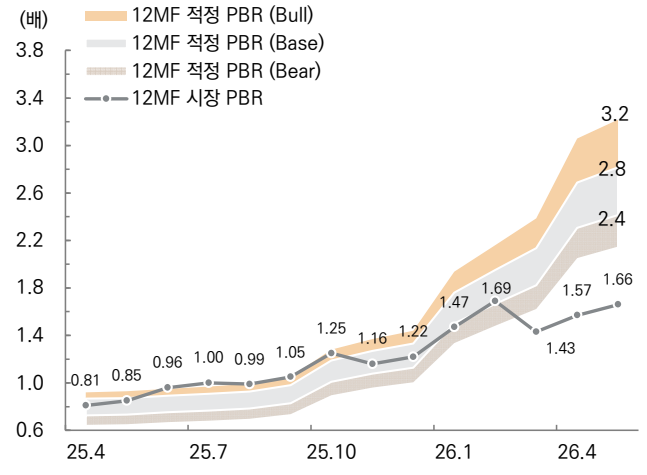
금리가 오르거나 내린다면?

금리는 COE를 구성하는 무위험금리를 결정한다. 금리 상승은 할인율 상승을 의미하므로 멀티플에 부정적이다. 최근 미국-이란 전쟁발 유가 상승이 물가 인상 압력으로 작용하면서 국채금리가 상승하고 있어, 금리 ±50bp 시나리오에서 적정 PBR과 PER을 재산출했다.

기준 시나리오의 적정 PBR은 Bull·Base·Bear 각각 3.5·3.0·2.6배, 적정 PER은 15·13·11배다. 금리 50bp 상승 시 적정 PBR은 3.2·2.8·2.4배, 적정 PER은 14·12·10배로 하락한다. 50bp 하락 시에는 적정 PBR이 3.7·3.2·2.8배, 적정 PER이 16·14·12배로 상승한다.

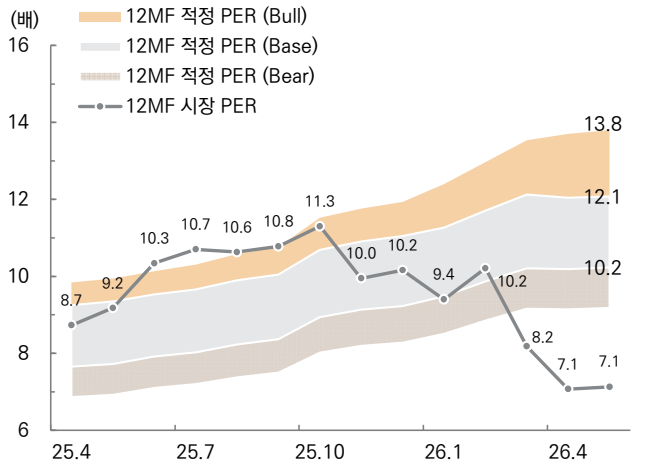
다만 채권 시장에 이미 25bp × 3회의 인상이 선반영되어 있다는 시각도 있다. 75bp 인상 가정 시 Bear 적정 PBR은 약 2.3배까지 하락한다. 현재 시장 PBR이 1.8배 후반까지 올라온 점, 그리고 금리 상승에 따른 기업 금융비용 증가가 ROE를 추가로 끌어내릴 가능성을 함께 고려하면 코스피의 잠재 상승 여력은 생각만큼 크지 않을 수 있다. **금리가 적정 멀티플 산출의 가장 민감한 변수**라는 의미다.

그림 28. [금리 50bp 인상] 코스피 12MF 적정 PBR



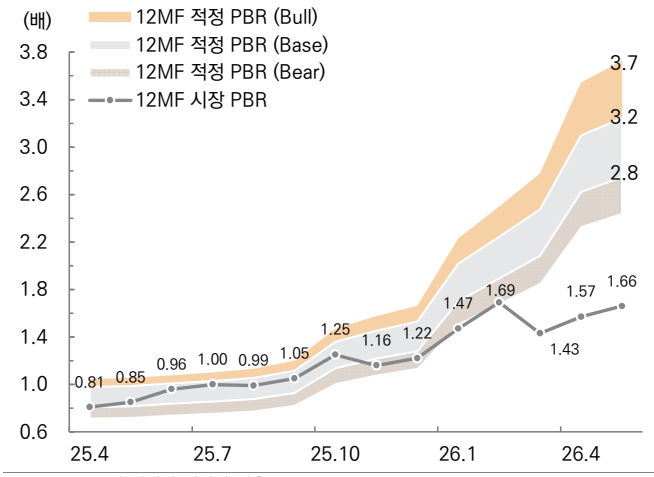
주: 2026.5.20일까지의 데이터 사용
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. [금리 50bp 인상] 코스피 12MF 적정 PER



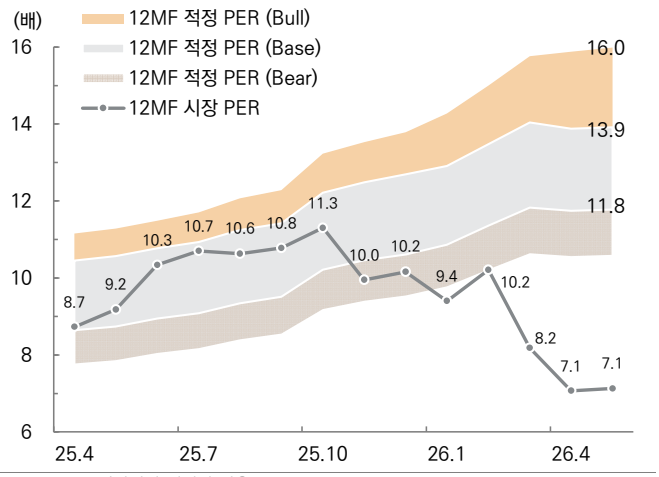
주: 2026.5.20일까지의 데이터 사용
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. [금리 50bp 인하] 코스피 12MF 적정 PBR



주: 2026.5.20일 까지의 데이터 사용
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. [금리 50bp 인하] 코스피 12MF 적정 PER



주: 2026.5.20일까지의 데이터 사용
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

코스피 아웃퍼폼의 조건

성장주와 가치주가 모두 상승하는 복합장세

명확한 리턴과 리스크의 트레이드오프

현재 코스피는 성장주와 가치주가 동반 상승하는 국면이다. 성장주 전략은 높은 수익률을 기대할 수 있지만 변동성을 감수해야 하고, 가치주 전략은 수익률이 제한된다.

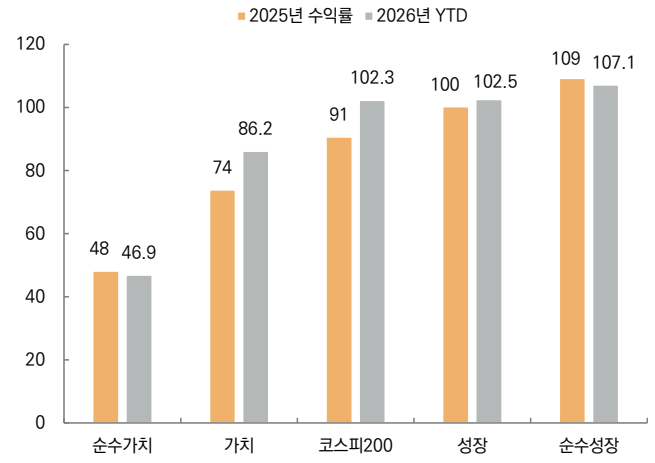
이를 가치·성장 스타일로 나누어 보면 트레이드오프는 명확하다. 2025년 순수성장 스타일은 수익률 110%에 변동성 33%를 기록했고, 성장은 수익률 100%에 변동성 31%, 가치는 수익률 74%에 변동성 19%, 코스피200은 수익률 91%에 변동성 26.5%를 보였다. 반면 순수가치는 수익률 48%에 변동성 13%로, 낮은 변동성을 감안하더라도 수익률이 코스피200의 절반 수준에 그쳤다. 이러한 추세는 2026년 현재도 이어지고 있다.

함정에 빠진 밸류 스타일

순수가치의 부진은 스타일 특성을 감안하더라도 심각한 수준인데, 이는 밸류와 '밸류 트랩'(Value Trap)을 구분하지 못해 발생하는 문제다. 가장 싼 PBR 종목군에 집중하는 전략임에도 수익이 거의 나지 않는다는 것은, 그 종목들 상당수가 부당하게 저평가된 것이 아니라 구조적으로 정당화된 디스카운트에 머물러 있다는 의미다.

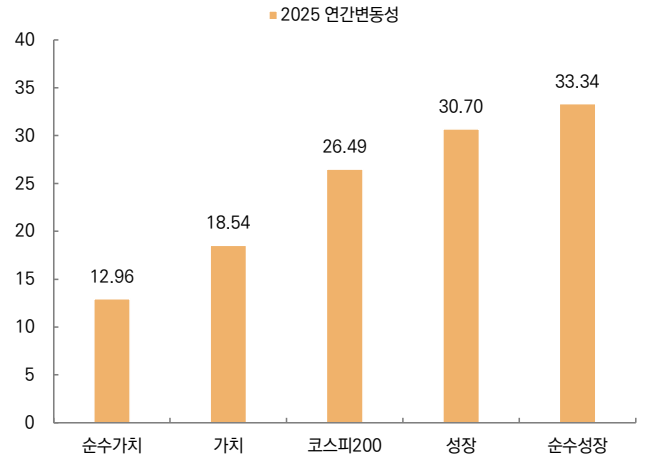
결국 지금의 코스피에서 아웃퍼폼하기 위해서는 밸류 트랩은 피하면서 리레이팅 될 저평가 종목을 담고, 동시에 성장주도 놓치지 말아야 한다. 어느 하나라도 빠지면 단일 스타일의 한계에 갇힌다.

그림 32. 스타일별 누적수익률 추이 (2025, YTD)



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 스타일별 월간 변동성 (25.01-26.05)



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

시장은 지금 무엇에 반응하고 있는가?

주가는 리스크 프리미엄의 함수다. 어떤 리스크에 노출되어 있고 그에 대한 보상이 어떻게 형성되는지를 읽어야 코스피를 아웃퍼폼할 전략이 보인다. 평균적인 코스피 종목은 시장 동조보다 업종·종목별 차별화에 반응하며, 그 결과 소형주 노출↑·대형주 보상↑의 교차가 발생했다. 삼성전자·SK하이닉스의 압도적 수익률이 그 예시다.

가치는 노출과 보상이 정렬된 영역이다. 일부 종목 위주의 성장 쏠림이 나머지 평균 종목의 가치 성향을 부각시켰고, 그 종목들이 리레이팅되며 보상도 따라왔다. ERP 하락에도 금리 급등으로 COE(할인율)가 반등하며 가치주가 재도약 중이다.

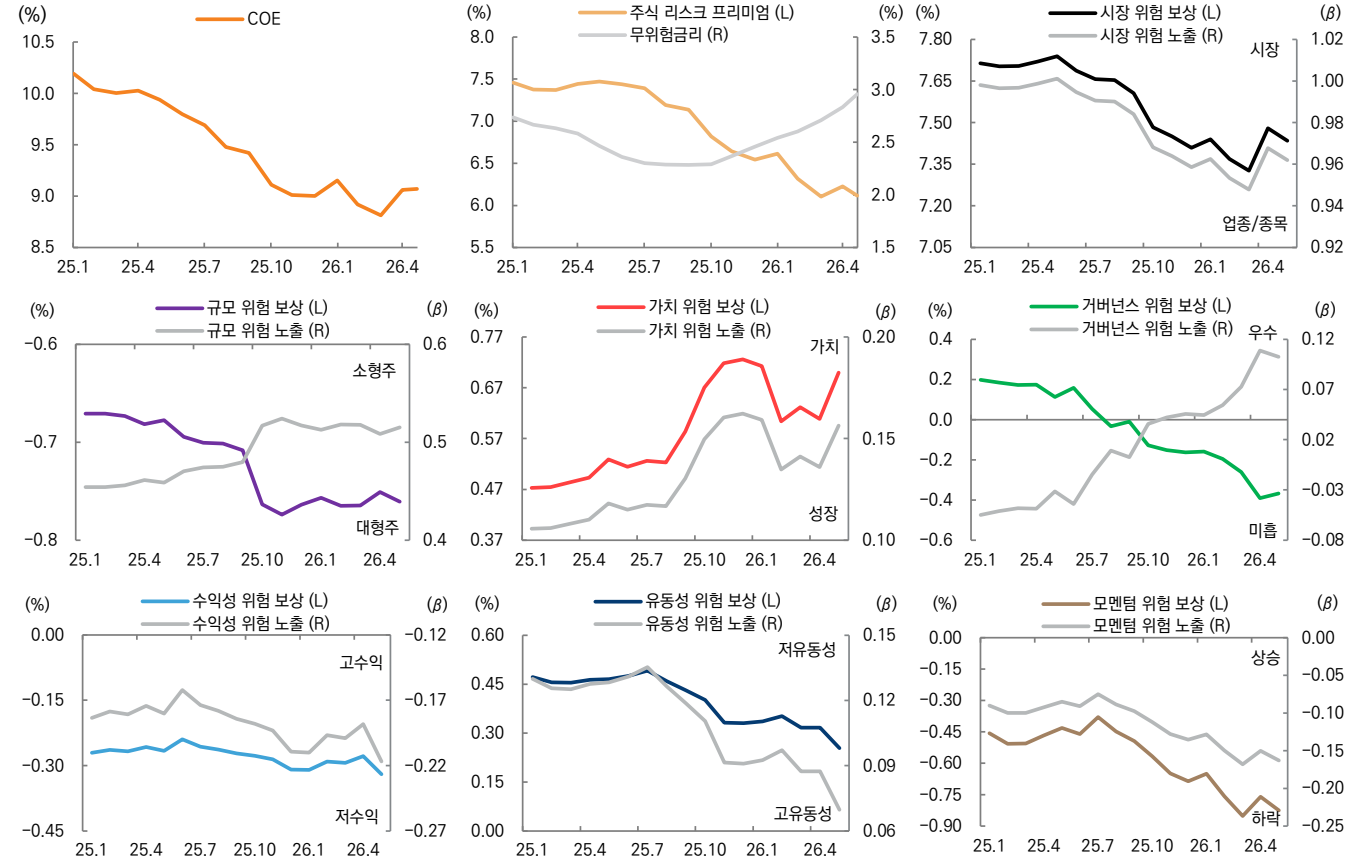
거버넌스는 노출과 보상이 교차한다. 우수 성향은 강화됐지만 프리미엄은 여전히 미흡 종목에 머물러 있다. 이는 장기적으로 수렴할 여지가 남은 영역이다.

표 5. 코스피 평균 종목의 리스크 요인별 노출과 위험 보상

리스크 요인	노출	보상	일치
시장	업종·종목↑	업종·종목↑	O
규모	소형주↑	대형주↑	X
가치	가치↑	가치↑	O
거버넌스	우수↑	미흡↑	X
수익성	저수익↑	저수익↑	O
유동성	고유동↑	고유동↑	O
12M 모멘텀	하락↑	하락↑	O

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 코스피 평균 종목의 리스크 요인별 노출도 및 위험 보상 변화 추이



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

삼성전자·SK하이닉스 리스크 프리미엄 현황

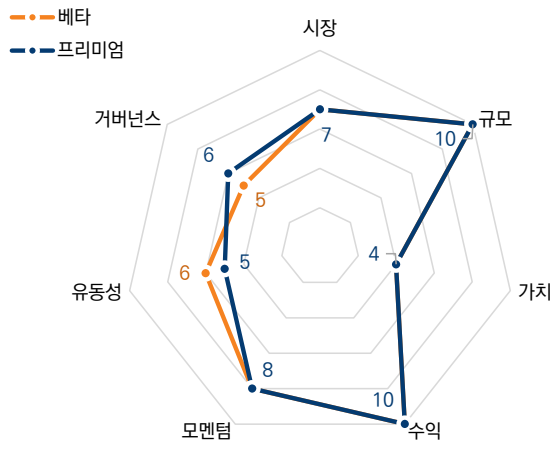
삼성전자와 SK하이닉스의 7가지 리스크 요인별 노출도(베타)와 프리미엄 현황을 10점 스코어로 분석했다(5점 = 중립). 규모 베타 10점은 시장 평균 대비 대형주 성향이 매우 강하다는 의미이며, 같은 요인의 프리미엄 10점은 시장이 그 성향에 강한 보상을 부여하고 있다는 뜻이다. 반대로 가치 베타 4점은 시장 평균 대비 성장주 성향을 보이고 있다는 뜻이며, 같은 요인의 프리미엄 4점은 중립 이하로 가치주 프리미엄을 다소 받지 못하고 있다는 뜻이다.

삼성전자는 강력한 대형주(10)·고수익(10)·모멘텀(8) 성향에 시장도 동일한 방향으로 큰 프리미엄을 부여하고 있다. 시장 베타는 7로 시장 대비 높은 변동성을 보이며 이 또한 프리미엄으로 보상받는 중이다. 가치는 4점으로 다소 성장주 성향이다. 주목할 점은 거버넌스다. 노출도는 5점으로 중립이지만 프리미엄은 6점으로 노출 대비 보상이 앞서고 있다. 최근 자사주 취득과 특별배당 등 주주환원 정책에 대한 시장의 선반영으로 해석된다.

SK하이닉스는 삼성전자와 마찬가지로 대형주(10)·고수익(10)·모멘텀(10) 성향이 뚜렷하고, 시장 베타는 9점으로 더 높아 변동성과 프리미엄이 모두 강하다. 가치 성향도 유사하게 성장주에 치우쳐 있다. 다만 거버넌스에서 대비된다. 노출도는 8점으로 우수 성향임에도 프리미엄은 중립 이하에 머물러, 노출 대비 보상이 따라오지 못한 상태다. 자사주 취득과 배당 등 주주환원 정책이 삼성전자 대비 다소 부족한 점이 원인으로 보인다.

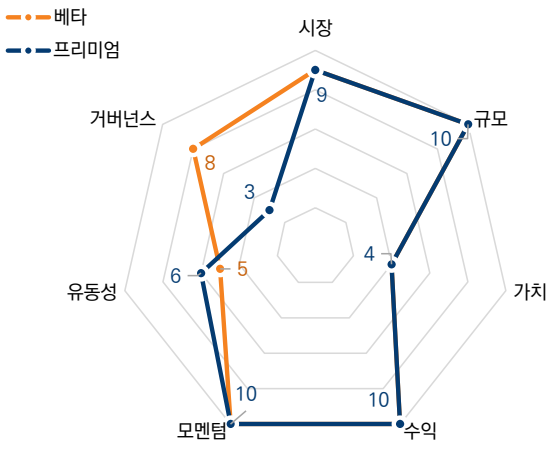
요약하면 두 회사 모두 대형주·고수익·모멘텀 성향에 강한 프리미엄을 받고 있으며, 차이는 거버넌스에 있다. 삼성전자는 주주환원이 거버넌스 프리미엄으로 선반영된 상태이고, SK하이닉스는 우수 노출에도 프리미엄이 아직 따라붙지 않은 상태다.

그림 35. 삼성전자 리스크 요인별 노출도와 프리미엄



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. SK하이닉스 리스크 요인별 노출도와 프리미엄



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

밸류 포커스 스타일 (Value Focus Style)

싸다고 살 수 없고, 비싸다고 팔 수 없는 시장

투자자에게 지금의 코스피는 큰 딜레마다. 싸다고 살 수 없고, 비싸다고 팔 수 없는 시장이기 때문이다. 거버넌스 리레이팅으로 저PBR 종목도 상승할 여지가 있지만 밸류 트랩은 피해야 하고, 동시에 이익 성장이 성장주의 멀티플을 정당화하고 있다.

PBR 수준만으로 매수·매도를 결정하는 단일 밸류 전략은 가치보다 가격을 중시하는 접근으로, 현재의 코스피에서는 어느 방향도 짚어낼 수 없다. 이에 따라 **밸류 포커스 스타일(Value Focus Style, VFS)을 제시한다**.

밸류와 거버넌스의 조합

현재 시장은 평균적으로 가치 성향을 띠며 보상도 동행하고 있다. 거버넌스 역시 평균적으로 개선되는 추세지만 보상은 아직 수렴하지 않았다.

VFS는 밸류와 거버넌스를 조합해 가격과 가치 사이의 괴리가 낮은 종목을 매수하는 전략이다. 거버넌스 수준은 MSCI 거버넌스 점수를 기준으로 삼는다. 이사회 구조, 소유·지배, 경영진 보상, 회계 투명성 등을 측정해 소수주주권리 침해 가능성과 정보 비대칭성을 정량적으로 포착하는 지표이기 때문이다. (자세한 내용은 Appendix 참고)

표 6. 밸류 포커스 스타일의 2x2 소팅 매트릭스

	거버넌스 우수 (Good)	거버넌스 미흡 (Bad)
저PBR (Low)	Low-Good 부당한 저평가 → **매수**	Low-Bad 구조적 밸류트랩 → **매도**
고PBR (High)	High-Good 정당한 프리미엄 → **매수**	High-Bad 잠재적 과대평가 → **매도**

자료: 미래에셋증권 리서치센터

가격의 수준이 아니라 가격의 이유를 보자

〈Low-Good〉은 부당하게 저평가 받고 있는 구간이다. 거버넌스가 우수해 주주권리 침해 가능성과 정보 비대칭성이 낮음에도 시장이 가치를 충분히 반영하지 못하고 있는 종목들로 디스카운트가 해소되면 상방 리레이팅 가능성이 크다. 따라서 **매수**한다.

〈Low-Bad〉은 구조적 '밸류트랩'에 빠진 구간이다. 주주권리 침해 위험과 정보 비대칭성이 누적돼 구조적으로 정당화된 디스카운트로 싸 보여도 리레이팅 트리거가 없어 함정에 빠질 수 있다. 따라서 **매도**한다.

〈High-Good〉은 프리미엄이 정당한 구간이다. 높은 자본효율과 투명한 거버넌스로 가격과 가치의 간격이 좁은 종목들이다. 펀더먼털 외 요인에서 기인한 급격한 하방 리스크 발생 확률이 낮아 프리미엄이 지속될 가능성이 크다. 따라서 **매수**한다.

〈High-Bad〉은 잠재적 과대평가 구간이다. 높은 PBR이 펀더먼털이 아닌 정보 비대칭과 거버넌스 문제로 왜곡됐을 가능성이 크다. 이슈가 표면화되면 가격이 본래의 낮은 가치로 조정될 가능성이 크다. 따라서 **매도**한다.

백테스팅 결과

밸류 포커스 스타일(VFS)은 각 셀 내 종목 비중을 25%로 상한한다. Low-Good과 High-Good을 1:1로 결합하기 때문에 최종 최대 비중은 12.5%다. 밸류 스타일은 시총가중으로 구성한다.

롱숏 전략

VFS와 밸류 모두 안정적인 흐름으로 우상향했으나 차이는 최근 급등장에서 두드러졌다. VFS는 고평가 종목을 매도하지 않아 시장 상승 국면의 모멘텀을 함께 누린 반면, 기존 밸류 스타일은 같은 구간에서 하락했다.

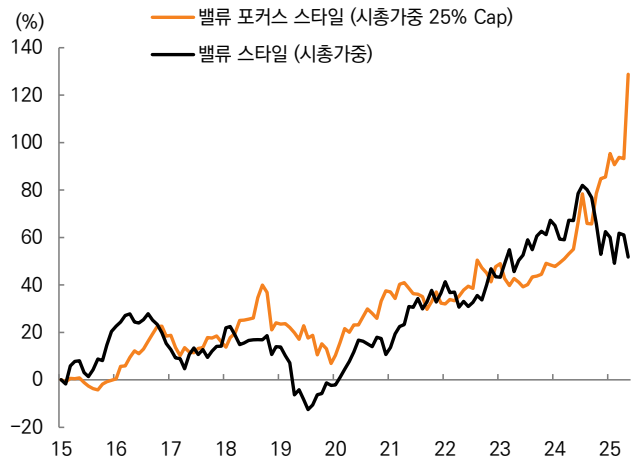
VFS는 연평균 수익률 9%, 변동성 12%, 샤프비율 0.6을 기록한 반면 밸류 스타일은 5%, 12.5%, 0.23에 그쳤다.

롱 전략

롱 전략에서는 VFS가 시장을 이긴 유일한 전략이었다. 밸류는 2024년까지 시장을 안정적으로 추종했으나 최근 급등장에서 격차가 벌어졌다.

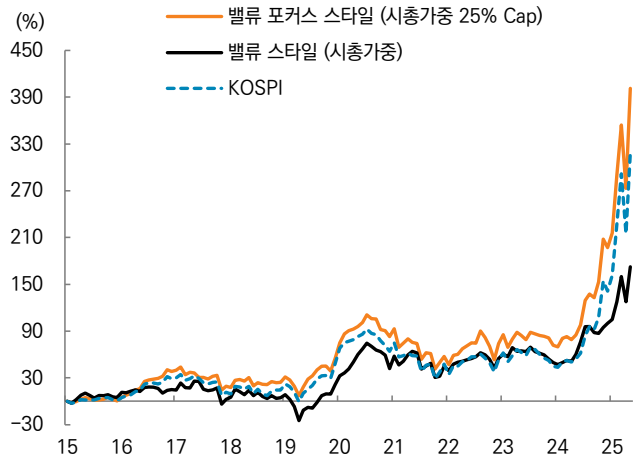
VFS는 연평균 수익률 20%, 변동성 24%, 샤프비율 0.75를 기록했고, 밸류는 12.6%/21%/0.5, KOSPI는 18%/24.4%/0.66을 시현했다. VFS는 시장과 유사한 변동성으로 더 높은 위험 조정 수익을 확보했다.

그림 37. 밸류포커스 vs. 밸류 롱숏 백테스팅 (16.01-26.04)



주1: 밸류포커스스타일 각 매트릭스 셀 별 종목 비중 상한 25% 부여
주2: 현금배당포함수익률 사용, 윈저화, 연간 리밸런싱
주3: 다기간 위험조정수익률 검증은 Appendix 참고
자료: 에프앤가이드, MSCI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 밸류포커스 vs. 밸류/시장 롱 백테스팅 (16.01-26.04)



주1: 밸류포커스스타일 각 매트릭스 셀 별 종목 비중 상한 25% 부여
주2: 현금배당포함수익률 사용, 윈저화, 연간 리밸런싱
주3: 다기간 위험조정수익률 검증은 Appendix 참고
자료: 에프앤가이드, MSCI, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 전략별 위험조정수익 성과 비교 (16.01-26.04) (%)

	밸류포커스 (롱숏)	밸류 (롱숏)	밸류포커스 (롱)	밸류 (롱)	KOSPI	KOSDAQ
연평균수익률	9.10	4.93	20.14	12.63	18.10	8.79
연평균변동성	12.04	12.47	24.26	21.06	24.38	23.76
샤프비율	0.59	0.23	0.75	0.50	0.66	0.28
소르티노비율	1.07	0.34	1.40	0.79	1.24	0.42
월간 MDD	-23.7	-31.7	-33.2	-40.23	-33.0	-36.8

자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

편입 종목 Top 10

최근 5년 VFS 전략의 규칙에 기반한 매수 비중 Top 10 종목을 연도별로 추렸다. 삼성전자는 꾸준히 최상위 비중을 차지했고, SK하이닉스의 비중 상승은 2024년부터 본격화됐다.

2026년 연초 리밸런싱 기준 Top 10은 삼성전자·SK하이닉스·SK스퀘어·삼성물산·POSCO홀딩스·HMM·SK·삼성바이오로직스·SK이노베이션·HD현대 순이다.

지표 면면을 보면 Top 10은 성장 그룹과 가치 그룹으로 나뉜다.

성장 그룹은 삼성전자·SK하이닉스·SK스퀘어·삼성바이오로직스 네 종목이다. 견조한 실적을 바탕으로 이익 리레이팅이 진행될 종목으로, 12MF PER과 TTM PER 사이 갭이 큰 편에 속해 미래 이익 기준 저평가 폭이 크다.

가치 그룹은 삼성물산·SK·POSCO홀딩스·HD현대·SK이노베이션·HMM 여섯 종목으로, 배당·자사주 등 주주환원으로 BPS가 축소되면 ROE 상승을 통해 리레이팅 여지가 큰 종목들이다. 고배당 기업은 실행 의지가 이미 확인된 만큼 리레이팅 확률이 더 높다.

VFS가 성장과 가치를 동시에 담는 합성 전략임이 종목 구성에서 드러난다.

표 8. 최근 5년 밸류 포커스 스타일 매수 편입 비중 Top 10 종목 (%)

2022	삼성전자	SK하이닉스	삼성물산	SK	NAVER	삼성바이오로직스	카카오	고려아연	KT	현대건설
	12.5	6.6	5.7	4.8	4.3	4.1	3.5	2.5	2.1	1.3
2023	삼성전자	POSCO홀딩스	삼성물산	SK하이닉스	SK	NAVER	카카오	KT	셀트리온	SK이노베이션
	12.5	6.0	5.5	5.4	3.6	2.9	2.3	2.3	2.2	1.4
2024	삼성전자	SK하이닉스	POSCO홀딩스	삼성물산	NAVER	셀트리온	SK이노베이션	HMM	SK	카카오
	12.5	12.5	6.3	3.6	2.8	2.3	2.1	2.0	1.9	1.9
2025	삼성전자	SK하이닉스	POSCO홀딩스	삼성물산	삼성바이오로직스	SK이노베이션	HD한국조선해양	HMM	셀트리온	KT
	12.5	8.5	4.9	4.8	4.5	4.0	3.8	3.7	2.7	2.6
2026	삼성전자	SK하이닉스	SK스퀘어	삼성물산	POSCO홀딩스	HMM	SK	삼성바이오로직스	SK이노베이션	HD현대
	12.5	12.5	7.6	6.3	3.8	3.0	2.9	2.8	2.7	2.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 2026년 밸류 포커스 스타일 편입 비중 Top 10 종목

종목코드	종목명	업종명	시가총액 (조 원)	레버리지 변화율 (FY24/25, %)	12MF ROE (%)	PBR			PER			고배당기업 (O/X)
						12MF	TTM	갭	12MF	TTM	갭	
A005930	삼성전자	반도체	1,710	1.6	38.5	2.3x	4.1x	1.7x	6.2x	23.6x	17.5x	O
A000660	SK하이닉스	반도체	1,383	-10.0	54.7	3.1x	8.2x	5.1x	5.8x	18.8x	13.0x	X
A402340	SK스퀘어	복합기업	156	-2.6	60.9	2.4x	4.3x	1.9x	4.0x	10.1x	6.1x	X
A207940	삼성바이오로직스	제약	66	-6.6	18.3	5.7x	8.3x	2.5x	31.5x	46.0x	14.5x	X
A028260	삼성물산	복합기업	68	-9.5	5.0	1.3x	1.1x	-0.2x	25.1x	28.2x	3.1x	X
A034730	SK	에너지	47	-6.9	21.2	1.0x	1.2x	0.2x	6.2x	17.8x	11.7x	O
A005490	POSCO홀딩스	철강	35	0.2	3.6	0.6x	0.6x	0.0x	17.1x	44.0x	27.0x	O
A267250	HD현대	조선	22	-7.3	19.2	1.7x	1.8x	0.1x	9.8x	14.6x	4.8x	O
A096770	SK이노베이션	에너지	21	4.1	6.6	0.8x	0.9x	0.1x	12.8x	-9.4x	-22.2x	X
A011200	HMM	운송	19	3.9	4.4	0.7x	0.7x	0.0x	15.3x	13.4x	-1.9x	O

주: 자체 퀀트 모형을 통해 도출된 종목
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

밸류 포커스 전략의 특성

〈표 9〉의 상관관계를 보면 VFS는 대형주·고PBR·고수익성·12개월 모멘텀·고유동성 성향을 보인다. 기존 밸류 스타일과 반대 성격으로, 원인은 유니버스와 전략 철학 두 가지다.

기본적으로 대형주 유니버스

VFS는 MSCI 커버리지 종목만으로 구성된다. MSCI의 투자가능시장(IMI)은 시가총액 기준이라 본질적으로 대형주 중심이며, 최근 삼성전자·SK하이닉스의 합산 비중이 50%를 넘어서며 하위 종목이 컷오프에 미달해 코스피 커버리지는 2021년 약 260개에서 현재 200개로 축소됐다. 결과적으로 VFS의 모집단은 코스피200과 유사한 대형주 유니버스가 된다.

표 10. 밸류 포커스 스타일과 여타 전통적 롱숏 스타일 간 상관관계

	시장	규모	가치	수익성	12M 모멘텀	유동성	VFS
시장	1						
규모	-0.46	1					
가치	-0.20	0.08	1				
수익성	0.18	-0.33	-0.19	1			
12M 모멘텀	0.40	-0.33	-0.27	0.30	1		
유동성	-0.59	0.39	0.52	-0.33	-0.69	1	
VFS	0.25	-0.35	-0.15	0.26	0.37	-0.20	1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

가격이 아니라 가치

밸류 포커스 스타일은 저평가 종목만 사는 전략이 아니다. 저평가됐지만 리레이팅 될 종목과 고평가됐지만 정당한 가격인 종목을 함께 매수해 모멘텀과 밸류 스타일을 동시에 추구한다. 이 점이 기존 밸류 스타일과 정반대의 노출 특성을 만든다.

가치 Top Picks

앞서 제시한 밸류 포커스 스타일의 롱 편입 종목이 톱다운 방식이었다면, 이번에는 바텀업 방식으로도 살펴본다.

TTM PBR과 12MF PBR의 갭이 좁고, 12MF ROE가 10% 이상이며, 금리 상황을 고려해 레버리지 변화율이 낮은 종목 10개를 선별했다. 장부가치 평가가 시계열상 안정적이라는 의미로, 배당·자사주 등 주주환원으로 자본이 감소하면 ROE 상승을 통해 곧바로 멀티플 재평가로 이어질 수 있다. 따라서 고배당 기업 여부가 핵심이다. 배당소득 분리과세 시행에 따른 수급 유입과 자본감소 기여가 동시에 작동하는 종목이기 때문이다.

표 11. PBR 리레이팅 기대 가치 종목 Top 10

종목코드	종목명	업종명	시가총액 (조 원)	레버리지 변화율 (FY24/25, %)	12MF ROE (%)	PBR (x)			고배당 기업 (O/X)
						12MF	TTM	갭	
A005930	삼성전자	반도체	1,748	1.6	38.2	2.4x	4.2x	1.8x	O
A009150	삼성전기	전자장비	117	5.0	13.9	10.4x	12.1x	1.7x	O
A329180	HD현대중공업	조선	78	-17.6	24.5	6.0x	8.1x	2.0x	O
A012450	한화에어로스페이스	기타자본재	65	-15.2	19.3	5.1x	6.5x	1.3x	O
A105560	KB금융	은행	59	3.5	10.3	0.8x	0.9x	0.1x	O
A034730	SK	에너지	48	-6.9	21.2	1.0x	1.2x	0.2x	O
A009540	HD한국조선해양	조선	31	-9.8	22.1	1.8x	2.3x	0.5x	O
A267250	HD현대	조선	23	-7.3	19.2	1.7x	1.9x	0.2x	O
A033780	KT&G	담배	19	2.1	13.1	1.9x	2.0x	0.2x	O
A086280	현대글로비스	운송	18	-6.5	14.7	1.5x	1.7x	0.3x	O

자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

성장 Top Picks

TTM PER과 12MF PER의 갭이 크고, 12MF ROE가 10% 이상이며, 레버리지 변화율이 낮은 종목을 선별했다. 갭이 크다는 것은 향후 12개월 이익 컨센서스가 과거 이익 대비 크게 상승함을 의미하며, 현재의 높은 PER이 미래 이익 기준으로는 정당화되는 종목이다. 이익이 실제 컨센서스대로 시현되면 멀티플이 유지되거나 상향 재평가될 가능성이 높다.

표 12. PER 리레이팅 기대 성장 종목 Top 15

(조 원, %, 배)

종목코드	종목명	업종명	시가총액 (조 원)	레버리지 변화율 (FY24/25, %)	12MF ROE(%)	PER			고배당기업 (O/X)
						12MF	TTM	갭	
A000660	SK하이닉스	반도체	1,462	-10.0	54.0	6.1x	19.8x	13.7x	X
A207940	삼성바이오로직스	제약	66	-6.6	18.3	31.7x	46.3x	14.6x	X
A267260	HD현대일렉트릭	전기장비	41	-6.8	34.7	38.4x	52.6x	14.2x	O
A010120	LS ELECTRIC	전기장비	43	-2.5	21.3	75.0x	126.8x	51.7x	X
A298040	효성중공업	전기장비	36	-4.0	26.8	38.0x	70.8x	32.8x	X
A010140	삼성중공업	조선	27	-20.4	21.6	21.6x	48.3x	26.7x	X
A011070	LG이노텍	전자장비	25	-2.6	12.1	30.4x	52.1x	21.7x	X
A307950	현대오토에버	소프트웨어	17	-0.6	11.3	74.1x	96.8x	22.7x	X
A278470	에이피알	화장품	15	-0.9	60.2	24.0x	41.0x	17.0x	O
A007660	이수페타시스	전자장비	10	-29.3	27.3	33.6x	58.9x	25.3x	X
A062040	산일전기	전기장비	8	2.7	27.5	36.0x	51.0x	15.0x	O
A052690	한전기술	유틸리티	6	-13.6	11.3	76.3x	166.1x	89.9x	O
A103590	일진전기	전기장비	5	3.8	20.7	31.5x	43.2x	11.7x	X
A483650	달바글로벌	화장품	3	-3.6	43.2	18.3x	28.7x	10.4x	O
A229640	LS에코에너지	전기장비	2	-12.3	19.9	44.7x	57.5x	12.8x	X

자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

결론: 멀티플 탈출의 조건

할인율 방향 전환

코스피 적정 PBR은 Bull·Base·Bear 시나리오에서 3.5·3.0·2.6배, 적정 PER은 15·13·11배로 도출됐다. 시장 PBR 1.7배 대비 가장 보수적인 Bear에서도 47%, 삼성전자·SK하이닉스를 차감해도 36%의 상승 여력이 남는다. 반도체 호실적 뒤에 가려진 멀티플 상향 조건의 본질은 위험의 하향에 있다. 2025년 4월 COE를 20bp 끌어올리던 거버넌스 리스크가 2026년 5월 40bp 낮추는 요인으로 방향을 틀었고, 코리아 디스카운트가 해소 국면에 진입했음을 시사한다. 자사주 취득·소각 여부에 따른 PBR 리레이팅 격차(주주환원 실시 기업 +29% vs 미실시 +17%)에서도 같은 신호가 확인된다.

베타는 왔지만 알파는 아직이다

시장 평균 종목의 거버넌스 노출(베타)은 우수 쪽으로 이미 강화됐다. 그러나 거버넌스 우수 종목에 대한 실제 보상(알파)은 아직 미흡 종목 쪽에 머물러 있어, 두 축의 갭이 좁혀지는 과정이 코리아 프리미엄 정착의 관건이다. 그 시점은 제도의 실질 적용 시점 이후로 본다. 1·2차 상법개정안의 핵심 조항(감사위원 3% 의결권 합산 제한, 집중투표제 의무화, 감사위원 2인 분리선출 등)은 유예기간이 끝나는 2027년부터 본격 적용되며, 3차 상법개정안의 자사주 의무소각도 기보유분 1년 6개월 유예 이후 이행 여부가 가려진다. 예측가능성은 2027년 정기주주총회에서, 지속가능성은 그 이후 분기·연간 실적에서 검증된다.

다만 세 가지 변수가 이 가정을 흔들 수 있다. ① 반도체 피크아웃 — 사이클성 영업이익 변동은 ROE의 안정성을 흔드는 요인이다. ② 거버넌스 개혁의 정치적 후퇴, ③ 금리 인상 — 50bp 상승 시 적정 PBR 상단이 3.5배에서 3.2배로 하락한다.

가격이 아닌 가격의 이유에 베팅하라

이 국면에서 고려할 만한 전략은 PBR에 거버넌스를 더해 성장주는 담으면서 밸류 트랩은 피하는 밸류 포커스 스타일(VFS)이다. 거버넌스가 우수한 저PBR 종목과 거버넌스로 정당화되는 고PBR 종목을 함께 매수하고, 구조적 밸류 트랩과 잠재적 과대평가 종목은 배제한다. 백테스트 기간(2016-2026) 동안 VFS는 시장과 유사한 변동성으로 의미 있는 초과수익(연 20.1% vs KOSPI 18.1%)을 시현했다.

2026년 연초 리밸런싱 기준 VFS 비중 Top 10은 삼성전자·SK하이닉스·SK스퀘어·삼성물산·POSCO홀딩스·HMM·SK·삼성바이오로직스·SK이노베이션·HD현대다. 이는 두 그룹으로 나뉜다. 성장 그룹(삼성전자·SK하이닉스·SK스퀘어·삼성바이오로직스)은 TTM 대비 12MF PER이 낮아 선행 이익 저평가 폭이 큰 종목이며, 가치 그룹(삼성물산·SK·POSCO홀딩스·HD현대·SK이노베이션·HMM)은 주주환원으로 BPS가 축소되면 ROE 상승을 통해 리레이팅 여지가 큰 종목이다. 특히 고배당 기업은 수급 측면에서 더 유리하다.

VFS가 성장과 가치를 동시에 담는 합성 전략임이 종목 구성에서 그대로 드러난다. 멀티플의 귀환은 가능성으로 열려 있고, 그 검증은 2026년 하반기부터 시작된다.

Appendix

자기자본비용의 추정

방법론

자기자본비용(COE)은 투자자가 기업에 투자할 때 최소한으로 기대하는 수익률로, 기업가치 평가와 자본 조달 비용 산정의 핵심 기준이다. 다만 투자자마다 기대수익률이 다르고 시장의 위험 인식도 시점에 따라 변하므로, COE는 절대적 수치가 아닌 합리적 범위 내에서 통계적으로 추정되는 값이다.

가장 널리 쓰이는 추정 방법은 자본자산가격결정모형(CAPM)으로, 시장 수익률 대비 특정 자산의 민감도(β)를 측정해 기대수익률을 도출한다. 구조가 단순하고 직관적인 장점이 있으나, 시장이라는 단일 요인만 고려하므로 규모·가치·수익성·거버넌스 등 다른 리스크 요인의 기여도를 충분히 설명하지 못하는 한계가 있다.

이를 보완하는 것이 멀티팩터 모형이다. 시장 외 다양한 요인을 함께 반영해 기업의 위험을 보다 정밀하게 평가하며, 그만큼 투자자의 기대와 시장 반응을 더 잘 설명한다. 본 보고서는 시장·규모·가치·모멘텀·수익성·투자성향·유동성 등 7가지 전통적 요인에 거버넌스를 추가한 8요인 모형을 사용하며, 수식은 다음과 같다:

$$E(R) = R_f + \beta_{MKT} \cdot MKT + \beta_{SMB} \cdot SMB + \beta_{HML} \cdot HML + \beta_{UMD} \cdot UMD + \beta_{RMW} \cdot RMW + \beta_{IML} \cdot IML + \beta_{GMB} \cdot GMB$$

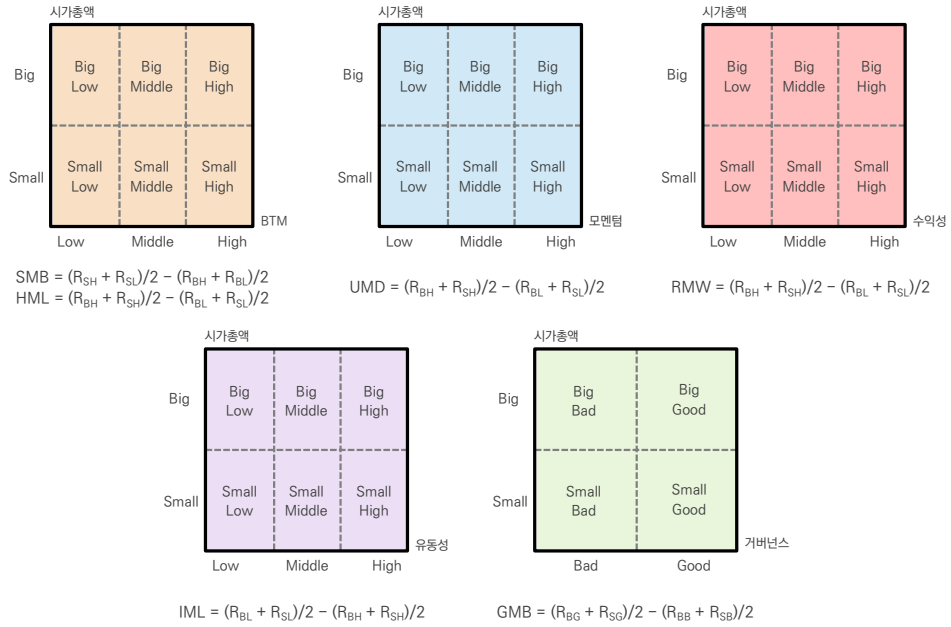
표 13. 8요인 모형 구성 항목 및 정의

리스크 요인	리스크 요인별 프리미엄 계산법	정의
시장	MKT (Market) = 시장수익률 – 무위험수익률	시장 투자 위험에 대한 보상
규모	SMB (Small minus Big) = 소형주 수익률 – 대형주 수익률	소형주 투자 위험에 대한 보상
가치	HML (High minus Low) = 저평가주 수익률 – 고평가주 수익률	저평가주 투자 위험에 대한 보상
모멘텀	UMD (Up minus Down) = 상승주 수익률 – 하락주 수익률	상승주 투자 위험에 대한 보상
수익성	RMW (Robust minus Weak) = 고수익주 수익률 – 저이익주 수익률	고수익주 투자 위험에 대한 보상
유동성	IML (Illiquid minus Liquid) = 저유동주 수익률 – 고유동주 수익률	저유동주 투자 위험에 대한 보상
거버넌스	GMB (Good minus Bad) = 거버넌스 우수주 수익률 – 거버넌스 미흡주 수익률	거버넌스 우수 종목 투자 위험에 대한 보상

주1: 베타는 각 리스크 요인에 대한 자산의 민감도를 의미 / E(R)은 기대수익률/자기자본비용 ; Rf는 무위험수익률
주2: 수익률은 배당금과 배당금 재투자를 가정한 토탈리턴 사용 / 모멘텀은 12개월 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

각 자산의 β는 위 수식을 회귀분석해 추정하며, 추정된 β에 해당 요인의 프리미엄을 곱한 값이 그 요인이 COE에 기여하는 위험 비용이 된다. 거버넌스 요인을 예로 들면, 회귀분석으로 추정한 β_{GMB}가 0.3이고, 동기간 거버넌스 프리미엄(GMB = 거버넌스 우수주 수익률 – 미흡주 수익률)이 -1.3%라면, 거버넌스 요인이 COE에 기여하는 값은 0.3 × (-1.3%) = -0.39%가 된다. 거버넌스 우수 종목에 대한 노출이 양(+)이고 우수 종목의 초과수익이 음(-)인 구간에서는 거버넌스 요인이 COE를 약 39bp 낮추는 프리미엄 요인으로 작동한다는 의미다. 동일한 방식으로 7개 요인 각각의 기여도를 합산하고 무위험수익률을 더하면 최종 COE가 산출된다.

그림 39. 리스크 요인별 상세 계산 방법



주: BTM = 1/PBR; 유동성 = 절대수익률/거래량
자료: 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스 수준 판단

본 보고서는 거버넌스 수준 측정에 MSCI 거버넌스 점수를 사용한다. 동 점수는 이사회 구조와 독립성, 소유·지배 구조, 경영진 보상 체계, 회계 투명성과 감사 품질, 사업윤리와 조세 투명성 등 5개 영역을 정량·정성적 방법으로 평가한다.

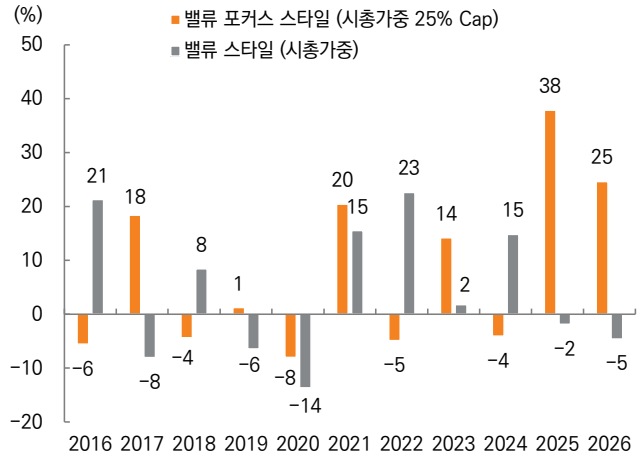
MSCI의 거버넌스 데이터가 정량적 분석에 유용한 이유는 크게 두 가지다.

첫째, 측정 기반(measurement-based) 방법론이라는 점이다. MSCI 점수는 정관, 사업보고서, 주총 자료, 이사회 구성 공시 등 객관적 자료에서 거버넌스 변수를 추출해 점수화한다. 기업 자체 설문에 기반하는 평가 방식과 달리 평가자 주관과 응답 편의를 최소화하며, 거버넌스 문제에 있어서 자산가격결정론을 도입한 Gompers, Ishii, Metrick(2003)의 G-Index 계열의 측정 기반 거버넌스 평가 방법론을 잇는다.

둘째, 글로벌 평가 기준의 일관성이다. 코리아 디스카운트와 프리미엄은 외국인 투자자가 한국 시장을 어떻게 평가하는지도 중요하다. 글로벌 단일 기준으로 산출되는 MSCI 점수는 한국 시장의 상대적 위치를 진단하기에 적합하다.

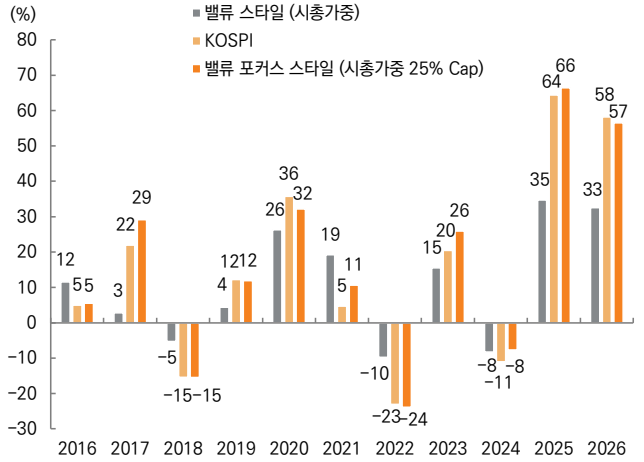
밸류 포커스 스타일 다기간 검증

그림 40. 연도별 롱숏 스타일 수익률



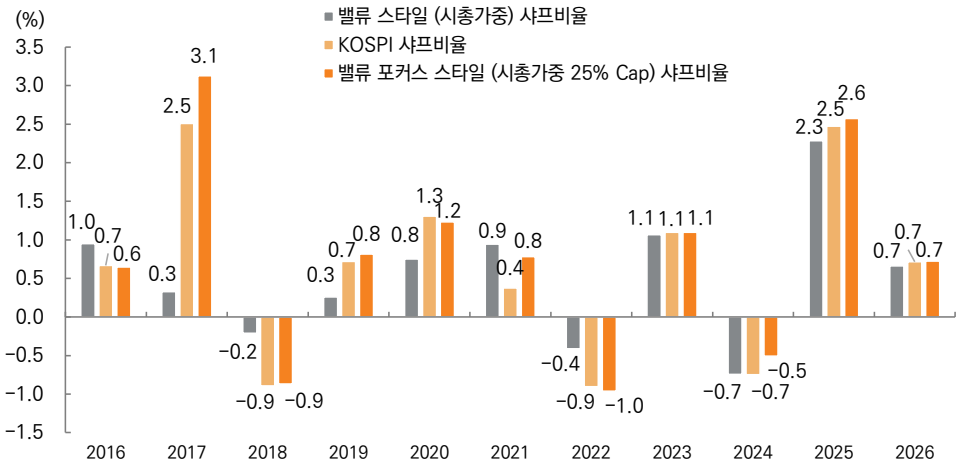
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 연도별 롱 스타일 수익률



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 연도별 롱 스타일 샤프비율



주: 무위험수익률 2% 가정
자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

참고문헌

I. Eugene F. Fama, Kenneth R. French, Choosing factors, Journal of Financial Economics, Volume 128, Issue 2, 2018, Pages 234-252, ISSN 0304-405X

II. Yakov Amihud, Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects, Journal of Financial Markets, Volume 5, Issue 1, 2002, Pages 31-56, ISSN 1386-4181

III. M. M. Carhart, On Persistence in Mutual Fund Performance, The Journal of Finance, Volume 52, Issue 1, 1997, Pages 57-82

IV. Roy Henriksson, Joshua Livnat, Patrick Pfeifer, Margaret Stumpp, Integrating ESG in Portfolio Construction, Journal of Portflio Management, Volume 45, Issue 4, 2019, Pages 67-81

V. Guido Giese, Linda-Eling Lee, Dimitris Melas, Zoltan Nagy, Laura Nishikawa, Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance, Journal of Portfolio Management, Volume 45, Issue 5, 2019, Pages 69-83

VI. Paul Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick, Corporate Governance and Equity Prices, The Quarterly Journal of Economics, Volume 118, Issue 1, 2003, Pages 107-155

VII. Vasicek, Oldrish A, A Note on Using Cross-Sectional Information in Bayesian Estimation of Security Betas, Journal of Finance, American Finance Association, vol. 28(5), pages 1233-1239, 1973

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.