2026. 10. 17.

R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

R – Advisory
BY KONNECT

CEI 시장 분포 (2026 반기)

밸류업 2년, 주가는 올랐고 자본효율은 제자리였다

- FY2025까지 같은 기업의 CEI 변화 중위는 0.00. 2026 상반기 첫 반등은 소재 업황이 이끌었다
- 디스카운트의 원인은 고착된 하위 꼬리. 업종을 보정하면 진짜 부진 기업은 바이오보다 IT 안에 있다

▶ AT A GLANCE · 2026 반기

구분	Not Rated
측정 기업	2,410사 (N/M 82행 제외)
CEI 중위	62.89 +0.64
CEI 평균	59.91
90점 이상	93사 50사
0–10점	36사 23사
93.5점 동점	34사 (상한)

▶ 시장별 CEI 중위

	FY25	26 반기
KOSPI	67.3	69.04
KOSDAQ	57.5	58.93
KONEX	45.0	50.12*

▶ 같은 기업 1년 변화

(사)	상승	정체	하락
FY25/24	653	1,220	674
26H/25H	697	1,020	568

▶ 기준

반기	상반기 누적 ×2 연율화
업종	GICS 11섹터
제외	측정 불가(N/M)

* 반기 KONEX는 1사만 측정 · 상승/하락은 ±5점 기준

WHAT'S THE STORY?

기대 구간에서 증명 구간으로: 밸류업 이후 시장은 기업이 달라질 것이라는 기대로 먼저 올랐다. 그러나 같은 기업의 자본효율은 FY2025까지 제자리였다. 5점 이상 오른 기업(653사)과 내린 기업(674사)이 서로 상쇄됐다. 2026 상반기 반등을 이끈 소재는 1년 전 하락했던 업종이라, 구조 개선보다 업황으로 읽는 것이 맞다.

평균이 아니라 꼬리: 상위권은 두꺼워졌지만 하위권은 2년째 그대로이고, 0–10점 구간은 오히려 늘었다. 완전자본잠식 35사는 측정 밖에 있어 실제 하위권은 더 두껍다. 밸류업이라는 당근은 이미 잘하는 기업에만 작동한다.

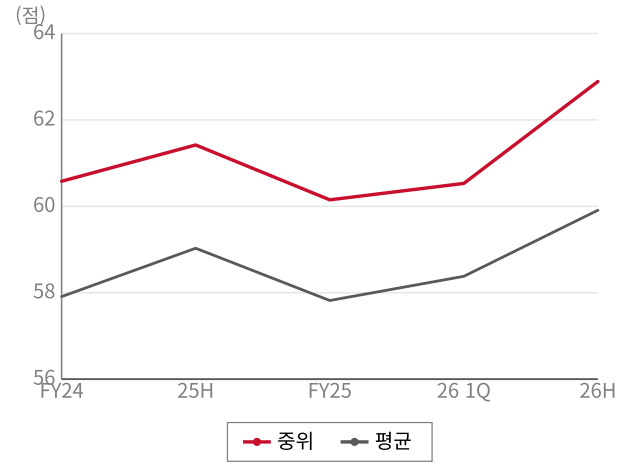
업종 할인의 재점검: 업종을 보정한 R-CEI로 보면 헬스케어 하위권은 줄고 IT 하위권은 늘어난다. 소비재는 점수는 높지만 두 시점 연속 개선이 멈췄고, 밸류업 대표 수혜주인 금융은 지표의 측정 대상 밖에 있다.

CEI DISTRIBUTION SUMMARY

	FY24	25H	FY25	26 1Q	26H
기업 수	2,601	2,348	2,615	2,415	2,410
평균	57.91	59.03	57.82	58.38	59.91
중위	**60.58**	**61.42**	**60.15**	**60.53**	**62.89**
표준편차	19.05	19.38	19.16	20.13	19.96
P10	30.28	30.68	29.48	29.69	30.47
P25	46.77	47.31	46.35	46.03	48.11
P75	72.88	74.46	73.18	74.26	75.44
P90	79.36	80.90	79.32	81.13	81.97
93.5 동점	6	24	11	—	34

자료: R-Index(raymonds_index, index_timeseries), R-Advisory · FY=연간, H=반기(연율화)

시점별 CEI 중위·평균 (점)



자료: R-Index · 연간과 반기는 기준이 달라 같은 기준끼리 비교

01 · CEI란 무엇인가

- 회사가 맡은 돈을 얼마나 잘 굴리는가를 0~100점으로 매긴 점수
- 같은 자본으로 더 많은 매출·이익을 내면 높고, 자본을 쓰고도 성과가 없으면 낮다

기업을 볼 때의 의미

① 재무제표가 놓치는 성장의 **질**을 본다 ② 밸류업 공시의 **실체**를 확인한다 ③ 점수보다 **흐름**이 중요하다 ④ 효율은 주가 모멘텀이 아니라 **선별의 출발점**이다

CEI 구성 지표와 두 가지 점수

자산회전율	**보유 자산으로 매출을 얼마나 만드나**
ROIC	**투입 자본에서 이익이 얼마나 나오나**
투자괴리율	**현금은 쌓이는데 투자는 줄지 않나**
CEI	모든 기업에 같은 잣대를 적용한 절대 점수. 설비·연구개발 업종은 구조적으로 낮다
R-CEI	업종 특성을 반영한 상대 점수(연간만 산출). 같은 업종 안에서 잘하는가
N/M	금융업·완전자본잠식·데이터 미확인 기업은 측정 밖

자료: R-Index 방법론, R-Advisory

표 읽는 법 — 백분위(P) (2026 반기)

P10	30.47	하위 10% 지점 · 하위권 시작선
P25	48.11	하위 25% 지점
중위	**62.89**	**정가운데(P50)**
P75	75.44	상위 25% 지점
P90	81.97	상위 10% 지점 · 상위권 시작선
표준편차	19.96	점수가 퍼진 정도

점수가 낮은 순으로 줄 세웠을 때 아래에서 몇 % 지점의 점수. 76점 기업은 P75보다 높으므로 상위 25% 안이다.

MESSAGE 1

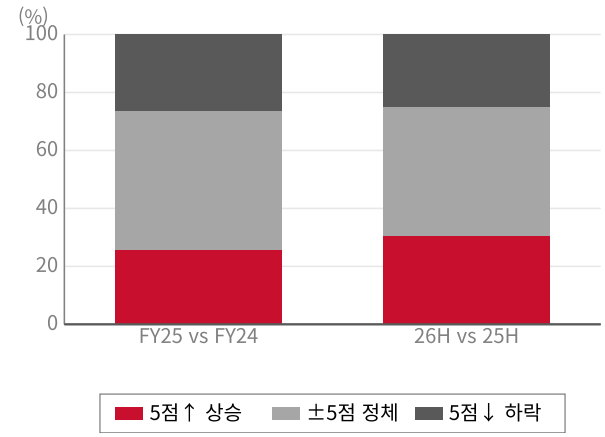
- 주가는 밸류업을 먼저 반영했고, 자본효율은 아직 따라오지 않았다

쉽게 말하면: 기업들이 실제로 돈을 더 잘 굴리게 됐는지 보면 FY2025까지 변화가 없었다. 2026 상반기 반등을 이끈 소재는 1년 전 하락했던 업종으로, 방향이 1년 만에 뒤집혔다.

투자자 관점의 시사점

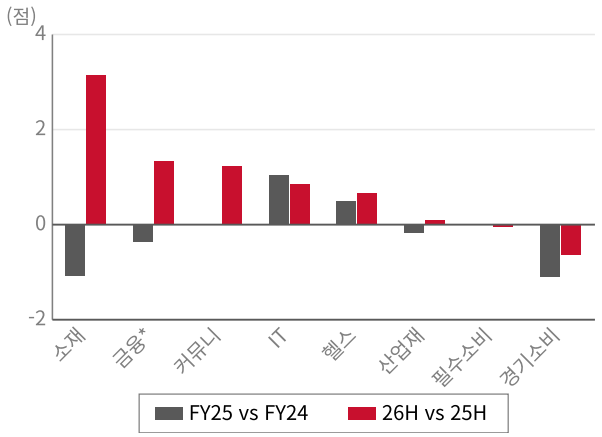
이제는 기대가 아니라 **증명의 구간**이다. 수익률을 가르는 것은 밸류업 공시 여부가 아니라 그 뒤 자본효율이 실제로 올랐는가다. 업황 덕분에 오른 점수는 업황이 꺾이면 되돌아갈 수 있다.

같은 기업의 1년 변화 (%)



자료: R-Index · 연간 2,547사, 반기 2,285사

업종별 1년 변화(같은 기업 중위) (점)



자료: R-Index · 표본 13사 이하 업종 제외, *금융은 일부만 측정

MESSAGE 2

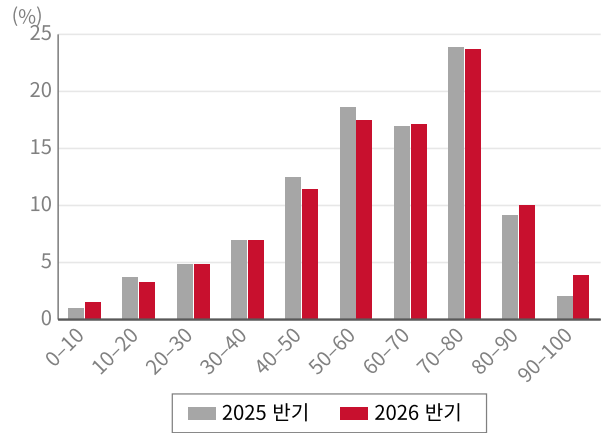
- 코리아 디스카운트를 만드는 것은 평균이 아니라 '꼬리'다

쉽게 말하면: 반의 중간·상위권 성적은 조금씩 오르는데 하위권은 2년째 그대로이고 바닥에 더 가까워졌다. 90점 이상(50→93사)과 0–10점(23→36사)이 함께 늘었다. 완전자본잠식 35사는 아예 측정 밖이다.

투자자 관점의 시사점

밸류업이라는 **당근**은 이미 잘하는 기업에만 작동한다. 시장 전체 디스카운트를 줄이려면 저효율 기업이 퇴출되는 **채찍**이 함께 가야 한다. 상장 유지 요건 논의의 근거다.

10점 구간별 기업 비중 (%)



자료: R-Index · 같은 반기 기준 비교

FY2025 측정 불가(N/M) 141사 사유 (사)

사유	기업 수	비중
금융업	91	64.5%
완전자본잠식	**35**	**24.8%**
설비투자 미확인	8	5.7%
영업현금흐름 미확인	4	2.8%
연간 재무 미확보	3	2.1%
합계	**141**	**100.0%**

가장 나쁜 기업(자본잠식)이 분포에 들어가 있지 않으므로 실제 하위 꼬리는 그림보다 두껍다.

자료: R-Index

MESSAGE 3

- 시장은 바이오를 과하게, IT를 덜 할인하고 있을 수 있다

쉽게 말하면: 임상 단계 바이오는 매출 없이 연구개발에 돈을 쓰는 구조라 같은 잣대로 재면 낮게 나온다. 업종을 반영한 R-CEI로 다시 재면 헬스케어 하위권은 줄고 IT 하위권은 늘어난다.

투자자 관점의 시사점

경계할 대상은 반도체·AI 테마 프리미엄 안에 섞여 **무임승차하는 IT 저효율 기업**이고, 기회는 업종 할인에 가려진 **바이오 기업**에 있을 수 있다. 다만 헬스케어도 보정 후 약 18%가 실제 부진으로 남는다.

업종별 CEI 한눈에 보기

업종	FY25 중위	26H 중위	R-CEI 중위	30점↓ CEI FY25	30점↓ R-CEI FY25	30점↓ 26H	기업 수 26H
필수소비재	70.5	**72.1**	70.8	6.2%	—	6.2%	145
금융*	67.4	**71.4**	69.2	6.7%	—	3.4%	59
소재	61.5	**67.2**	58.5	4.7%	—	2.0%	342
경기소비재	64.2	**67.0**	62.6	7.3%	—	5.1%	295
산업재	57.5	**60.7**	57.0	11.9%	—	11.6%	517
커뮤니케이션서비스	59.8	**60.5**	60.7	5.1%	—	5.4%	168
정보기술	**59.1**	**58.4**	**57.7**	**8.9%**	**12.1% ▲**	**9.5%**	**579**
헬스케어	**51.3**	**52.9**	**51.3**	**26.9%**	**17.9% ▼**	**25.9%**	**278**
에너지**	68.2	**81.3**	73.2	0.0%	—	0.0%	5
유틸리티**	67.8	**70.4**	68.4	7.7%	—	8.3%	12
부동산**	55.5	**55.2**	56.4	0.0%	—	20.0%	10
전체	**60.2**	**62.9**	**59.1**	**10.4%**	**—**	**9.7%**	**2,410**

* 금융은 은행·보험·증권(연간 91사)이 빠진 일부 기업 값 · ** 표본 13사 이하, 순위 판단에 쓰지 않음 · R-CEI 30점 미만 비중은 헬스케어·IT만 공개

자료: R-Index, R-Advisory

MESSAGE 4

- 소비재의 '안정적 고효율'이라는 인식이 흔들리고 있다

소비재: 수준은 높지만 흐름이 꺾였다 (점)

	26H 중위	FY25/24	26H/25H
필수소비재	72.1	0.00	-0.05
경기소비재	67.0	**-1.09**	**-0.64**

자료: R-Index · 같은 기업 변화 중위

투자자 관점의 시사점

점수가 높으니 안전하다는 **방어주 프리미엄을 재점검**할 때다. 높은 점수에서 내려오기 시작한 기업은 낮은 점수에서 오르는 기업보다 위험할 수 있다.

MESSAGE 5

- 밸류업 대표 수혜주인 금융은 정작 검증받지 않고 있다

측정 불가 금융사
91사
N/M 141사 중 64.5%

측정 금융사 80점↑
3.3%
전체 8.9%의 절반 이하

은행·보험·증권은 자산 구조가 일반 기업과 달라 CEI로 측정할 수 없다. 측정된 일부 금융 기업 60사도 80점 이상은 3.3%뿐이다.

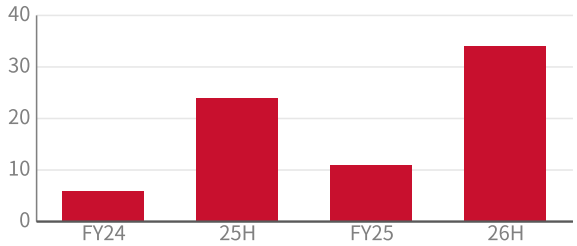
투자자 관점의 시사점

금융주 재평가는 **자본효율 지표로 검증되지 않은 기대**에 가장 크게 기대고 있다. 이 업종을 평가할 별도의 잣대가 필요하다.

READING GUIDE

- 반기 상위권은 '확정'이 아니라 '예고'다

최고점(93.5) 동점 기업 수 (사)



자료: R-Index · 반기는 연율화로 상단이 부풀려짐

2025년 동점 기업은 반기 24사에서 연간 확정치 11사로 줄었다. 상한에 몰린 상위권끼리는 CEI로 구분되지 않으므로 지속성·주주환원 실행 같은 다른 잣대가 필요하다. R-CEI는 최고점이 99.3까지 벌어져 상단 구분력이 낮다.

요약 — 시장이 읽어야 할 5가지

① 밸류업 2년간 전체 자본효율은 제자리였고, 2026 상반기 반등은 소재 업황 덕분이다. **이제는 증명의 구간이다.**
② 디스카운트의 원인은 고착된 하위 꼬리다. **당근만으로는 부족하고 퇴출이라는 채찍이 필요하다.**
③ 업종을 보정하면 진짜 부진 기업은 바이오보다 **IT 테마 안에** 있다.
④ 소비재는 점수는 높지만 **흐름이 꺾였다.**
⑤ 밸류업 대표 수혜주인 금융은 **지표로 검증되지 않았다.**

남은 검증 과제

1	PBR·주가수익률과 CEI 변화 결합 — 주가와 자본효율의 괴리(메시지 1·3)
2	R-CEI 기준 시장별 중위 — KOSDAQ 격차가 업종 구성 때문인지
3	FY2026 연간 확정치 — 반기 상위권 증가의 지속 여부

Compliance notice

· 본 자료는 R-Index(레이먼인덱스) CEI의 시장 분포를 분석한 시장 노트로, 개별 종목에 대한 투자의견·목표주가를 제시하지 않습니다(Not Rated).
· 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성자의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
· 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
· 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
· 본 조사분석자료에 수록된 내용은 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
· 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
· 본 리포트는 대상기업 또는 제3자로부터 작성 대가를 받고 작성된 자료가 아님.

데이터 기준

· 반기·분기: 운영 DB index_timeseries, CEI 계보(고정 잣대), 상반기 누적 ×2 연율화(YTD_ANN).
· 연간: raymonds_index FY2024·FY2025(10-13 재산출). CEI(cei_score_raw)와 R-CEI(cei_score).
· 업종: GICS 11섹터(company_gics). 측정 불가(N/M) 기업은 모든 통계에서 제외.
· 연간과 반기는 연율화·측정 대상 구성이 달라 같은 축에서 직접 비교하지 않습니다.
· 메시지 1·3은 주가·PBR 데이터와 결합하기 전 단계의 해석이며 검증이 필요합니다.

R – Advisory

BY KONNECT

KONNECT
https://index.konnect-ai.net

R-Advisory: raymond@konnect-ai.net