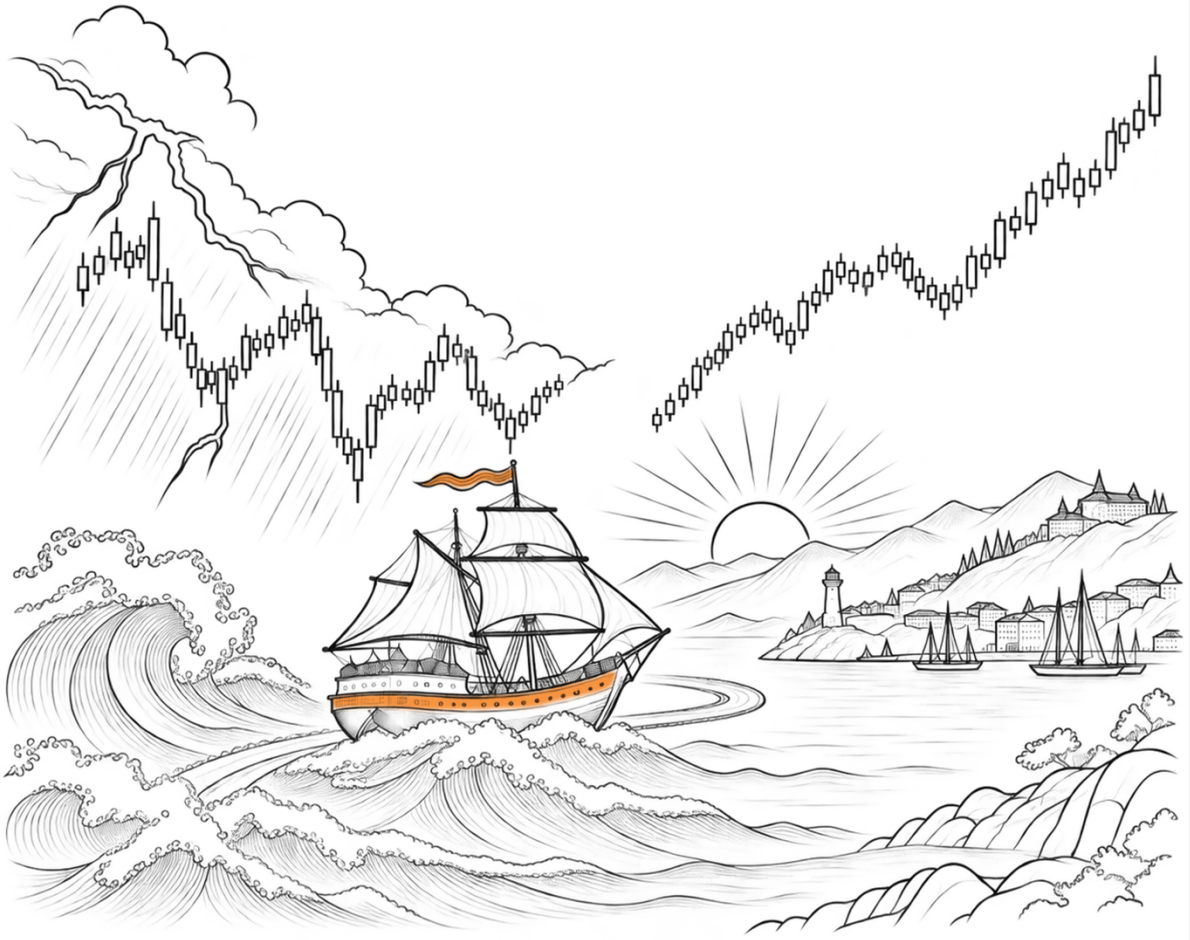
# OUTLOOK 2027

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Investment Strategy
2026. 11. 10

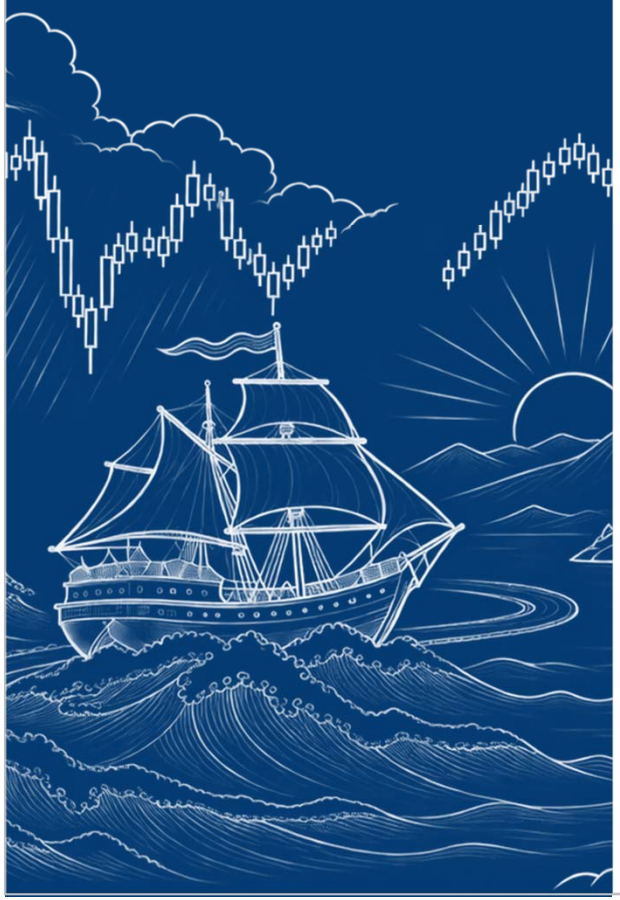
## 주식전략

From Volatility to Value



**유명간** myounggan.yoo@miraeasset.com

# CONTENTS




| | | |
|---|---|---|
| 요약 | 2027년 주식시장 전망 | 03p |
| I. | From Volatility: 변동성 함정 | 07p |
| II. | To Value: 펀더멘털로 회귀 | 30p |
| III. | 선호 업종 및 Top Picks | 66p |
| IV. | Appendix | 74p |

# [요약] 2027년 주식시장 전망

## From Volatility to Value

**01**
**From Volatility**
**: 변동성 함정**

- 코스피 12개월 선행 PER 3배 중후반으로 사상 최저 수준이지만 외국인은 올해 219조원을 순매도
- 외국인 매도 이유는 변동성. 외국인 투자 비중은 1) 기대수익률에 비례하지만 2) 변동성 제곱에 반비례
- 올해 변동성 확대는 글로벌 요인보다 한국 고유 요인이 컸음(VKOSPI 20pt → 59pt, VIX 19pt → 18pt)
- 반도체 쏠림(시가총액 비중 연초 36% → 51%)과 종목 간 동조화(주가 상관계수 0.20 → 0.67)로 증시 변동성이 구조적으로 상승. 기대수익률(1/PER)이 높아도 변동성이 낮아져야 외국인 수급 회복 가능할 전망
- 반도체 외 업종의 실적 개선에 따른 쏠림과 동조화 완화로 변동성 하락을 기대. 외국인 수급 개선 및 증시 회복 국면에서 퇴직연금 중심 개인 머니무브 재개 가능

**02**
**To Value**
**: 펀더멘털로 회귀**

- 이익 증가율은 둔화가 아닌 정상화 국면. 27년, 28년 코스피 영업이익 컨센서스는 1,439조원(+43%YoY), 1,577조원(+9.6%YoY). 반도체 컨센서스 상단과 하단 기준 증가율은 27년 +32~+54%, 28년 -5~+25%
- 전체 이익 증가율은 상반기가 높지만 반도체 외 업종은 하반기로 갈수록 높아지는 궤적
- 물가, 환율 여건상 큰 폭의 이익률 개선 기업이 희소해지며 해당 기업의 프리미엄 부각
- 과거 PER 저점(=이익 사이클 정점) 이후 PER은 평균 6개월 +18%, 1년 +29% 상승. 이익 증가율 정상화 국면에서 내년 상반기 PER 회복을 기대. 27년, 28년 ROE 각각 26%, 23%로 높은 수준 유지
- 설비투자 부담 완화와 운전자본 관리로 잉여현금흐름도 개선 지속. 주주환원 확대 흐름 이어질 전망

**03**
**선호 업종**
**Top Picks**

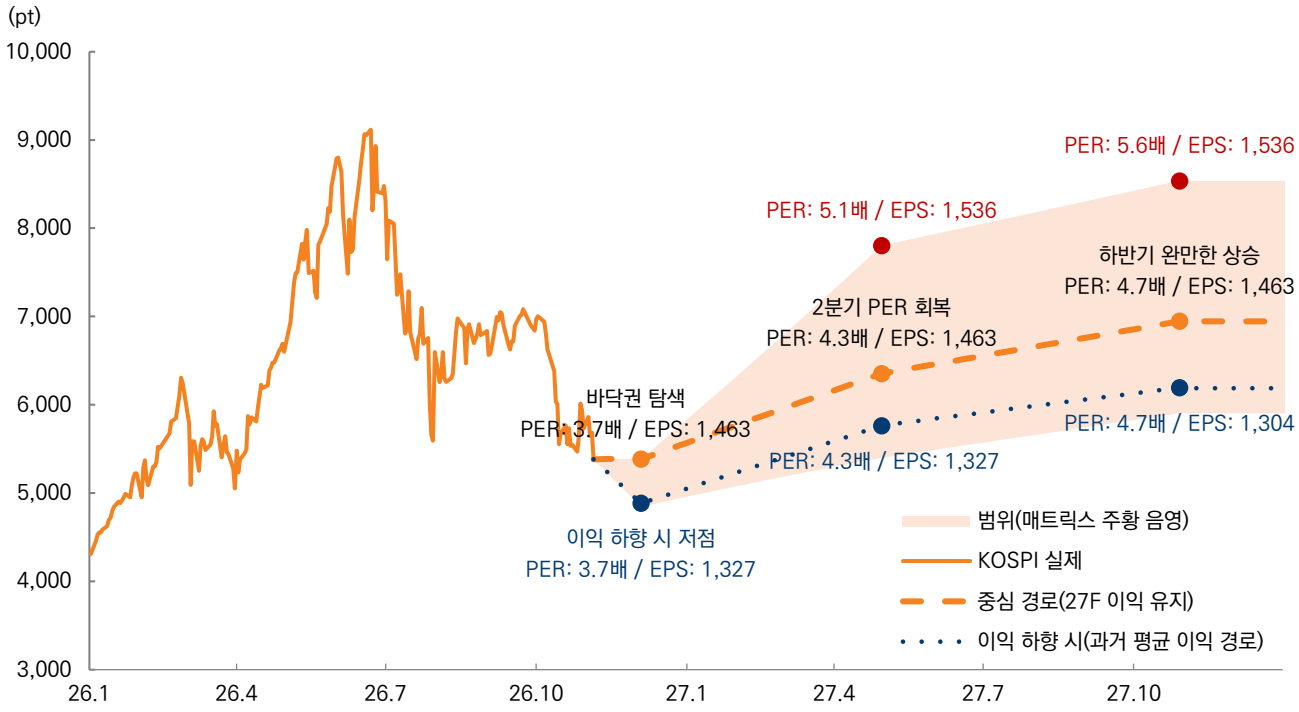
- ① 매출 성장: 헬스케어, 2차전지, 화장품
  ② 이익률 개선: 인터넷, 호텔/레저, 유틸리티
  ③ 변동성 대비 기대수익률: 반도체
- (Top Picks) 삼성바이오로직스, 셀트리온, SK바이오팜, LG에너지솔루션, 삼성SDI, 에이피알, 코스맥스, NAVER, 삼성에스디에스, 파라다이스, GS피앤엘, 대한항공, 한국전력, 삼성전자, SK하이닉스, SK스퀘어, DB하이텍

# [요약] 2027년 전망: From Volatility to Value

## 변동성 완화 이후 펀더멘털로 회귀

- 국내 기업 실적은 둔화보다 정상화 국면으로 판단. 증시 변동성 축소로 밸류에이션 회복 전망
- 상반기는 증시 변동성 완화와 함께, 12월 연준의 마지막 인상 이후 27년 연내 동결과 장기금리 하향 안정 기대가 형성되며 PER 회복과 외국인 수급 개선을 기대. 지수 상승률도 상반기 우위 예상
- 하반기는 높은 이익 수준에 따른 주주환원 확대 흐름으로 완만한 상승 기대
- 리스크 요인은 지정학적 불확실성, AI 수익성 우려, 연준의 추가 긴축, 유럽 재정 우려 등

**2027년 코스피 EPS, PER**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

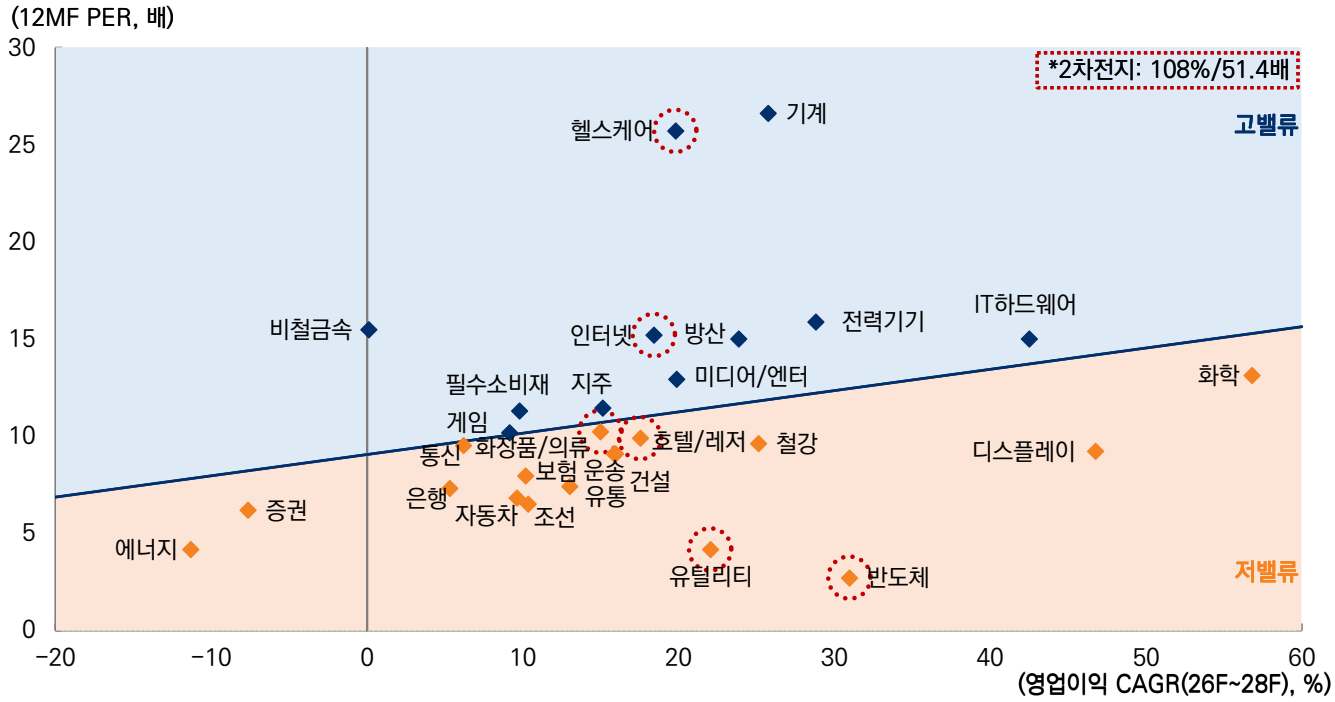
# 2027년 선호 업종: 1) 성장 + 효율, 2) 변동성 대비 기대수익률

Top Sectors

## 업종 선택이 중요

- 이익 증가율이 정상화되는 국면으로 27~28년 매출 성장률이 높고, 이익률 개선이 지속되는 업종이 유리한 선택. 또한, 반도체는 변동성 대비 기대수익률 매력 관점에서 선호 유지
- 1) 매출 성장: 헬스케어, 2차전지, 화장품
- 2) 이익률 개선: 인터넷, 호텔/레저, 유틸리티
- 3) 변동성 대비 기대수익률: 반도체

**업종별 12개월 선행 PER과 영업이익 증가율(2년 CAGR)**




주: PER = 합산 시총 ÷ 합산 12MF 순이익
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 2027년 Top Picks

Top Pick

| 2027년 선호 업종 | 종목코드 | 종목명 | 시장 | 시가총액 (조원) | 주가 상승률(%) | | 매출액 증가율(%) | | 영업이익 증가율(%) | | 영업이익률 개선 폭(%p) | | 12MF P/E | 12MF P/B |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 3M | YTD | 2027F | 2028F | 2027F | 2028F | 2027F | 2028F | | |
| 매출 성장<br>: 헬스케어, 2차전지, 화장품 | A207940 | 삼성바이오로직스 | KS | 70.4 | 2.7 | -9.6 | 16.4 | 9.6 | 17.1 | 8.1 | 0.3 | -0.6 | 32.8 | 6.2 |
| | A068270 | 셀트리온 | KS | 49.9 | 13.0 | 24.6 | 17.0 | 11.5 | 25.2 | 13.0 | 2.3 | 0.5 | 27.3 | 2.5 |
| | A326030 | SK바이오팜 | KS | 7.1 | 10.5 | -27.3 | 20.6 | 16.2 | 31.5 | 25.8 | 3.3 | 3.3 | 17.8 | 4.8 |
| | A373220 | LG에너지솔루션 | KS | 81.0 | 3.1 | -6.1 | 26.7 | 19.2 | 213.6 | 61.3 | 4.7 | 2.8 | 61.5 | 3.7 |
| | A006400 | 삼성SDI | KS | 41.0 | 18.7 | 88.9 | 24.8 | 23.9 | 163.8 | 80.3 | 3.9 | 3.4 | 31.1 | 1.6 |
| | A278470 | 에이피알 | KS | 10.1 | -24.8 | 16.5 | 36.4 | 25.0 | 39.7 | 28.1 | 0.6 | 0.6 | 13.5 | 7.6 |
| | A192820 | 코스맥스 | KS | 3.0 | 35.6 | 62.3 | 19.0 | 13.5 | 25.7 | 17.7 | 0.5 | 0.3 | 13.4 | 3.5 |
| 이익률 개선<br>: 인터넷, 호텔/레저, 유틸리티 | A035420 | NAVER | KS | 28.1 | -19.3 | -23.8 | 15.2 | 17.6 | 19.7 | 21.5 | 0.6 | 0.5 | 13.2 | 0.9 |
| | A018260 | 삼성에스디에스 | KS | 15.9 | -11.1 | 19.5 | 5.4 | 5.8 | 31.5 | 11.5 | 1.4 | 0.4 | 18.5 | 1.4 |
| | A034230 | 파라다이스 | KS | 0.9 | 1.4 | -40.1 | 7.7 | 5.6 | 21.3 | 15.2 | 1.6 | 1.3 | 8.9 | 0.5 |
| | A499790 | GS피앤엘 | KS | 0.6 | -36.9 | -33.1 | 9.7 | 6.6 | 15.6 | 12.2 | 1.2 | 1.2 | 7.8 | 0.6 |
| | A003490 | 대한항공 | KS | 11.2 | 12.8 | 34.6 | -1.1 | 2.1 | 217.1 | 27.1 | 5.2 | 1.8 | 8.4 | 1.0 |
| | A015760 | 한국전력 | KS | 20.1 | -12.2 | -33.6 | 1.1 | 1.7 | 37.3 | 25.3 | 2.8 | 2.4 | 3.6 | 0.4 |
| 변동성 대비 기대수익률<br>: 반도체 | A005930 | 삼성전자 | KS | 1,178.0 | -18.1 | 68.1 | 38.9 | 13.1 | 58.4 | 10.2 | 7.4 | -1.5 | 2.9 | 1.2 |
| | A000660 | SK하이닉스 | KS | 923.3 | -24.2 | 94.2 | 57.9 | 13.5 | 62.5 | 9.8 | 2.2 | -2.6 | 2.5 | 1.2 |
| | A402340 | SK스퀘어 | KS | 106.7 | -27.7 | 119.8 | 27.8 | 22.3 | 20.4 | -10.1 | -10.3 | -44.0 | 1.8 | 1.0 |
| | A000990 | DB하이텍 | KS | 3.7 | -5.9 | 25.3 | 15.0 | 10.1 | 35.2 | 22.1 | 4.4 | 3.2 | 7.6 | 1.2 |

주: 2026년 11월 5일(목) 종가 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

I

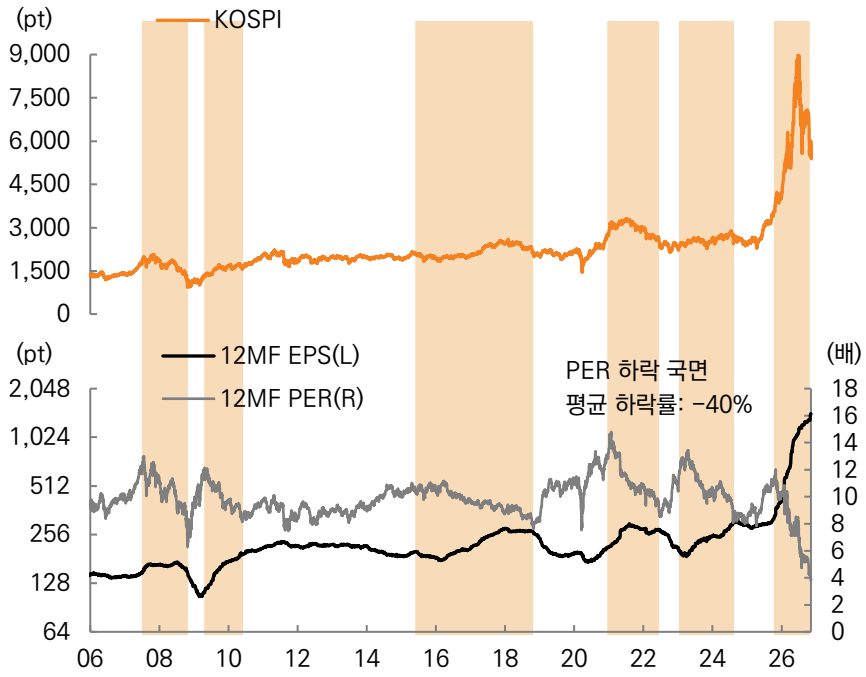
# From Volatility: 변동성 함정

# [2026년 리뷰] 상반기 실적 주도 급등, 하반기 밸류에이션 하락

**주가 상승률 =**
**EPS 변화 x PER 변화**

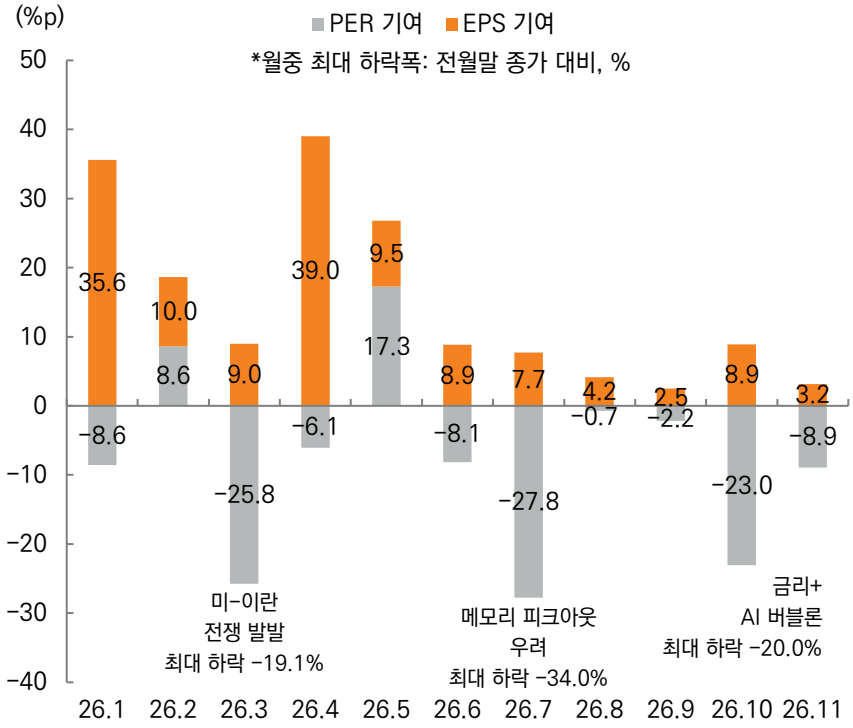
- 2026년 KOSPI, KOSDAQ은 각각 +28%, -27%(11/5 기준)
- 상반기 지수 상승(+101%)은 반도체 실적 개선 효과가 대부분
- 12개월 선행 PER은 연초 10.3배→6월말 7.7배→현재 3.8배. PBR은 1.26배→현재 1.01배
- 과거 변동성 확대 국면에서 코스피 PER은 고점 대비 평균 40% 하락(-32% ~ -52%). 올해 6월말 대비 PER은 50% 하락

**코스피 12개월 선행 EPS와 PER**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**코스피 주가 상승 요인 분해**



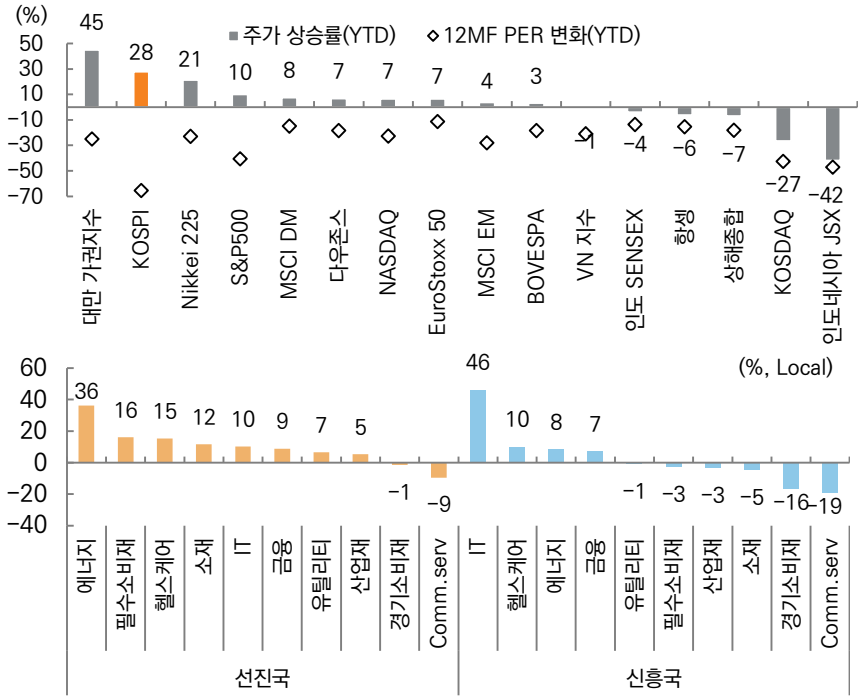

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# [2026년 리뷰] 한국, 대만 성과 우위

## 금리 상승으로 증시 밸류에이션 하락

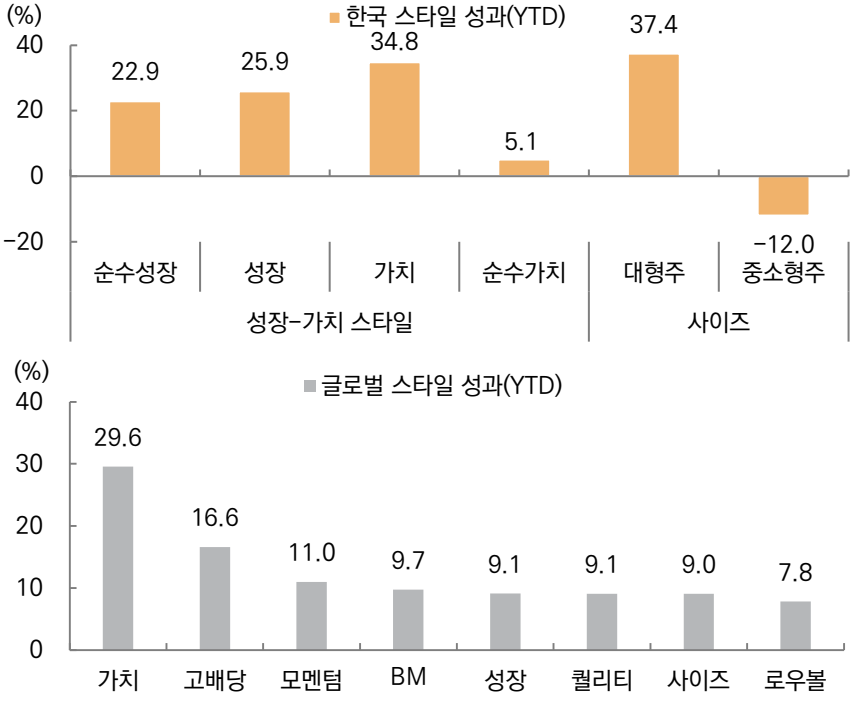
- 2026년 선진국, 신흥국 증시 성과는 각각 8%, 4%.
- 금리 상승 영향으로 글로벌 증시 PER은 연초 대비 하락(평균: -27%)
- 한국, 대만, 일본 등 IT 비중이 높은 국가들의 성과가 긍정적. 중국, 인도 등은 부진
- 글로벌은 가치, 고배당, 모멘텀 스타일이 주도. 한국은 대형주가 강세, 성장/가치 혼합형이 양호

### 전세계 2026년 주가 상승률




주: 2026년 11월 5일(목) 종가 기준
자료: LSEG, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### 스타일별 2026년 주가 상승률



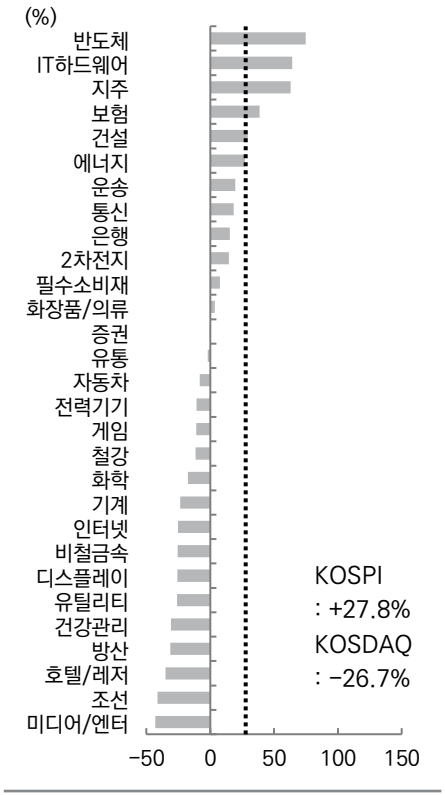

주: 한국 스타일은 WMI500 Style Index, 글로벌 스타일은 MSCI World Factor Index
자료: FnGuide, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# [2026년 리뷰] 상반기 반도체 쏠림, 하반기 확산

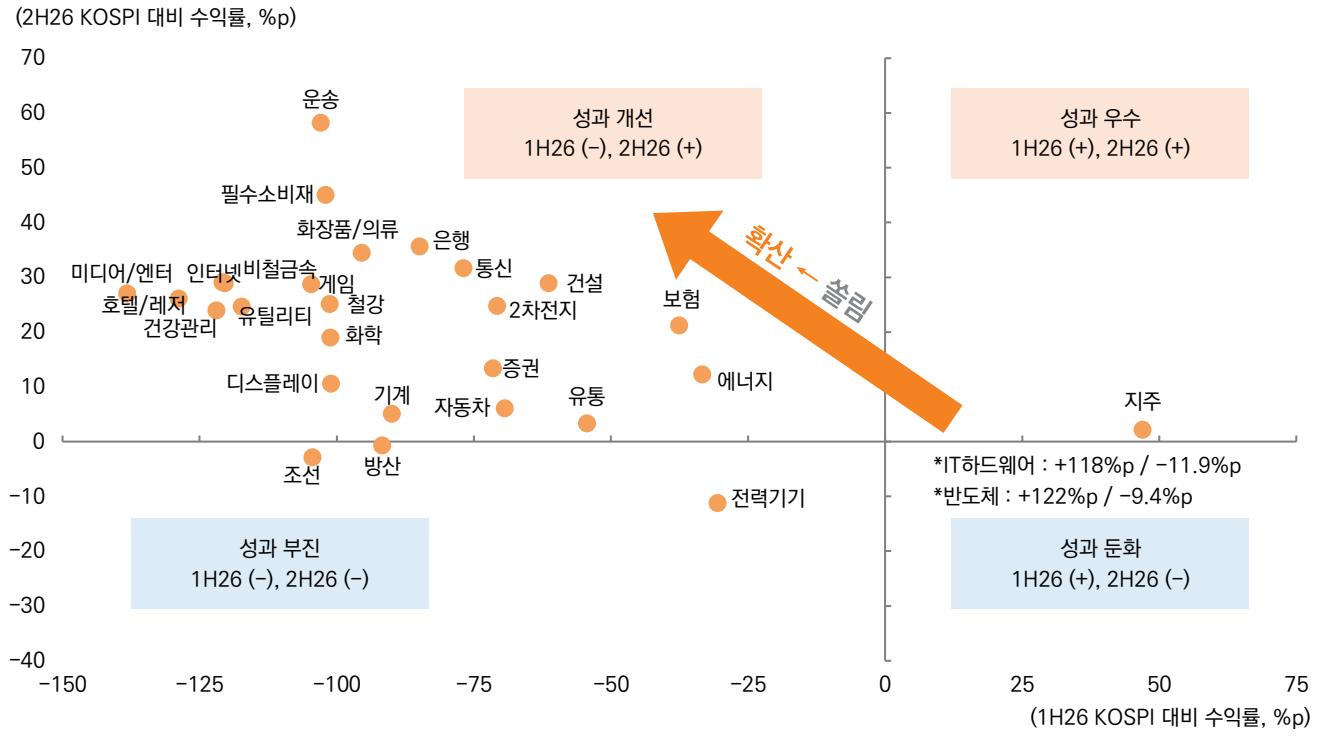
**상반기 쏠림**
**→ 하반기 확산**

- 올해 KOSPI 수익률(+27.8%)을 상회한 업종은 5개. 업종별 성과 차별화가 뚜렷
- 상반기 성과 부진 & 하반기 개선: 운송, 필수소비재, 화장품/의류, 은행, 2차전지 등
- 상반기 성과 양호 & 하반기 부진: 반도체, IT하드웨어
- 상반기, 하반기 성과가 모두 부진했던 업종: 전력기기, 조선, 방산

**업종별 2026년 주가 상승률(YTD)**




**업종별 2026년 상반기, 하반기 상대 수익률(코스피 대비)**



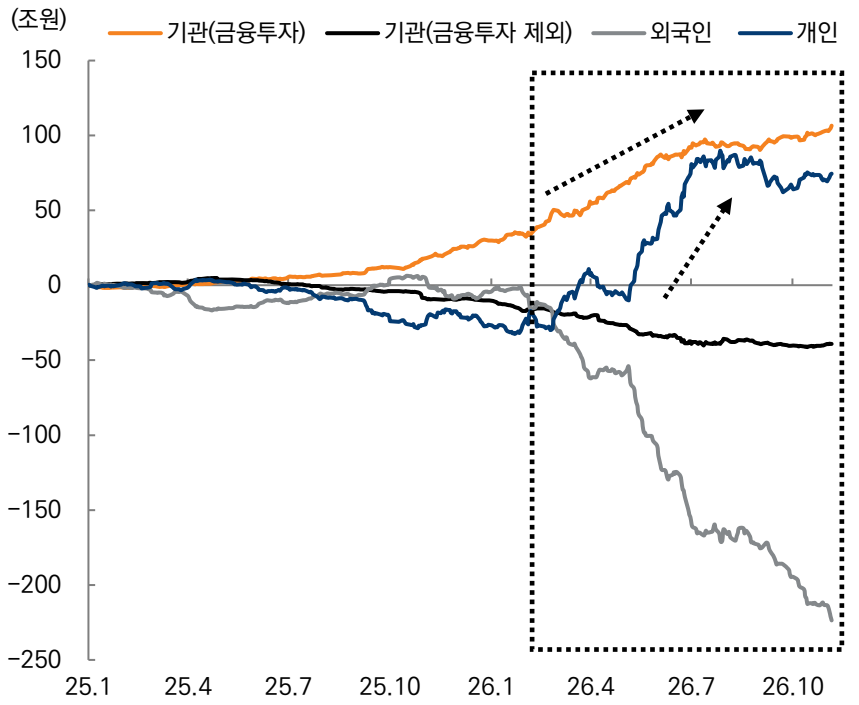

주: 2026년 11월 5일(목) 종가 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# [2026년 리뷰] 투자 주체별 매매 동향

**외국인: 사상 최대 순매도**
**기관: 금투 제외 순매도**

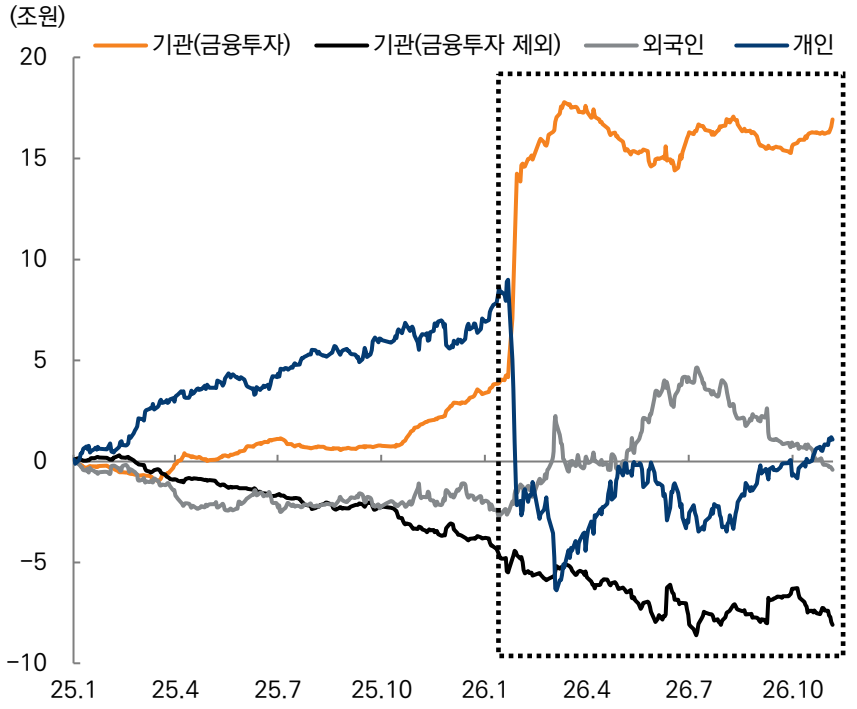
- 올해 외국인은 코스피를 219조원 순매도(11/6 기준). 사상 최대 규모. 코스닥은 상반기 6.0조원 순매수 이후 하반기 4.3조원 순매도
- 기관은 금융투자와 금융투자 제외를 구분. 개인들의 ETF 거래 확대로 금융투자 수급 대부분은 개인으로 판단. 금융투자를 제외한 기관은 코스피, 코스닥 모두 28.9조원, 4.3조원 순매도
- 금융투자 + 개인은 코스피, 코스닥 각각 +177.4조원, +7.6조원 순매수. 코스피는 하반기 둔화

**코스피 외국인/기관/개인 누적 순매수 추이**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**코스닥 외국인/기관/개인 누적 순매수 추이**



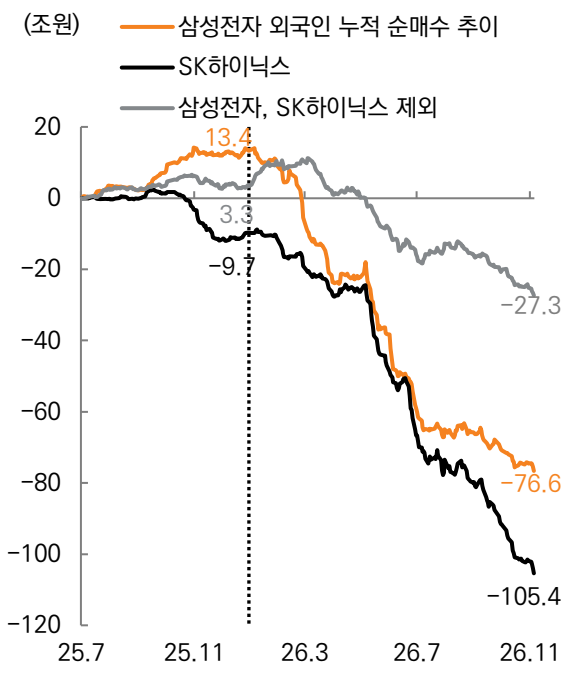

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 외국인 순매도는 반도체에 집중

## 외국인 매도
## : 차익실현+리밸런싱+?

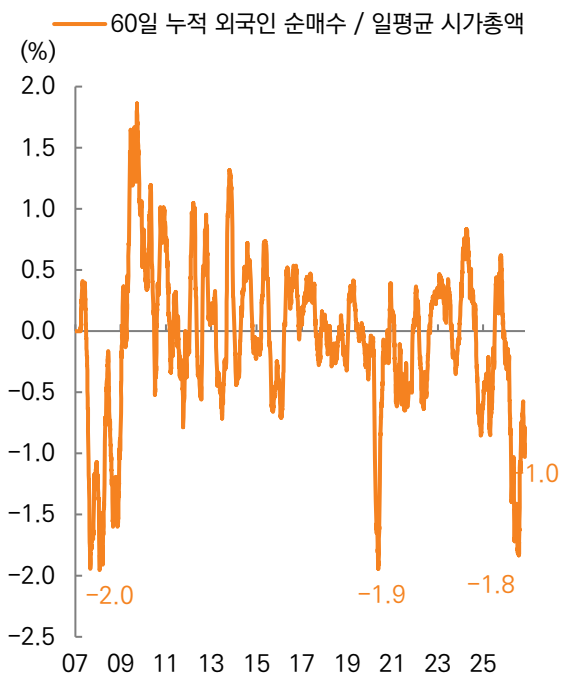
- 외국인 순매도는 보유 종목에 대한 차익실현 및 리밸런싱 영향이 컸다고 판단. 순매도는 삼성전자와 SK하이닉스에 집중(올해 각각 -90조원, -96조원, 그 외 -31조원)
- 올해 코스피 시가총액은 28% 증가. 외국인 보유 시가총액은 34% 증가(6/22 고점 기준 각각 114%, 146%).
- 60일 누적 순매도의 시가총액 대비 비율은 7월말 -1.8%까지 확대, 2020년 코로나19(-1.9%), 2008년 금융위기(-2.0%)와 유사한 수준. 11/5 기준 -1.0%
- 최근 우호적인 환율 여건, 역사적으로 낮은 밸류에이션에도 대규모 매도는 변동성이 높았기 때문

**외국인 순매도 지속**



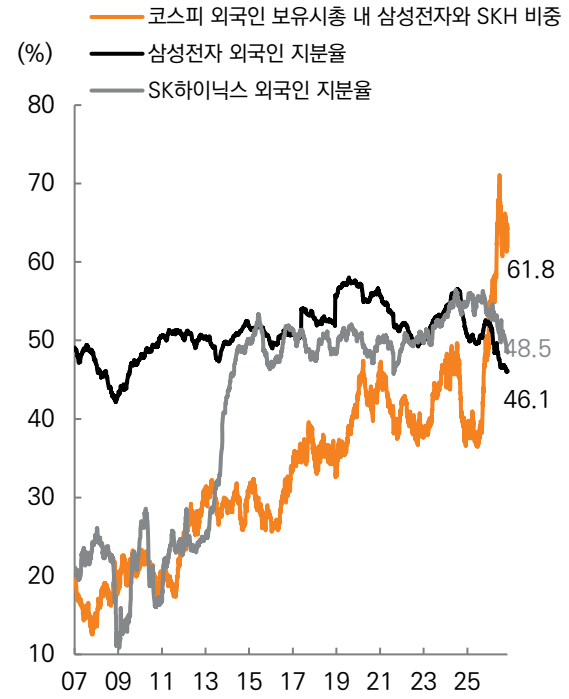

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**순매도 강도는 7월 금융위기 수준에서 완화**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**삼성전자, SK하이닉스 외국인 지분율**



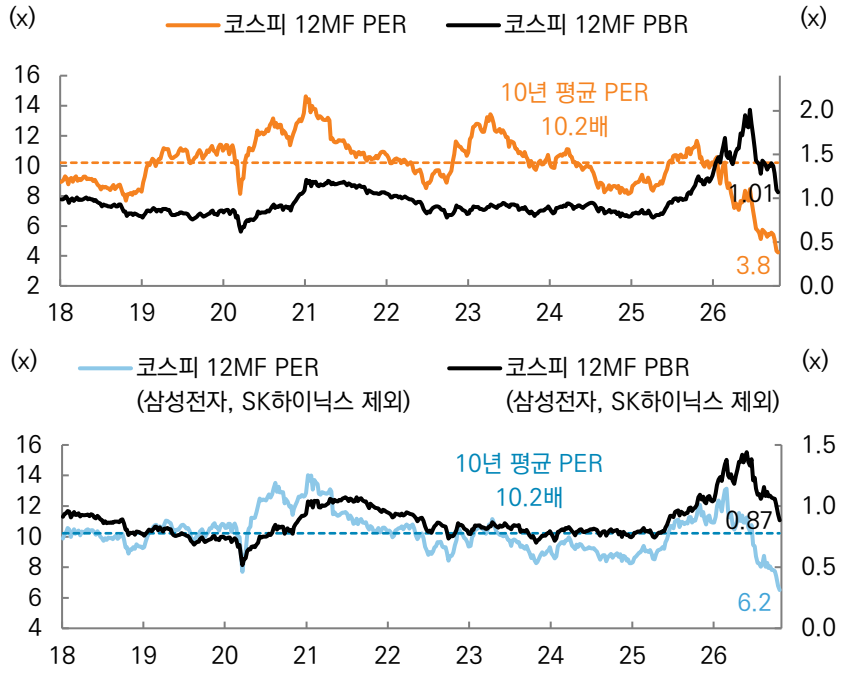

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 극단적으로 싸진 코스피, 외국인은 매도로 일관

**밸류에이션 매력**
**≠ 외국인 순매수**

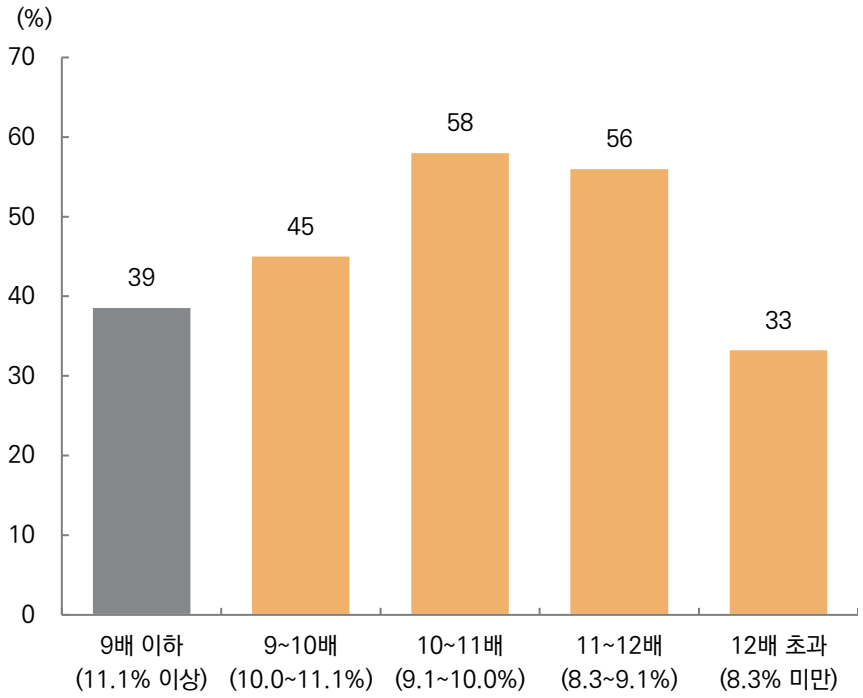
- 코스피는 역사적으로 가장 낮은 밸류에이션까지 하락. 코스피 12개월 선행 PER 3.8배(11/5). 이익이 30% 하향 조정되더라도 PER은 5.4배 수준
- 삼성전자, SK하이닉스 제외 코스피 12개월 선행 PER은 6.2배로 올해 고점 대비 52% 하락
- 그럼에도 불구하고 외국인은 순매도 지속(YTD: -219조원). 과거 밸류에이션이 낮을 때 외국인 순매수 확률은 오히려 낮았음. 9배 이하에서 월간 외국인 순매수 확률은 39%

**코스피 12개월 선행 PER, PBR**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**PER 구간별 외국인 순매수 비율**



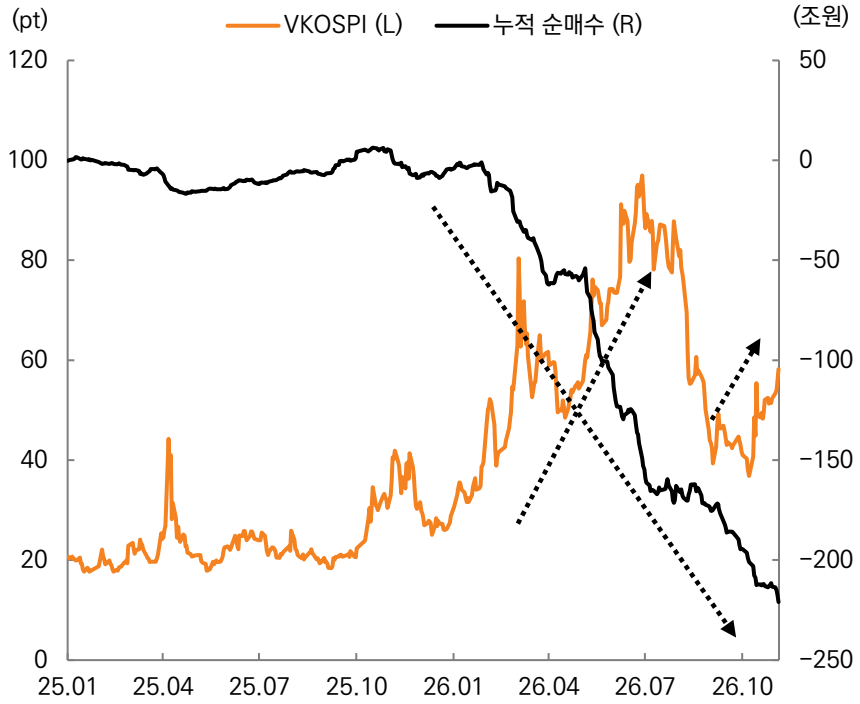

주: 2005.1~2026.10 월간. 괄호 = 이익수익률(1/PER). 2026년 3~10월은 모두 9배 이하
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 외국인 매도 이유는 “변동성”

## 한국 증시 고유의 변동성이 높아짐

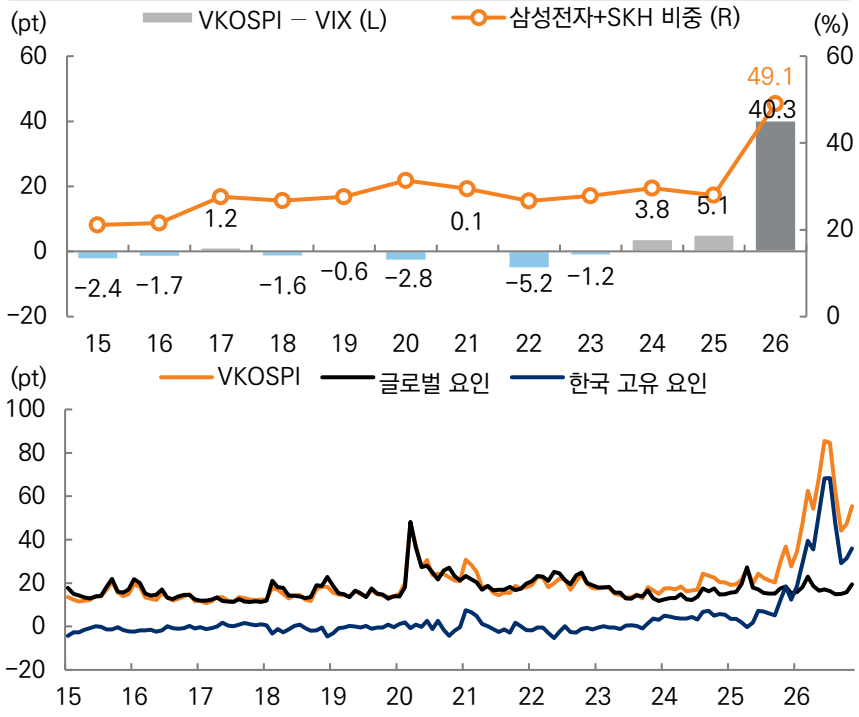
- 외국인이 한국을 피한 이유는 변동성
- 올해 한국 증시 변동성이 크게 높아졌는데, 글로벌 요인보다 한국 고유 요인이 컸음
- VKOSPI 47pt (10월 평균) 중 글로벌 요인 16pt, 한국 고유 요인 31pt 수준
- VKOSPI – VIX는 2005~25년 평균 +0.85pt에서 2026년 +40.3pt로 확대

### VKOSPI와 외국인 누적 순매수(2025년 이후)




주: 일간, 2025.1.2~2026.11.5 외국인 누적 순매수는 2025년 초 이후 합계(유가증권시장)
자료: FnGuide, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### VKOSPI 상승은 한국 증시 고유의 문제



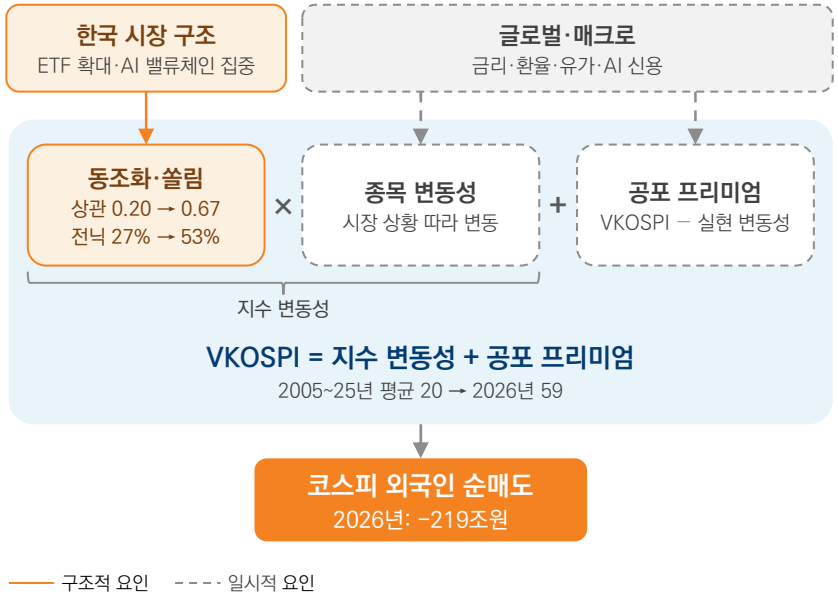

주: 글로벌 요인 = 4.18 + 0.808×VIX – 0.0223×MOVE ($R^2$ 0.83). 한국 고유 요인=VKOSPI – 글로벌 요인
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# VKOSPI = 한국 주식 보유 비용

## VKOSPI
## = 변동성 + 공포 프리미엄

- VKOSPI는 KOSPI200 옵션 가격으로 계산한 향후 1개월 예상 변동성. 하락 보험(풋옵션) 가격이 오르면 상승 (VKOSPI ≈ 지수 변동성 + 공포 프리미엄)
- 또한, 외국인에게 VKOSPI는 한국 주식을 들고 있는 비용으로 해석
- VKOSPI는 2005~25년 20pt에서 올해 평균 59pt 수준으로 상승. 글로벌 매크로 불확실성에 더해 한국 시장 구조(동조화 및 쏠림)의 변화가 크게 기여

### VKOSPI의 구조




주1: 동조화 = 종목 간 수익률의 상관계수, 쏠림 = 삼성전자, SK하이닉스 시가총액 비중
주2: 공포 프리미엄 = VKOSPI − 실현 변동성
자료: 미래에셋증권 리서치센터

### VKOSPI의 의미

| VKOSPI | 하루 등락폭 | 한 달 등락폭 | 시점 |
|---|---|---|---|
| 20 | ±1.3% | ±5.8% | 2005~25년 |
| 47 | ±3.0% | ±13.6% | 2026년 10월 평균 |
| 70 | ±4.4% | ±20.3% | 2008년 금융위기 |
| 85 | ±5.4% | ±24.6% | 2026년 6월 |

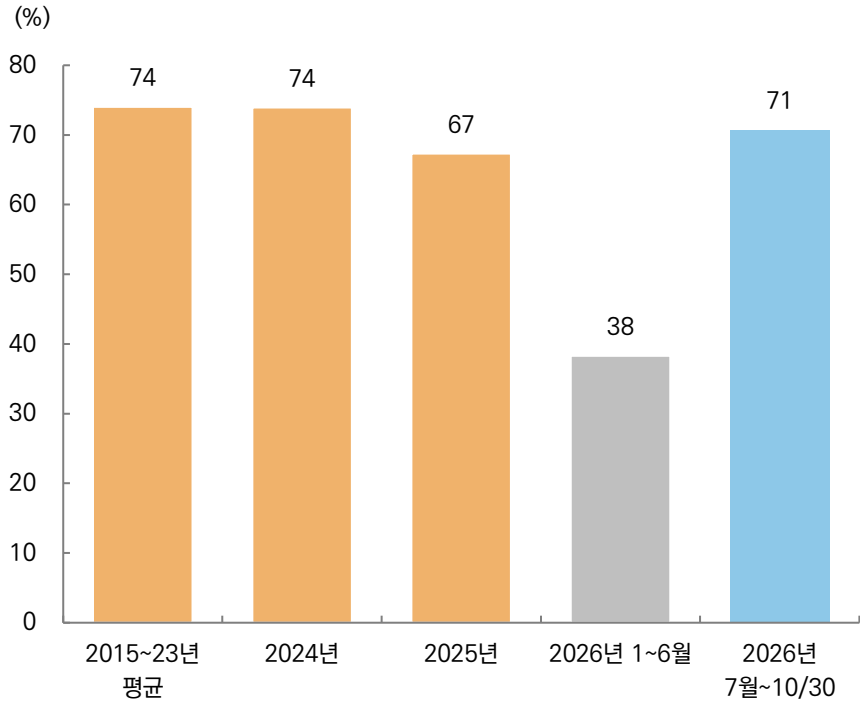
주: VKOSPI는 향후 1개월 예상 변동성(연환산). 1D 등락폭 = VKOSPI ÷ √252, 1M 등락폭 = VKOSPI ÷ √12
자료: 미래에셋증권 리서치센터

# 8~9월 반등에서도 VKOSPI는 높은 수준을 유지

## VKOSPI ≈ 지수 변동성 + 공포 프리미엄

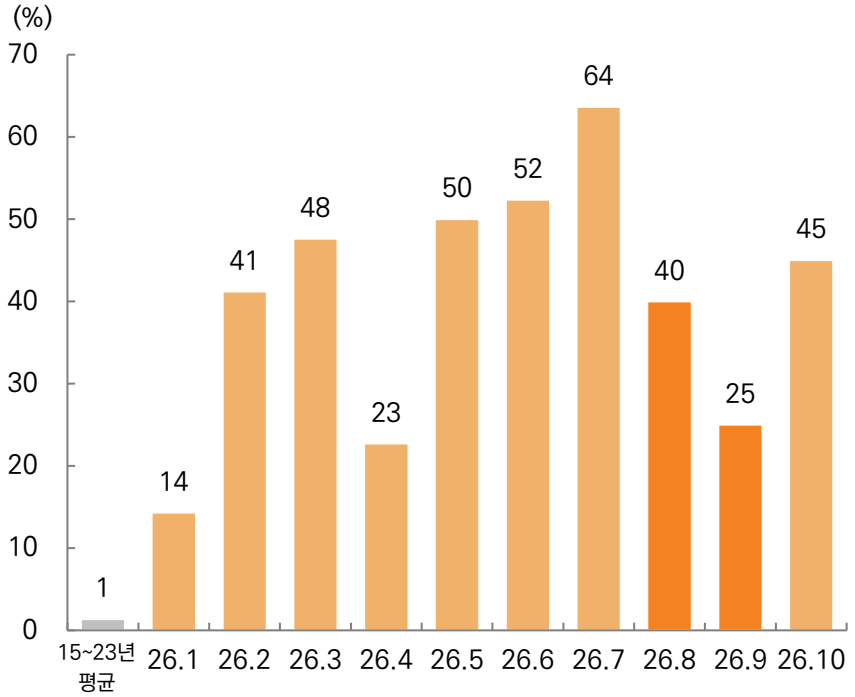
- 8~9월 반등 국면에서도 VKOSPI는 높은 수준을 유지. 외국인도 8월 -10조원, 9월 -22조원 순매도
- 공포 프리미엄(VRP, Volatility Risk Premium)은 축소. KOSPI200 상승일 중 VKOSPI 하락일 비중 상반기 38% → 7월 이후 71%(2015~23년 평균 74%)
- 지수 변동성이 매우 높은 수준을 유지. 8~9월 거래일의 32%가 ±3% 이상 등락(2015~23년 평균 1.4%). 삼성전자·SK하이닉스 중심의 동조화와 쏠림도 지속
- 일간 등락폭이 VKOSPI의 예상 등락폭을 넘어선 날이 7월 이후 36%를 기록(2015~23년 평균 25%)

**KOSPI200 상승일 중 VKOSPI 하락일 비중**




주: KOSPI200이 상승한 날 가운데 VKOSPI가 전일보다 내린 날의 비율
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**KOSPI200 일간 ±3% 이상 등락일 비중(월별)**



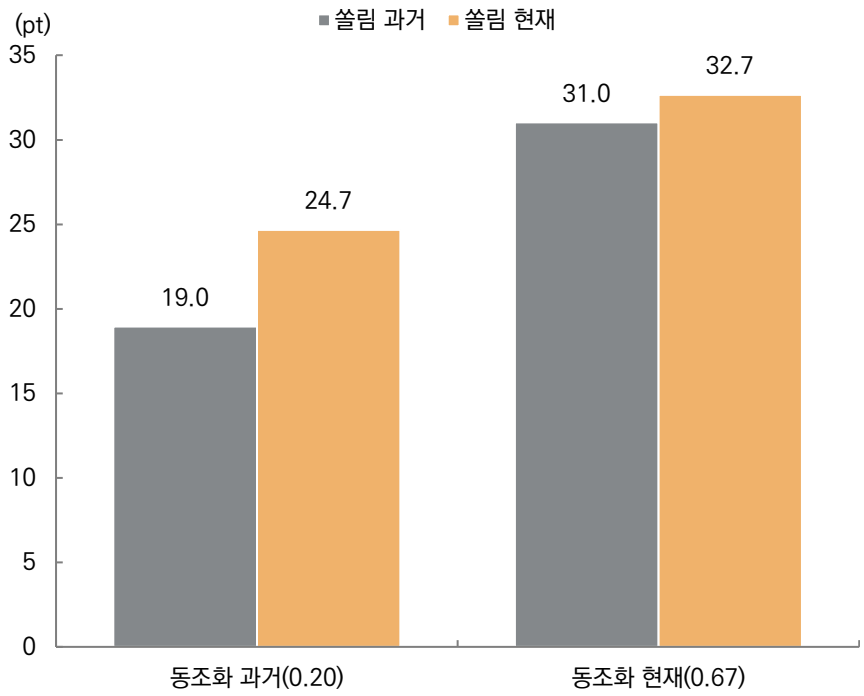

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 구조적으로 높아진 지수 변동성

## 동조화와 쏠림 : ETF 확대와 AI 집중

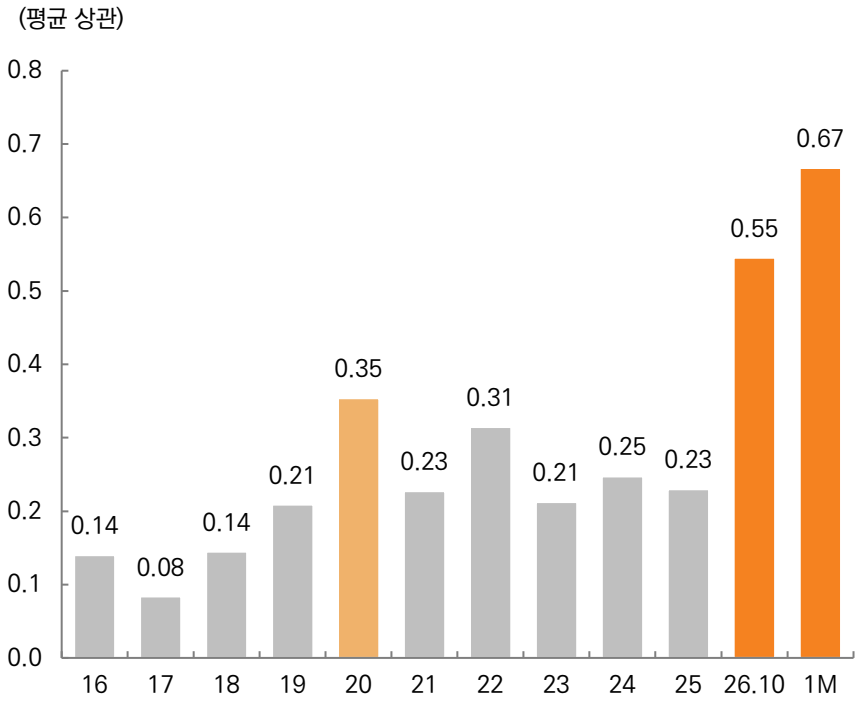
- 지수 변동성은 1) 종목 변동성, 2) 동조화, 3) 쏠림으로 구분
- 종목 변동성은 시장 상황에 따라 등락. 한국 증시에서 구조적으로 바뀐 것은 동조화와 쏠림
- 종목 변동성이 과거 수준으로 하락해도 VKOSPI 환산 지수 변동성은 19pt → 33pt
- ETF 시장 확대와 AI 밸류체인 집중으로 종목 간 주가 동조화 심화. KOSPI200 내 종목 간 수익률의 평균 상관계수는 과거 0.2에서 올해(1월~10월) 0.55로 상승(최근 1개월 0.67)

**지수 분산 = 종목 분산 x [ 동조화 + (1−동조화) x 쏠림 ]**




주1: 지수 변동성² = 종목 변동성² × [동조화 + (1 − 동조화) × 쏠림]. 종목 변동성은 과거 평상시(32%)로 고정.
주2: VKOSPI 환산 = 지수 변동성 × 1.15
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**KOSPI200 종목 간 수익률 상관계수 평균**



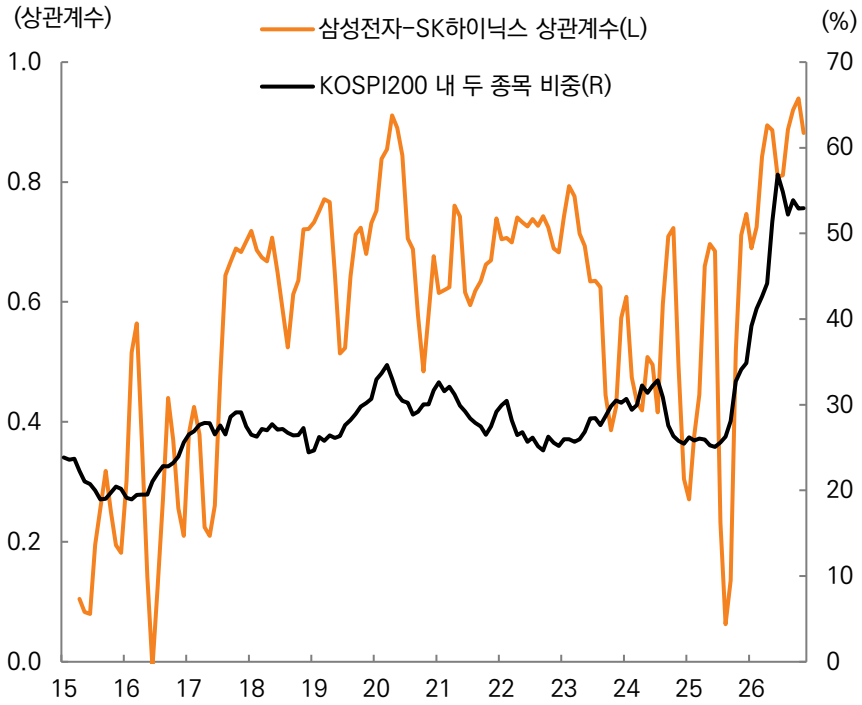

주: KOSPI200 구성 종목 일간 수익률의 60일 상관계수를 시가총액·변동성으로 가중평균한 값의 연평균. 26년은 10/30까지, 1M은 10/1~10/30 평균
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 삼성전자와 SK하이닉스가 전부

## 삼성전자, SK하이닉스 쏠림과 동조화

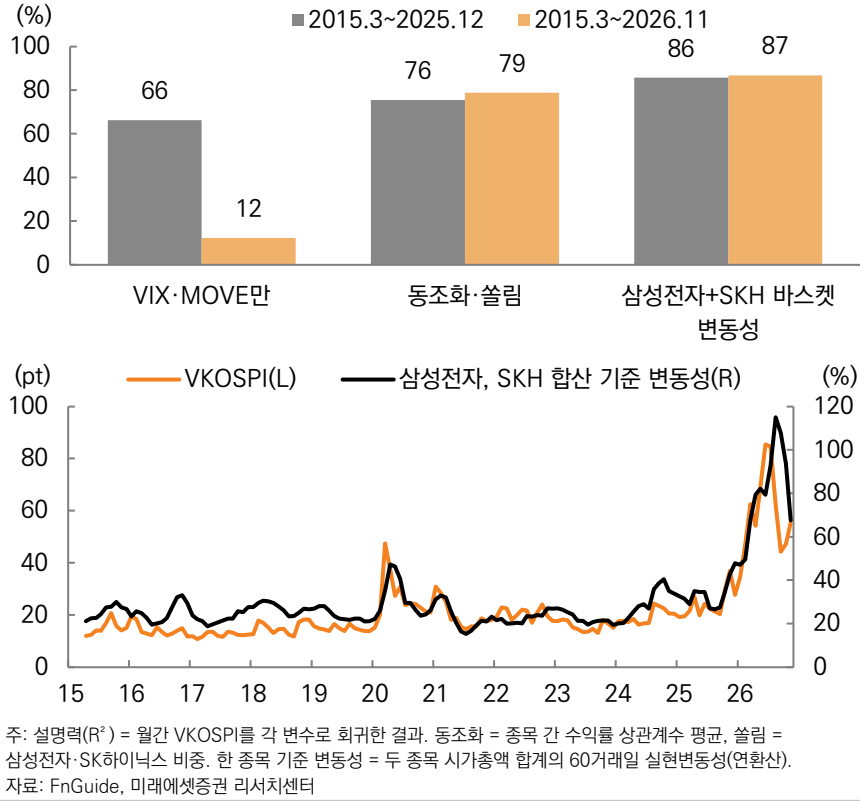
- 삼성전자·SK하이닉스의 주가 상관계수는 0.88(2015~23년 평균 0.57)
- KOSPI200 내 두 종목 비중은 2015~23년 평균 27%에서 10월 평균 53%로 상승
- 2026년 VKOSPI는 미국 변동성(VIX·MOVE)으로 설명되지 않음. 설명력($R^2$)은 2025년까지 66%, 2026년 포함 시 12%
- 동조화·쏠림을 감안한 설명력 79%, 삼성전자, SK하이닉스를 한 종목으로 가정하면 87%를 설명

### 삼성전자, SK하이닉스는 사실상 한 종목




주: 상관계수 = 두 종목 일간 수익률의 60거래일 상관계수
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

### 2026년 VKOSPI는 VIX로 설명되지 않음



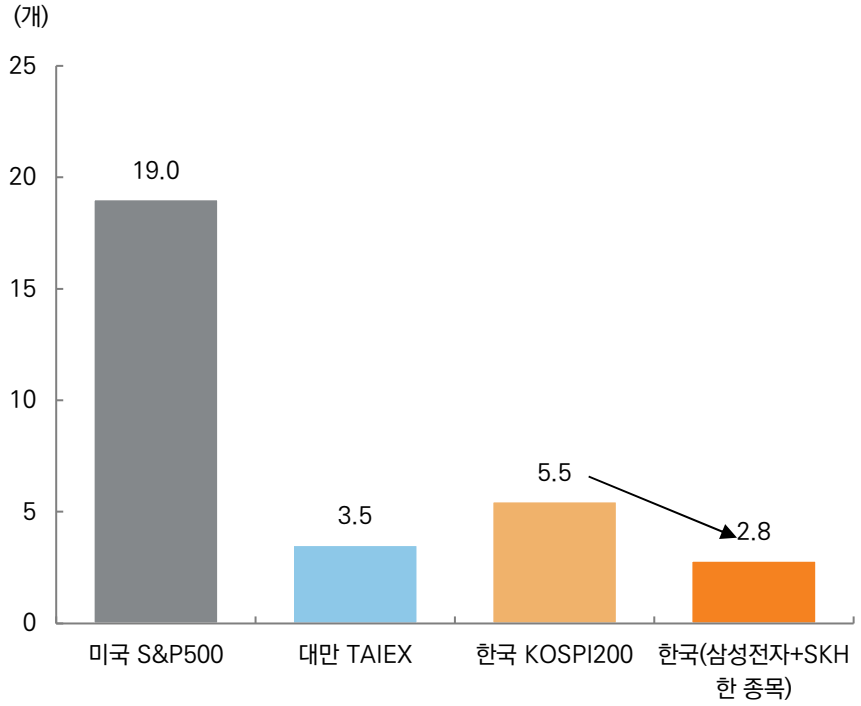

주: 설명력($R^2$) = 월간 VKOSPI를 각 변수로 회귀한 결과. 동조화 = 종목 간 수익률 상관계수 평균, 쏠림 = 삼성전자·SK하이닉스 비중. 한 종목 기준 변동성 = 두 종목 시가총액 합계의 60거래일 실현변동성(연환산).
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 대만과 쏠림은 유사, 동조화·종목 변동성에서 차이

## 한국, 미국, 대만과 비교

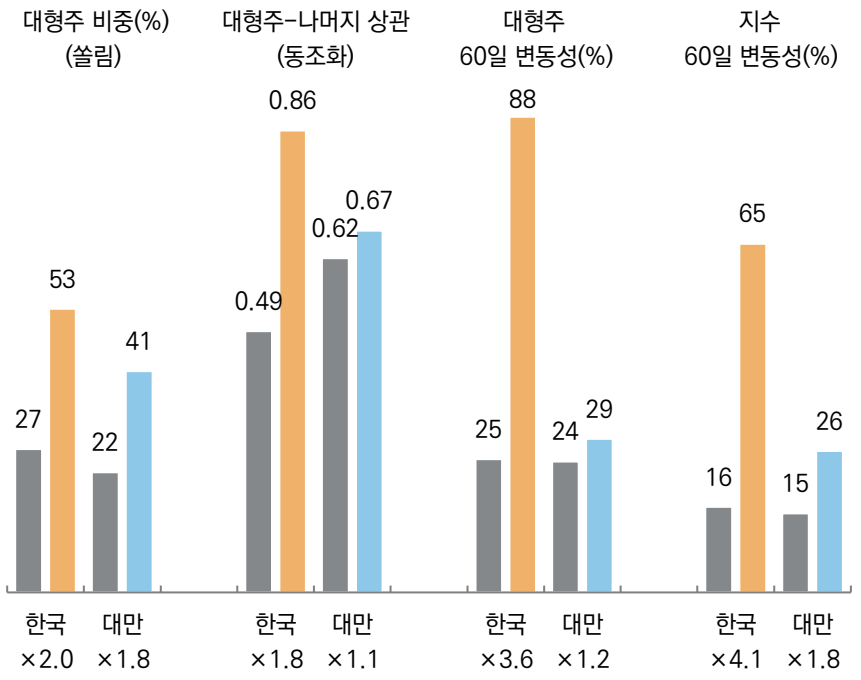
- 시가총액 상위 50종목 기준 실질 종목 수(= 1 ÷ 비중² 합)는 미국 19.0 〉 한국 5.5 〉 대만 3.5. 삼성전자, SK하이닉스를 한 종목으로 보면 한국은 2.8로 대만보다 더 쏠림
- 대형주 비중은 한국 27% → 53%, 대만 22% → 41%로 두 배 가까이 상승
- 대만과의 차이는 1) 동조화, 2) 종목 변동성. 대형주와 나머지 종목의 상관계수는 한국 0.49 → 0.86, 대만 0.62 → 0.67. 대형주 변동성 한국 25% → 88%, 대만 24% → 29%
- 그 결과 지수 변동성 한국 16% → 65%(일간 ±4.1%), 대만 15% → 26%(일간 ±1.7%)

**삼성전자, SK하이닉스 영향으로 한국이 가장 쏠림**




주: 시총 상위 50종목 안 비중 기준. 예: 같은 비중 4종목이면 1 ÷ (0.25² × 4) = 4
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**쏠림 수준은 대만과 유사, 주가 동조화로 한국의 변동성이 크게 확대**



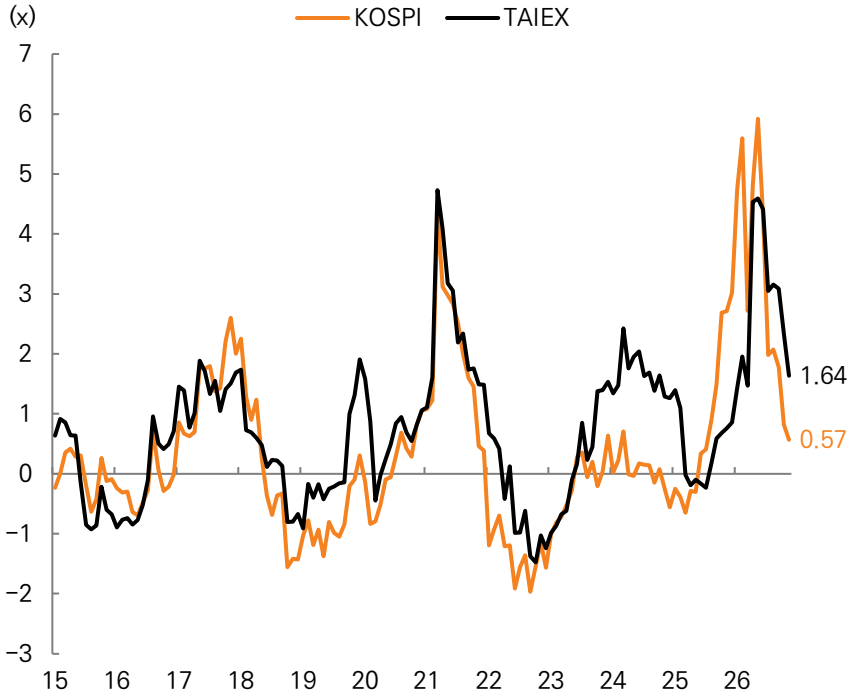

주1: 대형주 = 한국 삼성전자+SK하이닉스(KOSPI200 내), 대만 TSMC(TAIEX 내)
주2: 회색 = 2015~23년 평균. 주황색, 하늘색 = 최근 1개월(10/6~11/5)
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 한국이 대만보다 우위: 그럼에도 외국인은 순매도

**변동성 대비**
**기대수익률은 한국 〉 대만**

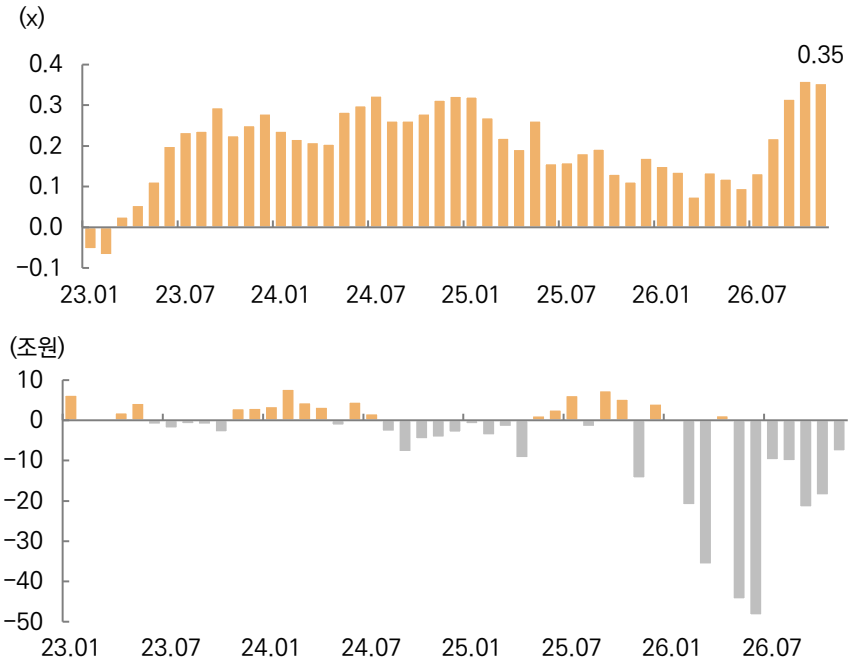
- 샤프 비율(=과거 성과 / 변동성)은 2026년 상반기 한국 우위였지만 7월 이후 대만이 우위
- 변동성 대비 기대수익률로는 한국이 우위 지속(기대수익률 1/PER). 올해 8월 이후에도 확대
- 그러나 외국인은 순매도 지속. 가격 매력보다는 변동성에 따른 비중 축소 영향이 더 컸다고 판단

**샤프 비율(=과거 성과 / 변동성): 한국 vs 대만**




주: 샤프비율 = (최근 12개월 수익률 – 미 10년 금리) ÷ 최근 12개월 실현변동성
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

**변동성 대비 기대수익률과 외국인 순매수**




주1: 변동성 대비 기대수익률 = (1/PER – 미 10년) ÷ 변동성
주2: 변동성은 한국 VKOSPI, 대만 TAIEX 옵션 ATM 내재변동성의 평균값
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 비중은 변동성 제곱에 반비례

## 적정 비중은 기대수익률 ÷ 변동성²

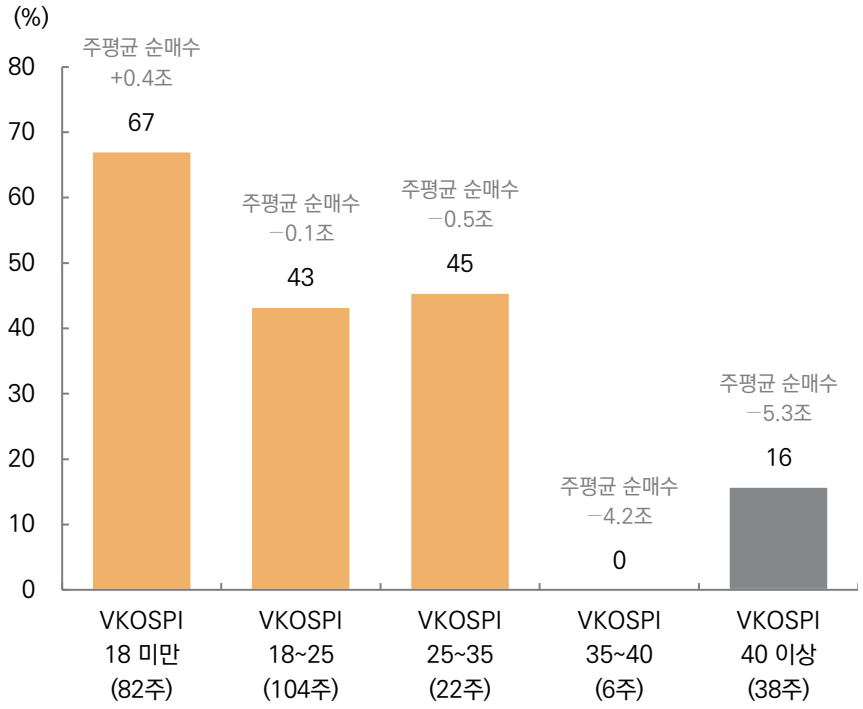
- 포트폴리오 이론에서 비중은 기대수익 ÷ 변동성². 기대수익에 비례하고 변동성의 제곱에 반비례
- 예로 VKOSPI가 장기 평균(20pt)의 2.4배 수준인 지금(47pt), 한국을 20% 담던 EM 펀드는 이론적으로 3.6%까지 축소. 만약, VKOSPI가 20% 하락하면 이론적으로 비중은 1.56배 증가
- 외국인 수급에서도 확인. VKOSPI 18pt 미만인 주에 외국인이 순매수한 비율은 67%, 35~40pt은 0%, 40pt 이상은 16%
- 또한, 25~35pt에서는 주간 순매도 금액 평균이 -0.5조원으로 축소(35pt 이상 -5.2조원)

**EM 펀드의 한국 비중 예시(가정)**

| 가정: EM 펀드, 한국 20% 보유 | 장기 평균 (VKOSPI 20pt) | 현재 (VKOSPI 47pt) |
|---|---|---|
| ① 위험 대비 매력<br>(= 기대수익 ÷ 변동성) | 1 | 0.42<br>= 1 ÷ 2.36 |
| ② 같은 금액이 쓰는 위험<br>(= 변동성 배수) | 1 | 2.36배<br>= 47.2 ÷ 20 |
| ③ 적정 비중 = 20% × ① ÷ ②<br>(= 20% × 기대수익 ÷ 변동성²) | 20% | 3.6%<br>= 20% ÷ 2.36² |

주1: 적정 비중 = (기대수익 − 무위험금리) ÷ (위험회피 계수 × 변동성²), Merton(1969) "Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty", Markowitz(1952) "Portfolio Selection".
주2: 실제로는 벤치마크 대비 비중 축소(언더웨이트)로 나타남
자료: 미래에셋증권 리서치센터

**VKOSPI 구간별 외국인 순매수 확률(주간, 2022년~)**



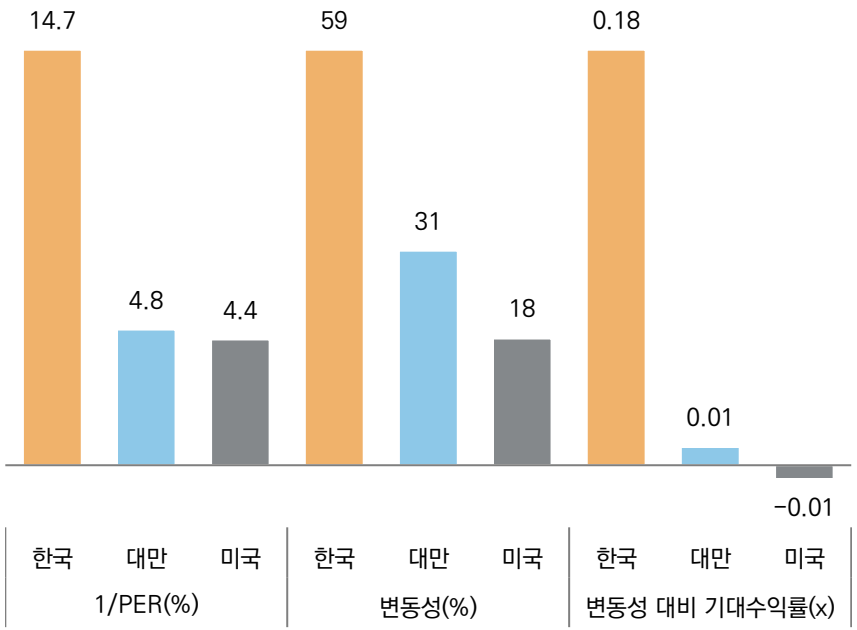

주: 2022.1~2026.10 주간(252주), VKOSPI는 주평균. 30~35(8주)·35~40(6주) 구간은 표본이 작음
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 충분히 싸진 한국, 남은 조건은 변동성

## 변동성 하락이 필수

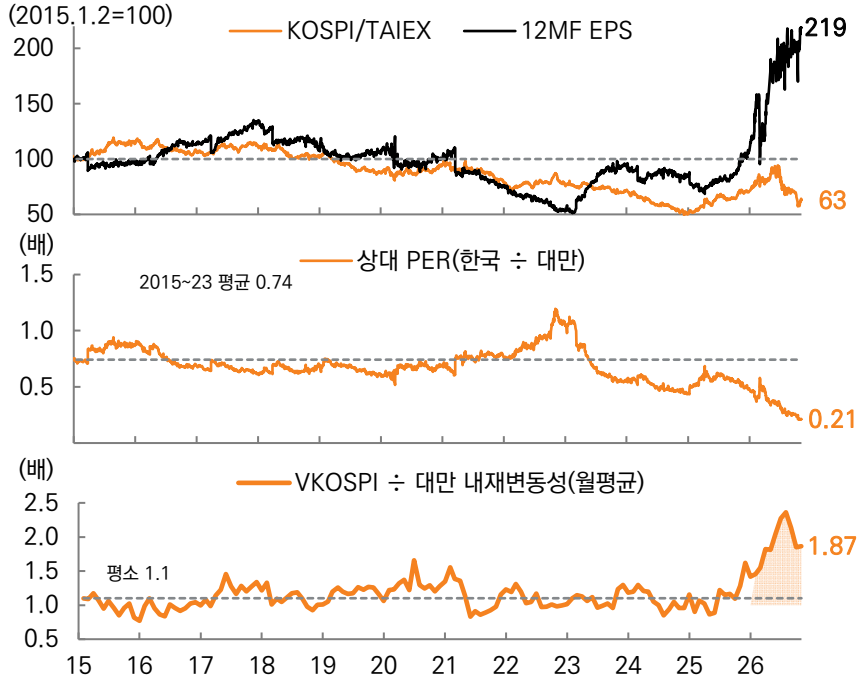
- 가격만 보면 충분히 쌈. 2015년 이후 한국 이익은 대만 대비 2배가 됐지만 주가는 60% 수준. 대만 대비 PER 0.21배로 2010년 이후 최저. 변동성 대비 기대수익률도 한국이 가장 높음
- 대만 대비 초과 성과 조건: 1) 싸고(상대 PER 0.6 이하), 2) 변동성이 낮을 때(대만의 1.15배 이하).
- 1), 2) 조건을 충족했을 때 12개월 후 주가 상승률은 한국이 대만을 +12%p 상회. 1)만 충족했을 때 성과 차이는 -6.4%p, 상승확률은 25%
- 1) 조건은 충족. 2) 현재 한국 변동성이 대만의 1.87배(10월 평균). VKOSPI 29pt 이하가 조건

**한국, 대만, 미국의 기대수익률과 변동성**




주1: 변동성 = 한국 VKOSPI, 대만 TAIEX 옵션 ATM 내재변동성, 미국 VIX
주2: 변동성 대비 기대수익률 = (1/PER-미 10년) ÷ 변동성, 일간 데이터 평균
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

**한국은 대만 대비 이익은 2배, 주가는 60% 수준**



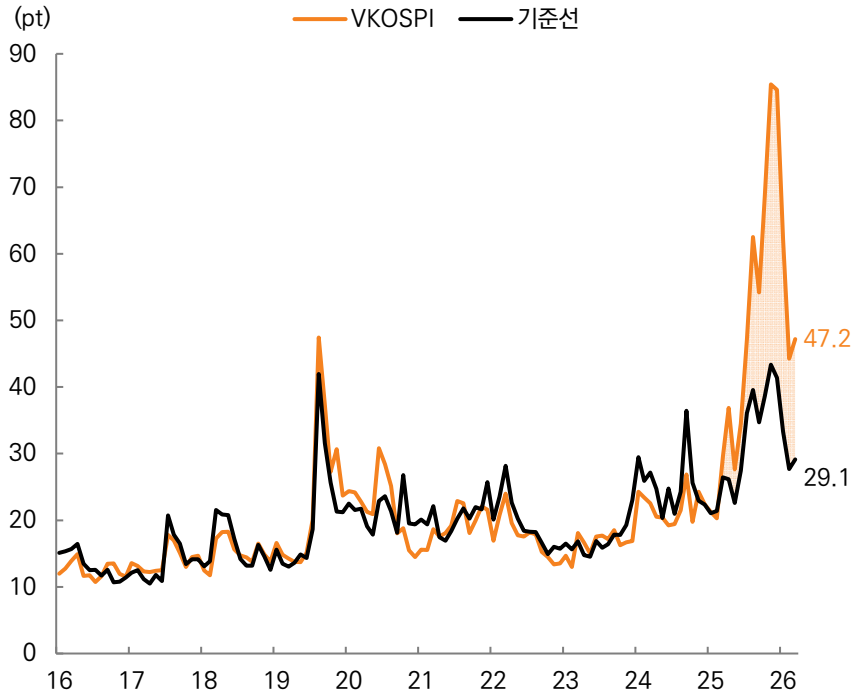

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 변동성 어디까지 내려와야 할까?

## VKOSPI: 35 이하

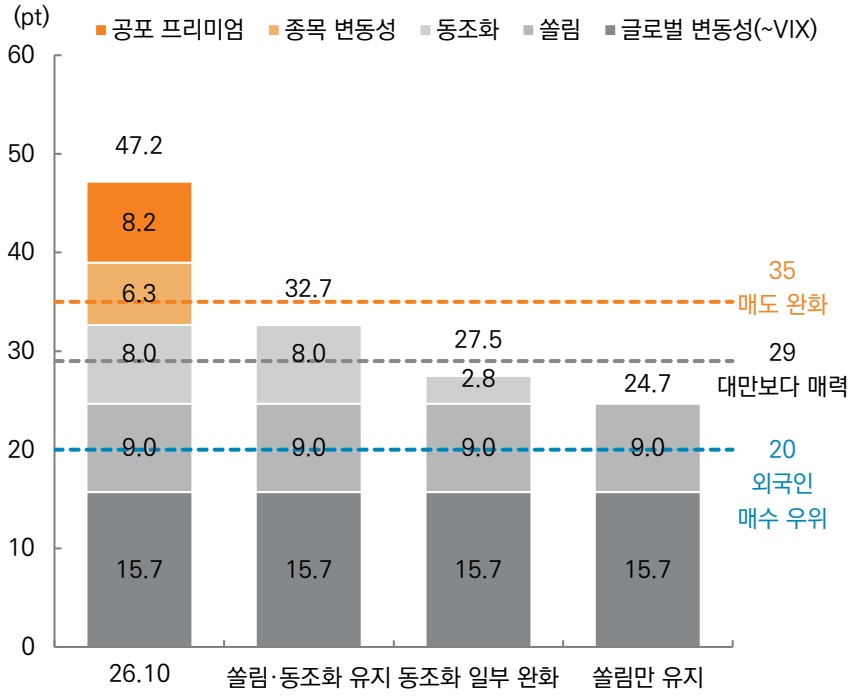
- 과거 VKOSPI 급등 이후 상승분의 절반을 되돌리기까지 약 2개월 소요. 대규모 외국인 매도세가 진정되는 VKOSPI 35pt 이하로는 가능
- 그러나 한국 증시의 구조 변화로 VKOSPI가 20pt 이하로 하락할 가능성은 제한적. 동조화와 종목 변동성이 모두 과거 평균으로 돌아가도 삼성전자·SK하이닉스 쏠림 때문에 25pt가 하단
- VKOSPI 29pt 아래(대만보다 매력적인 기준)는 종목 간 상관계수가 낮아져야 함 → 업종·종목 확산 필요

### 대만보다 매력적인 VKOSPI 기준




주: 기준선 = 대만 TAIEX 옵션 ATM 내재변동성 × 1.15
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

### VKOSPI 구성과 시나리오별 하단



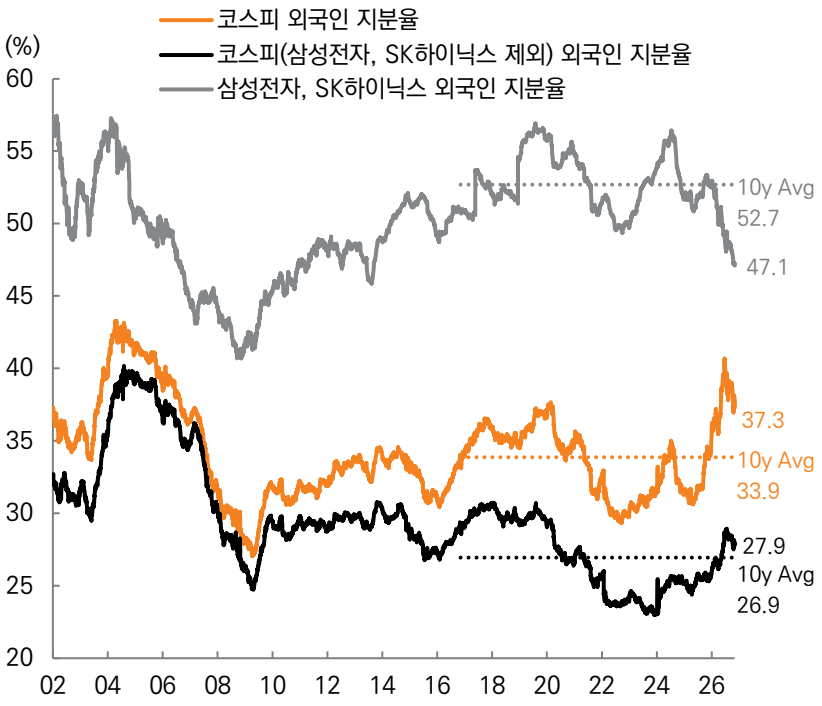

주: 종목 변동성은 과거 평균, 쏠림은 현재 수준으로 두고 동조화만 0.67 → 0.35 → 0.20(과거 평균)으로 낮춘 값.
공포 프리미엄 = VKOSPI − 구조적 하단
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 외국인이 돌아오면 대형주

**외국인 수급과**
**대형주 주가 민감도 ↑**

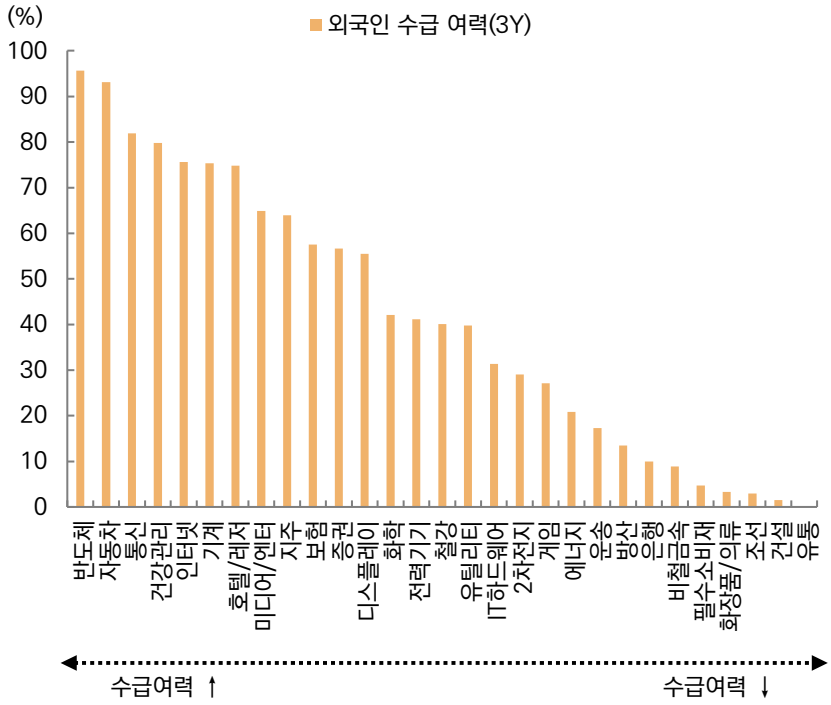
- 외국인 수급 모멘텀이 개선되는 국면에서는 대형주가 유리. 외국인 순매수 비율과 주가 상승률의 상관계수에서도 대형주가 코스피 중형주나 코스닥보다 높음
- 다만, 코스피 외국인 지분율은 37.3%로 10년 평균 33.9%를 상회. 삼성전자, SK하이닉스 제외 시 27.9%(10년 평균 26.9%) → 업종별로 수급 여력이 높은 업종이 나은 선택
- 업종별로는 반도체, 자동차, 통신, 건강관리, 인터넷의 수급 여력(3년 기준)이 높음

**코스피 외국인 지분율(삼성전자, SK하이닉스 제외 비교)**




주: 삼성전자 외국인 지분율 46.1%, 10년 평균 52.8%
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**업종별 외국인 수급 여력(3Y)**



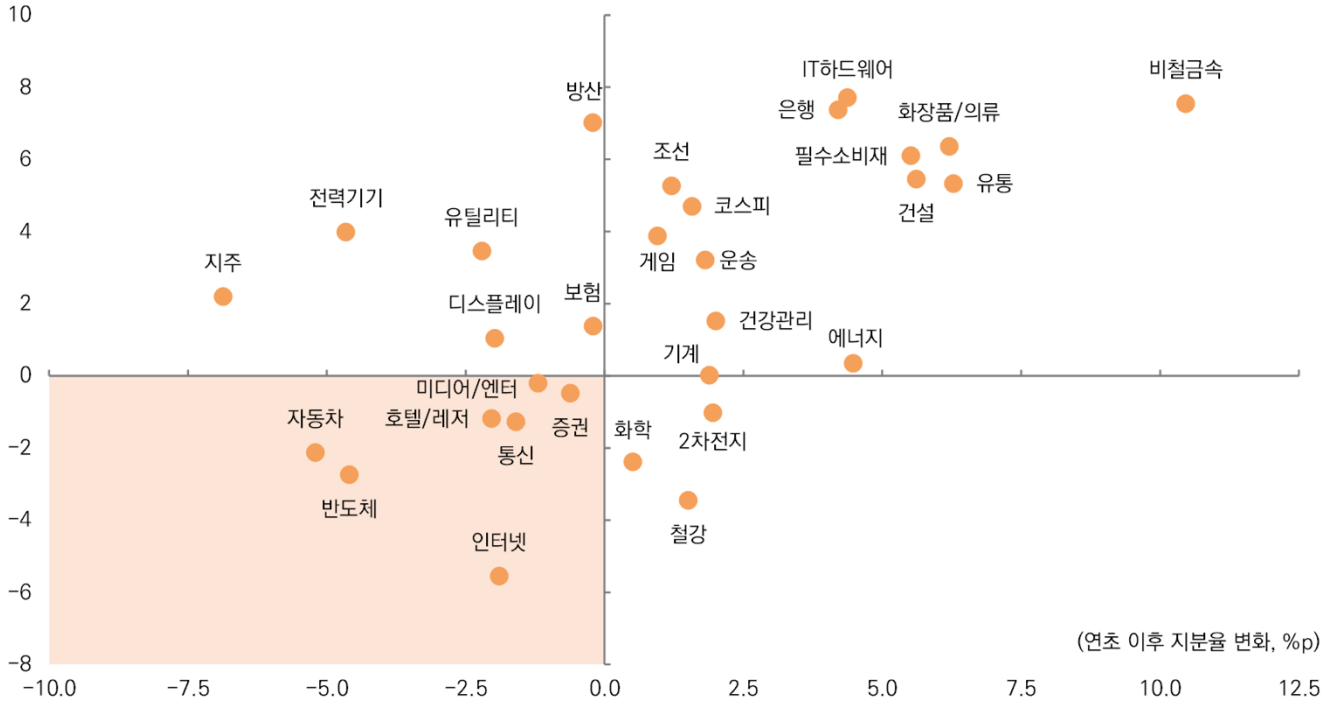

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 외국인 지분율 부담이 낮은 업종

**= 차익실현이 충분히 진행된 업종**

- 외국인 매도세가 진정되면, 외국인 수급 여력이 높은 업종이 나은 선택
- 연초 대비 외국인 지분율이 낮아졌고, 과거 5년 평균 지분율을 하회하는 업종은 반도체, 자동차, 인터넷, 호텔/레저, 통신 등
- 2차전지, 화학, 철강은 과거 5년 평균 지분율을 하회하지만 연초 이후 지분율이 높아진 업종

**업종별 외국인 지분율 변화**



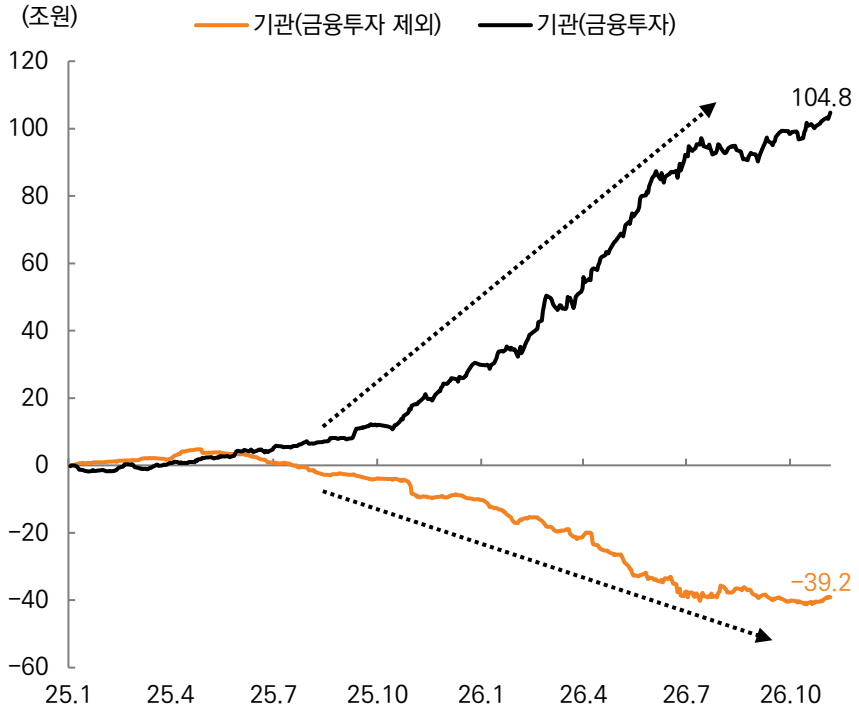

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 기관 수급은 여전히 금융투자(ETF, 개인)가 주도

**기관(금투 제외)**
**: 2차전지/건강관리/은행**

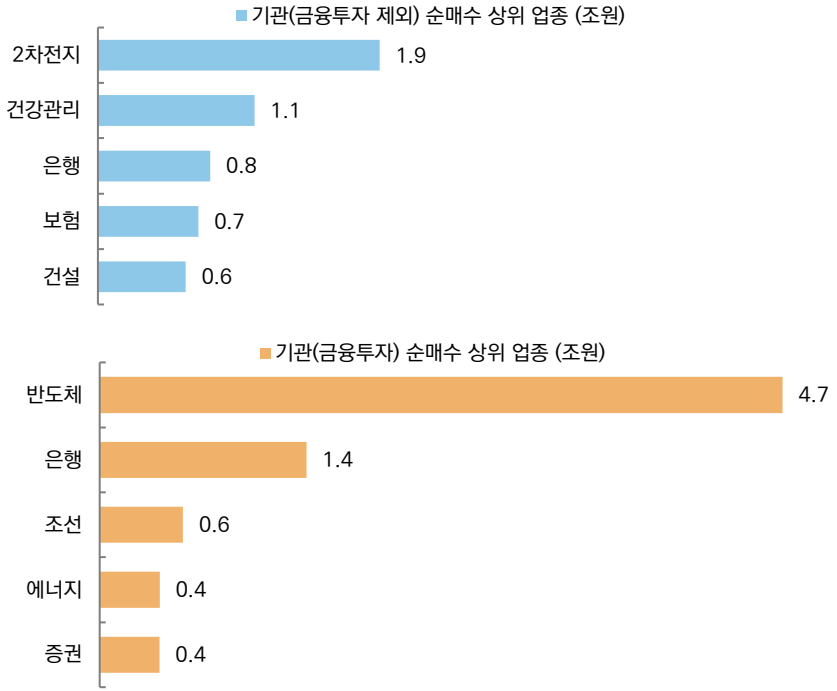
- 2025년 이후 기관 순매수는 금융투자가 주도: 금융투자 +105조원, 금융투자 제외 -39조원
- 금융투자 누적 순매수는 25년 하반기(+25조원)부터 확대, 26년 상반기 +62조원. 7월 이후는 +13조원으로 둔화
- 금융투자 제외 기관은 26년 상반기 -27조원, 7월 이후 -2조원 순매도
- 7월말 이후 기관(금투 제외)은 2차전지, 건강관리, 은행을, 금융투자는 반도체, 은행, 조선을 순매수

**코스피 2025년 이후 기관(금융투자 제외), 기관(금융투자) 누적 순매수**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**기관 26년 7월말 이후 순매수 상위 업종**



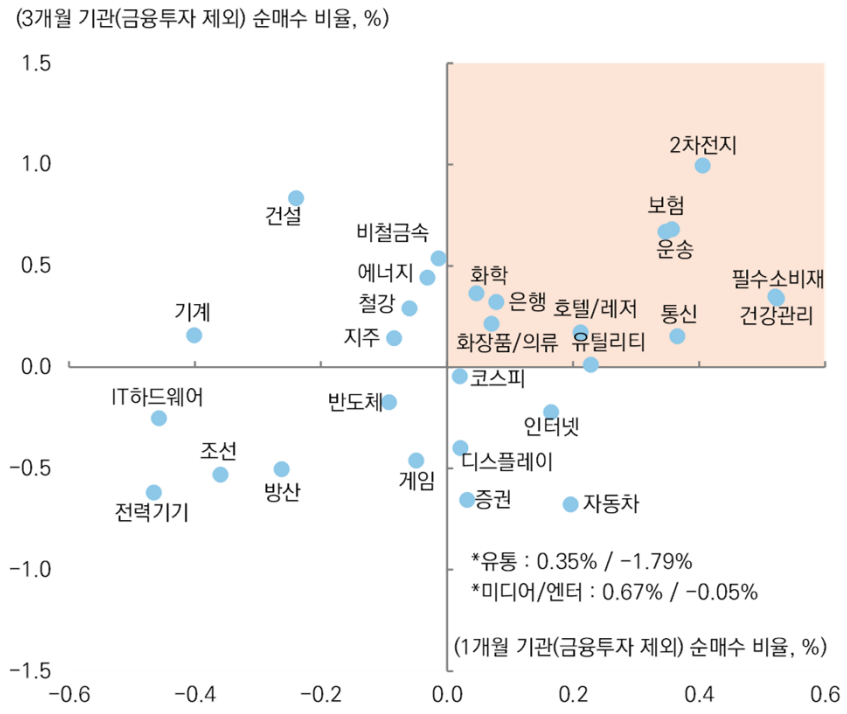

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 외국인이 없는 곳 수급 주체

## 기관(금융투자 제외) 수급 모멘텀 체크

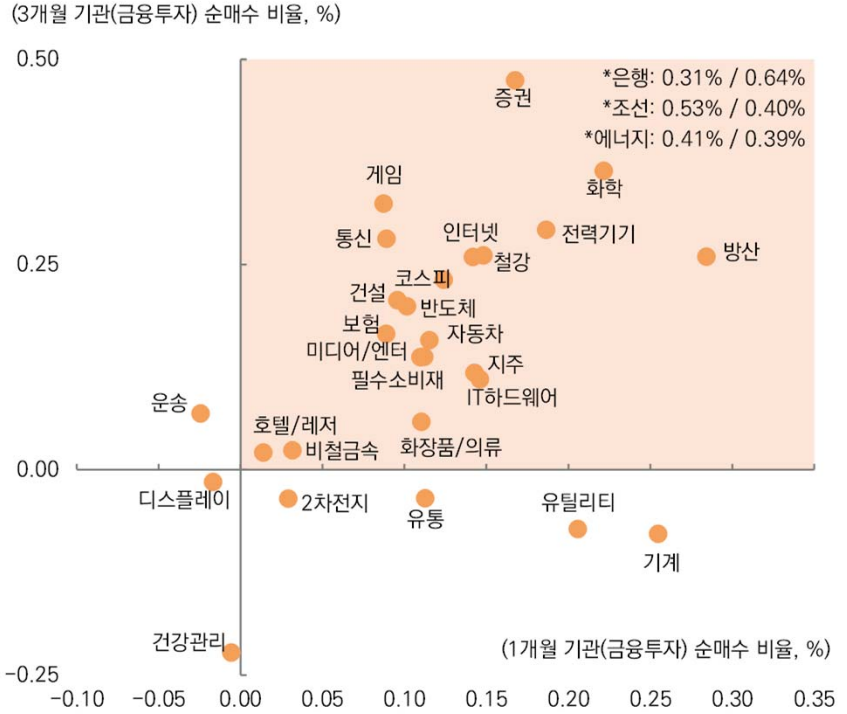
- 기관(금융투자 제외) 수급 모멘텀이 양호한 업종에 주목
- 2차전지, 에너지, 운송, 보험, 필수소비재, 헬스케어 등
- 반면, 유통, 전력기기, 조선, 반도체는 기관(금융투자 제외) 수급 모멘텀은 악화
- 금융투자(ETF 중심, 개인)는 은행, 조선, 증권, 화학, 철강 등 밸류에이션이 낮은 업종들을 순매수

### 업종별 기관(금융투자 제외) 순매수 비율




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

### 업종별 기관(금융투자) 순매수 비율




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 개인 머니무브 점검

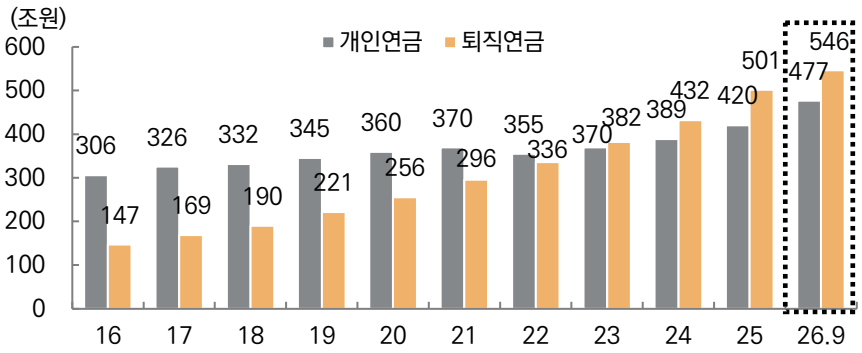
## 고객예탁금은 둔화
## 기대할 곳은 연금 시장

- 고객 예탁금은 135조원까지 증가 이후 현재 89조원 수준으로 연초 수준으로 되돌림
- 개인의 간접투자 확대로 ETF 시장의 성장세는 지속. 국내 주식형 ETF 순자산 191조원
- 머니무브의 중심은 퇴직연금 + 개인연금. 퇴직연금 연평균 증가율 15% 적용하면 2030년에는 약 1,000조원 수준
- 2026년 9월말 퇴직연금 규모는 약 546조원. 개인연금 약 477조원. 개인연금(세제적격)과 퇴직연금 중 원리금 비보장형 비중은 36%

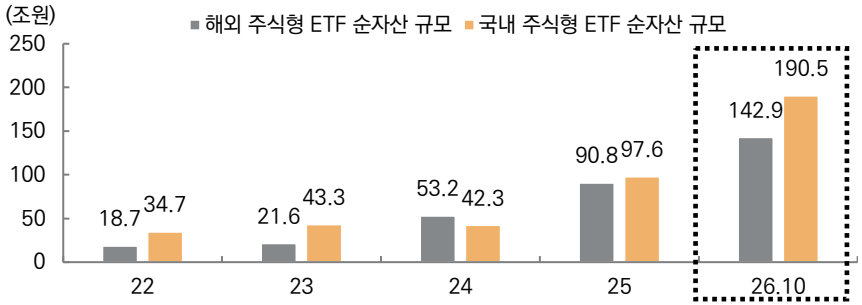
### 고객 예탁금 둔화




### 개인연금 + 퇴직연금 규모 약 1,000조원

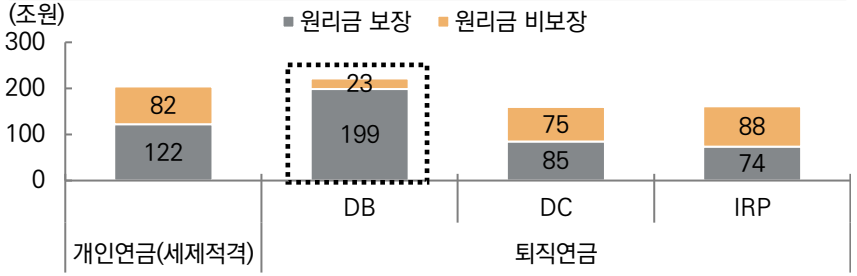



### 국내, 해외 주식형 ETF 순자산 추이




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

### 개인연금+퇴직연금 내 원리금 비보장형 36% 수준



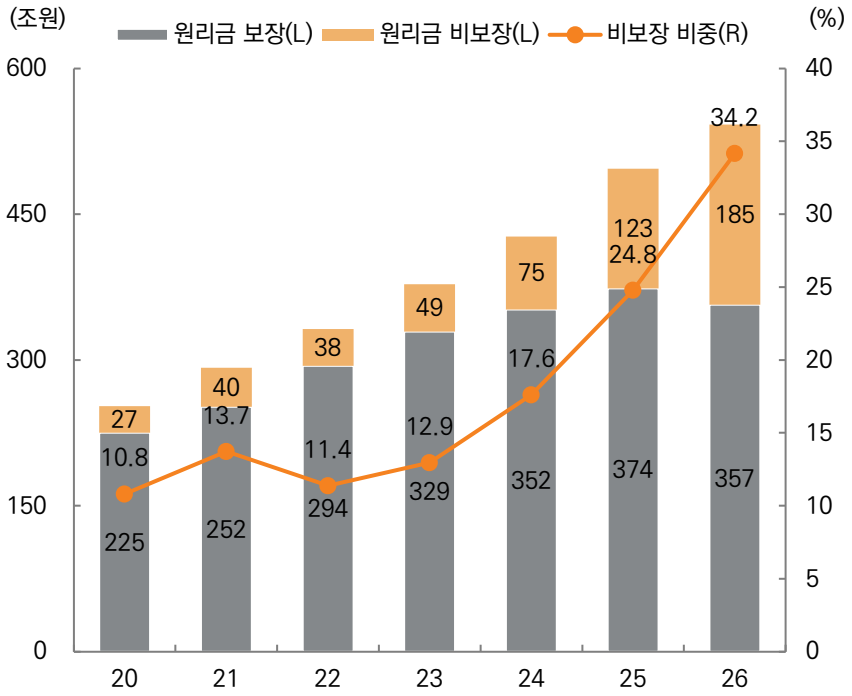

주1: 개인연금 세제적격은 연금저축, IRP, 세제 비적격은 변액연금보험, 일반연금보험
주2: 개인연금(세제적격) 금액은 현금성 자산을 제외한 수치
자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

# 퇴직연금 내 주식형 비중 상승 여력 충분

## 주식 시장으로 자금 유입 여력 높음

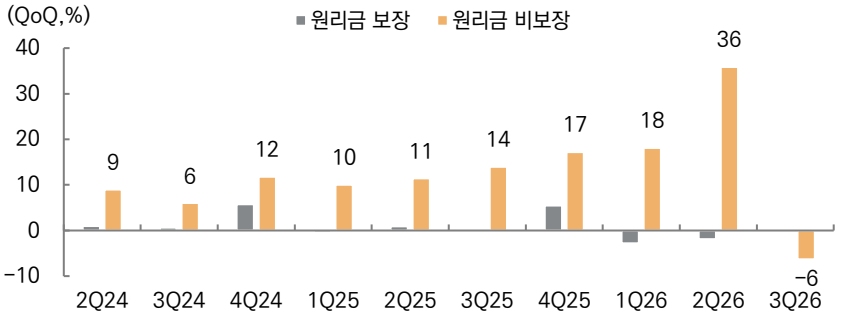
- 퇴직연금 내 원리금 비보장형 비중 24년 18%에서 26년 9월말 34%까지 상승(참고: 미국 401(k) 주식 비중 약 70%)
- 원리금 보장형 잔액 357조원으로 주식 시장으로의 추가 자금 유입 여지 높음
- 3Q26은 증시 하락 반영, 원리금 비보장형 잔액 감소(-6.3%QoQ). 보장형은 증가(+0.2%QoQ)
- DB형 비중도 꾸준히 감소(2019년 63.2%에서 40.8%). DC, IRP는 29.4%, 29.8%로 상승
- 개인들의 투자 성향 감안 시 증시가 일정 부분 회복해야 머니무브 재현될 가능성

### 퇴직연금 내 원리금 보장, 원리금 비보장형 추이

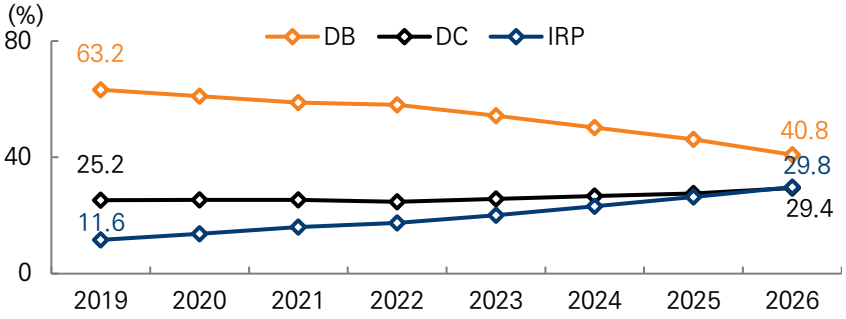



자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

### 3Q26 원리금 비보장형 잔액 감소




### DB형 비중 감소, DC, IRP 비중은 증가




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

II

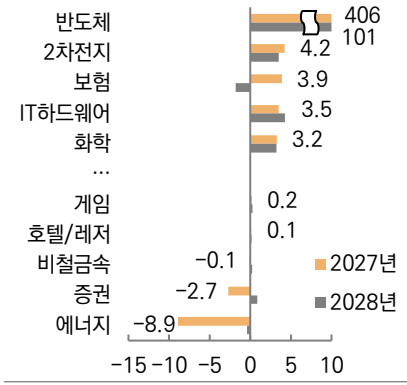
# To Value: 펀더멘털로 회귀

# 국내 기업 연도별 실적 추이: 반도체 기여 ↑

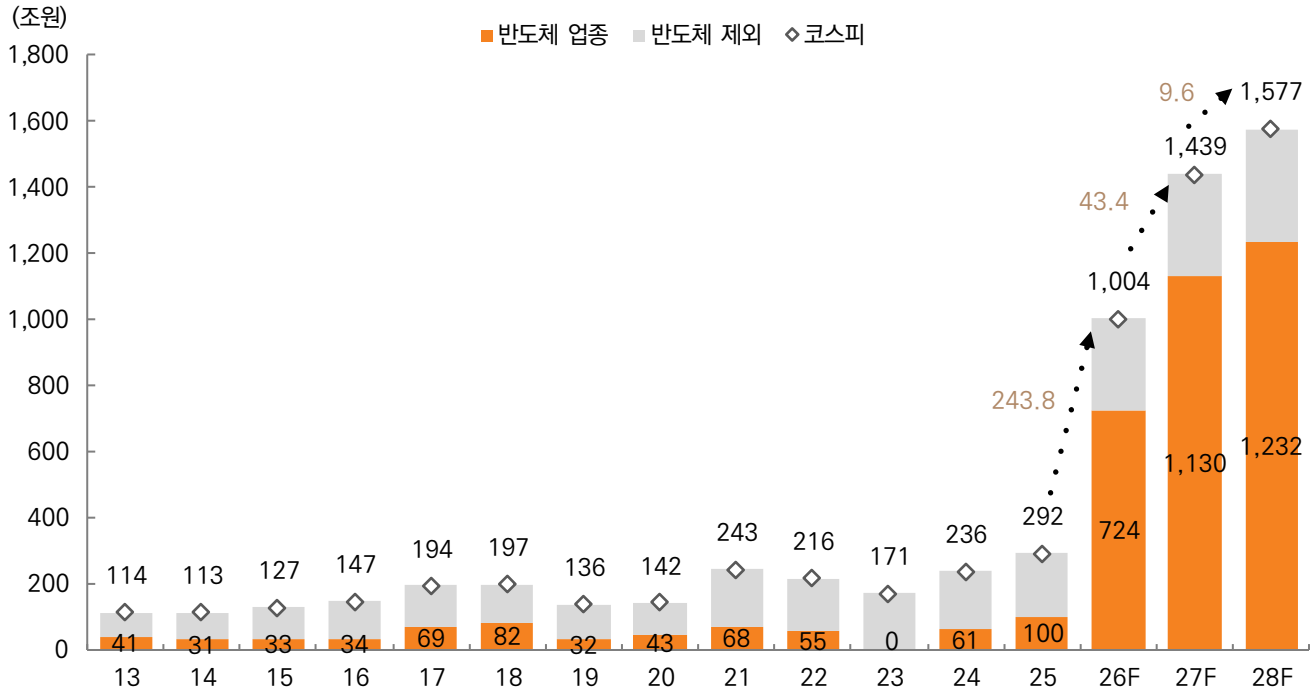
**27년 영업이익 증가율 +43%**

- 코스피 27년, 28년 영업이익 컨센서스는 각각 1,439조원, 1,577조원
- 27년 반도체 영업이익 컨센서스 1,130조원(+56%YoY)으로 코스피 영업이익의 79%를 차지
- 반도체 제외한 업종의 26년, 27년 영업이익 각각 279조원 (+46%YoY), 309조원 (+10%YoY)
- 반도체를 제외하면 2차전지, 보험(삼성생명 영향), IT하드웨어, 화학 업종의 이익 기여도가 높음

**업종별 27년 영업이익 기여도(조원)**




**코스피 연도별 영업이익**



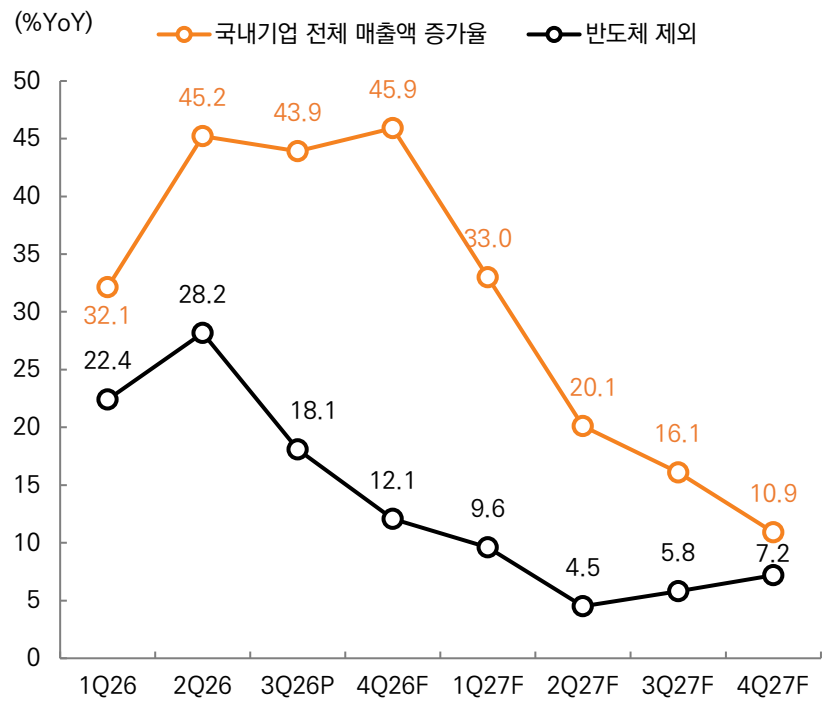

주1: 코스피 26F, 27F, 28F 합산 순이익은 837조원/1,175조원/1,306조원, 반도체 업종은 614조원/930조원/1,030조원
주2: 컨센서스가 존재하는 코스피 300개 기업 합산
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 이익 증가율 둔화보다 정상화

**27년 실적 증가율**
**: 상반기 〉 하반기**
**: 반도체 외는 하반기**

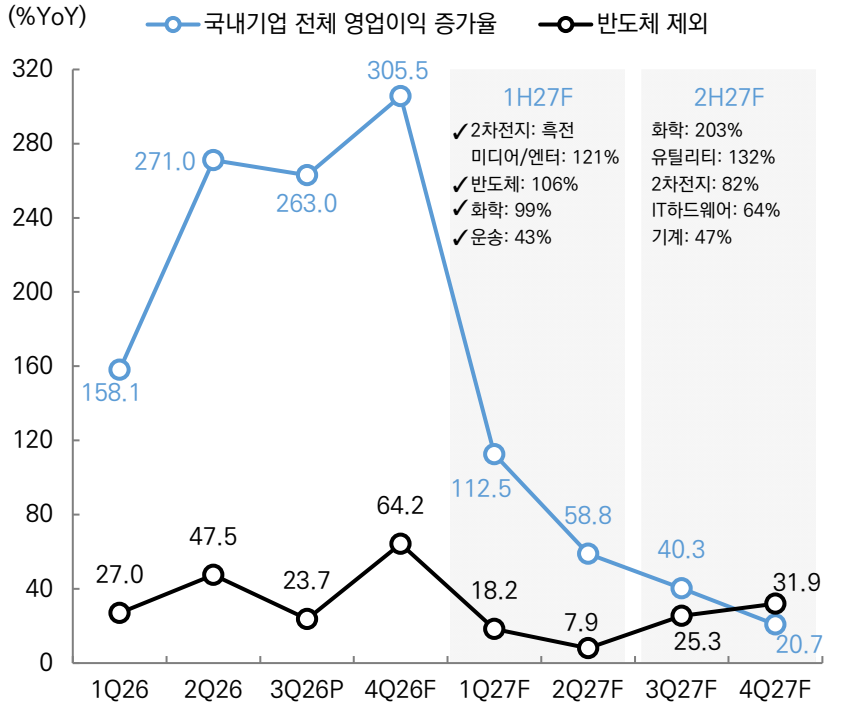
- 분기별 매출 증가율로 보면 상반기가 높음. 반도체를 포함한 영업이익 증가율은 1Q27(+113%, 4~5월 발표)이 가장 높음
- 반도체는 27년 이익보다 28년 이후 이익의 지속성이 관심
- 반면, 반도체 외 업종은 하반기 이익 증가율이 높아지는 궤적
- 27년 상반기는 2차전지, 미디어/엔터, 반도체, 화학, 운송 상위. 하반기는 화학, 유틸리티, 2차전지, IT하드웨어, 기계 순

**분기별 매출액 증가율**




주: 분기별 매출액 컨센서스가 존재하는 218사 합산. 금융은 컨센서스가 있는 분기만 포함
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**분기별 영업이익 증가율**



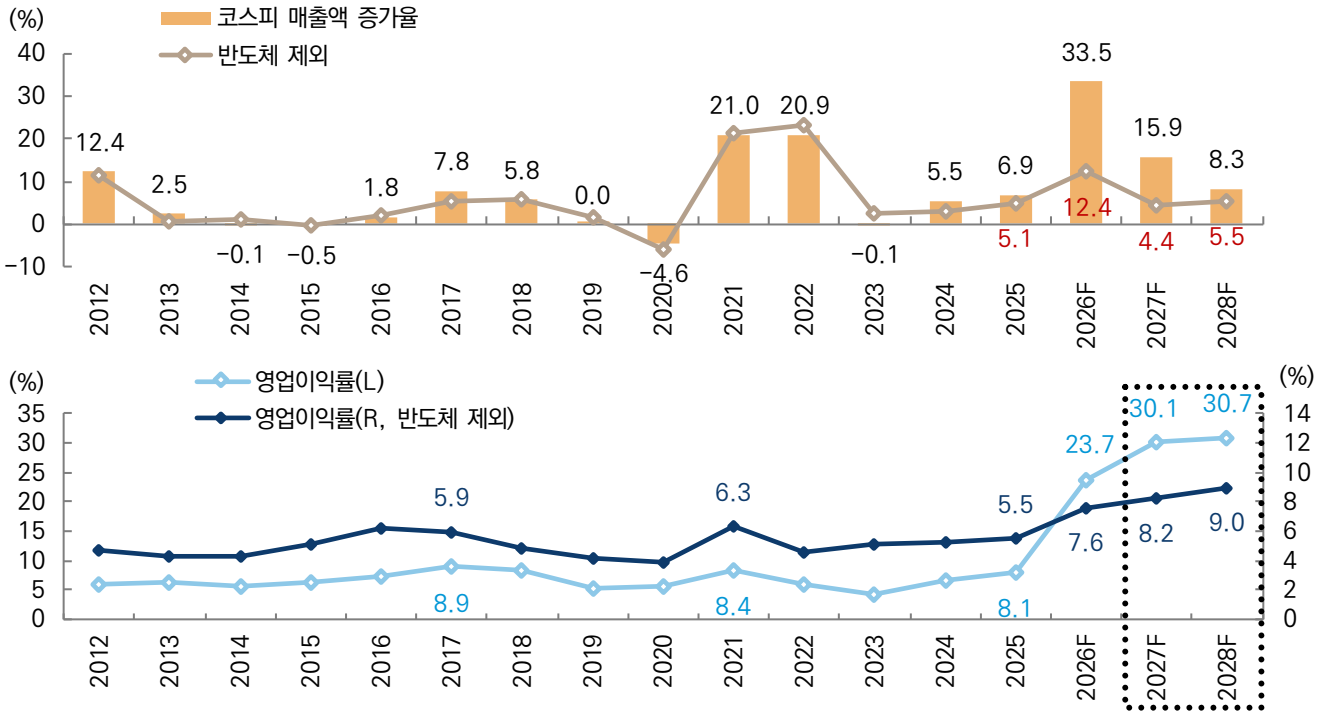

주: 분기별 영업이익 컨센서스가 존재하는 218사 기업 합산. ✓는 하반기에도 영업이익 증가율이 (+)인 업종
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 매출 성장률은 정상화. 이익률 개선은 지속

## 반도체 제외한 영업이익률도 사상 최대

- 코스피 매출액 증가율은 27년, 28년 각각 15.9%, 8.3%
- 반도체를 제외하면 5% 수준으로 둔화
- 이익률 개선은 지속. 코스피 영업이익률 컨센서스 27년 30.1%, 28년 30.7%
- 반도체를 제외한 업종의 27년 영업이익률도 8.2%로 사상 최대 수준 기대

**코스피 연도별 매출액과 영업이익률**



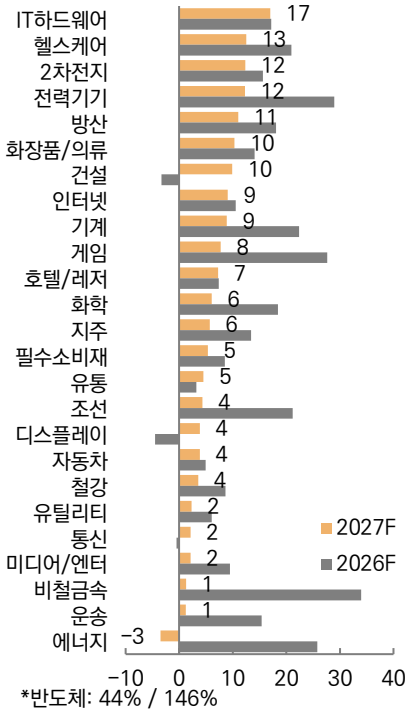

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 업종별 영업이익 증가율

## IT하드웨어, 2차전지, 화학 이익 성장 지속

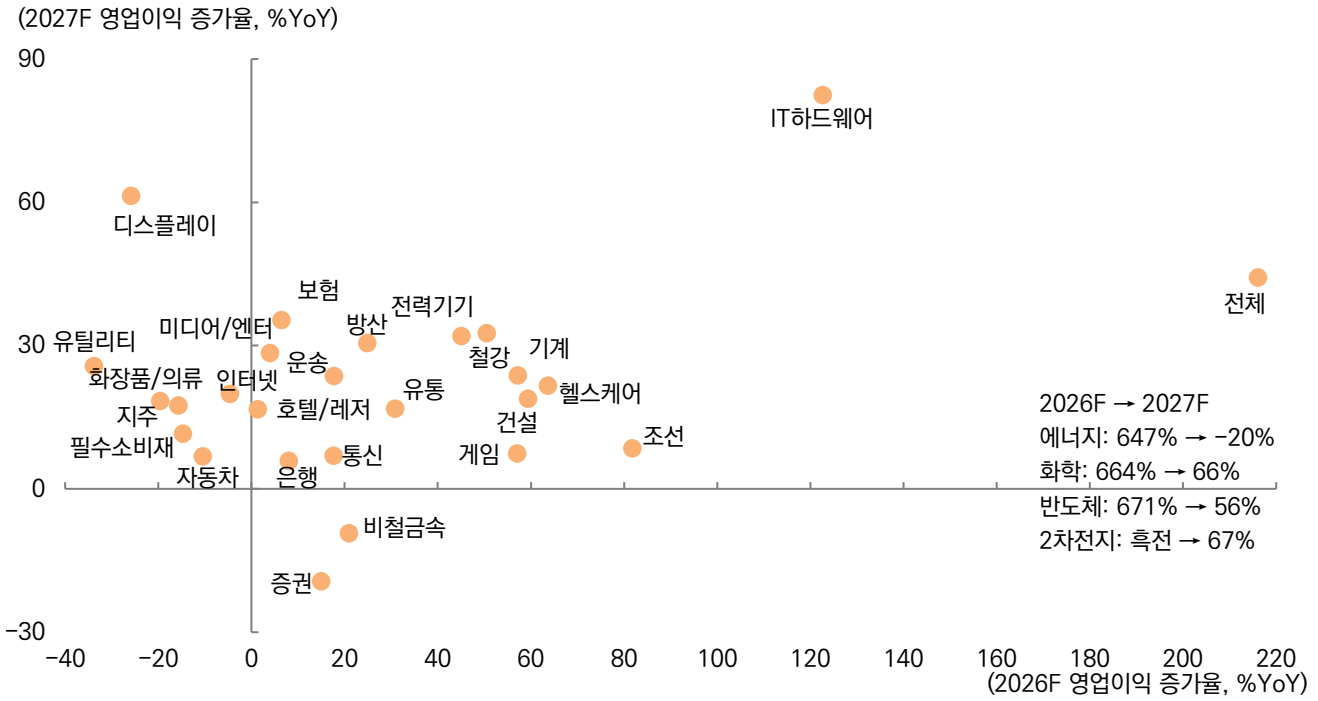
- 반도체가 이익 증가율, 이익 기여도 측면에서 압도적. 27년 영업이익 증가율 +56%
- IT하드웨어, 2차전지, 화학은 27년에도 60% 이상 성장(각각 +82%, +67%, +66%)
- 철강, 기계, 전력기기, 방산, 건설도 27년까지 실적 성장세 지속(+17~33%). 반면 에너지, 증권, 비철금속은 27년 감익 예상

**업종별 26년, 27년 매출액 증가율(%)**




*반도체: 44% / 146%

**업종별 26년, 27년 영업이익 증가율**



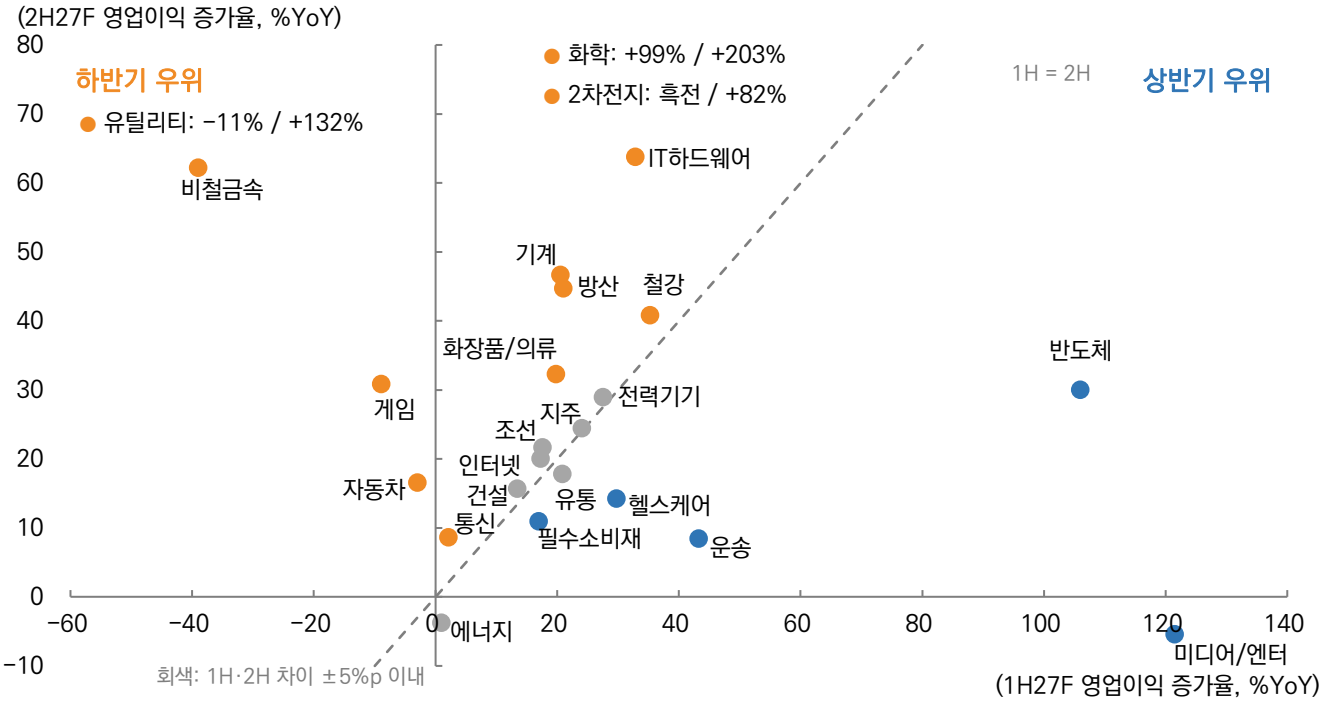

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 업종별 상반기, 하반기 영업이익 증가율

**하반기 〉 상반기**
**: IT하드웨어, 2차전지, 화학, 유틸리티**

- 반도체는 상반기 +106%YoY에서 하반기 +30%YoY로 둔화
- 하반기 이익 증가율이 상반기보다 높아지는 업종은 IT하드웨어, 2차전지, 화학, 유틸리티, 기계, 방산, 화장품/의류
- 상반기 감익 업종은 비철금속, 게임, 유틸리티. 하반기 감익은 미디어/엔터, 에너지

**2027년 상반기, 하반기 업종별 영업이익 증가율**



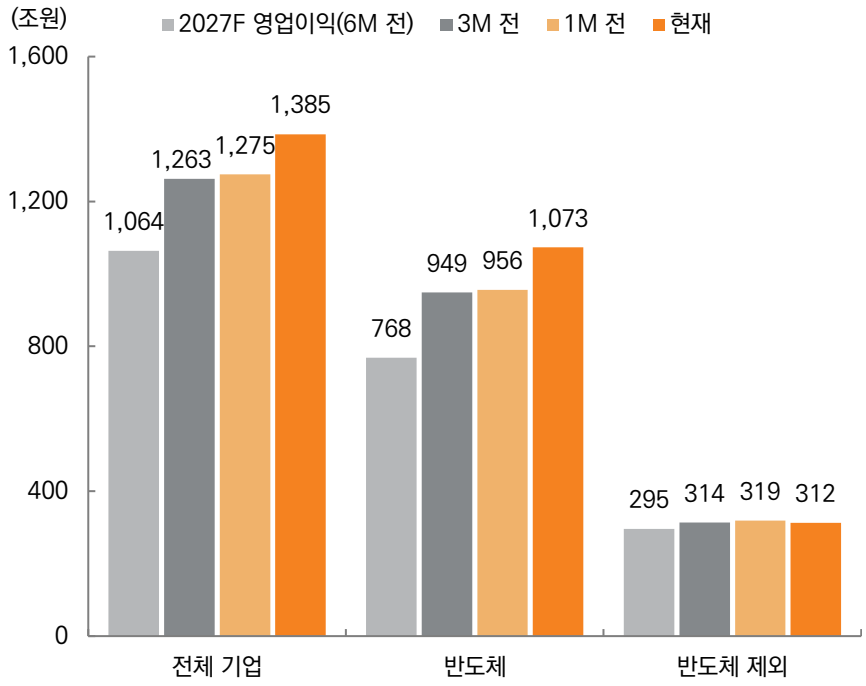

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 반도체 중심의 이익모멘텀 개선

## 실적 상향 가속

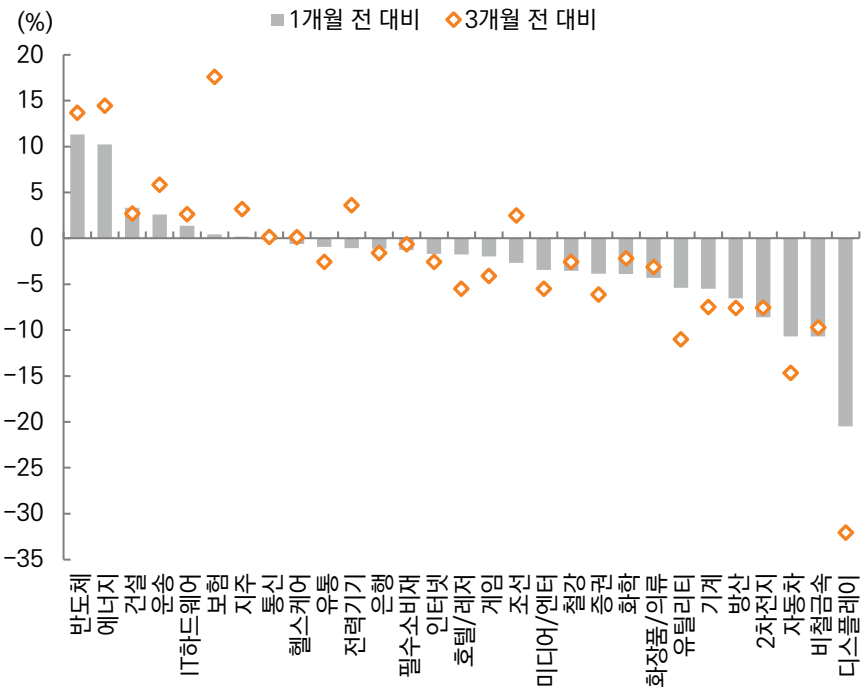
- 올해 9월 중순 이후 국내 기업들의 이익모멘텀이 개선
- 26년, 27년 영업이익 컨센서스 모두 상향 조정. 반도체의 27년 영업이익 컨센서스는 3개월 전 대비 13% 상향 조정(반도체 제외 -0.6%)
- 반도체 외에는 에너지, 건설, 운송, IT하드웨어, 보험 업종의 실적이 상향

### 2027년 국내 기업 영업이익 컨센서스 추이




주2: 컨센서스가 존재하는 코스피 463개 기업 합산
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

### 업종별 2027년 영업이익 컨센서스 변화율(1M, 3M)



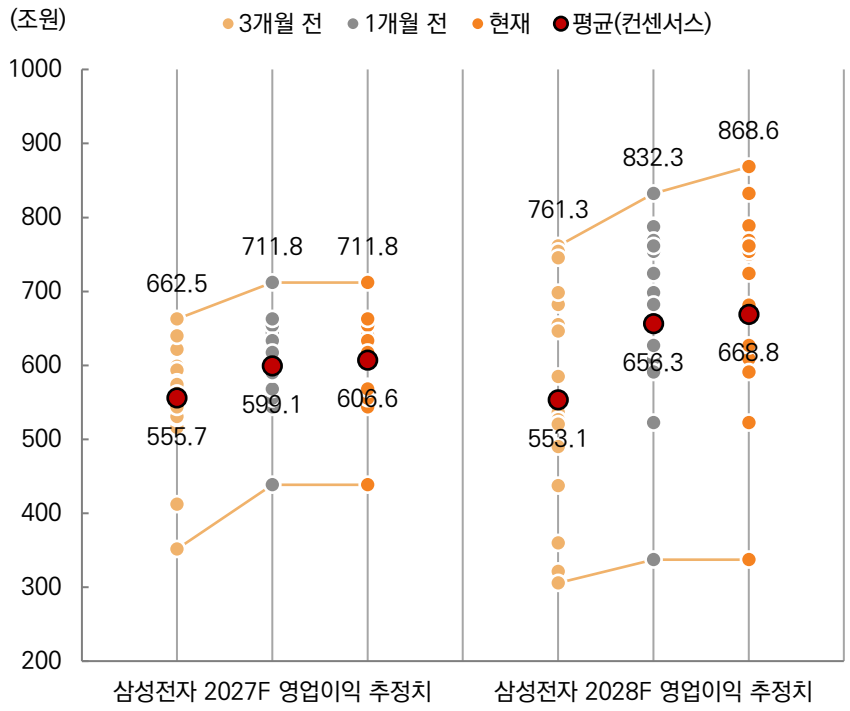

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 반도체 이익 성장보다 지속성이 중요

## 컨센서스 분포 축소가 필요한 국면

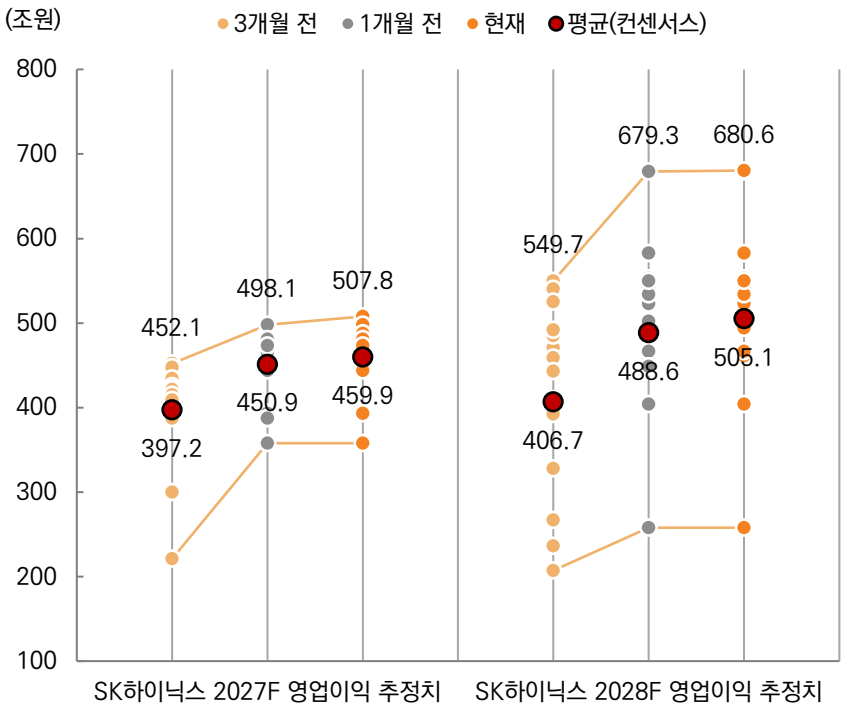
- 반도체 실적 컨센서스(평균)는 상향 조정 지속. 최근 3개월간 27년 영업이익은 삼성전자, SK하이닉스 +9%, +16%, 28년은 각각 +21%, +24%. 다만 최근 1개월 상향폭은 +1~3%로 둔화
- 컨센서스 간 괴리는 유지. 삼성전자 최댓값과 컨센서스 차이는 27년 약 105조원(712조원 vs 607조원), 28년 약 200조원(869조원 vs 669조원). 28년 이후 이익의 지속성 확인이 필요한 국면
- 이익 성장기의 추정치 분포 확대는 상향 신호지만, 성장 둔화 국면에서는 이익 지속성 불확실성 신호. 컨센서스 분포 축소가 반도체 밸류에이션 할인 해소의 조건

**삼성전자 27F, 28F 영업이익 컨센서스 분포**




주: 시점별 최저·최고 추정치는 분포에서 제외. 평균(컨센서스)은 전체 추정치 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**SK하이닉스 27F, 28F 영업이익 컨센서스 분포**



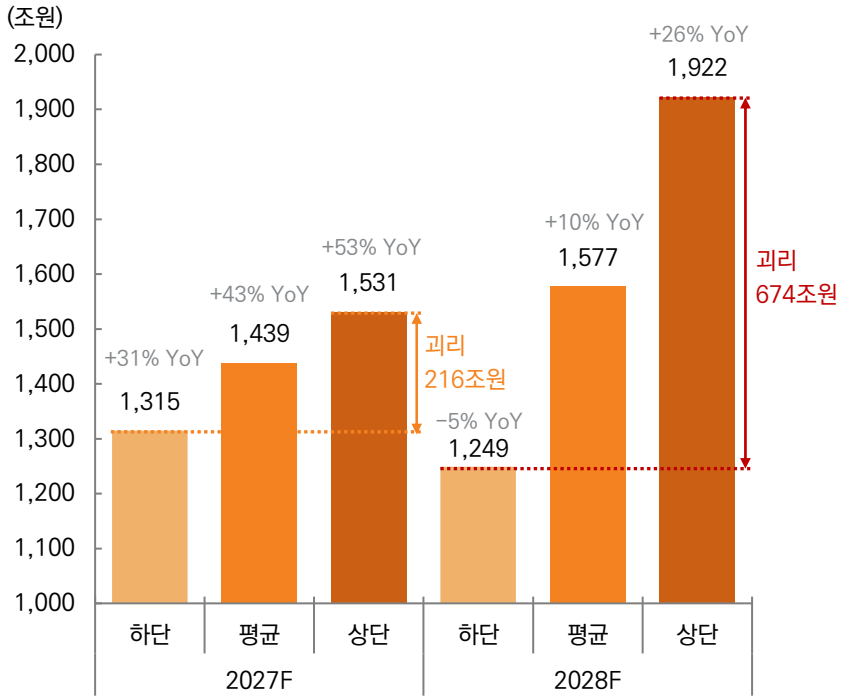

주: 시점별 최저·최고 추정치는 분포에서 제외. 평균(컨센서스)은 전체 추정치 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 코스피 이익 방향, 메모리가 결정

**28년 영업이익 컨센서스 1,240조원~1,914조원**

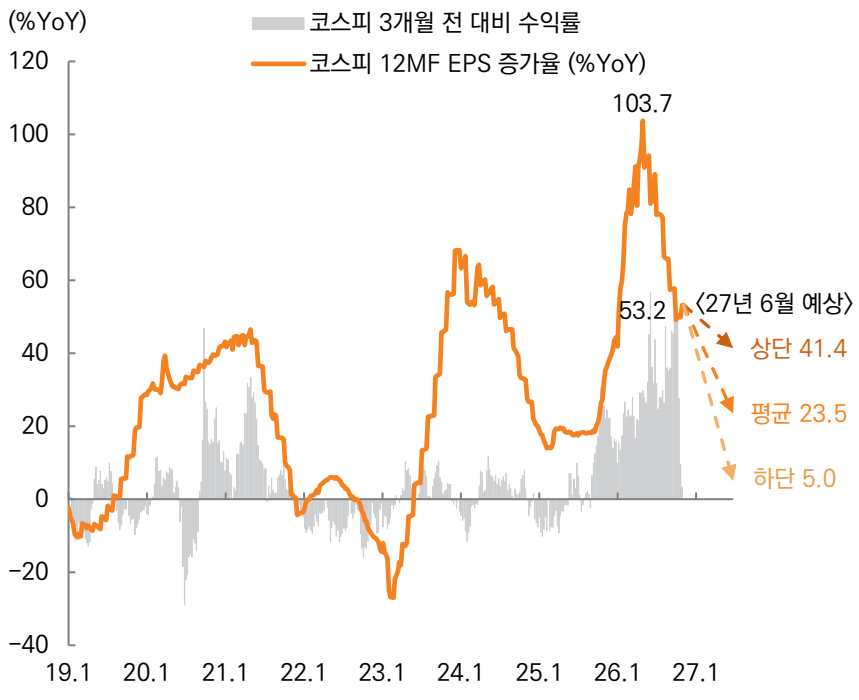
- 삼성전자·SK하이닉스가 코스피 영업이익의 70% 이상
- 코스피 이익 전망은 두 종목 추정치에 좌우
- 두 종목 추정치 상·하위 10%를 적용하면 코스피 영업이익은 27F 1,315~1,531조원(차이 216조원), 28F 1,249~1,922조원(차이 674조원)
- 27년 영업이익 증가율은 하단 +31%, 평균 +43%, 상단 +53%
- 28년 영업이익 증가율은 하단 -5%, 평균 +10%, 상단 +26%

**코스피 영업이익 전망: 반도체가 좌우**




주: 컨센서스가 존재하는 코스피 300개 기업 합산. 하단·상단은 삼성전자·SK하이닉스 추정치 하위·상위 10% 적용
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**코스피 12개월 선행 EPS 증가율 경로**



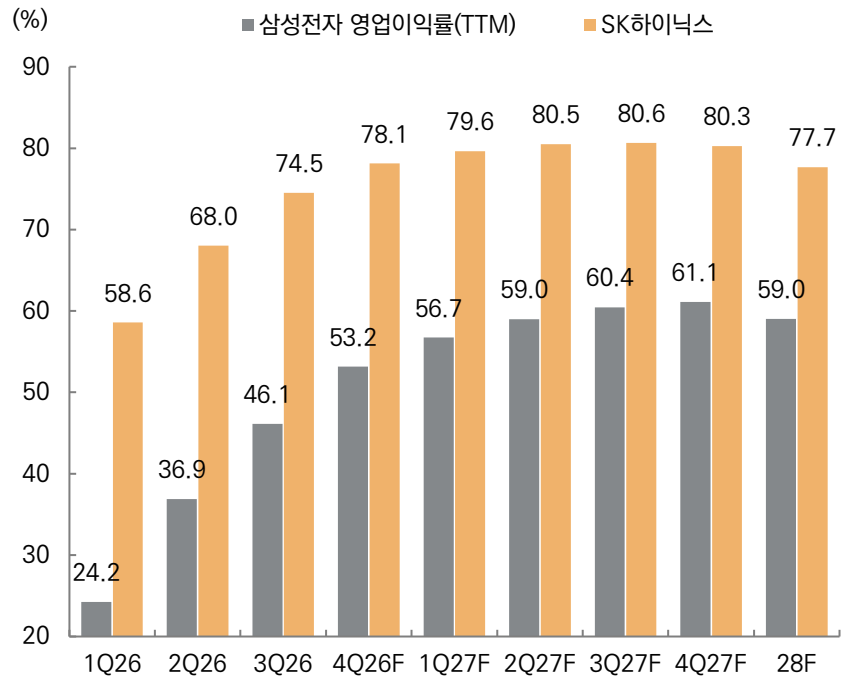

자료: LSEG, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 반도체 이익률 개선은 상반기까지

## 쏠림 정점 통과, 확산 국면 지속

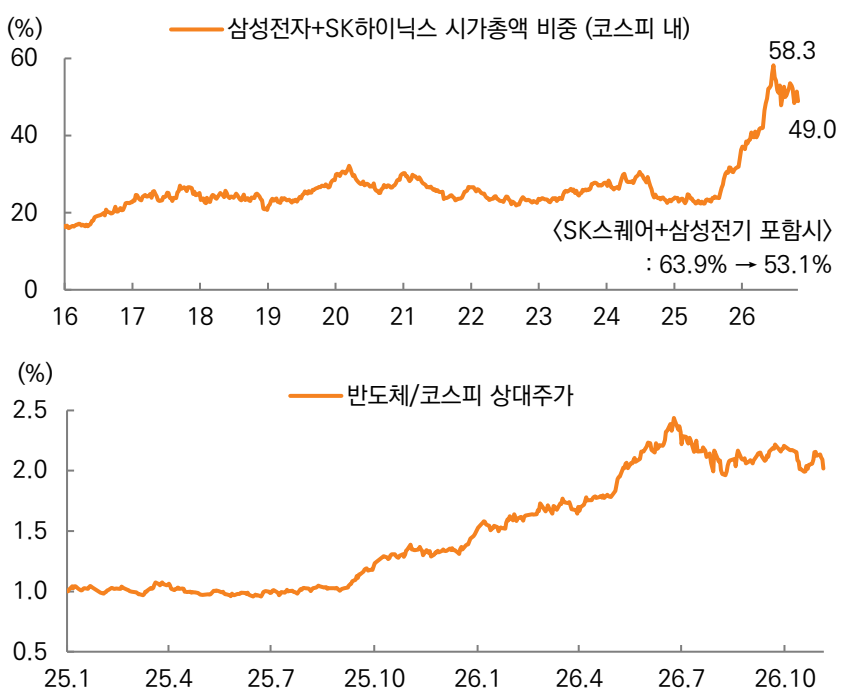
- 삼성전자·SK하이닉스 영업이익률은 27년 상반기까지 개선 기대. 이후 개선 폭 축소
- 두 종목의 코스피 내 시가총액 비중은 고점 58.3%(26년 6월)에서 49.0%로 하락. 반도체/코스피 상대주가도 고점 대비 하락, 10월 하락률 반도체 -23% vs 코스피 -18%
- 반도체 외 업종으로 확산 흐름 지속. 26년 상반기 같은 극단적 쏠림은 제한적일 전망

**삼성전자, SK하이닉스의 영업이익률 컨센서스 추이**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**반도체 쏠림은 6월 정점 통과**



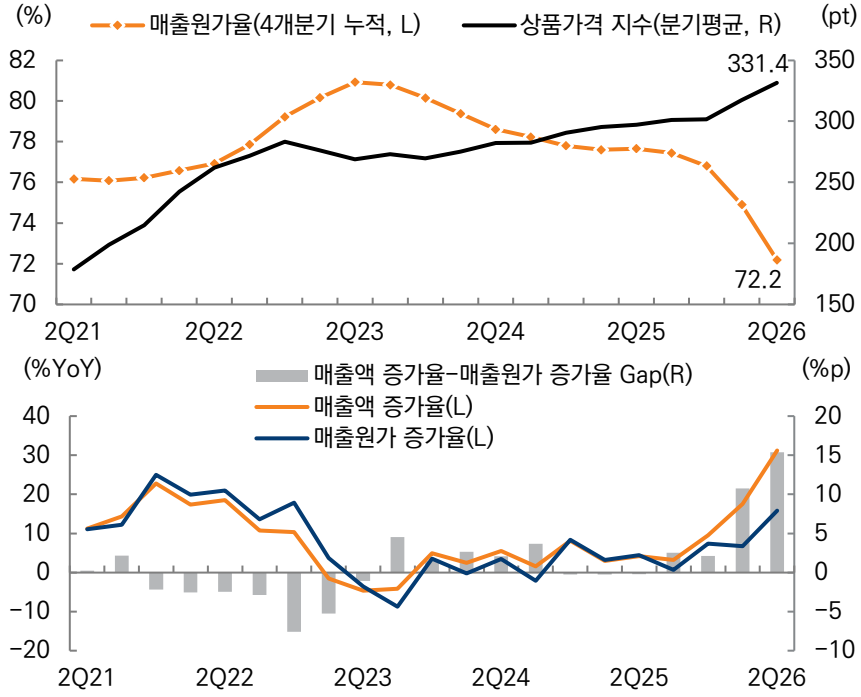

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 기업 마진 개선 여건은 축소 흐름

## 마진 개선 폭이 큰 업종이 유리

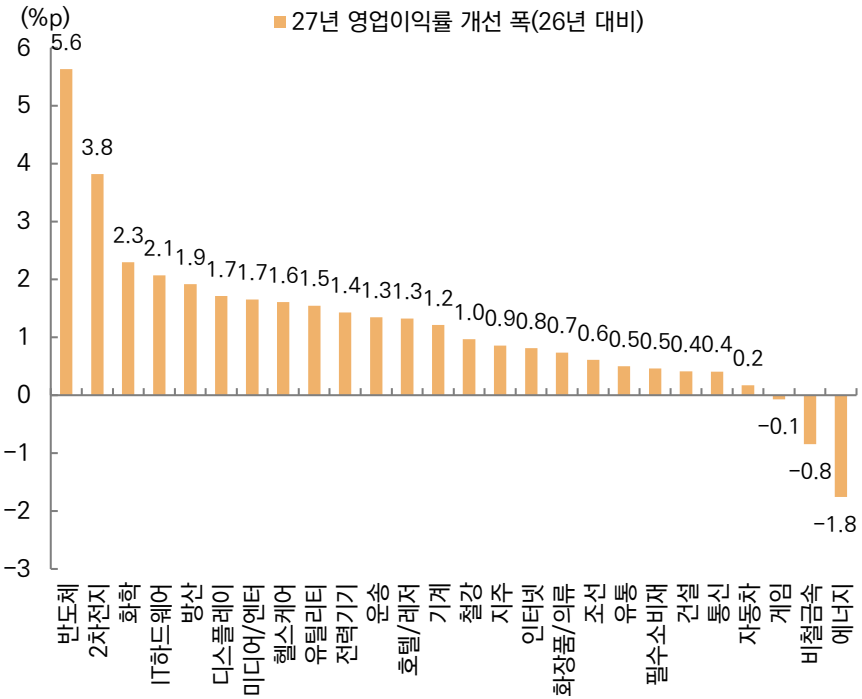
- 국내 기업들은 매출액에서 매출원가가 차지하는 비중이 높음. 원자재 가격 변화에 따라 실적 변동성 ↑
- 상품가격 지수 상승에도 기업들의 매출원가율은 최저 수준(72%)
- 매출원가 부담이 늘어나더라도 매출액이 더 크게 증가하면(=가격 전가 또는 고정비 레버리지) 마진 개선. 그러나 27년 매출액 증가율은 15.9%로 26년(33.5%) 대비 둔화
- 2027년에도 영업이익률 개선 폭이 클 것으로 예상되는 업종이 유리. 반도체, 2차전지, 화학, IT하드웨어, 방산 순. 28년까지 이익률 개선이 이어지는 업종은 2차전지, IT하드웨어, 헬스케어

**매출원가율과 상품가격 지수**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**업종별 영업이익률 개선 폭(26년 대비 27년)**



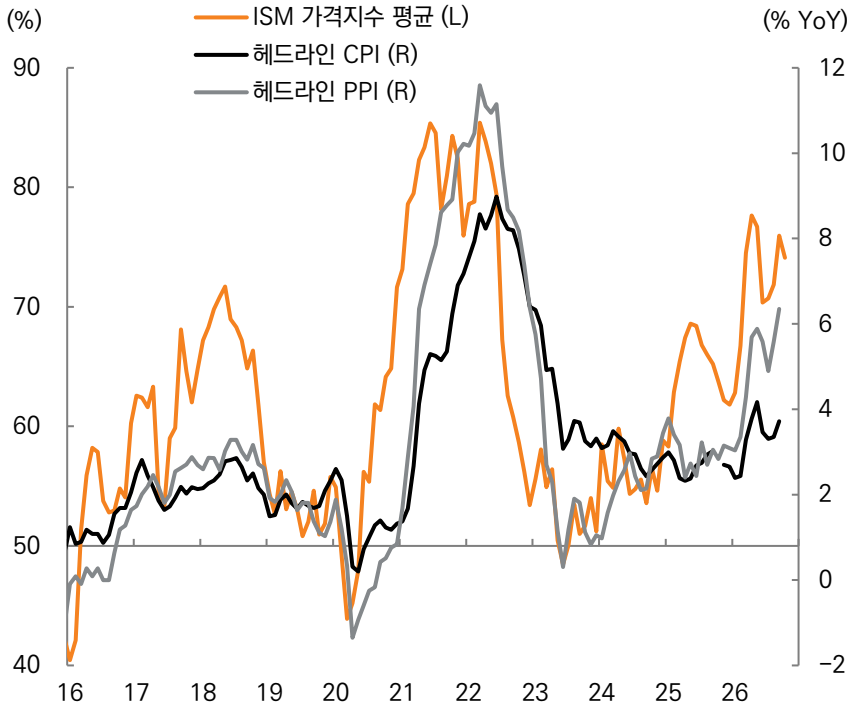

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 상반기까지 원가 부담, 하반기 물가 둔화

**원가 상승**
**〉 판매가 상승**

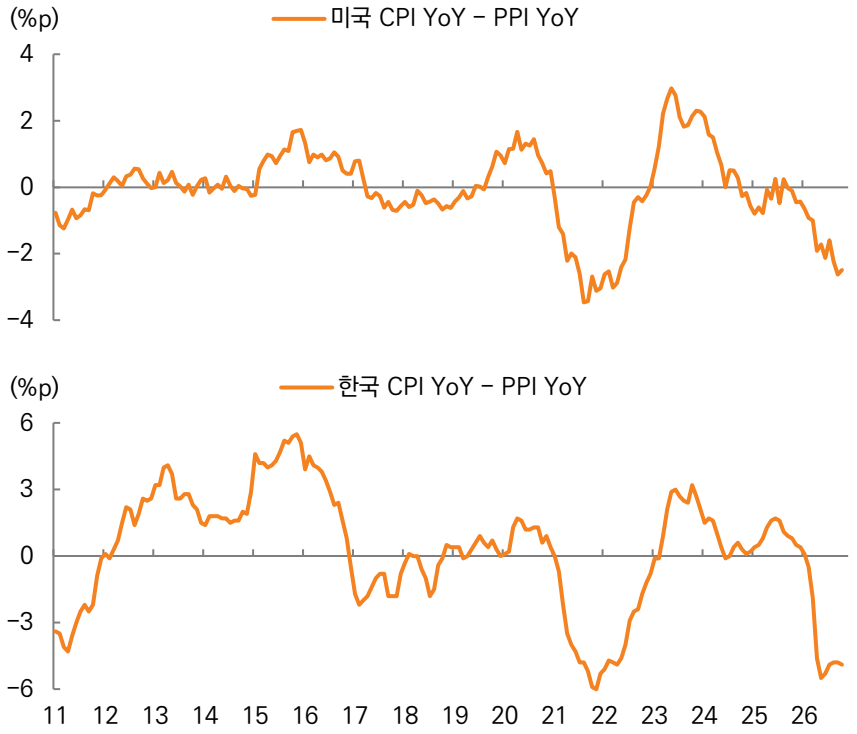
- 미국 코어 PCE는 AI 인프라 비용, 주거비 반등 등으로 상반기 2.8~2.9%까지 높아진 뒤, 전쟁 리스크 완화와 유가 하락으로 연말 2.5% 수준으로 둔화 전망. 연준은 12월 인상 후 27년 연내 동결 예상
- 물가를 선행하는 ISM 제조업·서비스업 가격지수는 4월 77.7로 급등, 최근 74.1(10월)로 재상승
- 미국과 한국 모두 CPI – PPI 스프레드는 마이너스(미국 약 −2.5%p, 한국 약 −4.5%p).
- 원가가 판매 가격보다 빠르게 올라 상반기 중 기업 마진 부담 확대. 매출 성장으로 낮아진 원가율이 높아질 위험

**ISM 가격 지수와 미국 CPI, PPI**




주: ISM 가격지수 평균은 제조업과 서비스업 가격지수의 단순평균 사용. CPI·PPI는 미국 헤드라인
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

**원가 상승이 판매가 상승보다 빠른 국면**



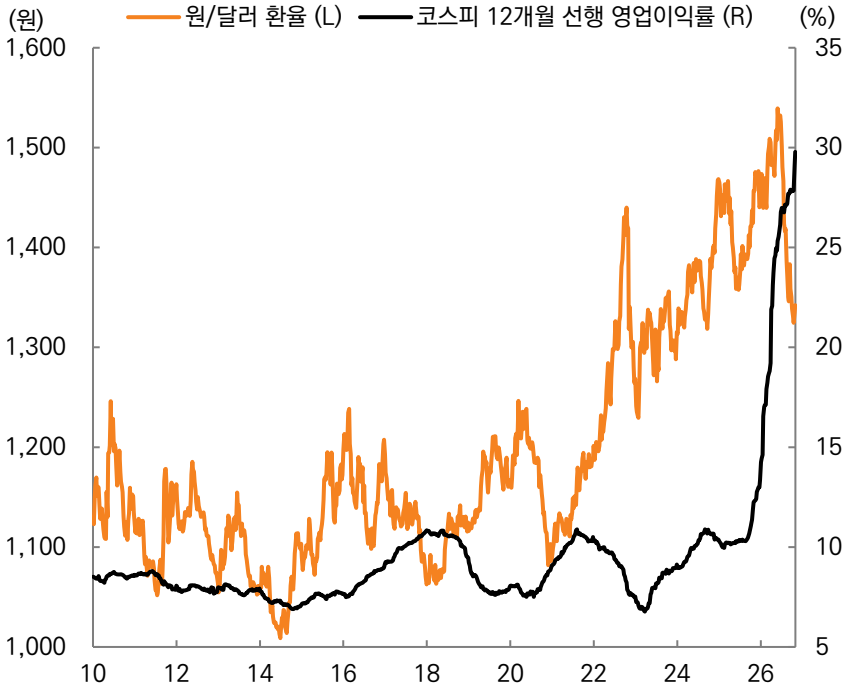

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 단기 원화 강세는 실적에 부담

## 낮아진 환율, 수출 업종에 불리

- 2027년 원/달러 1,300~1,400원 박스권 전망. 한국 금리 인상 사이클이 미국보다 먼저 끝나며 금리 측면에서는 원화 약세 요인이나, 경상수지 흑자 기반 달러 공급 우위가 이를 상쇄
- 다만, 원/달러는 26년 고점(1,500원대)에서 10월 1,300원대 중반으로 빠르게 하락. 단기적으로 낮아진 환율은 수출 기업 실적에 부담
- 반도체, 자동차, 조선, IT하드웨어, 화장품 등 수출 비중이 높은 업종이 원화 강세에 불리. 은행, 항공, 유틸리티는 상대적 수혜

**원/달러 환율 및 코스피 12개월 선행 영업이익률**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**원화 강세 시 업종별 영향**

| 구분 | 업종 | 영향 경로 |
|---|---|---|
| 수혜 | 은행 | 외화환산이익 증가 |
| | 항공 | 달러 비용, 외화부채 감소 |
| | 유틸리티 | 연료비 등 원가 하락 |
| 중립 | 정유·화학 | 영업 부정적, 영업외 파생이 상쇄 |
| | 철강·비철 | 원료 달러 매입 〉 수출 |
| 피해 | 반도체 | 달러 매출 감소 |
| | 자동차 | 달러 매출 감소, 수익성 하락(매출은 달러, 비용은 원화)<br>(충당부채 환입은 긍정) |
| | 조선 | 달러 매출 감소, 헤지 비율은 높음<br>(예: 삼성중공업 100%, HD현대중공업: 75%) |
| | IT하드웨어 | 달러 매출 감소 |
| | 헬스케어 | CDMO, 바이오시밀러 달러 매출 감소 |
| | 화장품 | 해외 매출 비중 비례, ODM은 낮음 |
| | 게임·엔터 | 달러 매출, 달러 채권 평가손 |

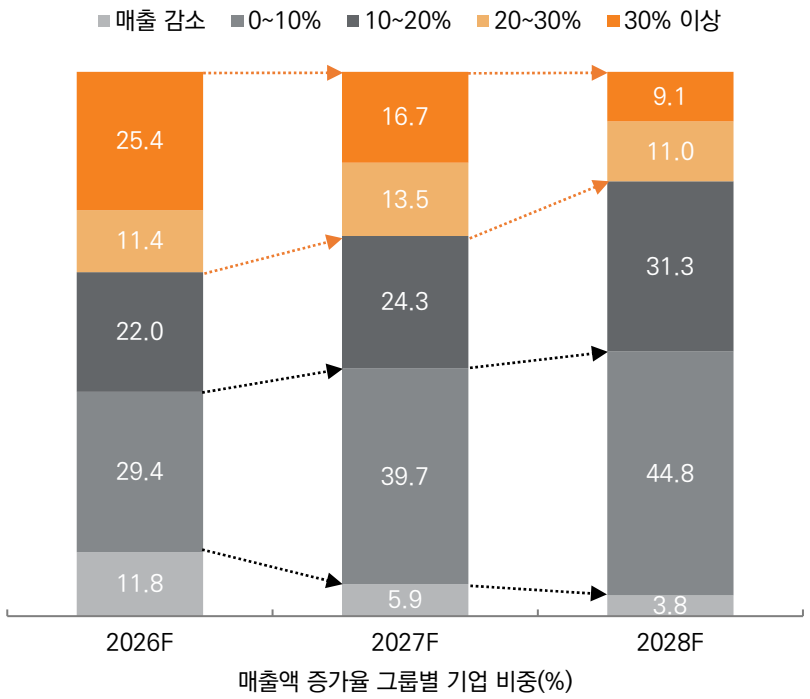
자료: 미래에셋증권 리서치센터

# 매출 고성장 기업 감소, 이익률 개선 기업은 희소

## 이익률 개선 기업 비중 하락

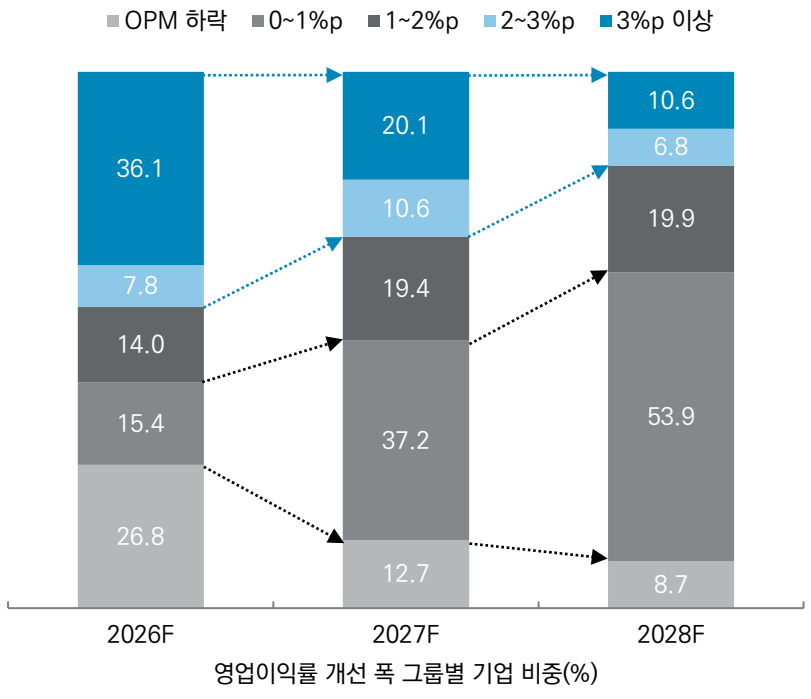
- 매출 고성장 기업은 감소. 연간 매출액 30% 이상 증가 기업 비중은 26년 25.4% → 27년 16.7% → 28년 9.1%, 0~10% 증가 기업은 29.4% → 39.7% → 44.8%로 상승
- 큰 폭의 영업이익률 개선 기업이 희소. +3%p 이상 개선 기업 비중은 26~28년 36% → 20% → 11%로 하락, 0~1%p 소폭 개선 기업이 15% → 37% → 54%
- 매출 성장보다 이익률 개선 기업의 감소 폭이 더 큼. 이익률 개선이 이어지는 기업이 희소해지는 만큼, 해당 기업에 프리미엄 기대

**매출 증가율 그룹별 기업 비중 추이**




주: 컨센서스가 존재하는 527개 기업 합산(금융 제외)
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**영업이익률 개선 폭 그룹별 기업 비중 추이**



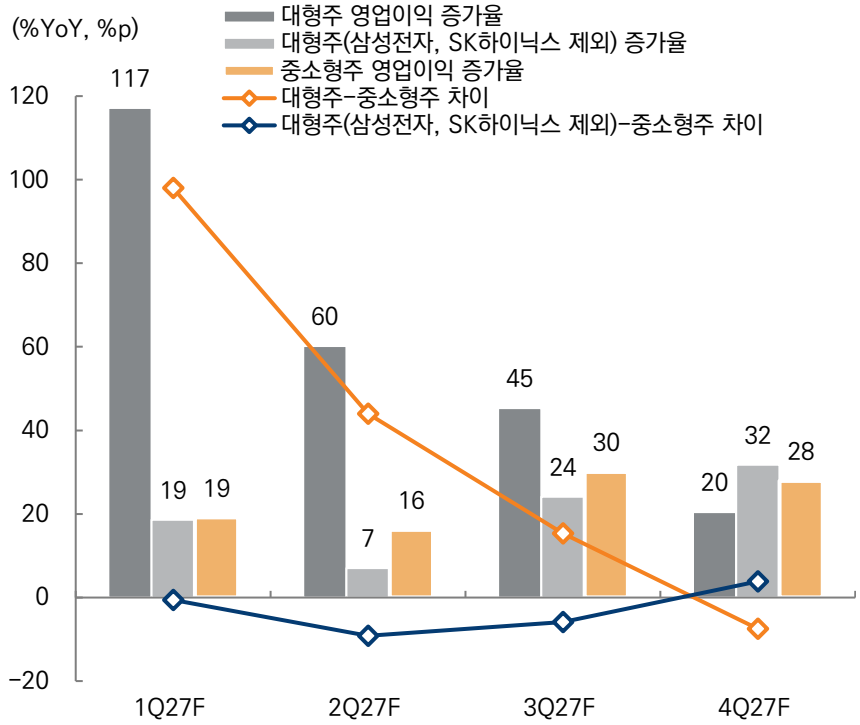

주: 컨센서스가 존재하는 527개 기업 합산(금융 제외)
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 대형주-중소형주 로테이션보다는 반도체-반도체 제외로 접근

**중소형주 이익 증가율은 +20%YoY 수준**

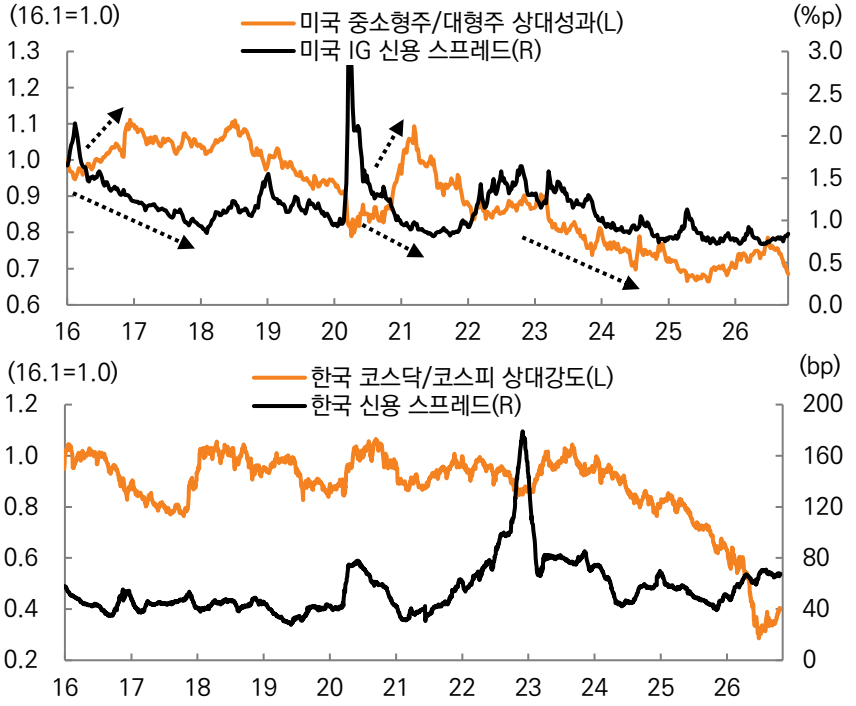
- 중소형주 실적 증가율은 하반기 개선 흐름. 그러나 중소형주의 대형주(삼성전자, SKH 제외) 대비 영업이익 증가율 우위는 2분기 +9%p를 고점으로 축소되며, 4분기에는 역전
- 대형주-중소형주 로테이션보다는 반도체-반도체 제외 로테이션으로 접근할 필요
- 한편, 대형주/중소형주 상대주가와 민감도가 높은 신용 스프레드는 확대 흐름. 고금리 장기화와 신용 스프레드 확대는 중소형주에 불리. 연말로 갈수록 장기금리가 하락하면 부담은 완화

**대형주, 중소형주 영업이익 증가율 차이**



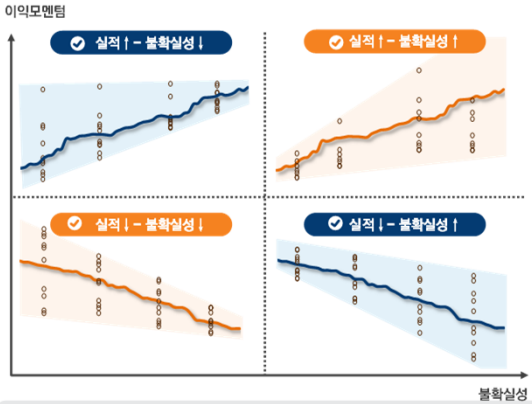

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**미국 및 한국 중소형주/대형주 상대성과 및 신용 스프레드**




주: 미국 IG 신용 스프레드는 미국 투자등급(IG) 회사채 – 국채. 한국 신용 스프레드는 투자등급 회사채-국고채 3년
자료: Bloomberg, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# [Quant Pick] 이익모멘텀 스타일




〈스크리닝 기준〉

1) 애널리스트 컨센서스 5개 이상

2) 2027F 영업이익 컨센서스 최댓값 상향 조정(1M)

3) 2027F, 2028F 영업이익 증가율 (+)

## 영업이익 컨센서스 최댓값 상향 조정 기업 리스트(시가총액 2조 이상)

| 종목코드 | 종목명 | 시장 | 업종명 | 시가총액 (조원) | 수익률(%) | | 3Q26 영업이익 | | 2027F 최고치 | 영업이익 증가율(%YoY) | | 영업이익 변화율(%,1M) | | 어닝 서프/쇼크 연속 횟수 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 3M | YTD | Surp% | YoY% | 변화율(1M) | 2027F | 2028F | 2027F | 2028F | 3Q26 | 2Q26 | 1Q26 |
| A005930 | 삼성전자 | KS | 반도체 | 1,103.2 | -18.1 | 57.4 | 1.4 | 783.1 | **13.1** | 58.4 | 10.2 | 10.5 | 13.1 | | O | ◎ |
| A000660 | SK하이닉스 | KS | 반도체 | 826.9 | -24.3 | 73.9 | 8.3 | 632.1 | **25.6** | 62.5 | 9.8 | 14.9 | 19.5 | O | X | |
| A009150 | 삼성전기 | KS | IT하드웨어 | 65.0 | -29.2 | 241.2 | 7.1 | 165.5 | **8.8** | 107.3 | 51.6 | 20.6 | 14.6 | O | O | |
| A068270 | 셀트리온 | KS | 건강관리 | 49.0 | 8.2 | 22.3 | 3.1 | 74.3 | **2.8** | 25.4 | 12.6 | 4.0 | 3.8 | | ◎ | |
| A028260 | 삼성물산 | KS | 상사,자본재 | 44.4 | -18.1 | 14.2 | 13.9 | 15.0 | **12.7** | 17.2 | 8.1 | 5.8 | 5.6 | ◎ | ◎ | X |
| A006400 | 삼성SDI | KS | IT가전 | 37.7 | 9.6 | 73.7 | 113.2 | 흑전 | **15.3** | 163.8 | 80.3 | 3.6 | 7.6 | ◎ | O | O |
| A010120 | LS ELECTRIC | KS | 기계 | 17.5 | -42.5 | 26.6 | 20.5 | 131.7 | **12.9** | 46.2 | 31.2 | 9.5 | 9.5 | ◎ | O | |
| A028050 | 삼성E&A | KS | 건설,건축관련 | 11.9 | 22.4 | 151.6 | 98.6 | 183.6 | **27.0** | 5.4 | 10.1 | 23.2 | 22.8 | ◎ | ◎ | |
| A047050 | 포스코인터내셔널 | KS | 상사,자본재 | 8.5 | -13.3 | -3.1 | 3.1 | 39.9 | **2.4** | 7.1 | 5.9 | 2.0 | 2.3 | | ◎ | ◎ |
| A036570 | NC | KS | 소프트웨어 | 4.5 | -12.9 | 3.5 | | 흑전 | **1.3** | 8.5 | 4.6 | 1.0 | 3.2 | 미발표 | ◎ | ◎ |
| A222800 | 심텍 | KQ | IT하드웨어 | 3.6 | -11.8 | 89.5 | 19.5 | 721.6 | **18.6** | 78.1 | 29.5 | 18.2 | 18.5 | ◎ | ◎ | ◎ |
| A353200 | 대덕전자 | KS | IT하드웨어 | 3.5 | -28.4 | 51.2 | 13.2 | 259.4 | **10.4** | 52.5 | 31.5 | 8.5 | 15.5 | ◎ | O | ◎ |
| A192820 | 코스맥스 | KS | 화장품,의류,완구 | 2.9 | 26.0 | 56.1 | | 82.9 | **13.8** | 25.7 | 17.7 | 8.3 | 8.8 | 미발표 | O | |
| A028670 | 팬오션 | KS | 운송 | 2.6 | -17.1 | 26.0 | 2.9 | 57.7 | **7.3** | 4.5 | 1.6 | 7.7 | 7.7 | | ◎ | O |
| A031980 | 피에스케이홀딩스 | KQ | 반도체 | 2.6 | 17.4 | 157.7 | | -17.3 | **4.6** | 69.4 | 37.7 | 12.8 | 31.8 | 미발표 | X | X |
| A095340 | ISC | KQ | 반도체 | 2.6 | -11.2 | 8.9 | -20.7 | 25.4 | **7.6** | 43.8 | 26.2 | 1.8 | 4.1 | X | | ◎ |
| A007070 | GS리테일 | KS | 소매(유통) | 2.0 | -11.7 | 16.2 | 10.2 | 18.9 | **10.9** | 6.7 | 7.5 | 2.9 | 4.5 | ◎ | O | ◎ |

주: 어닝 서프라이즈/쇼크는 영업이익 전망치 대비 ±5% 이상 시 적용, +10% 이상 상회 시 ◎ 표기 (금융은 순이익 기준). 2026년 11월 6일(금) 종가 기준

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# [Quant Pick] 이익모멘텀 스타일

## 영업이익 컨센서스 최댓값 상향 조정 기업 리스트(시가총액 2조 미만)

| 종목코드 | 종목명 | 시장 | 업종명 | 시가총액 (조원) | 수익률(%) | | 3Q26 영업이익 | | 2027F 최고치 | 영업이익 증가율(%YoY) | | 영업이익 변화율(%,1M) | | 어닝 서프/쇼크 연속 횟수 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 3M | YTD | Surp% | YoY% | 변화율(1M) | 2027F | 2028F | 2027F | 2028F | 3Q26 | 2Q26 | 1Q26 |
| A096530 | 씨젠 | KQ | 건강관리 | 1.4 | 8.0 | 30.3 | -42.4 | 21.2 | **9.4** | 36.8 | 21.4 | 4.4 | 7.9 | X | ◎ | ◎ |
| A098460 | 고영 | KQ | IT하드웨어 | 1.4 | -34.1 | -10.7 | 14.7 | 312.4 | **17.7** | 31.3 | 23.5 | 8.7 | 13.4 | ◎ | ◎ | ◎ |
| A071970 | HD현대마린엔진 | KS | 조선 | 1.2 | -37.1 | -60.3 | 50.0 | 197.2 | **11.3** | 32.8 | 21.2 | 4.2 | 4.0 | ◎ | X | ◎ |
| A131970 | 두산테스나 | KQ | 반도체 | 1.2 | -8.6 | 14.3 | | -1.6 | **14.1** | 212.0 | 20.0 | 4.0 | 1.1 | 미발표 | O | X |
| A229640 | LS에코에너지 | KS | 기계 | 1.2 | -16.7 | 9.8 | 8.4 | 50.2 | **1.7** | 16.9 | 21.8 | 6.5 | 9.4 | O | ◎ | ◎ |
| A036540 | SFA반도체 | KQ | 반도체 | 1.0 | 17.8 | 31.8 | | 적축 | **28.2** | 흑전 | 38.1 | 10.5 | 55.7 | 미발표 | O | X |
| A251970 | 펌텍코리아 | KQ | 비철,목재등 | 0.9 | 41.0 | 34.9 | | 42.5 | **8.6** | 18.8 | 15.7 | 2.3 | 3.0 | 미발표 | ◎ | |
| A079160 | CJ CGV | KS | 미디어,교육 | 0.9 | -4.1 | -13.3 | 43.7 | 215.2 | **1.8** | 19.1 | 10.0 | 7.1 | 7.1 | ◎ | X | X |
| A420770 | 기가비스 | KQ | 반도체 | 0.8 | -44.9 | 98.1 | | 977.0 | **4.5** | 221.1 | 0.4 | 3.8 | 18.5 | 미발표 | ◎ | X |
| A232140 | 와이씨 | KQ | 반도체 | 0.8 | 0.9 | -34.8 | | 235.4 | **18.7** | 35.9 | 45.6 | 5.1 | 9.0 | 미발표 | ◎ | O |
| A425420 | 티에프이 | KQ | 반도체 | 0.8 | 96.2 | 69.2 | | 159.6 | **42.5** | 58.1 | 29.2 | 5.1 | 7.9 | 미발표 | | |
| A003160 | 디아이 | KS | 반도체 | 0.7 | 8.8 | 16.2 | 33.6 | 493.1 | **13.9** | 32.7 | 21.9 | 14.5 | 19.9 | ◎ | ◎ | ◎ |
| A252990 | 샘씨엔에스 | KQ | 반도체 | 0.7 | -17.4 | 68.7 | 12.9 | 105.9 | **18.1** | 48.4 | 27.5 | 20.1 | 22.8 | ◎ | ◎ | ◎ |
| A006730 | 서부T&D | KQ | 호텔,레저서비스 | 0.7 | -3.4 | -20.6 | | 25.6 | **22.4** | 19.9 | 19.0 | 6.2 | 14.5 | 미발표 | X | |
| A014620 | 성광벤드 | KQ | 기계 | 0.6 | -20.1 | -16.5 | 적전 | 적전 | **32.2** | 65.9 | 22.1 | 2.7 | 5.9 | X | X | X |
| A050890 | 쏠리드 | KQ | IT하드웨어 | 0.4 | -26.8 | -1.2 | | 259.5 | **32.2** | 52.3 | 40.2 | 8.9 | 9.3 | 미발표 | X | X |
| A327260 | RF머트리얼즈 | KQ | 상사,자본재 | 0.4 | -32.4 | 98.3 | -11.0 | 157.6 | **6.8** | 71.7 | 41.3 | 6.4 | 7.0 | X | ◎ | ◎ |
| A036800 | 나이스정보통신 | KQ | 상사,자본재 | 0.3 | 35.0 | 49.9 | | 35.6 | **2.0** | 27.7 | 9.7 | 2.7 | 1.4 | 미발표 | ◎ | ◎ |
| A054950 | 제이브이엠 | KQ | 건강관리 | 0.3 | -1.0 | -6.0 | 3.2 | 30.4 | **4.1** | 6.3 | 11.8 | 4.4 | 6.4 | | ◎ | |
| A170920 | 엘티씨 | KQ | 반도체 | 0.3 | -35.2 | 32.6 | | 150.4 | **4.0** | 61.1 | 35.1 | 0.4 | 3.1 | 미발표 | | |
| A085910 | 네오티스 | KQ | 자동차 | 0.2 | -10.8 | 74.9 | | 90.3 | **1.1** | 89.7 | 75.2 | 0.2 | 7.4 | 미발표 | | X |

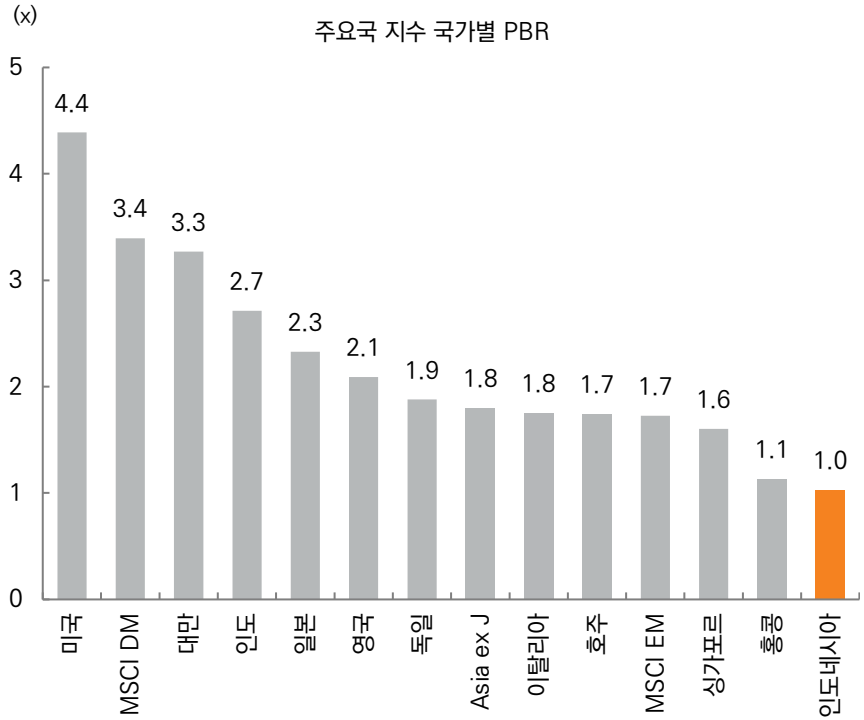
주: 어닝 서프라이즈/쇼크는 영업이익 전망치 대비 ±5% 이상 시 적용, +10% 이상 상회 시 ◎ 표기 (금융은 순이익 기준). 2026년 11월 6일(금) 종가 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 한국 증시 밸류에이션 회복은 언제

## 27년 상반기 PER 회복 기대

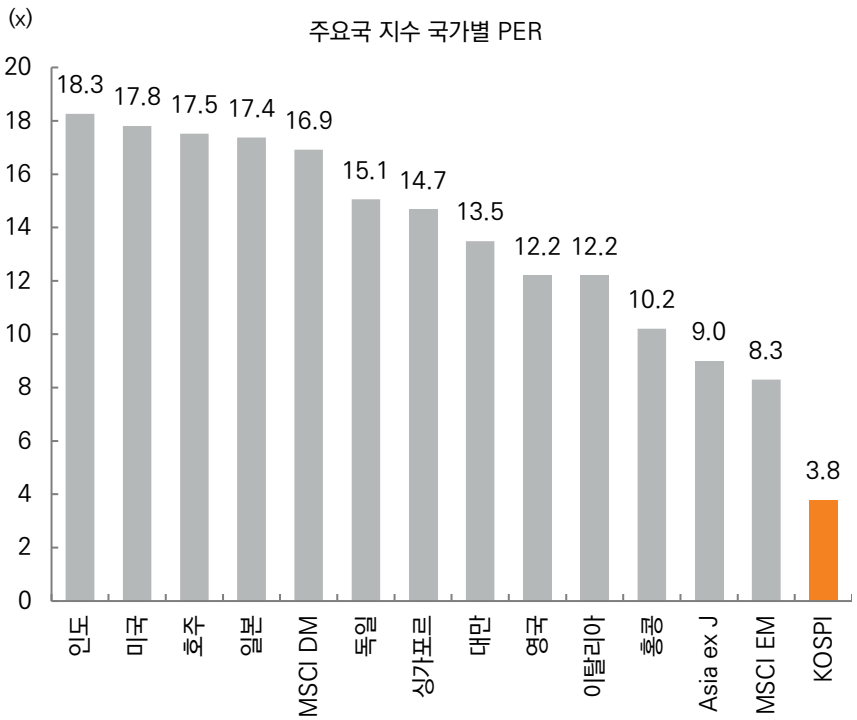
- 코스피 12개월 선행 PBR, PER은 1.0배, 3.8배로 글로벌 최하위권(반도체 제외 PER 6.2배)
- 선진국, 신흥국 대비 PER 할인율은 각각 -78%, -55%(과거 5년 평균: -50%, -15%)
- 현재는 반도체 사이클의 패턴이었던 "이익 고점 = 주가 고점 = PER 저점" 국면으로 평가 중. 증가율이 둔화되더라도 이익 레벨이 유지되는 것이 확인되면 PER 회복 기대할 수 있음
- 과거 PER 바닥은 이익 증가율이 고점의 34~46%로 낮아질 때 형성(현재 41%). 바닥 이후 6개월 +18%, 1년 +29% PER 회복 → 27년 상반기 PER 회복 기대

### 한국 증시 PBR 1배




주: MSCI 및 Bloomberg 주요국 대표지수 기준
자료: Bloomberg, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

### 한국 증시 PER 3.8배



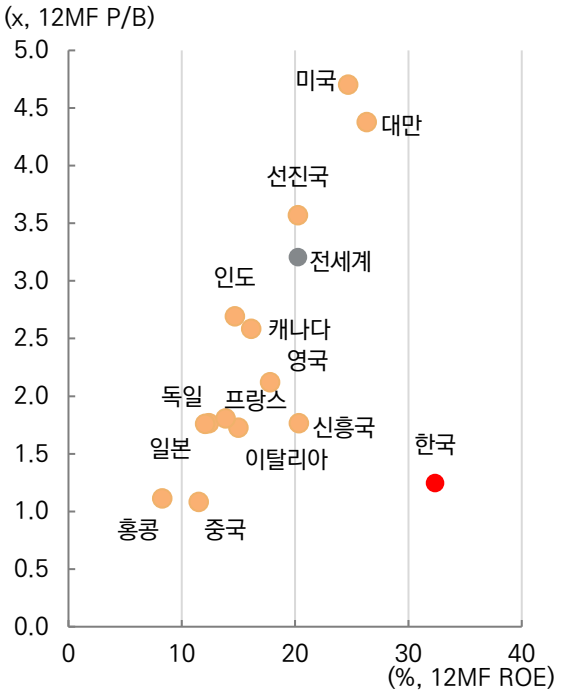

주: MSCI 및 Bloomberg 주요국 대표지수 기준
자료: Bloomberg, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 저평가 착시: 1) 미흡한 주주환원

## 높은 ROE,
## 낮은 배당성향

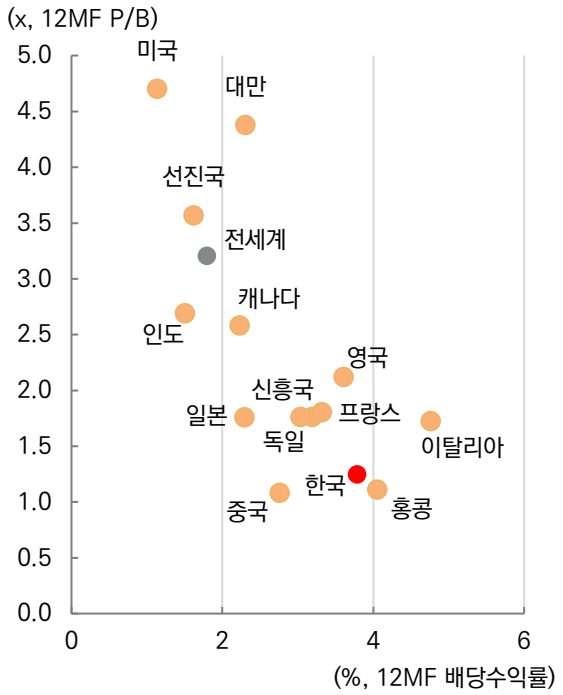
- ROE만 보고 저평가를 판단하면 오류. 주주환원 확대가 PBR 회복 조건
- 한국 12MF ROE는 약 32%로 주요국 최고 수준이나 PBR은 1배 수준. ROE만 보면 극단적 저평가
- 그러나 배당성향은 약 15%로 주요국 대비 최저(배당수익률은 주가 하락으로 높아진 측면)
- 앞으로도 기업 주주환원에 대한 관심은 높아질 전망

**주요국 12개월 선행 ROE와 PBR**



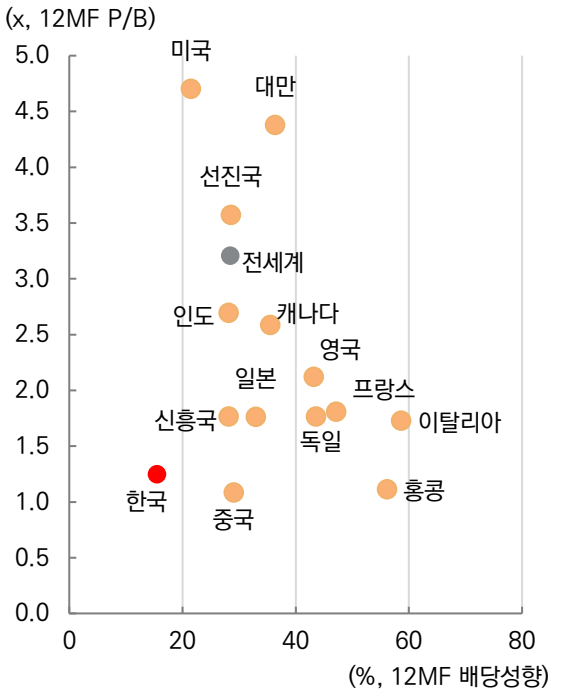

자료: LSEG, 미래에셋증권 리서치센터

**주요국 12개월 선행 배당수익률과 PBR**




자료: LSEG, 미래에셋증권 리서치센터

**주요국 12개월 선행 배당성향과 PBR**



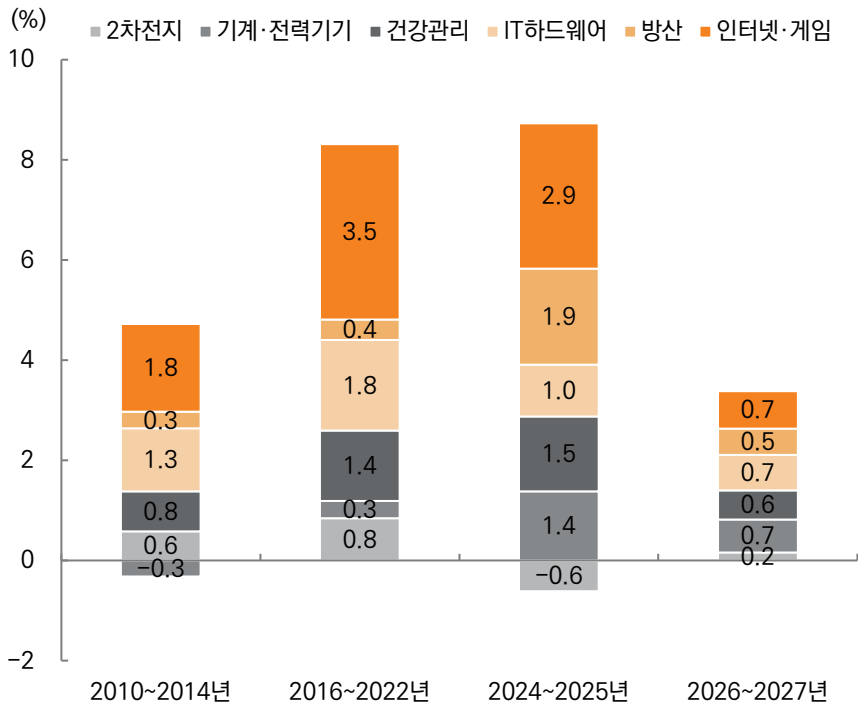

자료: LSEG, 미래에셋증권 리서치센터

# 저평가 착시: 2) 업종 구성 변화

## 성장 업종 밸류에이션 부담

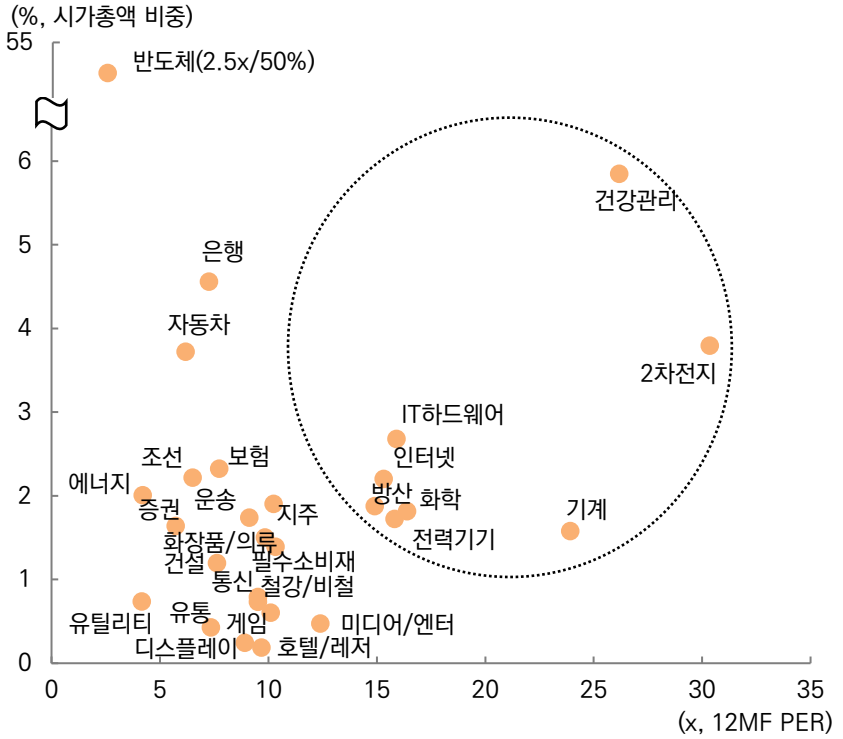
- 반도체를 제외한 코스피 PER은 6.2배로 2005년 이후 최저. 그러나 지수 PER만으로 밸류에이션을 논하기에는 과거 대비 고PER 업종이 증가
- 반도체를 제외하면 성장 업종의 높은 PER이 반영 중. 지수 PER만으로 저평가를 판단하면 오류
- 건강관리·2차전지·IT하드웨어·인터넷·방산·전력기기·기계 등 성장 업종은 PER 15~35배. 시가총액 비중은 20% 수준. 그러나 순이익 비중은 24~25년 8.1%에서 26~27년 3.4%로 오히려 축소

### 고PER 업종별 순이익 비중 추이



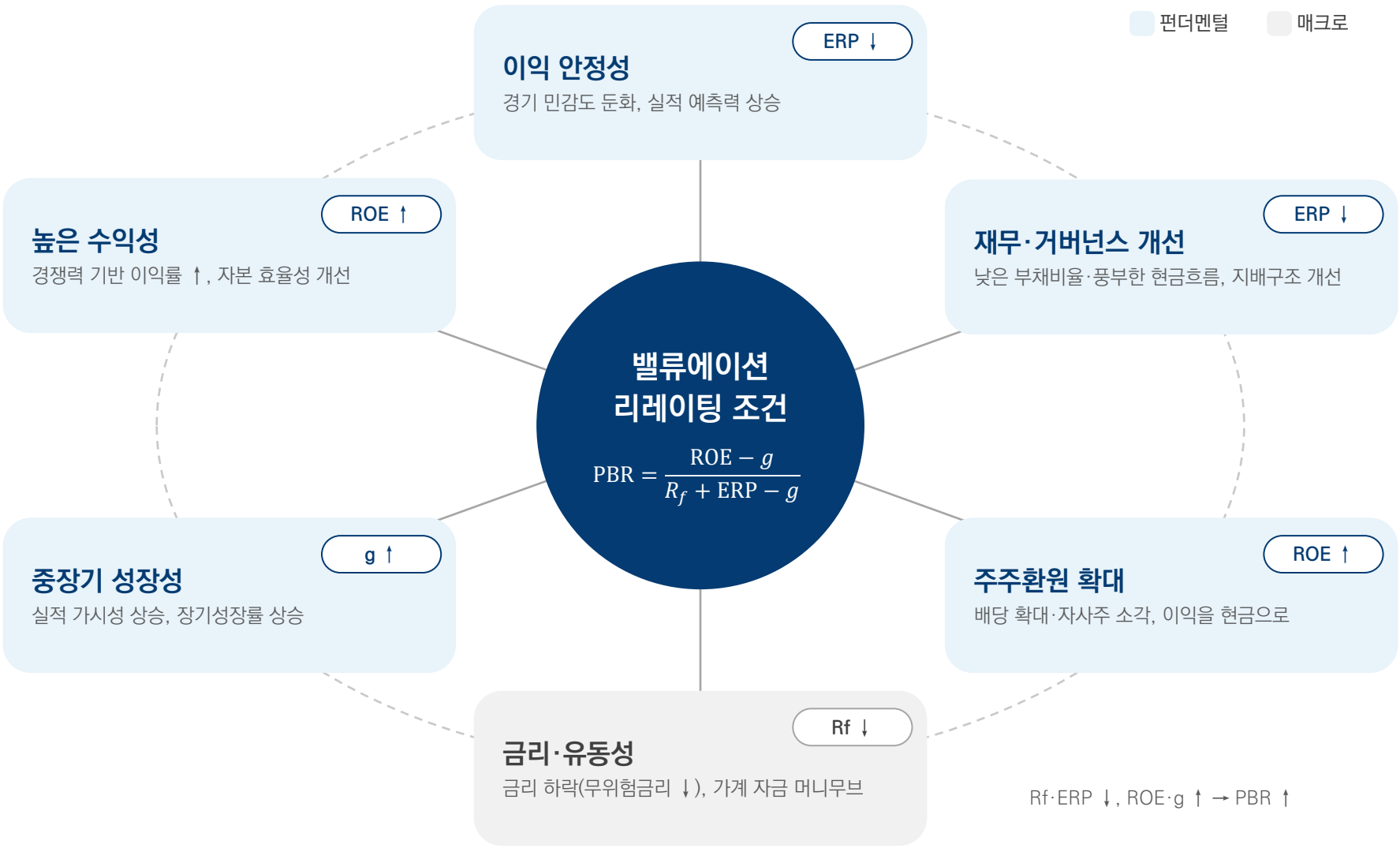

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

### KOSPI 업종별 12개월 선행 PER 및 시가총액 비중




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 리레이팅의 조건



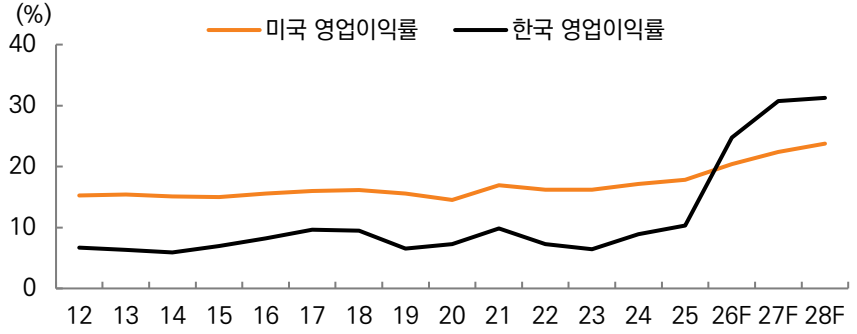

자료: 미래에셋증권 리서치센터

# 이익률 상승에 기반한 ROE 레벨업

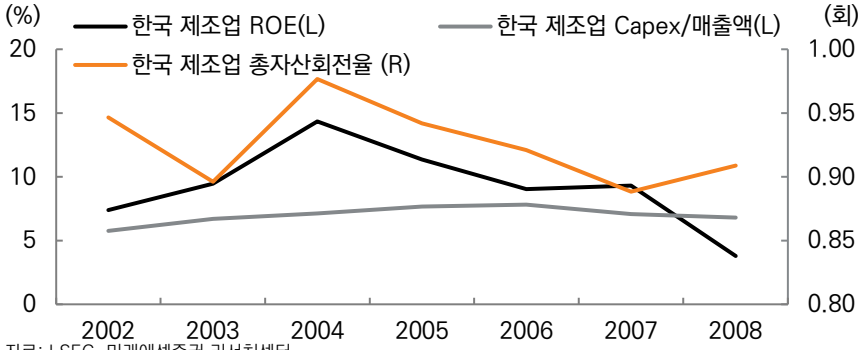
## 한국 이익률, 미국을 추월

- 결국 한국은 경기에 대한 민감도를 극복할 필요. 과거 한국은 경기민감주의 비중이 높아 할인
- 긍정적인 부분은 ROE 상승이 회전율, 부채가 아닌 수익성 자체의 개선에서 비롯된 점. 경기 민감도 ↓
- 과거 ROE 변동이 컸던 이유는 총자산회전율 상승이 주도. 경기 둔화 시 매출 감소와 이익률 하락이 겹쳐 ROE가 급락
- 한국 영업이익률은 26년부터 미국을 추월(27F 약 30% vs 미국 약 22%). 미국이 높은 밸류에이션을 받는 이유인 높은 이익률을 한국도 확보

### 미국, 한국 영업이익률

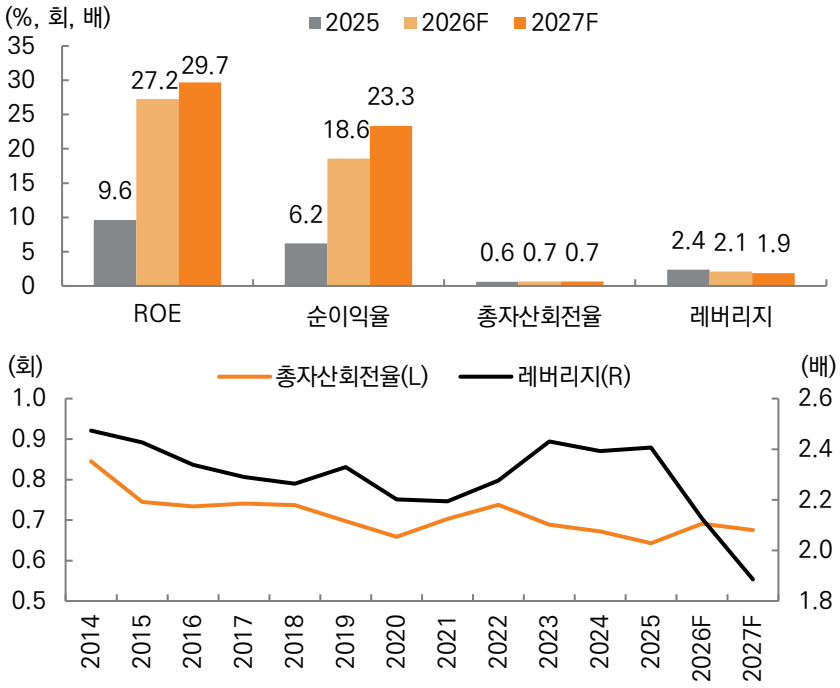



### 과거 한국 제조업 ROE와 총자산회전율(2002~2008년)




자료: LSEG, 미래에셋증권 리서치센터

### 한국 ROE 상승은 순이익률이 주도



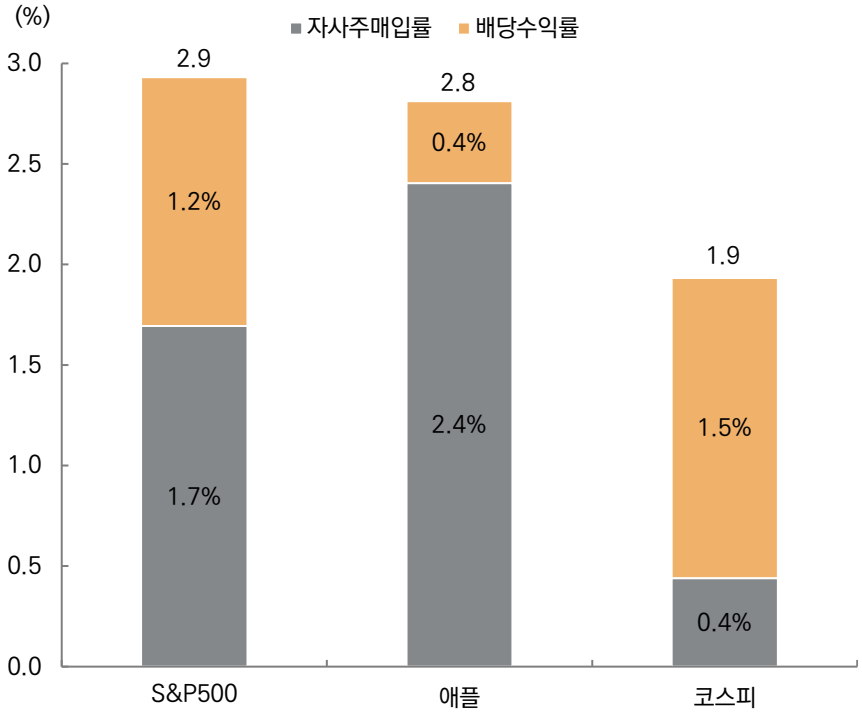

자료: LSEG, 미래에셋증권 리서치센터

# 주주환원율, 한국 30% vs 미국 75%

## 아직 미흡한 주주환원

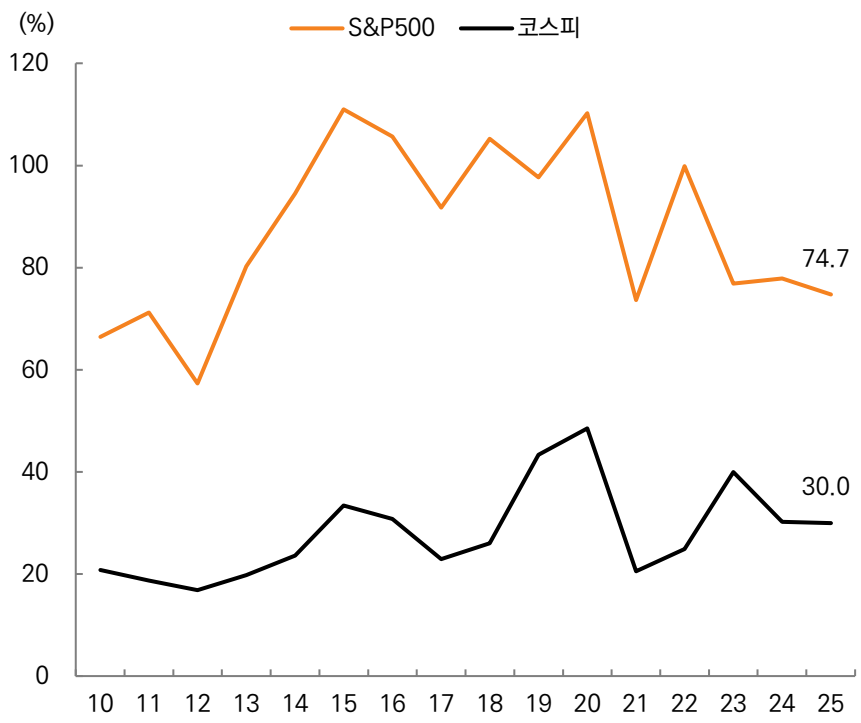
- 미국의 높은 밸류에이션은 이익 창출력과 함께 주주환원이 장기간 누적된 결과. S&P500 주주환원 수익률 2.9%(자사주 1.7% + 배당 1.2%)
- 대표 사례는 애플. 10년간 자사주 매입 7,100억달러, 배당을 더하면 순이익 이상을 환원. 자기자본이 1,340억달러(2017년)에서 737억달러로 감소. ROE와 PBR(약 40배)이 함께 상승
- 미국, 한국 순이익 대비 주주환원율은 75%, 30%. 주주환원 수익률 1.9%(배당 1.5%, 자사주 0.4%)
- 한국 12개월 자사주 매입 결정액 기준 주주환원 수익률은 3.8%로 상승(배당 2.7%, 자사주 1.15%)

**S&P500, 애플, 코스피 주주환원 수익률 비교**




주: S&P500·코스피 2025년, 애플 FY2025년 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**S&P500, 코스피 순이익 대비 주주환원율 비교**



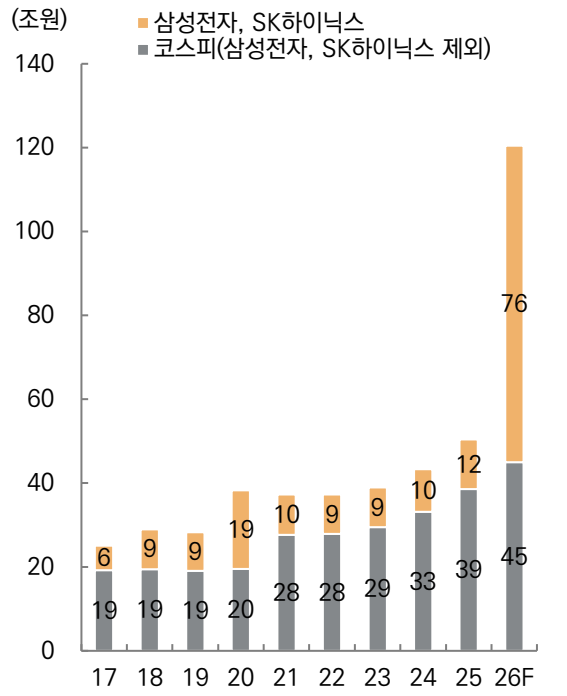

주: 주주환원율 = (배당 + 자사주 매입) ÷ 순이익
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 주주환원 반도체 중심으로 증가

**배당 증가, 자사주 매입**
**→ 자본 효율성 ↑**

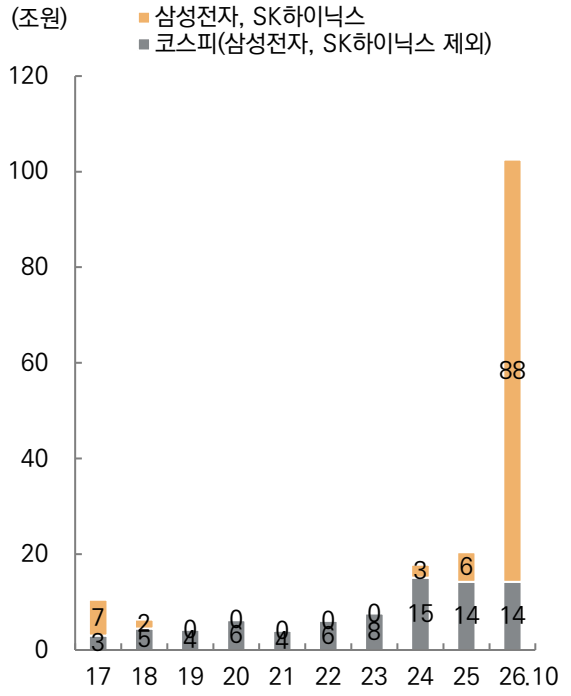
- 풍부한 현금흐름으로 주주환원 금액 급증. 26년 현금배당은 121조원(F)으로 25년 51조원의 2배 이상. 삼성전자·SK하이닉스를 제외해도 39조원 → 45조원으로 증가
- 자사주 매입 결정액은 24년 18조원 → 25년 20조원 → 26년(10월까지) 103조원. 매입은 매입액만큼 자본총계에서 차감돼 ROE를 높이는 요인
- 자사주 소각도 25년 21조원에서 26년 93조원으로 확대

**코스피 현금배당 추이**



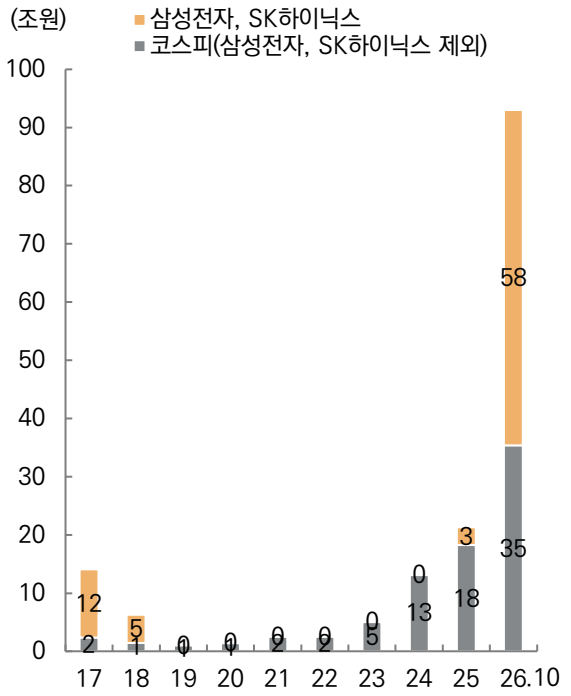

자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

**코스피 자사주 매입 금액 추이**




주: 자기주식 취득 결정 공시 기준. 26년 10월 30일까지 공시분 누계
자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

**코스피 자사주 소각 금액 추이**



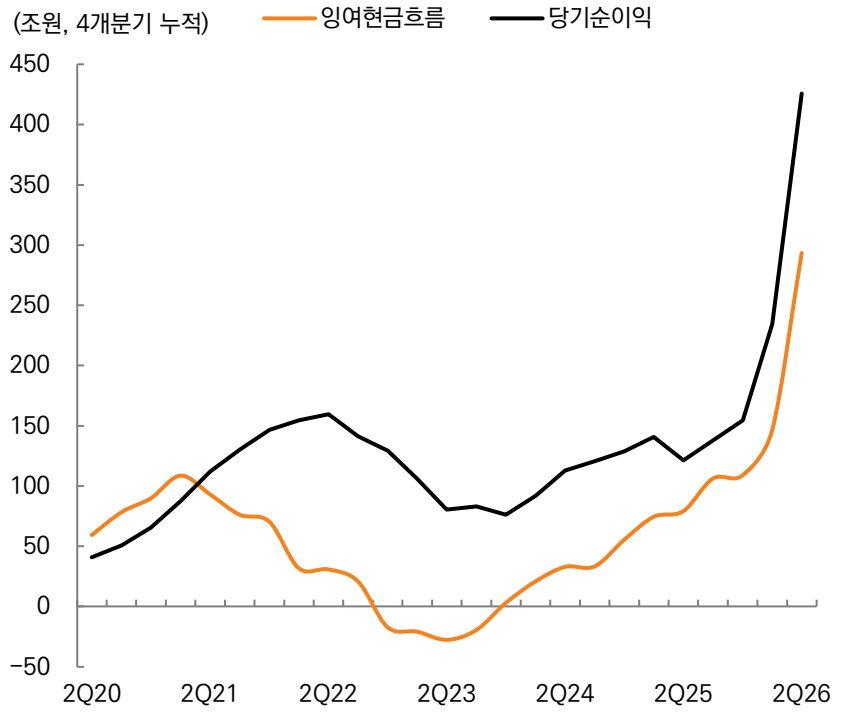

주: 자기주식 소각 결정 공시 기준. 26년은 10월 30일까지 공시분 누계
자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

# 현금흐름 증가 → 이익안정성 + 재무구조 개선 + 주주환원 확대

## 이익 안정성 확보와 주주환원 재원 확대

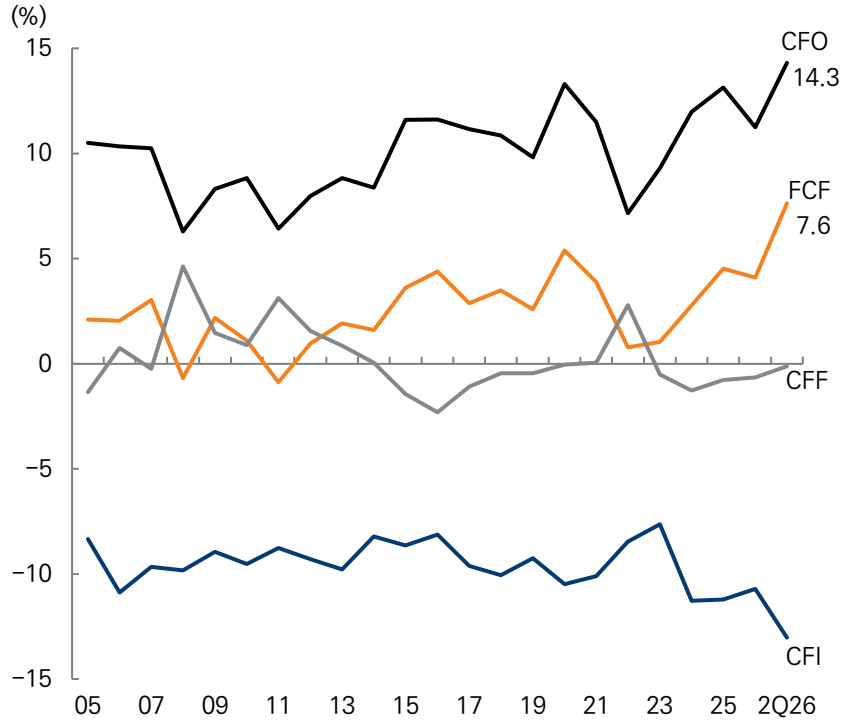
- 잉여현금흐름 확대는 재무구조 개선과 주주환원 확대의 재원. 2Q26 잉여현금흐름(4개 분기 누적) 약 293조원 (반도체: 236조원, 반도체 제외: 57조원)
- 매출액 대비 잉여현금흐름 비율도 25년 3.7%에서 2Q26 7.6%로 상승
- 현금흐름은 이익에 선행(2017~2018년, 2021~2023년 현금흐름 둔화 후 이익 감소). 이익과 현금흐름의 동반 증가는 이익 안정성을 의미

**국내 기업 잉여현금흐름과 순이익 추이**




주: 26년 값은 2Q26(TTM) 값 사용. 제조업 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**매출액 대비 잉여현금흐름 비율은 사상 최고 수준**



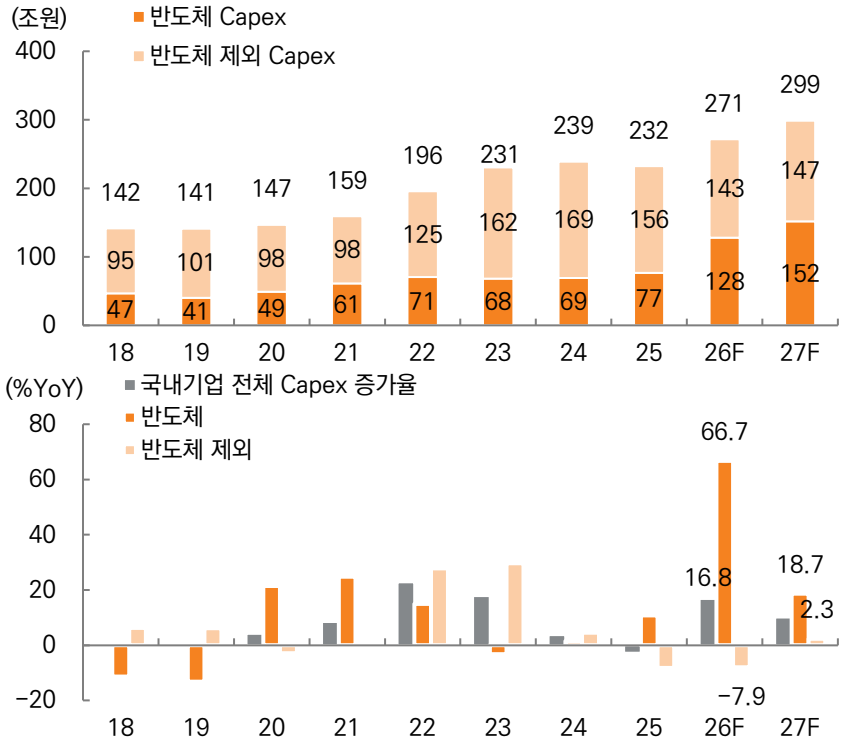

주: 제조업 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 설비투자, 운전자본 부담 ↓

## 현금흐름 개선 지속

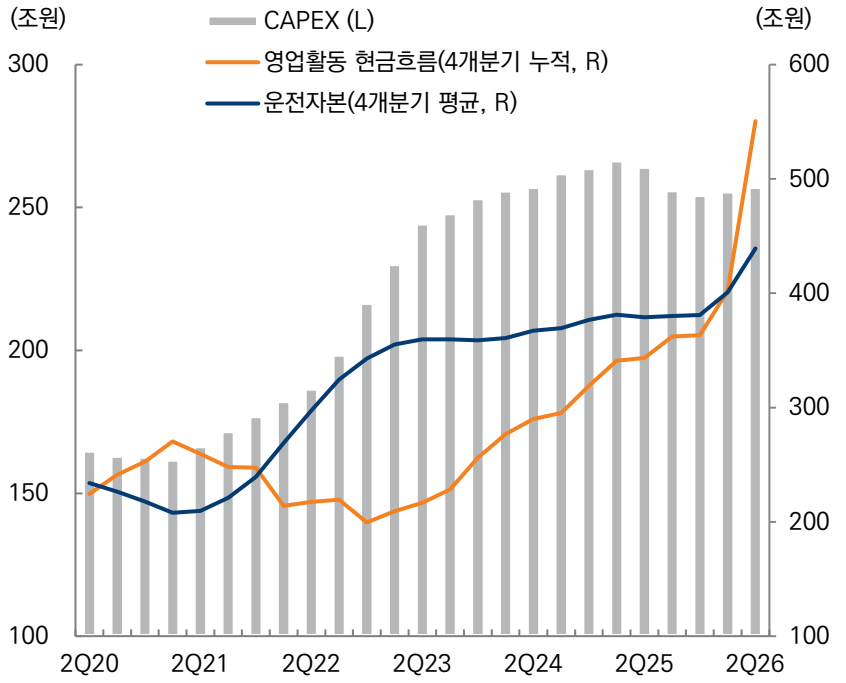
- 국내 기업 설비투자는 26년 271조원, 27년 299조원으로 증가. 반도체(128조원 → 152조원)가 주도. 반도체를 제외한 설비투자는 26F −7.9%, 27F +2.3%에 그침
- 매출액 대비 설비투자 비율은 25년 8.0%에서 26년, 27년 7.0%, 6.7%로 하락
- 또한, 운전자본 증가에도 영업활동 현금흐름 증가폭이 더 큼
- 향후 현금흐름에 대한 부담↓

**반도체 외 설비투자는 정체**




주: 제조업 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**국내 기업 영업활동 현금흐름과 운전자본**



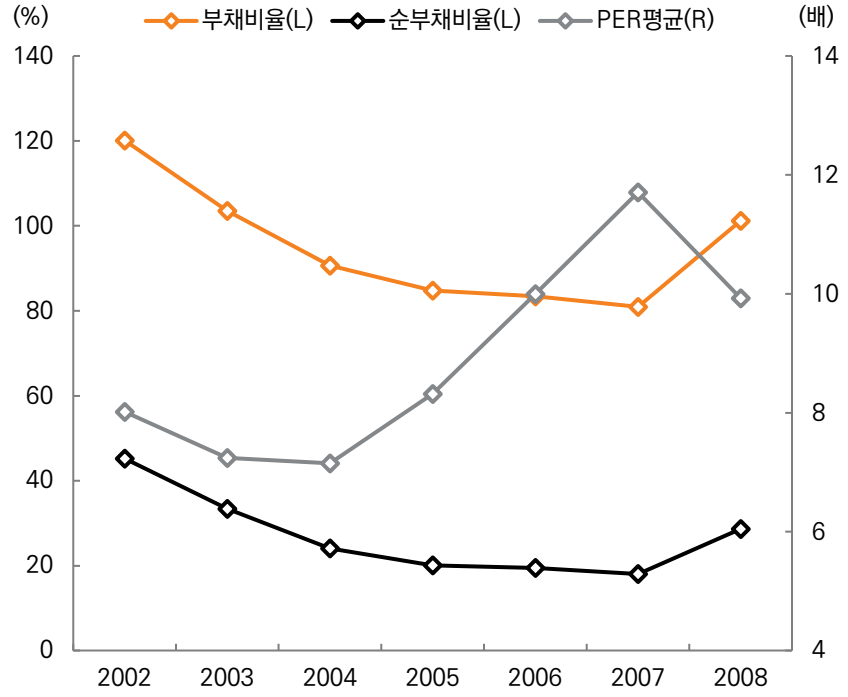

주: 제조업 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 재무구조 개선도 진행 중

**재무구조 개선**
**→ ERP 하락**

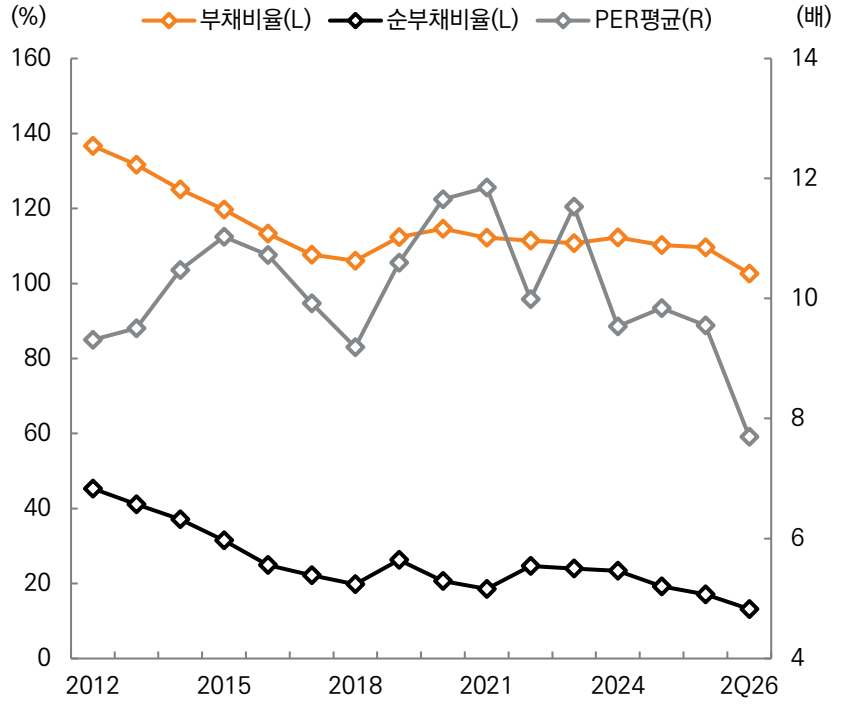
- 낮은 부채비율은 과잉투자 우려가 낮다는 신호. 금리에 대한 실적 민감도도 낮아짐
- 현재 국내 제조업 부채비율은 꾸준히 하락 추세. 2Q26 제조업 부채비율 약 103%, 순부채비율 약 13%로 2012년 이후 최저. 현금성자산 비율은 8.2%
- 과거 2002~2007년 제조업 부채비율은 120%에서 81%로 하락, 같은 기간 PER은 8배에서 12배로 상승. 디레버리징이 마무리된 2004년부터 코스피 리레이팅

**2000년 중반 리레이팅은 부채비율 하락하면서**




자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**현재도 부채비율 지표는 안정화 추세**



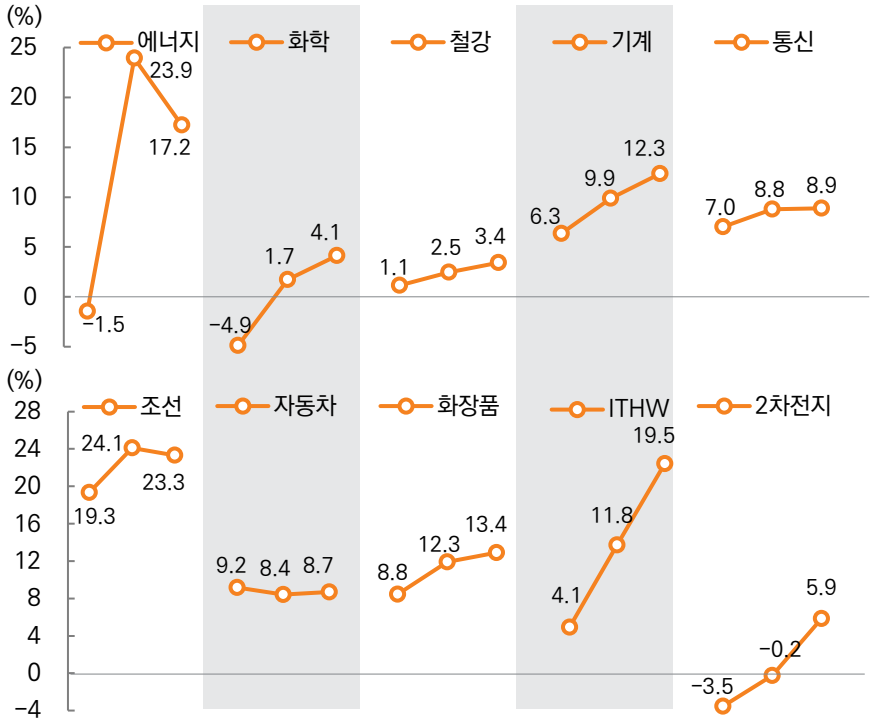

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 업종별 ROE와 현금흐름

## 현금흐름에서는 차이

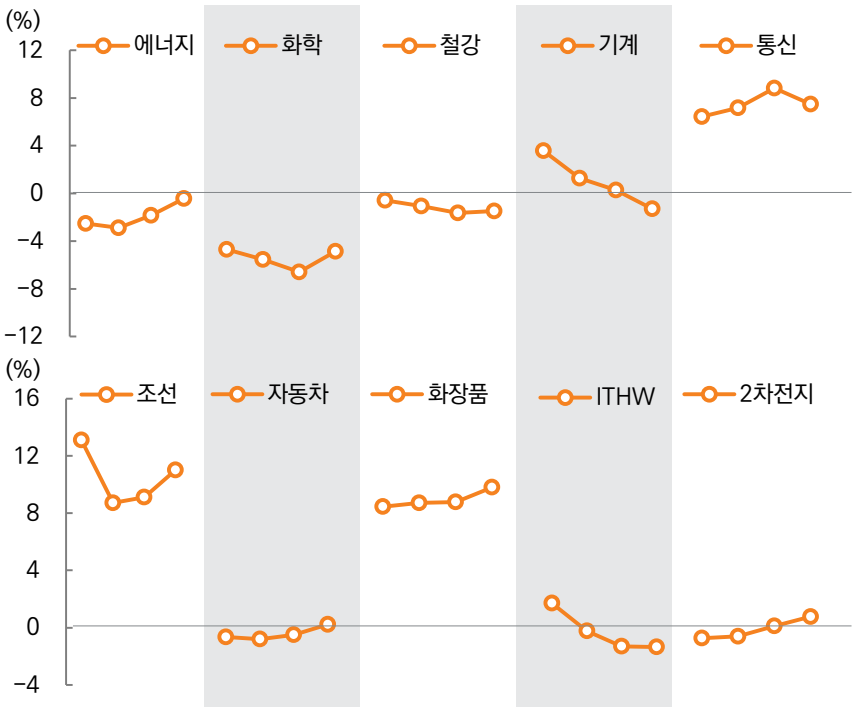
- 반도체가 ROE 개선에서 압도적. 25년 17%, 26년 67%, 27년 58%
- 반도체 외 업종도 27년까지 ROE가 고르게 개선. IT하드웨어 4.1% → 19.5%, 기계 6.3% → 12.3%, 화장품 8.8% → 13.4%, 2차전지 -3.5% → 5.9%
- 현금흐름은 업종별 차이. 매출액 대비 잉여현금흐름은 반도체, 조선, 화장품, 통신이 우위
- 기계·IT하드웨어는 FCF가 (-) 전환(투자 확대). 화학·에너지·철강도 주주환원 여력 제한

**업종별 ROE 추이(2025~2027F)**




주: 반도체 ROE는 25년 17%, 26년 67%, 27년 58%
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**업종별 잉여현금흐름 / 매출액 추이 (3Q25~2Q26)**



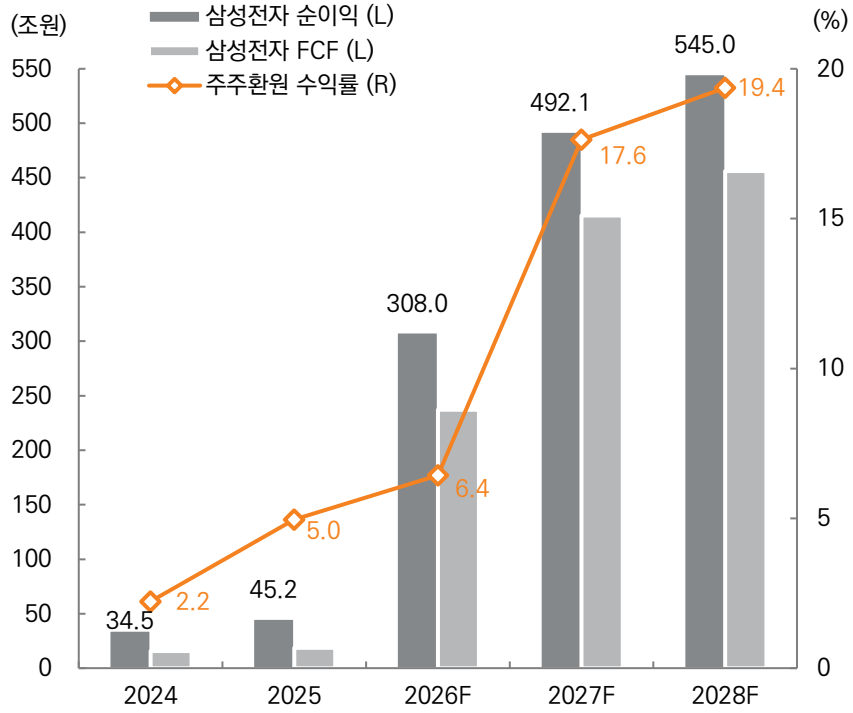

주: 3Q25~2Q26 분기별 데이터가 존재하는 기업 대상, 반도체는 11.2%, 13.7%, 17.6%, 33.1%
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 삼성전자, SK하이닉스 성장주에서 가치주로

**주주환원 수익률**
**28년 20%**

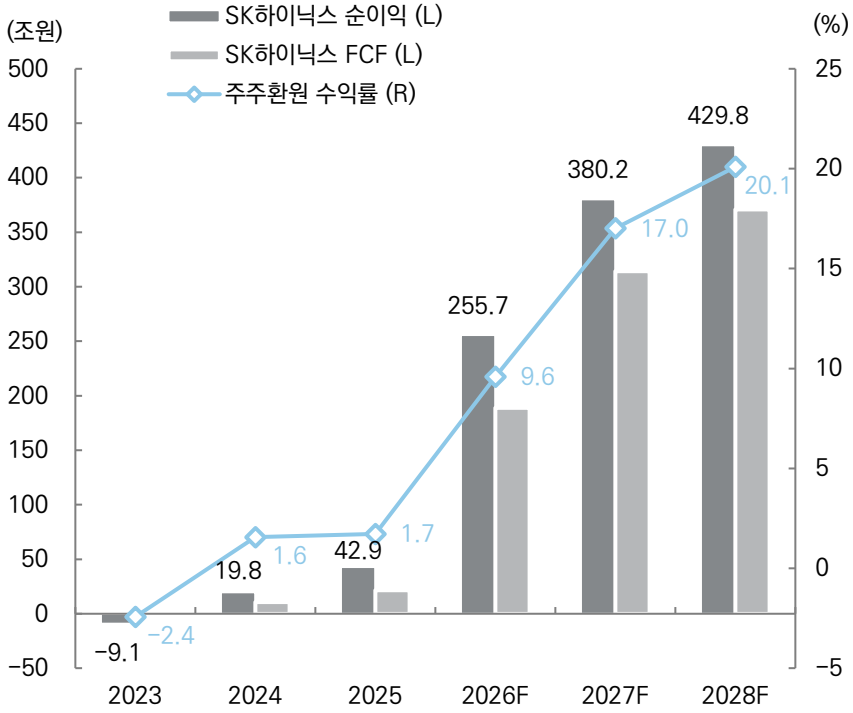
- 삼성전자 27년, 28년 주주환원 수익률 각각 17.6%, 19.4%(27년 주주환원 계획 미반영 & FCF의 50% 환원 가정)
- SK하이닉스 27년, 28년 주주환원 수익률은 각각 17.0%, 20.1%
- SK하이닉스가 FCF의 50%를 환원하고 이 중 90%를 자사주 매입·소각에 쓰면 28년말 유통주식수는 현재 대비 약 34% 감소(EPS 52% 증가). 자사주 매입 비중을 70%로 낮춰도 유통주식수는 약 27% 감소(EPS 38% 증가)

**삼성전자의 순이익/FCF/주주환원 수익률**




주1: 24~25년은 실적, 26F~28F는 추정. 환원수익률은 각 연도 기초 시총 기준
주2: 누적·연평균 환원수익률은 배당·소각액의 재투자를 가정 / 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**SK하이닉스 순이익/FCF/주주환원 수익률**



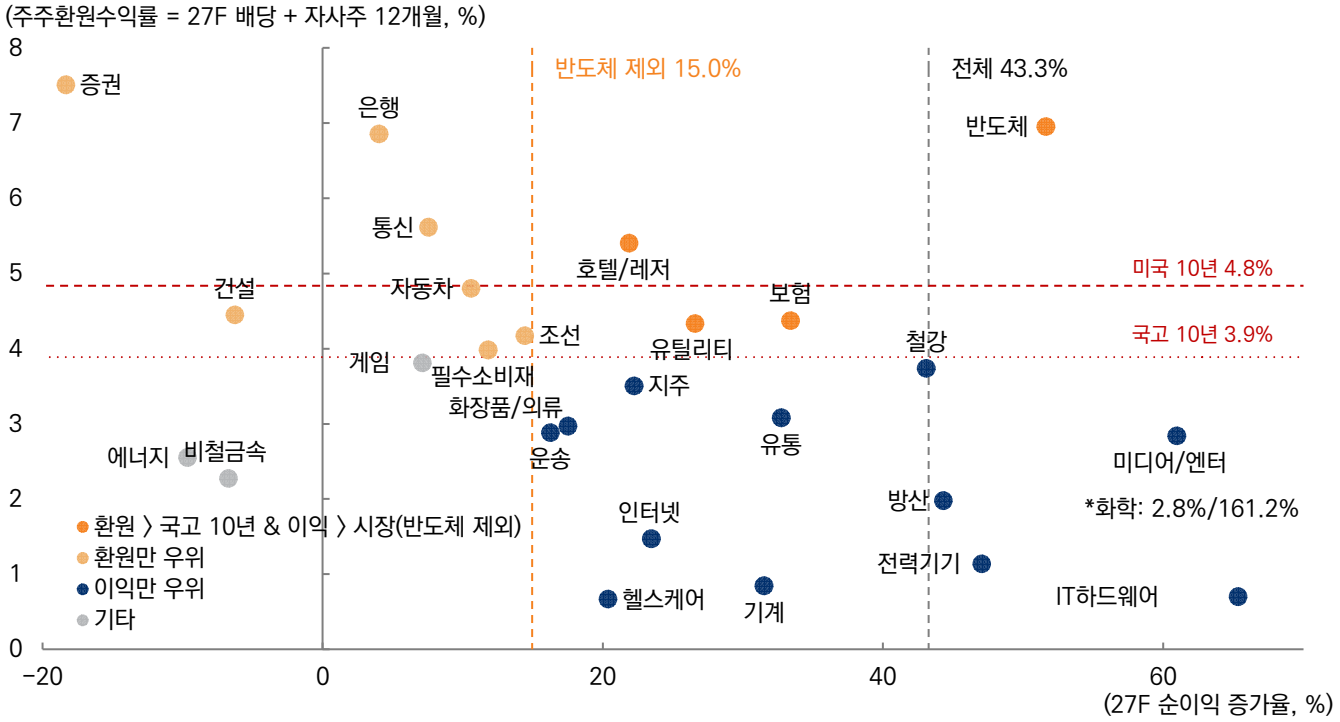

주: 자사주 매입은 기초주가(전년 기말주가)로 집행된다고 가정
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

# 업종별 주주환원 수익률 비교

## 반도체, 금융, 통신, 호텔/레저 상위

- 시장 전체 주주환원 수익률 4.4%, 반도체 제외 3.1%
- 주주환원 수익률이 미국 10년 금리(4.8%)를 상회하는 업종: 증권, 은행, 통신, 호텔/레저, 반도체, 자동차
- 주주환원 수익률 국고채 10년(3.9%) 상회, 이익 증가율 상위 업종: 반도체, 보험, 유틸리티, 호텔/레저
- IT하드웨어·전력기기·기계·헬스케어는 이익 증가율이 높지만 주주환원 수익률은 1% 안팎

**업종별 주주환원수익률과 27F 순이익 증가율**

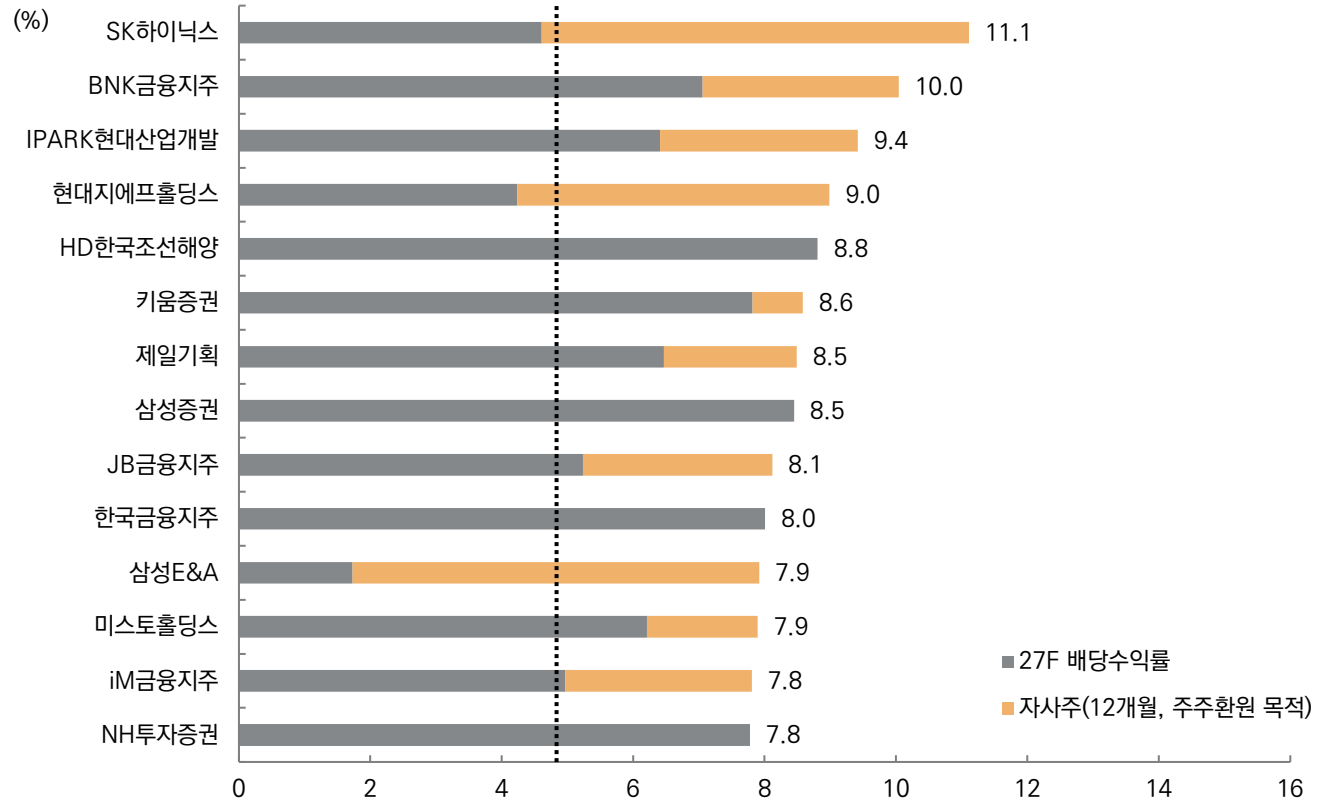



자료: 미래에셋증권 리서치센터

# 주주환원 수익률 상위 기업 리스트

- 27F 배당 컨센서스와 최근 12개월 자사주(주주환원 목적)를 합친 주주환원 수익률 상위 종목
- 14종목 모두 미 10년 금리(4.8%) 기준을 상회. 14종목 중 7종목이 은행·증권 등 금융 업종

**주주환원 수익률 상위 종목**



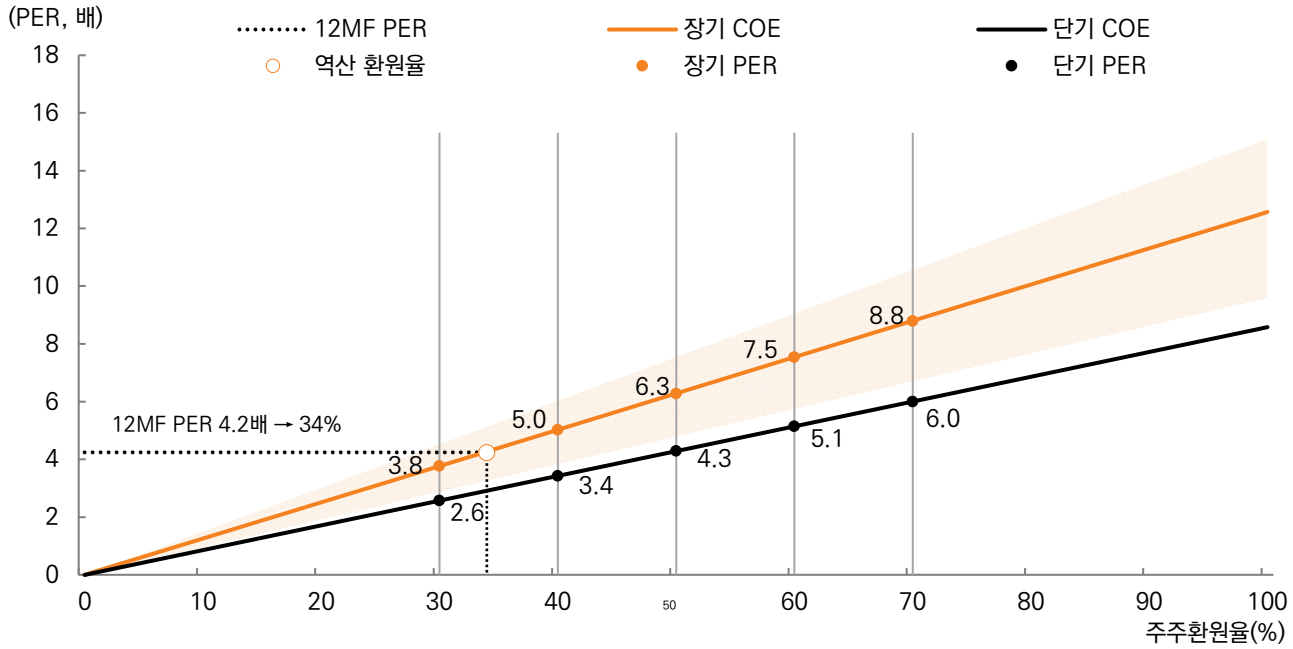

자료: 미래에셋증권 리서치센터

# 주주환원율과 PER

**주주환원율 +10%p**
**→ PER +1.3배**

- PER = 주주환원율 ÷ (자기자본비용 − 성장률). KOSPI 12MF PER 4.2배는 주주환원율 34%를 반영. 실제 환원율(2024년 37%, 2025년 33%)과 비슷한 수준
- 장기 자기자본비용 10.9%, 성장률 2.9% 기준, 주주환원율 10%p 상승 시 PER은 약 1.3배 상승
- 주주환원율 40%를 적용하면 PER 5.0배, KOSPI 6,580p. 50% 시 PER 6.3배, KOSPI 8,200p.
- 변동성이 낮아질수록 환원율 상승이 PER을 끌어올리는 폭도 커짐. 최근 변동성 확대로 단기 자기자본비용은 14.6%, 장기(10.9%)보다 3.7%p 높은 수준. 환원율 10%p당 PER 상승폭은 단기 기준 +0.9배, 장기 기준 +1.3배

**주주환원율과 적정 PER(단기, 장기 자기자본비용 기준)**



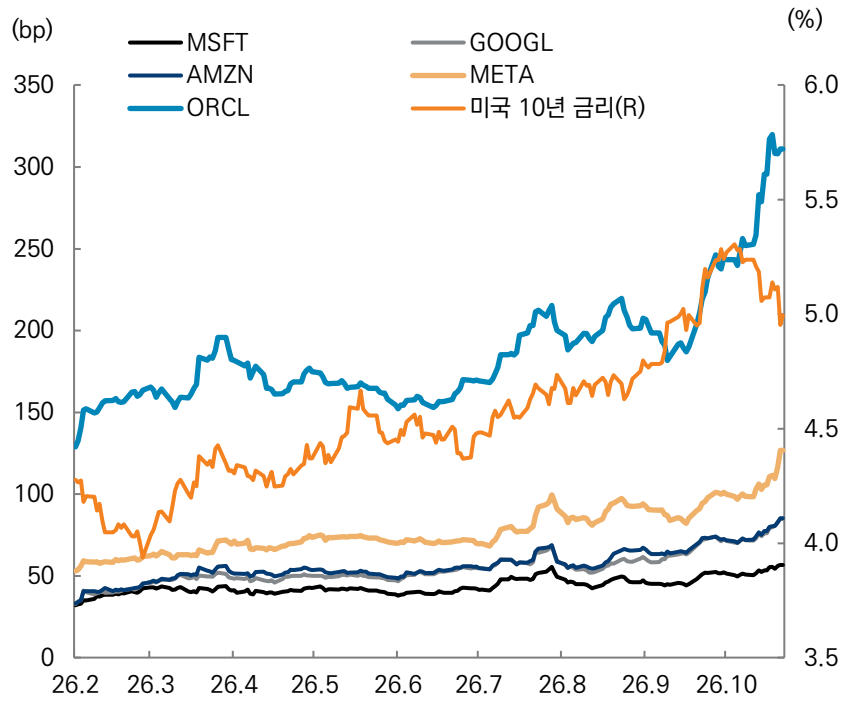

주: 적정 PER = 주주환원율 ÷ (k − g). k = 자기자본비용(장기) = 국고 1년 + 장기 ERP(7개 위험요인의 장기 변동성 기반 베타 × 위험 프리미엄), (단기) = 통안 91일 + 단기 ERP(단기 변동성 기반). 밴드 = k 상단·하단(장기 9.5~13.3%). g = 2.9%. KOSPI = 12MF EPS 1,309p × 적정 PER. 12MF PER은 2026년 10월 30일 기준
자료: FnGuide, 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

# [리스크 요인 1] 자금 조달 비용 상승 우려

**자금 조달 비용 상승**
**→ 데이터센터 착공 지연**

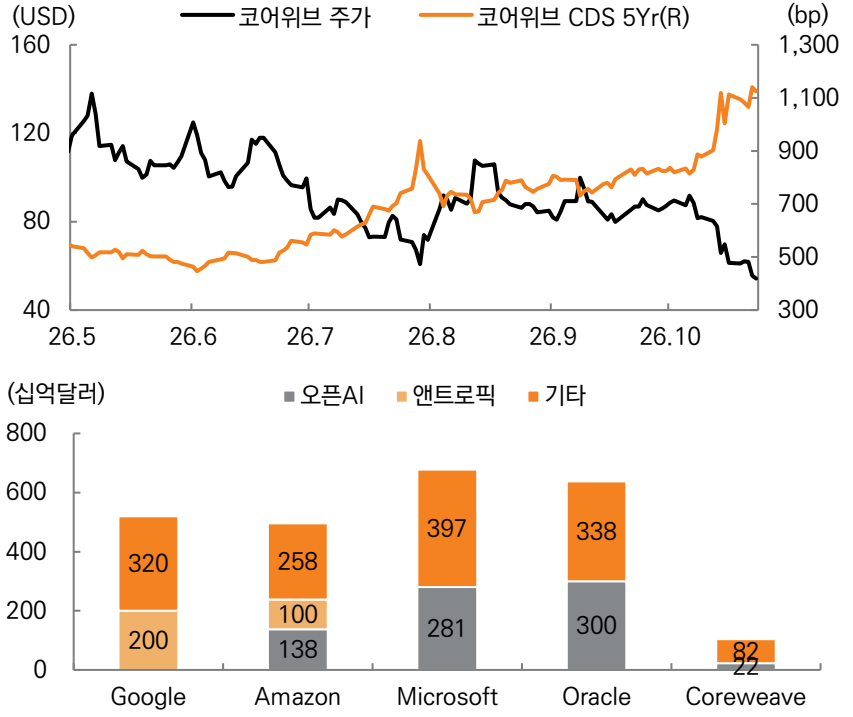
- 고금리가 AI 기업들의 자금 조달 우려를 자극. AI 투자에 나서는 기업들 중 재무적으로 취약한 Neocloud 기업들에게 관심 집중
- 코어위브는 자금 조달로 GPU, 컴퓨팅 캐파를 확보해 임대하는 사업 모델. 코어위브의 어려움은 다른 AI 인프라 투자 기업들(대표적으로 오라클)의 어려움 가능성을 시사
- 수주잔고(RPO)는 크지만 매출 전환에는 데이터센터 건설이 필요. 자금 조달 문제 시 건설 차질 우려. 높은 RPO만으로 자금 조달 우려가 지속되는 이유

**하이퍼스케일러 기업들의 CDS 프리미엄**




자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

**코어위브 CDS, 2Q26 기준 기업별 수주잔고(RPO)**

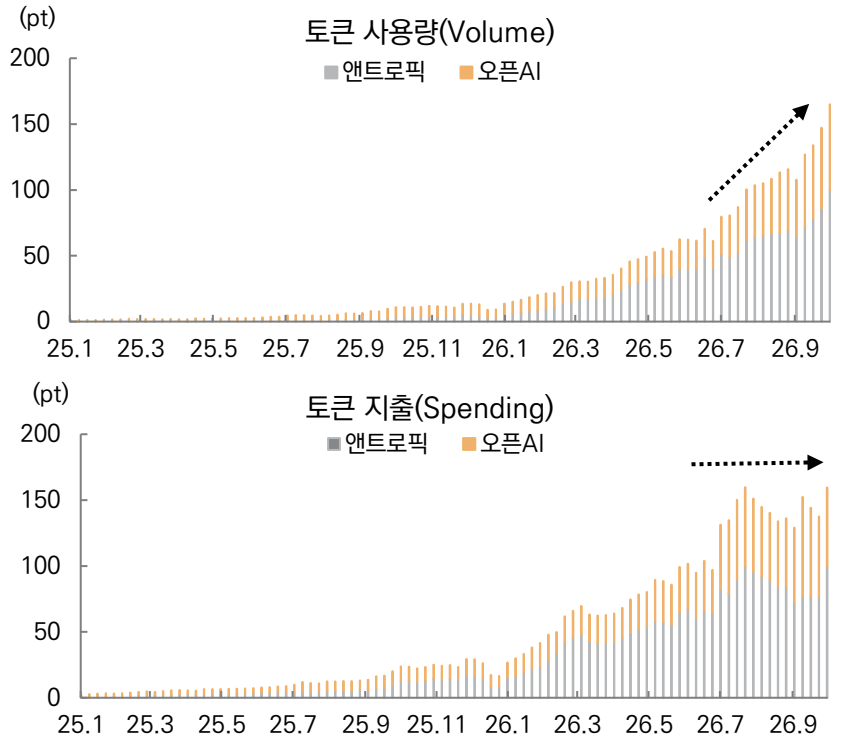



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

# [리스크 요인 2] AI 모델 기업들의 성장 둔화

**앤트로픽과 OpenAI의 토큰 가격 추이**

**AI 모델 토큰**




자료: Epoch AI, 미래에셋증권 리서치센터