

퀀트 전략

밸류업 지수 발표 : Value-UP 프리미엄의 서막

분석의 기본 가정

- 밸류업 프로그램의 일관성, 지속성 유지
- 밸류업 프로그램의 기저에는 기업 승계와 상속세 개편, 상법 개정 등 제반 이슈가 존재

퀀트/자산배분솔루션 강기훈

T. 02) 2004-9068

kang.gi-hun@shinyoung.com

9월 24일 발표 : 향후 밸류업 수혜 효과는 지속될 것으로 전망

드디어 'KRX 코리아 밸류업 지수'가 발표됐다. 코스피 200과 유사한 종목 구성을 가져갈 것이라는 우려와 달리 '거래소 : 코스닥 = 7:3' 비율, '업종별 상대평가'를 적용했다. 시장별, 업종별 안배를 통해 대형주 위주의 종목구성을 일부 완화한 것이다. 그럼에도 편입 기준에서 시가총액, 거래대금, 유동비율을 고려하다 보니 여전히 우량주 위주의 종목 구성을 가져가게 됐다. 덩달아 고(高) PBR 종목이 대거 편입됐다. 이는 인덱스 ETF 등 상품 활용 측면에서의 용이성을 확보해달라는 투자자 의견이 반영된 것으로 풀이된다.

반면 밸류업 수혜주에 있어 편입 기준 충족여부에 따른 차별적 움직임을 경계해야 한다. 특히 '밸류업 초기 공시기업 중 미충족 기업'을 중심으로 실망 매물 출회가 불가피할 전망이다. 메리츠금융지주, 키움증권, DB하이텍 등 특례 없이 정식 편입이 이뤄진 기업이 있는 반면, 일부 종목은 시가총액, 수익성, 유동성으로 구성된 최소요건을 충족하지 못하며 편입되지 못했다. 앞서 공시까지 선행하며 밸류업 정책에 적극적으로 참여한 만큼 실망감 또한 클 것으로 예상되어 경계할 필요가 있다.

일시적 혼란을 딛고 한국증시 밸류업 프리미엄은 지속될 것으로 보인다. 오히려 그간 문제점으로 지적되어 온 업종, 종목에 대한 쏠림이 완화되고 증시 전반으로 온기가 확산될 가능성이 높아졌다. 이번 밸류업 지수는 저 PBR주가 편입될 것이라는 시장 기대와 달리 'JPX 프라임 150 지수'와 유사한 방식으로 만들어졌다. 밸류업 가능성이 높은 기업을 편입하기 보다 이미 밸류업 정책을 잘 이행한 기업, 즉 1) 자본 효율성(ROE)이 높고 2) 주주가치 제고(배당, 자사주 매입)를 이뤄낸 기업을 편입하겠다는 기준이다. 이는 밸류업에 소극적인 기업들에게 지수 편입 시 얻게 될 경제적 효익을 선보이고 자발적 정책 참여를 유도하겠다는 취지이다. 아직 지수 편입을 통한 이익에 대해 반신반의한 상태지만 2025년 세제개편안 등 정책적 지원 여지가 남아있다는 점에서 향후 기업들의 적극적 참여를 기대할 수 있는 대목이다.

한편 한국 밸류업 지수의 가장 큰 특징은 '고른 업종 분포', '업종별 상대평가'이다. 특정 업종과 종목에 대한 쏠림을 지양하고 증시 전반에 걸친 밸류업 참여를 유도하겠다는 정책당국의 의지로 해석된다. 특히 지수 편입 기준 중 PBR과 ROE 스크리닝 과정에 산업군별로 상대평가를 사용하고 있다는 점에서 지수 구성과정이 특정 업종을 소외하지 않게 고안되어 있었다. 이러한 지수 구성의 균형성이 특정 시장과 업종에 쏠려 있던 밸류업 매수세를 여타 업종으로 확산시키는 요인으로 작용할 전망이다.

실제로 'KRX 코리아 밸류업 지수'는 총 100개 종목으로 구성되며 정보기술(24%), 산업재(20%), 헬스케어(12%) 등 전체 산업군에 걸쳐 고른 업종 분포를 갖고 있다. 최대 15% 비중 상한을 두고 있어 삼성전자와 SK하이닉스와 같은 초대형주로의 편중을 완화하고 있다. 특정 업종과 기업에 대한 쏠림없이 균형 잡힌 인덱스를 구성하려 한 정책당국의 고심이 보이는 대목이다. 또한 특례편입과 질적요건(가치성장 기대주 편입 요건)에 의한 중형주 편입 가능성도 있어 향후 시총 측면의 균형성도 강화될 여지가 있다. 이러한 관점에서 밸류업 정책이 대형주, 금융주만의 리그가 아닌 증시 전반에 걸쳐 확산될 기점은 마련됐다고 판단되며 이에 따라 밸류업 프리미엄을 강화하는 요인으로 작용할 전망이다.

KRX 코리아 밸류업 지수 업종 분포 : 정보기술 > 산업재 > 헬스케어

《 밸류업지수 구성종목의 산업군별 분포 》

구 분	정보 기술	산업재	헬스 케어	자유 소비재	금융/ 부동산	소재	필수 소비재	커뮤니케이션	에너지	합계
종목수	24	20	12	11	10	9	8	5	1	100

자료: KRX

KRX 코리아 밸류업 지수' 편입 기준

한국형 밸류업 지수:
주주환원과
자본 효율성 고려

한국거래소는 앞으로 매년 6월 선물만기일의 다음 거래일에 리밸런싱을 진행하게 되며 상세 리밸런싱 기준은 다음과 같다.

(시장 대표성) 시가총액 상위 400위 이내 (전체 누적시총의 90% 수준)

(수익성) 최근 '2년 연속 적자' 또는 '2년 합산 손익 적자'가 아닐 것

(주주환원) 최근 2년 연속 '배당' 또는 '자사주 소각' 실시 여부

(시장평가) 2년 평균 PBR 순위가 '전체' 또는 '산업군'에서 상위 50% 이내일 것

(자본효율성) 상기 네 가지 요인 부합 기업 중 2년 평균 ROE 순위비율 상위 100종목

먼저 시총 400위를 적용해 거래가 용이한 우량주 위주의 유니버스를 구성한다. 이 중 안정적 이익흐름, 주주환원 정책 이행여부를 고려해 그중 자본 효율성(ROE)이 높은 기

업에 지수 편입의 기회를 준다는 것이다. 이러한 질적요건 외에도 밸류업 공시여부와 정성적 판단을 고려하고 있어 상기 정량적 근거에도 불구하고 편입되지 않을 가능성도 존재한다.

밸류업 지수 스크리닝 주요 조건 : 수익성, 주주환원, 자본효율성을 평가

시장대표성 시가총액	+	수익성 당기 순이익	+	주주환원 배당/자사주 소각	+	시장평가 PBR	+	자본효율성 ROE	□	기업가치 장출 (밸류업)
심사 대상	유니버스	유가증권시장 및 코스닥시장 상장종목(보통주)								
	제외종목	신규상장종목, 유동비율 10% 미만, 관리/투환/실질심사, 최근 사업년도 자본잠식, 기타 부적합 종목 등								

자료: KRX

밸류업 지수 전략:
미충족 요건에 따른
선취매수 전략 유효

밸류업 인덱스, 미충족 요건에 따라 조건부 선취매수 전략 유효

밸류업 지수 발표에 앞서 내부적으로 예상 밸류업 지수를 구성한 바 있다. 실제로 KB금융, JB금융지주, 강원랜드 등 총 18개 종목이 밸류업 예상 편입 종목으로 예상되었으나 실제 인덱스에선 탈락한 종목이다. 이들 중 다수의 종목이 밸류업 정책의 대표 수혜주로 꼽히며 강한 주가상승이 나타났었다. 당분간 실망 매물 출회하며 하락할 가능성이 있으나 향후 리밸런싱 편입 가능성에 주목해야 한다.

특히 시총 상위주이면서 파격적인 주주환원 행보를 보인 KB금융의 탈락을 두고 밸류업 정책 참여여부가 편입여부에 결정적인 역할을 한 것으로 풀이된다. KB금융은 최초 밸류업 예고 공시를 했지만 본 공시가 아닌 예고 공시에 그쳤기 때문에 특례 편입된 신한지주, 우리금융지주에 비해 상대적으로 보수적인 단계에 머물렀다는 평가이다. 그 밖에도 에프앤가이드, 에스트레픽, 디케이앤디, DB금융투자가 해당 시총 기준을 충족하지 못했다. 또한 지속적으로 주주환원 정책을 이행해왔지만 콜마홀딩스처럼 수익성 요건에 미달하여 편입되지 못하는 기업이 발생하기도 했다.

개선이 쉬운 밸류업 팩터:
1) 시가총액
2) 밸류업 공시

그럼에도 시총기준, 밸류업 정책 참여여부 등 상대적으로 개선하기 쉬운 팩터에 걸려 편입되지 않은 종목에 대해선 선취매수 관점의 모니터링이 필요하다. 수익성 지표에 비해 시가총액 기준, 밸류업 공시 여부가 개선되기 쉬운 팩터이므로 이러한 팩터에 의해 제외된 종목들에 기회가 있을 것이다. 또한 이들 기업이 밸류업 공시까지 완료된 기업이기 때문에 주주환원 정책을 지속적으로 강화할 유인도 존재한다. 따라서 다음 리밸런싱에서 편입되기 위해 밸류업 행보를 강화하고 주가 상승이 발생할 가능성이 있다. 물론 최초 리밸런싱 시점이 2025년 6월로 장기간 남아있어 당분간 실망 매물이 출회할

가능성이 있다는 점은 유의해야 한다.

그 밖에도 밸류업 지수에 편입될 것으로 예상됐으나 편입되지 않은 종목들은 다음과 같다. 스크리닝 팩터 선정 등 세부적인 조율이 더 필요한 부분이긴 하지만, 안정적인 이익흐름과 주주환원 여부, 자본 효율성 등 밸류업 지수 편입 요건을 기준으로 분류된 결과라는 점에서 향후 밸류업 강화를 통해 지수 편입을 기대할 수 있는 종목이기도 하다.

향후 리밸런싱 편입 가능성이 있는 종목 : KB금융, JB금융지주 등 대표 밸류업 수혜주 포함

종목코드	기업명	시가총액 (십억 원)	PBR	ROE	자사주지분율	업종명
A012510	더존비즈온	1,741	3.17	10.58	7.70	IT
A006400	삼성SDI	26,429	1.20	10.73	4.80	IT
A281820	케이씨텍	676	1.40	8.41	4.00	IT
A003850	보령	830	1.35	11.54	4.10	헬스케어
A007340	DN오tom티브	1,011	0.48	9.26	12.30	경기소비재
A064960	SNT모티브	704	0.62	8.89	17.50	경기소비재
A035250	강원랜드	3,688	0.94	10.93	5.20	경기소비재
A003570	SNT다이내믹스	788	0.70	12.35	32.70	경기소비재
A161390	한국타이어앤테크놀로지	5,128	0.48	15.13	1.50	경기소비재
A105560	KB금융	33,450	0.53	8.35	5.30	금융
A175330	JB금융지주	2,916	0.55	13.55	1.60	금융
A029780	삼성카드	4,959	0.56	8.48	7.90	금융
A010120	LS ELECTRIC	4,698	2.55	14.1	1.10	산업재
A103140	풍산	1,527	0.71	10.19	2.50	소재
A011780	금호석유	3,909	0.59	9.41	17.20	소재
A018670	SK가스	1,609	0.60	14.34	2.80	유틸리티
A035420	NAVER	26,803	1.00	11.3	6.00	커뮤니케이션

자료: 신영증권 리서치센터

종목단위 포트폴리오:
자사주 프리미엄 전략

현시점 추천 밸류업 포트폴리오 : 자사주 밸류업 프리미엄 전략

패시브 전략에 더해 종목단위에서 초과수익 전략도 고려해볼 법하다. 앞서 밸류업 인덱스의 주요 팩터가 높은 PBR과 높은 ROE로 구성되어 있다고 언급한 바 있다. 이 두 팩터의 의미를 살펴보면 PBR이 높은 종목은 시가총액이 높고 BPS가 낮은 종목을 의미하고 ROE가 높은 기업은 기업이익이 높고 자본규모가 낮은 종목을 의미한다. 즉 밸류업 지수 팩터는 자사주 소각을 통한 주주환원 종목을 편입하려는 의도가 담겨있다. 이같은 접근이 다소 학술적으로 느껴질 수 있으나 실질적으로 정책 입안 과정에서도 자사주 소각에 대한 정부의 의지는 드러나고 있다.

최근 자사주 취득 및 처분관련 제도 개선에 나서며 자사주 관련 기업활동에 제동을 걸기 시작했다. 1) 인적분할 시 자사주 신주 배정 제한, 2) 자사주 보유/처분 공시 강화가 대표적이다. 특히 5% 이상의 자사주 보유 기업은 보유현황과 목적, 처리계획에 대한 보고서를 작성해 이사회 승인을 받도록 제도를 개선하고 있다.

밸류업 프로그램과 세제 지원 방향성을 고려해볼 때 향후 밸류업 수혜 효과는 자사주 소각을 중심으로 한 주주환원 확대 종목에서 발생할 가능성이 크다. 이번 지수 발표에도 불구하고 지수 추종 패시브 전략은 Index 활용도 측면에서 불확실성이 잔존해 있다. 반면 지수 발표를 기점으로 밸류업 프로그램에 대한 방향성과 ‘주주환원’ 흐름은 강화될 전망이다. 이 경우 주주환원에 입각한 종목단위 초과수익 전략으로 고려해볼만 하다. 종목단위 스크리닝 전략은 배당과 자사주 매입/소각 등 자사주를 높게 유지해왔거나 향후 자사주 소각에 대한 정책적 압박을 받을 수 있는 종목을 편입하는 데에 주요 목적을 두고 있다. 스크리닝 조건은 1) 시가총액 5천억 원 이상, 2) 최근 3개 분기 EPS 평균 변화율, 3) 자사주지분을 5%, 4)이익대비 배당규모와 이익대비 잉여금 규모 등으로 구성되며 2024년 9월 20일 기준 스크리닝 결과는 다음과 같다.

주주환원 관점 밸류업 프리미엄 발생 종목 : 자사주 이슈 관련종목을 중심으로 구성

종목코드	종목명	시가총액 (전체, 십억원)	EPS 평균변화율 (3개 분기, QoQ)	보통주 자사주지분율	이익대비 배당액	이익대비 이익잉여금	PBR
A012630	HDC	679	0%	16%	3%	7%	0.11
A002030	아세아	541	2%	21%	3%	3%	0.21
A000070	삼양홀딩스	715	333%	13%	4%	2%	0.22
A009970	영원무역홀딩스	1,215	12%	15%	6%	0%	0.22
A001040	CJ	4,161	21%	7%	8%	1%	0.23
A145990	삼양사	520	20%	6%	2%	0%	0.27
A002790	아모레G	2,387	190%	8%	1%	5%	0.34
A001720	신영증권	1,291	14%	52%	2%	0%	0.36
A003690	코리안리	1,381	247%	11%	4%	0%	0.38
A032830	삼성생명	19,980	17%	10%	4%	0%	0.43
A007340	DN오tom티브	1,021	27%	12%	2%	1%	0.48
A029780	삼성카드	5,005	11%	8%	3%	0%	0.56
A028260	삼성물산	26,864	6%	9%	4%	1%	0.58
A011780	금호석유	3,879	11%	17%	4%	1%	0.58
A192400	쿠쿠홀딩스	829	13%	13%	8%	2%	0.65
A007310	오투기	1,707	5%	14%	2%	1%	0.69
A192080	더블유게임즈	1,063	2%	8%	2%	0%	0.71
A003570	SNT다이내믹스	856	88%	33%	2%	0%	0.77
A090460	비에이치	627	7%	9%	2%	1%	0.83
A000810	삼성화재	18,408	76%	16%	3%	0%	0.94
A035250	강원랜드	3,793	32%	5%	7%	1%	0.96
A215200	메가스터디교육	501	1060%	6%	2%	0%	1.02
A036570	엔씨소프트	4,015	36%	10%	12%	6%	1.14
A001530	DI동일	915	268%	23%	22%	22%	1.16
A012750	에스원	2,246	4%	11%	5%	0%	1.26
A033780	KT&G	13,958	34%	15%	6%	0%	1.27
A030000	제일기획	2,048	42%	12%	12%	0%	1.35
A053800	안랩	511	152%	12%	4%	0%	1.58
A000100	유한양행	11,849	150%	8%	9%	5%	5.15

자료: 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.