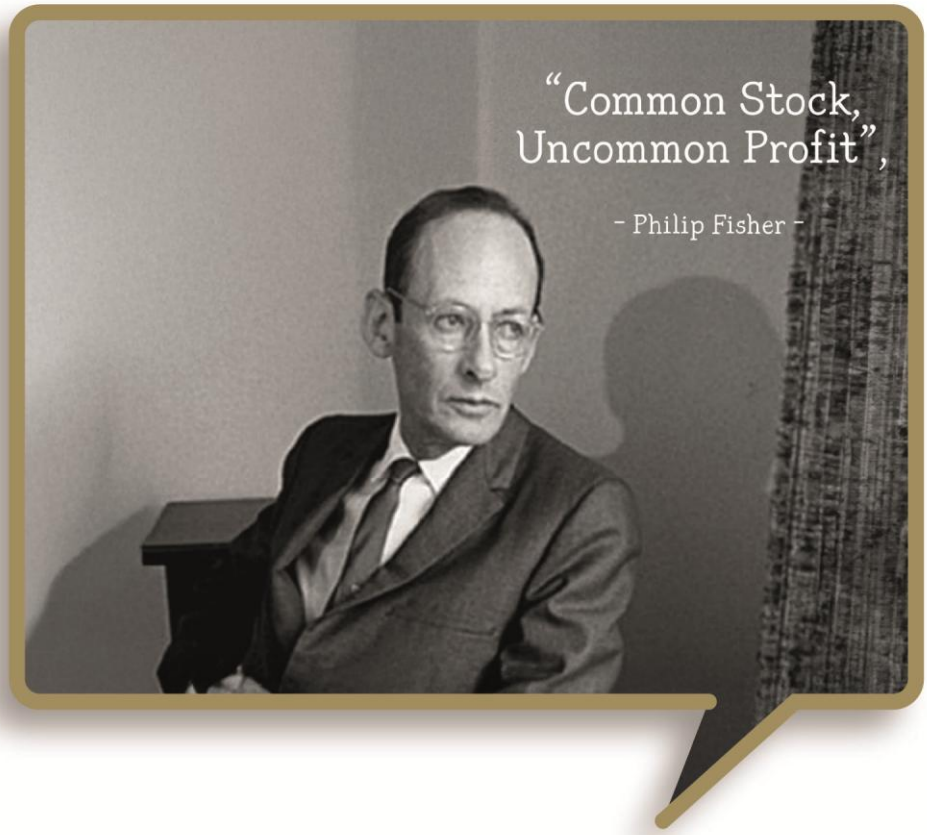
2026 장기성장주 퀀트 전략



장기성장형 모멘텀 전략과 주주환원 프리미엄

신영증권 자산전략팀
퀀트 강기훈
T.02)2004-9068
kang.gi-hun@shinyoung.com

2025년 상반기는 퀄리티, 하반기는 모멘텀이 한국증시에서 좋은 성과를 기록했다. 9월부터 글로벌 금리인하 기조를 확인하며 투심이 살아났고, AI 투자 수혜와 증시 활성화 정책은 시장 전반에 걸친 대세 상승을 이끌어냈다. 한편, 반도체 등 특정 업종으로의 쏠림이 가중되고 대미투자 등 통상환경의 불확실성이 부각되며 버블 우려가 커지고 있는 시점이다. 우리는 비슷한 시기를 지나온 적이 있는데 '23년 하반기가 유사한 시기였다. 이 시기에도 M7의 쏠림, 유동성 기대, AI 과잉투자 등 유사한 환경이 있었고 그 끝은 ' 모멘텀 종목의 옥석 가리기 ' 로 이어졌다. '26년 상반기에도 펀더멘털을 기준으로 기존 모멘텀 종목에 대한 종목 차별화가 진행될 전망이다. 특히 펀더멘털을 가늠할 수 있는 퀄리티 지표를 통해 장기성장주를 선별하고 모멘텀 시그널을 결합한 전략이 효과적일 것으로 보인다. 추가로 주주환원 프리미엄도 퀀트 전략 측면에서 초과수익을 기대해볼 수 있을 것으로 보인다

신영증권

Content

0. 2025년 스타일 전략 리뷰

2025년 상반기: 퀄리티와 성장 스타일의 독주 4
2025년 하반기: '스토리 모멘텀'의 부활 5
2026년 퀀트 아이디어 브리프(1): 퀄리티-모멘텀 결합 7
2026년 퀀트 아이디어 브리프(2): 주주환원 프리미엄 9

Ⅰ. 퀀트 아이디어(1): 장기성장형 모멘텀

'스토리 기반 모멘텀'에서 '펀더멘털 기반 모멘텀' 전환 11
장기성장주 모멘텀 전략: 실적 리버전(Reversion) 모델 12
장기성장주 유니버스 생성방법 15
퀄리티와 모멘텀 전략 백테스팅 28
백테스팅 구간별 성과비교 30
2026년 퀀트 추천 전략 40

Ⅱ. 퀀트 아이디어(2): 주주환원 포트폴리오

배당소득 분리과세 최고세율 27.5%로 인하 가능성 42
배당소득 분리과세 수혜기업 필터링 조건 43
대주주지분율 고려한 수혜기업 포트폴리오 45

Summary

2024년말 내년을 전망하는 투자자들에게 주요 이슈는 '경기침체'였다. 국내외 정치적·경제적 불확실성은 경기침체 우려를 확산시키며 증시에 악재로 작용했다. 이때 투자자들은 퀄리티 스타일에 주목했다. '점진적 우상향을 보이는 팩터'로 알려진 퀄리티 스타일은 경기둔화 국면에 종종 좋은 성과를 보였기 때문이다. 자주 회자되는 퀄리티 디스크립터가 이자보상배율, 부채비율 등 재무건전성을 의미한다는 점에서 어느정도 근거 있는 이야기라 생각된다

2026년 증시를 전망하는 지금에도 퀄리티 전략은 중요하다. 퀄리티 전략은 안전한 종목에 투자하기보다 지속적으로 성장할 수 장기성장주에 투자하는 전략에 가깝기 때문이다. 2025년에는 유동성 기대대로 스토리 있는 종목이 모멘텀을 얻으며 좋은 성과를 보였다. 이젠 이들 종목을 토대로 과잉투자 우려와 밸류 부담에 확산되고 있다. 2023년에 그랬던 것처럼 이들 기업 중 상당수는 '무수익 성장주'로 분류되며 차익실현이 일어날 수 있다. 성장주를 중심으로 모멘텀이 발생한 국면의 끝은 결국 '종목별 옥석 가리기'로 이어져 왔다. '19년 보험성 인하 국면, '21년 강세장, '23년 반등장 모두 옥석 가리기로 이어졌다

2026년은 스토리에 기반한 모멘텀에서 펀더멘털로 증명된 모멘텀으로의 전환이 필요한 시점이다. 최근 들어 견조한 경제성장률과 물가 그리고 자산시장 과열 등 금리인하의 근거가 부족해지면서 주요 중앙은행들은 매파적 기류를 띄기 시작했다. 급작스러운 긴축도 없겠지만, 극적인 유동성 확대도 기대하기 어려운 실정이다. 따라서 2025년의 모멘텀 장세와는 다른 양상으로 시장이 전개될 가능성이 있고 특히 펀더멘털을 중심으로 무수익 성장주를 가려내는 옥석 가리기가 진행될 전망이다

따라서 펀더멘털이 우수한 장기성장주 전략은 좋은 대안이 될 것이다. 경기회복 구간에 있는 경제상황을 고려해볼 때 실적 리버전(Reversion) 전략도 좋은 접근법이다. 이 두가지를 결합하기 위해 퀄리티 유니버스 전략과 추세-돌파 전략을 결합한 결과, 2021년과 2023년 강세장 이후 차익실현 장세에서 우수한 성과를 나타냈다. 이에 2026년 퀀트 전략으로 퀄리티 스타일에 기반한 장기성장주 모멘텀 전략을 추천한다. 또한, 또 하나의 퀀트 전략으로 주주환원 프리미엄 전략도 유망할 것으로 보인다

0. 2025년 스타일 리뷰

2025년 상반기, 퀄리티 전략과 성장주 스타일의 독주

2025년 상반기:
퀄리티 스타일이 유효

2025년초 정치적, 경제적 불확실성을 반영하듯 퀀트 전략에 있어 퀄리티(Quality) 스타일에 주목하기 시작했다. 실제로 2025년 상반기까진 퀄리티 성과는 시장 성과를 상회했으며 성장주와 동조화되어 움직였다. 사실 퀄리티는 장기성장주로서 성격이 강하기 때문에 순수 성장주보다는 약하지만 가치보다 견조한 성과를 보여주는 건 당연했다. 경기침체와 정치적 불확실성이 확대된 국면에서 투자심리는 안정적 이익과 성장가능성을 지닌 기업에 밸류에이션이 집중됐다.

퀄리티 스타일의 디스크립터를 살펴보면 장기성장주와 매우 유사하다는 걸 알 수 있다. 퀄리티는 안정적인 이익 성장을 보이면서 수익성이 좋은 기업을 선호하는데 이는 장기성장주를 선별하기 위한 과정과 동일하다. 이러한 퀄리티 스타일은 2025년 상반기 좋은 성과를 보였으며 2026년 들어서는 더 중요해질 전망이다. 상당수 투자자들이 밸류 부담과 쏠림 현상에 대해 우려하고 있다는 점에서 장기성장주를 비롯한 퀄리티 전략이 다시 주목받기 시작했다.

도표 9. 스타일 성과 (1): 성장 > 퀄리티 > 가치

자료: 신영증권 리서치센터

도표 10. 스타일 성과 (2): 하반기 퀄리티에서 모멘텀

자료: 신영증권 리서치센터

2025년 하반기, '스토리 모멘텀'의 부활

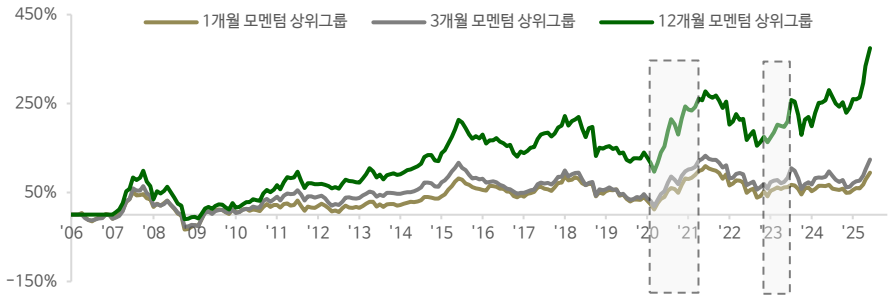
2025년 하반기: 모멘텀 전략이 독보적 성과를 나타냄

2025년 7, 8월에 AI 과잉투자 우려가 다시금 불거졌다. 세법개정안도 실망스러운 수준에서 발표되며 3,200pt선까지 한국증시를 이끌어 온 두 상승 동력이 무너졌다. 이때 한국증시의 스타일 컬러는 확 바뀌었다. 성장과 퀄리티를 벗어나 모멘텀 투자의 성과가 독보적으로 좋아지기 시작했다. 3,200선까지 도달했던 7월 이후 2달간의 숨 고르기를 끝내고 다시 4,200선까지 오르며 31%나 상승했다.

'유동성 기대와 AI 투자 수혜'를 필두로 9월 대세 상승이 시작되었다. 편 8월 이후 자사주 소각 의무화 가능성과 배당소득 분리과세 재검토 가능성이 제기됐다. 또한, 관세협상도 진전을 보이며 상승 동력에 시동을 재차 걸었다. AI 투자 기대가 확산되면서 삼성전자와 SK하이닉스를 중심으로 한국증시 전반에 걸친 상승을 이끌어냈다.

'달려가는 말에 올라타라'는 말처럼 추세적으로 상승하는 주식을 매수하면 실패하는 일이 없었다. 간혹 업종 로테이션 등 순환매에 하락하는 경우도 발생했지만 일시적인 흐름은 재차 장기 추세에 끌어올려지며 기어코 상승하고 말았다. 모멘텀 중에서도 단기 모멘텀 종목보다는 12개월 장기 모멘텀의 성과가 유난히 좋았다.

한국증시 모멘텀 성과: 풍부한 유동성 환경에선 모멘텀 성과는 모두 우수



자료: 신영증권 리서치센터

2026년 매크로 전망과 퀀트 전략

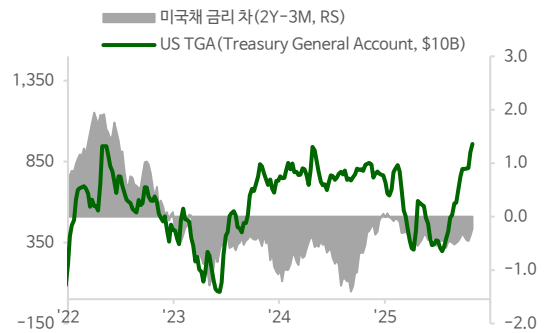
2026년 매크로: 현수준의 유동성 환경 유지될 전망

2026년은 퀀트 전략을 전망하기에 앞서 1) 유동성 환경의 지속 여부, 2) 밸류에이션 부담을 점검할 필요가 있다.

유동성 환경은 내년에도 일정수준 유지될 전망이다. 연준의 12월 금리인하 기대 후퇴 속 한국은행 총재 발언까지 겹치며 채권시장의 잡음이 발생하긴 했지만, 여전히 통화정책을 긴축적으로 선회했을 때 겪게 될 매크로 측면의 리스크가 존재한다는 점에서 현수준의 유동성 환경은 상당기간 유지될 가능성이 높다.

불안정한 모습을 보이고 있는 단기 자금시장과 고용시장의 하방 위험에 주목할 필요가 있다. 미국채 2년물과 3개월 금리 스프레드는 역전을 지속하고 있으며 단기 자금시장의 경색이 빈번하게 나타나고 있다. 연방정부 셧다운 해제로 TGA 잔고 증가 이슈는 완화됐지만 지방은행의 신용 리스크, 스탠딩 레포 수요 급증 등 단기자금시장에 비우호적인 요인이 잔존해 있는 시점이다. 한편, 고용측면에서는 10월 대안지표에서 여전히 하방 위험이 나타났다. 어찌됐건 고용의 증가 폭은 둔화되었고 긴축적인 환경을 유지할 경우 감내해야 하는 하방 리스크가 커진 상황이다. 이러한 점에서 연준은 불가피하게 중단기적 통화정책에 있어 현수준의 유동성 환경을 유지하거나 보다 완화적인 기조로 재귀할 가능성이 있다.

단기자금시장 경색과 TGA 잔고 추이



자료: 신영증권 리서치센터

10월 고용 대안데이터 항목별 증감 추이

항목	수치	비고
10 월 민간고용	42,000	전월 대비 증가
시장전망치	25,000	전망치
9 월 고용 수정치	-29,000	전월(9 월) 수치, 감소
무역·운송·공공	47,000	증가
교육·보건서비스	26,000	증가
정보서비스	-17,000	감소
전문·사업서비스	-15,000	감소
여가·숙박업	-6,000	감소
임금상승률	4.5%	전년 동월 대비

자료: 신영증권 리서치센터

2026년 퀀트 아이디어 (1): 퀄리티와 모멘텀 결합

2026년 퀀트 전략 키워드:
유동성, 옥석 가리기, 주주환원

2026년 퀀트 전략에 있어 고(高) 유동성을 바탕으로 한 모멘텀의 지속 여부와 종목별 차별화 장세, 주주환원 프리미엄 포트폴리오가 중요할 것으로 판단된다.

최근 들어 단기적으로 12월 금리인하를 둘러싸고 잡음은 있었지만, 아직 파월 임기내 1회 추가 인하 시나리오는 유효한 상황이다. 명목GDP대비 낮은 지준율, 역레포 잔고 소진, 초단기금리 급등 등 단기자금 시장의 불안정한 모습을 지속적으로 보였고 파월 의장은 QT 중단 일정을 발표했다. 추가 인하 전망이 유효하고, 유동성이 필요한 상황에서 지금과 유사한 급진적인 선회는 어렵고 현재 수준의 유동성 환경이 지속될 것으로 예상된다.

2026년에도 현 수준의 유동성 환경이 유지된다면 증시엔 나름 우호적인 상황이라 할 수 있다. 올해는 풍부한 유동성을 토대로 모멘텀 전략이 좋은 성과를 발휘해왔다. 전반적인 흐름은 내년에도 모멘텀 전략이 유효할 전망이며 추가적인 유동성 확대 여력이 안된다면 기존의 모멘텀 전략보다 추세-돌파 전략에 집중할 필요가 있다.

내년에 펼쳐질 모멘텀은 올해와 사뭇 다를 전망이다. 2025년이 스토리의 모멘텀이 빛났던 해라면, 2026년에는 스토리에서 펀더멘털發 모멘텀으로 밸류에이션이 집중될 것이다. 즉, 종목별 옥석 가리기에 주의할 필요가 있다. 최근 들어 반도체 등 특정 업종에 대한 쏠림 우려가 커지고 기존 보유자도 신규 진입자도 밸류 부담을 느끼고 있다. 이런 시장 흐름에선 기존 모멘텀 종목을 중심으로 실적과 같은 펀더멘털 검증을 통해 차익실현과 옥석 가리기를 피하기 힘들다.

2023년이 비슷한 시기였다. M7의 독주, 연준 피벗 기대, AI 투자 확대 전망, 그리고 동시에 공존하는 과잉투자 우려까지 우리는 역사의 반복을 지나고 있다. 하지만, 2026년에는 단순히 오른 종목에 올라타기보다 펀더멘털 측면에서 상승 근거를 갖고 있는 종목으로 모멘텀이 집중될 것으로 전망된다. "이유 있는 말(馬)이 더 많이 달린다"는 취지이다.

2025년에는 스토리에 근거한 네러티브(Narrative) 모멘텀에 투자했다면 2026년에는 펀더멘털에 근거한 퀄리티 모멘텀 종목에 투자할 필요가 있다. 실제로 퀄리티 모멘텀 결합전략을 구성하여 종목을 선별했을 때 2021년, 2023년 강세장 이후 찾아온 옥석 가리기 장세에서 장기성장형 모멘텀 전략은 좋은 성과를 나타냈다.

2026년 퀀트 아이디어 (2): 주주환원 프리미엄

2026년
주요 주주환원 프리미엄:
배당소득 분리과세

2026년 한국증시의 또다른 키워드는 주주환원 프리미엄의 강화이다. 이는 코리아 디스카운트 해소를 위한 정부의 주요 안건 중 하나이다. 이번 정부에서는 주주환원 프리미엄을 강화함으로써 국내증시에 대한 투자수요를 촉진하고 KOSPI 5,000시대를 열겠다는 입장이다. 역대 정부들도 코리아 디스카운트를 위해 여러 정책을 내놓았지만, 특히 이번 행정부에선 1) 기업의 자본 재분배(배당투자 활성화), 2) 주주가치 제고(자사주 소각 의무화 등)라는 두가지 틀에서 정책을 추진하고 있다.

2026년 주주환원 프리미엄 전략에 있어 특히 '배당투자 활성화' 정책에 주목할 필요가 있다. 최근 자사주 소각 의무화 가능성이 높아지자 기업은 자발적 소각이 아닌 EB 발행을 통해 보유중인 자사주를 처분하기 시작했다. 이로써 '소각을 통한 주주가치 제고'라는 본래 목적과는 거리가 멀어지며 정책 효과가 희석되기 시작했다.

한편, 배당소득 분리과세는 다시 주목을 받기 시작했다. 지난 7월 발표된 세법 개정안에서 부자감세 논란을 의식해 분리과세 최고세율을 35%로 발표했었다. 이는 최고세율을 25%까지 낮출 것이라는 시장 기대에 한참 미치지 못한 수준으로 최대주주에게 혜택을 줘 배당을 확대시킨다는 정책 취지와 어긋나는 발표였다.

주식 교환사채(EB) 발행 추이: 2025년 3분기 39건으로 크게 증가

자사주 대상 교환사채 발행결정 공시추이[주1)]

(단위 : 건, 억원)

구분	'23년	'24년	'25년	
			'25년 상반기	'25년 3분기(9월)
발행건수	25	28	17	50(39건)
발행금액	32,237[주2)]	9,863	9,997	14,455(11,891)

주1) 최종 주요사항보고서 공시일 및 내용 기준(태광산업 발행예정금액 3,186억원이 9월 현황에 포함되었으며 이하 같음)
주2) SK하이닉스(2.24조원) 포함

자료: 금융감독원, 신영증권 리서치센터

지난 15일 김용범 대통령실 정책실장은 한 인터뷰에서 “25% 정도로 낮춰야 배당을 할 것 아니냐는 의견도 일리가 있다”며 배당소득 분리과세의 최고세율을 완화할 가능성을 시사했다. ‘양도소득세 부과 기준 강화안’도 철회한데 이어 배당소득 분리과세 전면 재검토 가능성도 높은 것으로 판단된다.

만약 배당소득 분리과세 최고세율이 기존 발표안(35%)에서 25% 수준으로 완화된다면 강한 배당투자 수요가 발생할 것이다. 이 경우 정부에서 제시한 배당소득 분리과세 대상기업의 주가 상승이 예상되는 부분이다.

이러한 흐름은 한국증시가 주주환원 프리미엄을 강화하는 방향으로 나아가고 있음을 말해준다. 배당과 자사주 소각이라는 주주환원 정책의 확대와 가치 제고를 통해 프리미엄을 강화하려는 움직임은 현 정부의 임기말까지 지속될 것이다. 따라서 최근 2년간 추진되어온 주주환원 프리미엄 강화 움직임과 관련해 관련 팩터들의 성과를 분석하고, 한국형 주주환원 팩터와 스크리닝 전략을 도출해볼 필요가 있겠다..

배당소득 분리과세 신규 발의된 법안: 최고세율 25%로 인하

대표발의자		주요 내용
더불어민주당	안도걸 의원	배당성향 35% 이상 또는 25% 이상인 기업 중 배당금 증가율이 일정 기준을 넘는 경우 ▲2000만원 이하 9% ▲2000만원 초과~3억원 미만 20% ▲3억원 초과 30%
	김현정 의원	배당성향 35% 이상 또는 25% 이상인 기업 중 배당금 증가율이 일정 기준을 넘는 경우 ▲2000만원 이하 9% ▲2000만원 초과~3억원 미만 20% ▲3억원 초과 25%
국민의힘	임의자 의원	국내 배당소득에 전면 적용 ▲2000만원 이하 9% ▲2000만원 초과~3억원 미만 20% ▲3억원 초과 25%
	유상범 의원	배당 성향 30% 이상 또는 직전 3개년 평균 대비 배당금 총액 증가율이 10% 이상인 경우 ▲2000만원 이하 9% ▲2000만원 초과~5000만원 이하 14% ▲5000만원 초과 20%

자료: 아시아경제, 신영증권 리서치센터

2. 퀀트 아이디어(1): 장기성장형 모멘텀

"스토리 기반 모멘텀에서 펀더멘털 기반 모멘텀"을 노려야 할 때

'스토리 모멘텀 전략'에서 '펀더멘털 기반 모멘텀 전략'으로

2020-2021년의 강세장, 2023년의 반등장에서도 투자자는 밸류에이션 부담과 이에 따른 차익실현 가능성을 우려했었다. 풍부한 유동성을 토대로 빅테크의 쏠림과 AI 과잉투자 우려가 나타났던 2021년의 강세장은 지금과 유사한 부분이 많다. 2023년도 마찬가지이다. 오죽하면 PDR(Price to Dream Ratio)이라는 말이 나올 정도로 누구도 펀더멘털적으로 숫자가 증명되지 않은 종목들이 상승하던 때였다.

스토리 모멘텀이 지배했던 2021년 상반기가 저물어 갈 즈음 '금리 인상'을 트리거로 모멘텀 종목이 대거 하락했다. 전례 없던 유동성 공급은 유동성 회수라는 부메랑으로 되돌아왔다. 2021년 하반기 연준은 테이퍼링을 단행했고 테크주에서도 특히 밸류 부담이 높고 펀더멘털적으로 부실한 '무수익 성장주'를 중심으로 급락하기 시작했다. 이후 펀더멘털을 기반으로 본격적인 옥석 가리기가 시작됐던 시점이 2022-2023년이었다.

이렇듯 쏠림과 밸류에이션 부담이 가중된 시기는 종목별 옥석 가리기 장세로 이어졌다. 이러한 시기엔 스토리만 있는 모멘텀 전략에서 벗어나 펀더멘털을 근거로 상승하는 종목에 투자하는 퀄리티 모멘텀 전략이 필요하다. 퀄리티 모멘텀 전략은 이러한 옥석 가리기 장세에서 좋은 대안이 될 것이다. 21가지 퀄리티 디스크립터에 기반해 펀더멘털을 토대로 장기성장 종목을 선별하고, 펀더멘털 우수종목 중 모멘텀 형성 초기에 있는 종목에 캐치하는 전략을 소개하고자 한다.

장기성장주 모멘텀 전략: 실적 리버전(Reversion) 모델

장기성장주 모멘텀 전략: 장기성장형 유니버스를 생성

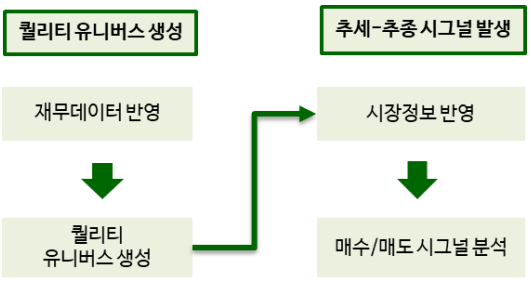
장기성장형 모멘텀 전략은 퀄리티 유니버스와 추세-추종을 결합한 하이브리드 전략이다. 장기성장주를 고르고 타이밍 관점에서 진입에 유리한 종목에 투자하는 걸 목표한다.

종목별 펀더멘털 평가 모델을 만들어 일정한 유니버스를 구성하고 이를 지속적으로 업데이트 한다. 유니버스에서 추세-돌파 시그널이 포착된다면 투자하는 전략으로 펀더멘털적으로 상승 근거가 충분한 모멘텀 종목을 선별한다.

퀄리티 유니버스를 생성하는 방법은 필립 피셔가 1996년에 집필한 '위대한 기업에 투자하라(Common Stock and Uncommon Profits)'에 기반한다. 저자는 이 책에서 15가지의 장기성장주가 갖는 특징을 제시하고 이를 기준으로 투자할 것을 권고한다. 필립 피셔가 제시한 기준들로 선별한 종목들의 공통점을 도출해보면 결국 장기성장주로 귀결된다.

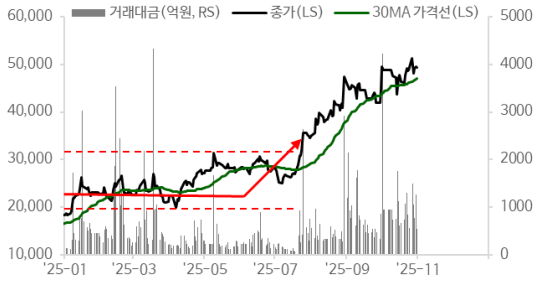
이에 더해 퀄리티 팩터 논문을 토대로 필립 피셔의 장기성장주 컨셉을 24가지 퀄리티 디스크립터로 구체화했다. 한편, 국가별 경제구조와 증시 성향에 따라 작동하는 팩터와 디스크립터가 상이할 수밖에 없기 때문에 한국증시에서 유효한 디스크립터를 선별하고, 살아남은 디스크립터를 토대로 유니버스를 생성했다.

퀄리티+ 모멘텀 전략: 퀄리티, 추세 돌파를 결합



자료: 신영증권 리서치센터

스탠 와인스테인의 4단계 모멘텀 분석(한화엔진)



자료: 신영증권 리서치센터

스탠 와인스테인의 추세 돌파 전략: 4단계 모멘텀 분석

장기성장주 모멘텀 전략: 추세-돌파 시그널을 응용

모멘텀 전략으로 추세-돌파 전략에 해당되는 스탠 와인스테인(1998)의 '4단계 모멘텀 분석'을 응용했다. 4단계 스테이지 분석은 종목별 추세 형성 과정을 분석하고 초기 모멘텀 형성 과정에 있는 종목을 선별하는 전략이다. 이제 막 모멘텀이 형성되기 시작한 종목은 점차 장기추세를 형성하며 일정 기간 모멘텀 프리미엄을 투자자에게 제공한다.

앞서 언급한 장기성장주(퀄리티) 유니버스 안에서 종목별 모멘텀을 분석하고 시그널 생성이 이뤄진다. 모델은 퀄리티 우수기업이 Stage1 모멘텀에서 Stage2 모멘텀으로 넘어가는 찰나를 포착하기 위한 알고리즘으로 구현되어 있다.

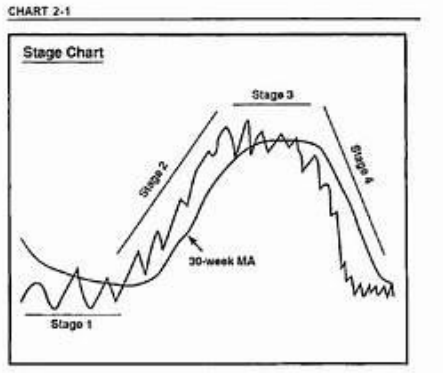
4단계 모멘텀 분석에 있어 중요한 기준은 네 가지이다. 1) 추세 형성 과정의 초입에 진입했는지 여부, 2) 업종관점에서 비선호 업종 및 종목이 아닐 것, 3) 거래량을 고려할 것, 4) 시장대비 강한 상승강도를 보인 종목일 것. 총 4가지 핵심 기준은 일시적으로 발생한 모멘텀보다 장기 모멘텀을 형성해 나갈 종목을 선별하기 위한 과정이다.

모멘텀 시그널 조건: 추세 형성 초기 종목

1) 장기 추세 형성과정의 초기
2) 장기 추세적으로 상승하는 종목
3) 시그널 발생시점 유의미한 거래량 증가
4) 시장대비 약한 상승을 보인 종목은 제외
5)

자료: 신영증권 리서치센터

스탠 와인스테인의 4단계 모멘텀 분석을 활용



자료: 스탠 와인스테인(1998), 신영증권 리서치센터

퀄리티 팩터를 활용한 장기성장주 유니버스 생성방법

주요 퀄리티 팩터:
수익성, 이익안정, 수익성 개선

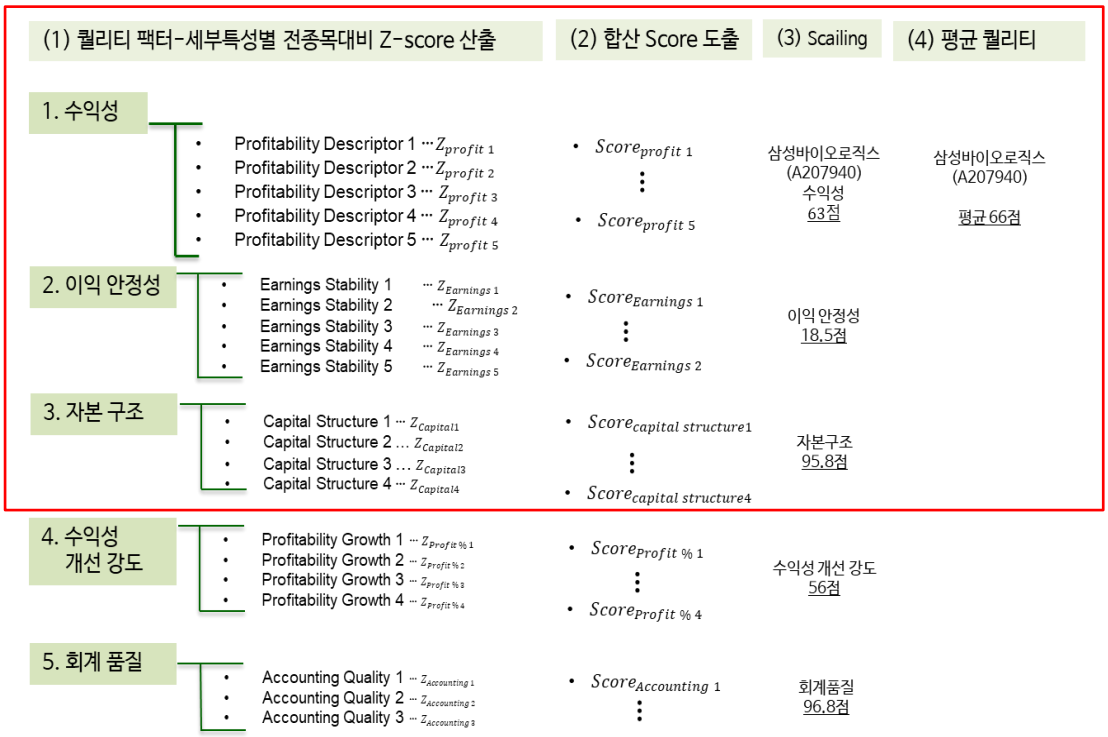
앞서 언급했던 것처럼 통계검정을 통해 한국증시에서 프리미엄을 갖는 21가지 퀄리티 디스크립터를 밝혀냈다(자세한 내용은 후술). 수익성 5가지, 이익안정성 5가지, 자본구조 4가지, 수익성의 개선강도 4가지, 회계품질 3가지 등 총 21가지 재무요인으로 구성되어 있다.

이들 중 가장 중요도가 큰 퀄리티 스타일은 수익성과 이익안정성, 그리고 수익성 개선강도이다. 이 세가지 퀄리티는 기업의 효율성과 이익창출능력, 경영진의 경영능력까지 측정할 수 있는 지표이다. 반면, 자본 구조와 회계품질은 최소요건을 적용해 일정 허들 이상을 넘기면 유니버스에 편입되는 방식으로 적용한다.

유니버스 생성 첫번째 단계에선 퀄리티 스타일의 카테고리별로 시점마다 종목이 갖게 되는 세부특성 값의 전종목 대비 Z-score를 산출하고 이후 세부특성별 Z-score를 백분위 점수로 변환해 0-100점의 점수로 나타낸다.

이후 카테고리별 합산점수의 스케일 차이가 존재한다는 점을 고려해 시점마다 종목이 갖게 되는 평균 퀄리티 점수를 도출한다. 이를 기준으로 유니버스의 편입, 편출을 결정하게 되는 원리이다. 앞서 언급한대로 자본구조와 회계품질은 최소 허들을 넘긴 종목들에 대해 유니버스를 먼저 구성하고 이후 수익성, 이익성장의 안정성, 수익성의 개선강도 측면에서 펀더멘털이 우수한 종목을 골라 유니버스를 구성하게 된다.

퀄리티 팩터를 활용한 유니버스 생성 방법 : 21가지 디스크립터를 고려한 퀄리티 스코어 도출



자료: 신영증권 리서치센터

글로벌 IB에서 바라본 퀄리티: 5가지 개념으로 퀄리티를 정의

퀄리티 스타일은 종목 차별화 과정에서 펀더멘털적으로 우수한 종목을 선별하는데 매우 유용한 지표이다. 다른 주식 스타일과 달리 퀄리티는 유난히 많은 디스크립터(Descriptor)에 의해 정의된다. 디스크립터란 해당 스타일을 측정하는 요인으로 수익성을 캐치하기 위한 지표이다. ROA 등 재무지표를 활용하는 것과 동일하다. 소위 말하는 '퀄리티 좋은 기업'을 고르기 위해선 5가지 카테고리를 알아야 하며, 각 카테고리에는 3-5개씩 세부 디스크립터가 존재한다. 세부적인 퀄리티는 국가에 따라 다르지만 21-24가지 정도의 재무정보를 활용해야 한다.

수익성(Profitability)

글로벌 IB에서 규정하는 퀄리티 개념은 수익성, 이익성장의 안정성, 자본구조, 수익성의 개선강도, 회계품질이다. 수익성은 ROA와 같이 투입된 자산 혹은 자본 대비 기업이 얼만큼 벌어들이는지 나타낸 배수이다. 오너 입장에서 투자금 대비 기업이익을 의미한다. 즉, 주어진 자본을 얼마나 효율적으로 활용해 이익으로 불려냈는지 나타낸 효율성과 수익성 지표이다.

IB가 바라보는 퀄리티: 5가지 카테고리로 정의

- Profitability
- Earnings Stability
- Capital Structure
- Growth in profitability
- Accounting Quality

자료: 신영증권 리서치센터

퀄리티 세부 디스크립터: 이익성장의 지속성

Index provider	Measures defining quality	Corresponding broader quality category
MSCI	Return on Equity	Profitability
	Debt to Equity	Capital Structure
	EPS Growth	Growth in Profitability
S&P	EPS Growth	Growth in Profitability
	DPS Growth	Growth in Profitability
	EPS Stability	Earnings Stability
	DPS Stability	Earnings Stability
FTSE	Return on Assets	Profitability
	Change in Asset Turnover	Growth in Profitability
	Debt to Cash Flows	Capital Structure
	Accruals	Accounting Quality
Deutsche Bank	Return on Invested Capital	Profitability
	Accruals	Accounting Quality

자료: 신영증권 리서치센터

이익안정성(Earnings Stability)

이익안정성(Earnings Stability)은 각 이익성장의 성장률과 변동성을 기준으로 산출된다. 당연히 이익성장률이 높을수록 기업은 좋은 퀄리티를 가진 종목이다. 반면, 이익성장률의 변동성이 낮을수록 기업은 낮은 편차를 가지고 매년 일정 수준 이상의 성장률을 기록하고 있다고 볼 수 있다. 매출액, 영업이익, 당기순이익, EPS 등 여러 기업이익 지표로 양적, 질적 측면에서의 이익안정성 지표를 산출할 수 있다.

자본 구조(Capital Structure)

자본 구조(Capital Structure)는 기업의 레버리지를 측정해 재무건전성을 판단할 수 있는 지표이다. 총 레버리지(Total leverage), 재무 레버리지(Financial leverage) 등 기업이 자산을 조달했을 때 부채에 얼마나 의존하고 있는지를 나타낸 지표이다. 값이 커질수록 부채 사용 비중이 높아졌다는 것을 의미하며 높은 레버리지 비율은 금리인상기와 고금리 유지기에 기업의 취약성을 나타낸다. 이런 기업들을 보고 퀄리티가 낮은 기업이라 할 수 있다.

수익성의 개선강도(Growth in Profitability)

수익성의 개선강도(Growth in Profitability)는 기업의 재무제표를 토대로 수익성 지표가 얼마나 개선되었지를 나타내는 지표이다. 즉 기업이 점점 효율적으로 변하고 있는지 혹은 비효율적으로 몰락하고 있는지를 나타낸다. 나아가 수익성의 개선강도는 경영진의 유능함을 반영하는 척도로 볼 수도 있다. 일정수준의 성장을 마치고 안정기에 접어든 기업 중 유능한 경영진은 기업의 수익구조를 계속 개선시키며 고(高) 마진의 사업 파이프라인을 확장한다. 만약 성공한다면 해당 기업의 수익성 개선강도는 크게 개선될 뿐 아니라 자리잡은 파이프라인을 토대로 안정적인 이익과 고마진을 남기는 기업으로 살아남게 된다.

회계 품질(Accounting Quality)

회계 품질(Accounting Quality)는 재무제표의 수치들이 얼마나 왜곡없이 반영되고 있는지 회계자료의 투명성을 나타내는 지표이다. 이는 회계자료를 통한 이익의 예측가능성을 담보하는 지표로 투명성이 높을수록 회계의 질이 높다는 의미로 다른 지표들에 대한 신뢰성을 의미하는 보완 지표로 역할한다. 만약 발생액(Accruals)이 과도하고, 조정되는 이익의 규모가 크다면 회계 품질 지표는 낮게 산출된다.

회계 품질을 기준으로 종목을 선별할 경우 공교롭게도 가치주 위주의 종목 구성을 갖게 된다. 성장주에 가까울수록 이익을 과도하게 집계하는 경향이 존재하기 때문이다. 반대로 가치주 성향이 강할수록 수익과 비용을 보수적으로 인식해 회계적 투명성을 제고하는 효과가 발생한다.

회계 품질 세부 디스크립터 : 과도한 이익 계상을 경계

디스크립터(Descriptor)	의미
Accruals	순이익과 영업현금흐름의 차이. 낮을수록 높은 퀄리티
Accruals2	△유동자산, △현금, △유동부채, △단기차입, 감가까지 세밀하게 고려
Net Operating Assets	기업이 영업활동에 투입한 자본규모를 의미. 낮을수록 높은 퀄리티를 의미
Earnings Smoothness	영업현금흐름의 안정성에 비해 순이익의 안정성이 지나치게 조정되었는지를 점검
ST Change in Accruals	최근 발생액이 증가해 이익이 과도하게 계상되는지 점검

자료: 신영증권 리서치센터

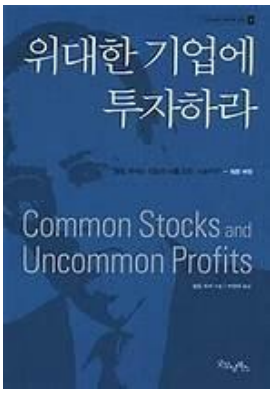
퀄리티의 함의, 기업이익 성장률의 항상성(恒常性)

퀄리티의 함의:
장기성장주&이익성장의 항상성

20세기 미국의 대표적인 장기 성장주 투자자였던 필립 피셔(Philip Arthur Fisher)는 'Common Stocks and Uncommon Profits'이라는 책에서 장기적 성장을 이뤄내는 기업의 조건을 15가지로 제시한다. 이는 곧 매년 성장을 이뤄낼 수 있는 퀄리티 기업의 조건과도 같다. 필립 피셔가 제시한 15가지 기준은 우수한 경영진과 R&D 역량, 수익성 등 기업이 이익을 지속적으로 성장시키기 위해 갖춰야하는 요건들로 구성되어 있다.

피셔가 제시한 15가지 기준은 앞서 설명한 5가지 퀄리티 개념과 매우 유사하다. 이 15개 기준은 경영 역량, 성장가능성, 이익구조, 재무구조, 기업문화와 투명성이라는 5가지 큰 개념으로 구성되어 있으며 이는 앞서 제시했던 수익성의 개선강도, 수익성, 이익안정성, 자본구조 등 퀄리티 개념으로 연결된다. 결국 퀄리티 좋은 기업이란 매년 성장을 거듭할 수 있는 기업이익 측면에서 항상 잘하는 기업. 즉, 이익성장의 항상성(恒常性)을 가진 기업을 의미한다. 결국 퀄리티 기업은 장기성장주를 의미한다고 볼 수 있다.

필립 피셔(Philip Fisher)가 제시한 퀄리티 기준과 함의: "퀄리티 기업=이익 측면의 장기 성장주"를 의미



- Profitability
- Earnings Stability
- Capital Structure
- Growth in profitability
- Accounting Quality

항상 잘하는 기업: 퀄리티는 장기성장주
"제품경쟁력, 수익성, 경영진을 토대로
어느 국면에서든 0% 이상 성장률을 기록하며
지속적으로 펀더멘털 성장을 이뤄낼 기업"

자료: 필립 피셔(1996), 신영증권 리서치센터

한국증시에 유효한 퀄리티 선별

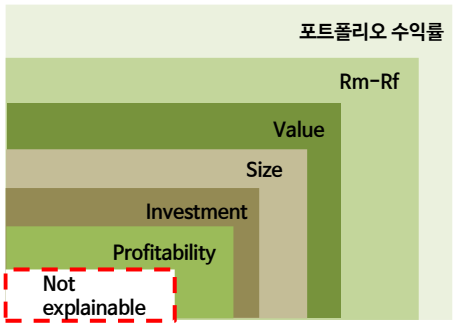
한국증시 유효 퀄리티 선별: 24가지 중 21가지만 작동

퀄리티 디스크립터의 유효성을 검증하기 위해 Fama-French 5팩터를 활용하고자 한다. 유진 파마와 케네스 프렌치는 주식시장을 설명하는 요인을 3가지로 최초 제시하고 5가지 팩터 모델로 확장해 주식 수익률을 설명하고자 했다.

파마-프렌치 5팩터를 활용한 초과수익 검정은 주식 수익률을 설명하는 5가지 요인(시장요인, 사이즈, 가치요인, 수익성, 투자요인)외에 검정대상이 되는 고유적인 전략이 갖는 상수(constant)가 존재하는 분석한다. 만약 통계적으로 유의미한 상수가 존재한다면 해당 전략은 고유적인 프리미엄을 지닌 것으로 간주된다.

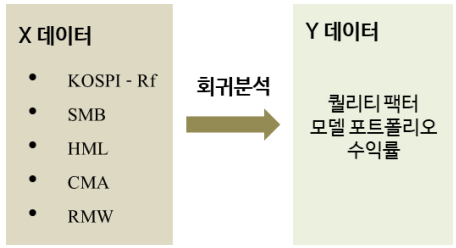
사이즈를 의미하는 SMB(Small Minus Big)는 소형주 프리미엄을 뜻하며, 가치요인을 의미하는 HML(High value Minus Low value)은 가치주가 갖는 프리미엄을 뜻한다. 그리고 수익성을 의미하는 RMW(Robust Minus Weak)는 수익성이 강건한 기업이 갖는 프리미엄을 의미한다. 투자요인에 해당되는 CMA(Conservative Minus Aggressive)는 투자에 있어 보수적인 기업이 갖는 프리미엄으로 해석할 수 있다. 마지막 시장이 만들어주는 베타 프리미엄까지 총 5요인이 파마-프렌치 5팩터를 구성한다.

파마-프렌치 5요인을 활용한 초과수익 검정



자료: 신영증권 리서치센터

초과수익 통계검정의 X, Y 데이터 설정



자료: 신영증권 리서치센터

한국증시 퀄리티 스타일 통계검정(1): 수익성 팩터(Profitability)

수익성 디스크립터는 이익안정성, 자본 구조 등 다른 퀄리티 디스크립터에 비해 한국증시에서 유난히 강한 초과수익(Alpha) 프리미엄을 갖고 있는 것으로 나타났다. 수익성은 투자된 자본대비 기업이 얼만큼의 이익을 버는지 나타내는 이익창출여력이자 자본의 효율성을 의미한다. 기업의 실적발표 등 가장 직관적인 펀더멘털 요인 중 하나이기 때문에 초과수익 프리미엄이 강하게 나타나는 것이다.

한국증시에선 수익성 디스크립터 중 ROIC(Return of Invested Capital)의 초과수익 프리미엄이 가장 높게 나타났다. 이는 반도체, 조선, 자동차 등 CAPEX 업종에 대한 의존도가 높은 한국의 특성을 잘 반영하는 사례이다. CAPEX 업종은 매출과 생산능력을 키우기 위해 설비 투자 등 자본적 지출을 늘려야하는 업종을 의미한다. 이들 기업에서 CAPEX 지출의 증가는 생산량 극대화와 시장점유율 증가로 이어지기 때문에 우리나라 증시의 프리미엄을 설명하는 과정에서 매우 중요한 요인으로 작용할 수밖에 없다. 이러한 CAPEX 지출이 실제로 얼만큼의 기업이익 창출로 이어졌는가 살펴볼 수 있는 지표가 ROIC로 한국의 산업구조에서 기인한 초과수익 프리미엄이 존재하는 것으로 보인다.

한국증시 퀄리티 스타일 통계검정(1): 수익성 팩터(Profitability)

Profitability	const	Rm_Rf	SMB	HML	CMA	RMW
beta_ROE	0.013	2.036	0.347	-2.558	-0.906	2.471
t-stat_ROE	**(3.244)**	**(6.908)**	**(0.205)**	**-(2.838)**	**-(2.234)**	**(4.352)**
beta_ROA	0.012	1.913	2.138	-0.945	-1.037	2.372
t-stat_ROA	**(3.077)**	**(6.314)**	**(1.228)**	**-(1.020)**	**-(2.487)**	**(4.064)**
beta_ROIC	0.016	2.287	2.081	-2.026	-0.979	1.681
t-stat_ ROIC	**(3.761)**	**(7.042)**	**(1.115)**	**-(2.039)**	**-(2.191)**	**(2.686)**
beta_profitability4	0.011	2.030	-1.008	-3.805	-0.588	2.040
t-stat_profitability4	**(3.443)**	**(8.244)**	**-(0.712)**	**-(5.049)**	**-(1.735)**	**(4.299)**
beta_profitability5	0.013	2.421	0.915	-4.130	0.385	0.183
t-stat_profitability5	**(4.358)**	**(10.516)**	**(0.692)**	**-(5.865)**	**(1.214)**	**(0.413)**

자료: 신영증권 리서치센터

한국증시 퀄리티 스타일 통계검정(2): 이익안정성(Earnings Stability)

이익안정성은 EPS와 같은 이익성장률의 변동성을 구해 역수를 취한 값이다. 즉, 이익성장률(%)에 있어 안정적인 편차를 갖는 기업을 선별하는 팩터이다. 이들 디스크립터를 통해 종목을 선별할 경우 KT&G, LG유플러스, 삼양식품과 같은 식음료 및 담배 관련 종목 등 이익성장이 안정적으로 관찰되는 업종이 자주 선별된다.

이익안정성 디스크립터 중 가장 잘 작동하는 건 EPS 성장안정성 디스크립터이다. 이는 EPS의 성장률을 토대로 변동성을 산출하고 그 값이 가장 작은 기업을 선별한다.

한국증시 퀄리티 스타일 통계검정(2): 이익성장의 안정성 (Earnings Stability)

Earnings Stability	const	Rm_Rf	SMB	HML	CMA	RMW
beta_EPS_stability	0.009	1.784	-1.419	-3.325	-0.813	0.894
t-stat_EPS_stability	**(3.231)**	**(8.093)**	**-(1.120)**	**-(4.930)**	**-(2.678)**	**(2.104)**
beta_DPS_stability	0.008	1.986	-2.537	-4.754	-0.407	0.341
t-stat_DPS_stability	**(3.492)**	**(11.197)**	**-(2.489)**	**-(8.759)**	**-(1.668)**	**(0.997)**
beta_earnings stability3	0.009	2.152	-1.283	-4.422	-0.001	-0.347
t-stat_earnings stability3	**(3.309)**	**(9.893)**	**-(1.026)**	**-(6.644)**	**-(0.004)**	**-(0.828)**
beta_earnings stability4	0.009	1.896	-2.051	-4.333	-0.116	-0.297
t-stat_earnings stability4	**(3.198)**	**(8.619)**	**-(1.622)**	**-(6.438)**	**-(0.384)**	**-(0.701)**
beta_earnings stability5	0.008	2.026	-1.079	-4.157	-0.045	-0.093
t-stat_earnings stability5	**(4.115)**	**(13.443)**	**-(1.246)**	**-(9.016)**	**-(0.217)**	**-(0.322)**

자료: 신영증권 리서치센터

한국증시 퀄리티 스타일 통계검정(3): 수익성 개선강도

수익성 개선강도(Growth in Profitability)는 여러 퀄리티 디스크립터 중 가장 흥미로운 디스크립터이다. 운용에 있어 주된 고민 중 하나는 '기업의 우수한 경영진과 그 경영진의 능력을 어떻게 정량화하고 측정할 수 있는가'이다. 수익성의 개선강도는 좋은 해답이 된다. ROA, ROE와 같은 기업 운영의 효율성을 의미하는 디스크립터를 토대로 이들의 변화율을 구해 전년대비 얼마나 기업이 효율적으로 변했는가를 측정할 수 있는 지표이다.

우리는 ROE 혹은 ROA가 개선될수록 경영진의 능력을 통해 기업의 마진율이 개선되었음을 캐치할 수 있다. 기업이 효율적으로 변할수록 경영진의 경영 능력이 높다고 추정할 수 있다. 이들 수익성의 개선강도는 한정된 자본안에서 최대의 이익을 뽑아내는 생산적인 기업을 골라내기에 용이하다.

이들 퀄리티 팩터 중에서도 자산대비 기업이익 창출능력을 의미하는 ROA의 개선정도가 유독 높은 초과수익 프리미엄을 지니는 것으로 나타났다.

한국증시 퀄리티 스타일 통계검정(4): 수익성 개선강도(Growth in Profitability)

Growth in Profitability	const	Rm_Rf	SMB	HML	CMA	RMW
beta_LT_Change_in_ROA	0.012	1.403	1.510	-1.070	-0.209	-0.144
t-stat_LT_Change_in_ROA	**(3.028)**	**(4.493)**	**(0.841)**	**-(1.120)**	**-(0.487)**	**-(0.239)**
beta_LT_Change_in_ROE	0.011	1.281	0.545	-1.461	-0.324	-0.483
t-stat_LT_Change_in_ROE	**(2.705)**	**(4.214)**	**(0.312)**	**-(1.571)**	**-(0.774)**	**-(0.824)**
beta_ Growth in Profitability3	0.011	1.857	-1.522	-3.683	-0.439	1.450
t-stat_ Growth in Profitability3	**(3.633)**	**(7.982)**	**-(1.138)**	**-(5.173)**	**-(1.372)**	**(3.234)**
beta_ Growth in Profitability4	0.009	1.734	-2.914	-4.532	-0.318	1.152
t-stat_ Growth in Profitability4	**(4.056)**	**(10.580)**	**-(3.095)**	**-(9.042)**	**-(1.411)**	**(3.650)**
beta_ Growth in Profitability5	0.002	1.357	-2.746	-3.119	-0.188	0.441
t-stat_ Growth in Profitability5	**(0.625)**	**(5.776)**	**-(2.033)**	**-(4.338)**	**-(0.583)**	**(0.973)**

자료: 신영증권 리서치센터

한국증시 퀄리티 스타일 통계검정(4): 자본구조

자본구조(Capital Structure) 팩터는 기업이 차입했을 때 발생하는 부채 프리미엄을 의미한다. 앞서 언급했듯이 한국의 경제구조는 CAPEX 업종에 대한 의존도가 높고 이들 기업은 빈번한 차입을 통해 생산능력을 늘린다. 따라서 한국증시에선 높은 부채비율을 갖는 기업이 오히려 프리미엄을 가질 가능성이 존재한다. 한편, 여기서 언급되는 부채비율은 자산대비 부채 총량 비율의 역수를 의미한다.

알파 검정 결과, 부채비율이 낮은 기업에 투자했을 때 초과수익은 낮게 나타났다. 통계적 유의성도 없는 것으로 나타났다. 즉, 한국증시에선 부채비율이 낮은 기업이 아닌 오히려 높은 기업에서 프리미엄이 발생한다고 해석할 수 있다.

재무 레버리지(Financial Leverage)와 총 레버리지(재무 레버리지+영업 레버리지)는 영업이익의 변동이 순이익에 미치는 영향, 매출변동이 순이익에 미치는 영향을 의미한다. 영업이익을 기점으로 이자비용이 반영되기 때문에 차입에 대해 얼마나 기업이익이 민감한지를 나타낸다. 따라서 레버리지가 높을수록 이자비용에 대한 익스포저로 이어진다. 때문에 레버리지가 높은 기업일수록 경기민감주일 가능성이 높고 한국증시에선 경기민감주일수록 초과수익 프리미엄과 통계적 유효성이 강한 경향이 있다는 점 점 고려했을 때 결국 자본구조 퀄리티는 높을수록 한국증시에서 프리미엄을 갖게 된다.

한국증시 퀄리티 스타일 통계검정(4): 자본구조(Capital Structure)

Capital Structure	const	Rm_Rf	SMB	HML	CMA	RMW
beta_capital_Debt_ratio	0.004	1.903	-4.993	-6.494	-0.111	-0.163
t-stat_capital_Debt_ratio	(1.673)	(10.903)	-(4.976)	-(12.158)	-(0.464)	-(0.485)
beta_capital_leverage_financial	0.008	1.890	-1.639	-4.116	0.063	-0.034
t-stat_capital_leverage_financial	(4.489)	(14.189)	-(2.141)	-(10.101)	(0.342)	-(0.132)
beta_capital_leverage_total	0.008	1.801	-0.841	-3.095	-0.100	1.127
t-stat_capital_leverage_total	(4.217)	(11.893)	-(0.966)	-(6.682)	-(0.480)	(3.862)

자료: 신영증권 리서치센터

한국증시 퀄리티 스타일 통계검정(5): 회계품질

회계품질은 실제 발생한 현금흐름과 회계상 현금흐름의 차이를 의미하며 이는 회계장부의 투명성이다. 기업이 수익을 공시하는 과정에서 손익을 스무딩하는 과정을 통해 수익을 부풀리거나 손실을 감추는 행위를 측정하기 위한 지표이다. 실제 현금흐름과 장부상 현금흐름의 차이가 클수록 회계 투명성은 낮게 측정되고, 값이 작을수록 투명성은 높게 측정된다. 회계품질 디스크립터는 값이 낮은 종목에 투자한다는 가정을 갖고 있다.

그 결과, 발생액 디스크립터에서 일정 부분 프리미엄이 발생하는 것으로 나타났다. 다른 디스크립터에 비해 생존율은 낮지만 보수적으로 현금흐름을 인식하는 기업에서 일정 수준의 프리미엄이 존재하는 것을 확인할 수 있었다.

실제로 회계품질 디스크립터로 선별한 종목을 분석했을 때 성장주보다 가치주 종목이 많이 포함되어 있었다. 이는 가치주에 가까울수록 수익과 비용을 보수적으로 인식하는 경향이 나타난 것으로 해석되며 회계품질 디스크립터는 가치주 프리미엄과 연관이 깊은 것으로 해석된다.

한국증시 퀄리티 스타일 통계검정(5): 회계품질(Accounting Quality)

Accounting Quality	const	Rm_Rf	SMB	HML	CMA	RMW
beta_Accruals	0.009	1.977	-1.720	-4.250	-0.485	-0.376
t-stat_Accruals	**(3.832)**	**(11.631)**	**-(1.761)**	**-(8.174)**	**-(2.073)**	**-(1.149)**
beta_Accruals2	0.003	1.471	-3.619	-4.329	-0.601	0.738
t-stat_Accruals2	**(1.120)**	**(7.030)**	**-(3.010)**	**-(6.762)**	**-(2.087)**	**(1.830)**
beta_ Accounting Quality3	0.000	0.999	-5.225	-4.109	-0.037	-0.205
t-stat_ Accounting Quality3	**(0.263)**	**(7.870)**	**-(7.159)**	**-(10.576)**	**-(0.214)**	**-(0.838)**
beta_ Accounting Quality4	0.010	1.500	2.155	-0.893	-0.207	-1.271
t-stat_ Accounting Quality4	**(3.828)**	**(7.637)**	**(1.909)**	**-(1.486)**	**-(0.767)**	**-(3.359)**
beta_ Accounting Quality5	0.011	2.065	0.428	-3.014	-0.529	-0.433
t-stat_ Accounting Quality5	**(5.541)**	**(13.075)**	**(0.472)**	**-(6.236)**	**-(2.432)**	**-(1.424)**

자료: 신영증권 리서치센터

한국형 퀄리티 도출: 투자성향, 레버리지 높을수록 프리미엄

한국 퀄리티 특징:
레버리지 높을수록 프리미엄

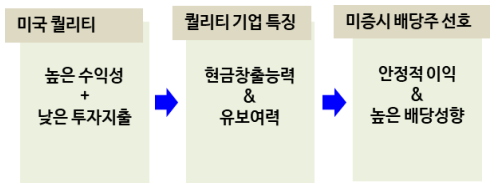
오랫동안 퀄리티는 수익성과 투자성향을 토대로 퀄리티를 규정해 왔다. ROE, ROA와 같은 기업의 수익성 지표가 대표적인 디스크립터이다. 투하자본대비 얼마나 효율적으로 기업이익을 벌어들이고 있는지를 수익성 지표를 통해 측정해왔다.

한편 투자성향을 통해선 기업이 얼마나 보수적으로 투자하는지를 측정한다. 미국증시의 경우 배당 투자가 워낙 활성화되어 있는 시장이다. 따라서 얼마나 보수적으로 투자를 절제하고 유보금을 적립해 향후 배당의 재원으로 활용할 수 있는지를 측정하는 일이 투자기업을 결정할 때 중요한 기준이었다

실제로 미국증시에서 퀄리티를 분석해보면 ROE 등 수익성 지표가 좋을수록 프리미엄이 높았고, 동시에 자산변화율(투자)이 낮을수록 프리미엄을 갖고 있는 것으로 나타났다. 즉 수익성이 높지만 돈을 아낄 줄 아는 기업의 주가상승 여력이 통계적으로 높았다.

반대로 한국은 정반대의 결과가 도출됐다. 오히려 수익성이 좋은 기업 중 자산변화율과 부채비율이 높은 종목이 프리미엄이 높게 측정됐다. 한국 경제의 높은 수출의존도와 높은 CAPEX 업종 비율에서 기인한 결과이다. CAPEX 투자를 적극적으로 하는 기업이 프리미엄을 높게 가져가는 걸로 나타난 것이다. 따라서 한국형 장기성장형 모멘텀 전략에서 투자성향과 부채비율이 높은 종목에 높은 점수를 부여함으로써 경기민감도가 높은 업종에 대해 한국형 장기성장주 전략을 도출하고자 한다.

미국 퀄리티 정의: 높은 수익성과 낮은 투자성향



자료: 신영증권 리서치센터

한국 퀄리티: 높은 자산증가가 프리미엄 보유

	const	Rm_Rf	SMB	HML	CMA	RMW
▲ ROIC & ▲ Asset(%, YoY)	0.02	3.29	7.68	-0.44	0.221	3.23
t-통계량	(2.27)	(3.87)	(1.52)	(-0.17)	(0.22)	(1.77)
▲ ROE & ▲ Asset(%, YoY)	0.01	2.22	0.51	-3.46	0.26	2.07
t-통계량	(2.21)	(3.64)	(0.14)	(-1.91)	(0.35)	(1.58)
▲ Gross Profit & ▲ Asset (%, YoY)	0.02	2.61	4.33	-2.11	0.25	0.74
t-통계량	(3.66)	(6.35)	(1.82)	(-1.67)	(0.44)	(0.93)

자료: 신영증권 리서치센터

퀄리티와 모멘텀 전략 백테스팅: 장기 성장+추세 돌파 시그널 적용

장기성장 모멘텀 백테스팅: 코스피, 코스닥 시총 500위 이상

퀄리티 모멘텀 전략의 시뮬레이션은 2018년 6월 1일을 시작으로 2025년 10월 31일까지의 기간에 진행됐다. 분기마다 산출되는 펀더멘털 데이터를 기반으로 5가지 퀄리티 스타일에 해당되는 21가지 디스크립터를 활용했으며 펀더멘털 데이터의 시차를 고려해 2개월 래깅된 데이터를 사용한다. 이를 통해 펀더멘털적으로 우수한 퀄리티 유니버스를 구성하고 4단계 모멘텀 분석을 통해 추세 돌파 시그널을 포착한다.

'4단계 모멘텀 분석'은 모멘텀 형성 과정에서 아직 초기단계에 머물러 있고 이제 막 추세를 돌파한 종목을 선별한다. 펀더멘털적으로 우수한 기업이라면 모멘텀은 상대적으로 오래 유지될 것이며 하락장에서도 견고한 하방 경직의 재료로 작용할 것이다. 전반적으로 모델은 투자심리가 지속될 종목에 배팅 확률을 높이기 위해 고안되었다.

백테스팅은 10일에 한번씩 리밸런싱 한다고 가정한다. 물론 모델의 특성상 유니버스 안에서 모멘텀이 발생한 종목에 대해 거래가 발생하므로 꼭 일주일에 한번 매수/매도가 발생하는 건 아니다.

보유기간 중 매도 시그널이 발생하면 리밸런싱 시점이 도래하지 않더라도 익일 시가에 매도한다. 종목당 투자되는 금액은 일정하며 백테스팅은 KOSPI+KOSDAQ의 모든 상장종목의 시가총액 상위 500위에 대해 적용됐다.

장기성장형 모멘텀 성과: '옥석 가리기' 장세에서 강한 성과

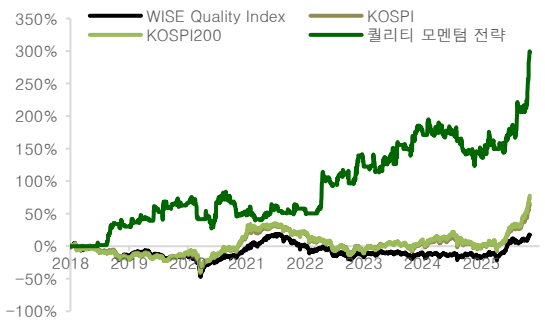
장기성장 모멘텀 성과: 강세장 이후 약세장에서 실적 개선 효과 Up

퀄리티 모멘텀의 목적처럼 전략은 강세장 이후 옥석 가리기 구간에서 강한 성과를 보여줬다. 변동성은 벤치마크 인덱스인 KOSPI200에 비해 3.1%정도 증가했으나 수익률이 11% 가량 개선됐다. 누적 성과는 298.3%로 가장 높은 성과를 기록했다.

장기성장 모멘텀의 성과를 상세히 분석하기 위해 벤치마크 인덱스와의 정보비율을 산출했다. 정보비율(Information Ratio)은 'BM대비 초과성과'를 '초과수익의 변동성'으로 나눈 값을 의미한다. 즉, 시장수익률 외에 추가적인 의사결정으로 감내해야 하는 변동성이 충분한 보상을 주는지 나타내는 성과지표이다. 정보비율(IR) 비교를 위해 퀄리티 모멘텀과 WISE Quality Index의 벤치마크 인덱스를 KOSPI200으로 설정했다. 반면, KOSPI200은 KOSPI로 설정해 정보비율을 산출했다.

결론적으로 WISE Quality Index는 KOSPI200대비 정보비율이 마이너스를 기록하며 가장 저조한 성과를 보였다. 한편, KOSPI200은 KOSI대비 0.38의 정보비율을 나타냈다. 퀄리티 모멘텀은 KOSPI200을 벤치마크 인덱스로 정보비율이 0.28로 나왔다. 퀄리티 모멘텀이라는 추가적인 의사결정을 통해 투자했을 때 KOSPI200보다 0.28%정도 성과가 평균적으로 개선되었다.

퀄리티 모멘텀 포트폴리오 성과 추이



자료: 신영증권 리서치센터

퀄리티 모멘텀 포트폴리오 성과분석

	연율화 수익률	연율화 변동성	샤프 비율	정보 비율	누적 수익률
퀄리티 모멘텀	18.5%	22.1%	0.84	0.28	298%
KOSPI 200	7.8%	19.0%	0.41	0.38	77.7%
WISE Quality Index	2.2%	17.7%	0.12	-0.59	17.6%
KOSPI	6.8%	18.2%	0.37		65.6%

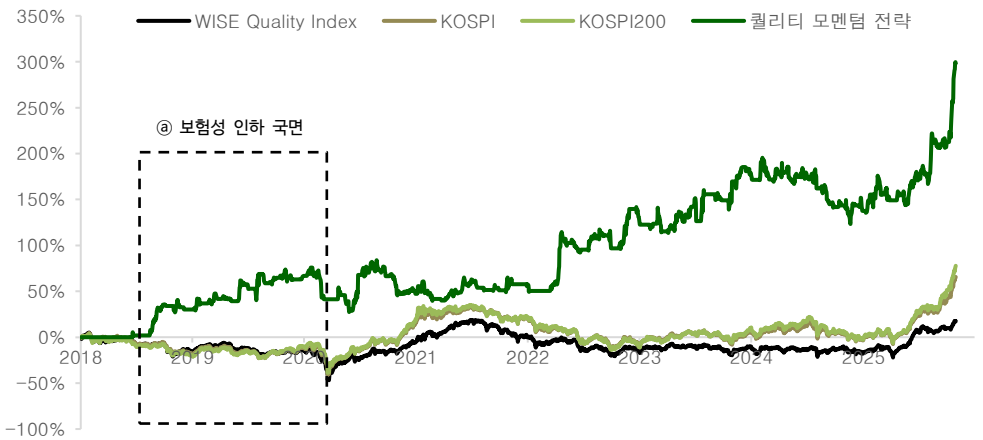
주: 퀄리티 모멘텀의 BM은 KOSPI200
주2: WISE 인덱스의 BM은 KOSPI200, KOSPI200의 BM은 KOSPI
자료: 신영증권 리서치센터

구간별 성과 비교: ⓐ 2019년 보험성 인하 국면

2019년 연준은 매크로 지표에서 명확한 침체 신호는 관찰되지 않았으나 경기 둔화 가능성과 제조업 경기 악화 등을 고려해 3차례 선제적인 금리 인하를 단행했다. 이는 가시화된 지표없이 경기 하강 리스크(확률)만을 보고 보험성 금리인하를 단행한 대표적인 사례이다. 이렇듯 2019년은 명확한 침체 시그널 없이 인하 사이클에 접어들었다는 점에서 지금과 유사한 국면으로 퀀트 전략에서 자주 회자된다.

미·중 무역갈등, 얕은 경기침체, 보험성 금리인하 등 실물경기는 오히려 위축되고 대신 유동성 기대에 힘입어 빅테크 종목이 시장을 주도하던 시점이다. 퀄리티 모멘텀 전략은 2018년 4분기를 시작으로 시장대비 좋은 성과를 나타내고 특히 2019년 하반기에서 2020년 초까지 지속적으로 좋은 성과를 낸다.

퀄리티 모멘텀은 보험성 인하(Defensive Cut) 국면과 옥석 가리기 구간에서 좋은 성과를 나타냄



자료: 신영증권 리서치센터

장기성장 모멘텀 성과(2): 순환매 장세에서도 시장흐름을 적절히 반영

퀄리티 모멘텀 전략은 장기성장주 컨셉에 맞게 반도체·소부장, 제약·바이오 업종을 중심으로 종목 선택이 이뤄졌다. 2019년 말에서 2020년 코로나 직전까지의 시기는 미중 무역갈등이 점차 휴전 상태에 접어들고 반도체 슈퍼사이클 기대 속 반도체 섹터의 상승 흐름이 소부장까지 전이되던 시점이었다. 경기는 전반적으로 약한 둔화 수준을 유지했고 특정 섹터의 주도 속 순환매가 발생하던 시기였다.

한편 순환매는 반도체에서 바이오로, 다시 바이오에서 소비재 순서로 발생했다. 보험성 인하가 이뤄진 만큼 경기는 다소 약한 모습을 나타냈기에 순이익 측면에서 안정성을 보였던 바이오 업종에 투자심리가 쏠린 것으로 보인다. 모멘텀 모델 덕분에 업종 로테이션 흐름을 적절한 시기에 반영했고 모멘텀을 포착해 투자할 수 있었다.

바이오 순환매 이후 보험성 인하 효과가 나타나기 시작하면서 소비심리가 점차 개선됐다. 경기민감주에 해당되는 하나투어, 아모레퍼시픽 등 소비/레저 업종도 편입하기 시작했다. 물론 2020년 1월 WHO가 코로나 바이러스의 발생 사실을 알리며 소비/레저 업종의 성과가 급격히 나빠졌으나, 경기 흐름 측면에서 꽤 합리적인 종목 구성을 보여주었다.

'19, '20년 포트폴리오 보유종목: 시장 순환매(반도체→바이오→소비재) 흐름을 적절히 반영

종목명	'19-11-06	종목명	'19-11-18	종목명	'19-12-20	종목명	'20-01-13	종목명	'20-01-23
DB 하이텍	6%	동국제약	8%	LG 이노텍	6%	동진쎄미켐	17%	일양약품	4%
고영	3%	DB 하이텍	2%	화승인더	6%	솔브레인홀딩스	14%	성우하이텍	0%
삼성 E&A	-1%	한솔케미칼	1%	셀트리온	5%	롯데에너지머티리얼즈	11%	한미반도체	-4%
롯데에너지머티리얼즈	-3%	SK 디앤디	0%	바텍	3%	한미반도체	10%	동국제약	-5%
		현대모비스	-2%	동아에스티	3%	APS	10%	동진쎄미켐	-6%
		화승엔터프라이즈	-3%	솔브레인홀딩스	2%	바텍	7%	DB 하이텍	-8%
		화승인더	-3%	화승엔터프라이즈	1%	GKL	1%		
		SK	-4%	아모레퍼시픽	-3%	아모레퍼시픽	1%		
		디오	-5%	고영	-4%	삼양식품	0%		
		에스에프에이	-5%			LG 이노텍	0%		
		APS	-11%			SK 디앤디	-1%		
						한화솔루션	-1%		
						삼화콘덴서	-2%		
						스튜디오드래곤	-2%		
						화승엔터프라이즈	-3%		
						하나투어	-4%		

자료: 신영증권 리서치센터

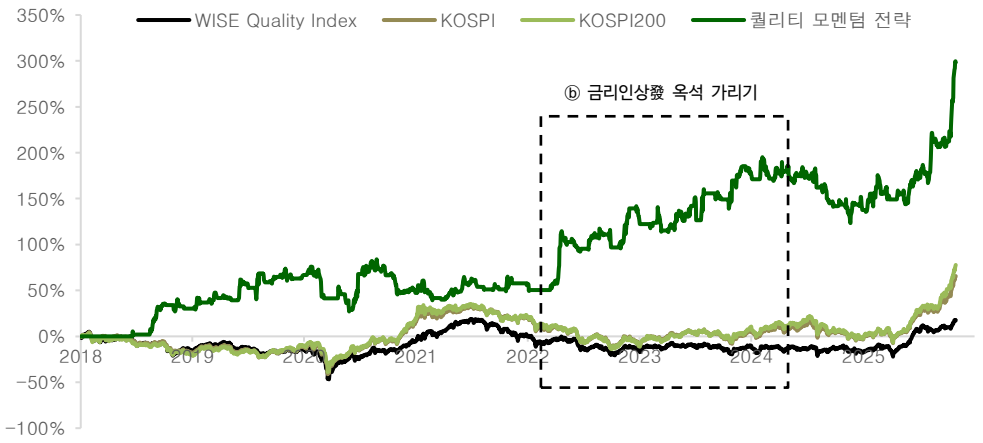
구간별 성과 비교: ⓑ 금리인상發 옥석 가리기

장기성장 모멘텀 성과(3): 금리인상기 약세장, 신중한 매매를 통해 손실 방어

ⓑ에 해당되는 금리인상發 옥석 가리기 구간은 한국의 금리인상이 한참 진행되던 시기로 2022년 3월에 해당된다. 이때 장기성장형 모멘텀 성과가 눈에 띄게 개선됐다. 이는 퀄리티 모멘텀 전략이 추세-돌파 시그널이 발생한 경우에만 매수하는 특성 때문이다. 대세 약세장에선 그만큼 모멘텀이 발생하는 종목이 적기 때문에 이 경우 섣불리 매매하지 않는 걸 볼 수 있다.

반면, 매매를 결정한 경우에는 선택한 종목이 특히 좋은 성과를 보이며 포트폴리오 성과가 전형적인 계단식의 형태를 띈 우상향 흐름을 갖게 된다. 이는 신중한 매매조건을 갖는 모델이 갖는 전형적인 패턴이다. 일반적인 모멘텀 전략과 달리 퀄리티 모멘텀은 베타 리스크와의 디커플링 성격을 갖기 때문에 목적이 있기 때문에 모델링의 취지가 잘 나타나는 수익률 패턴으로 볼 수 있다.

퀄리티 모멘텀은 강세장 이후 약세장과 옥석 가리기 구간에서 강한 성과를 나타냄



자료: 신영증권 리서치센터

금리인상發 옥석 가리기: ⓑ-1. 2022년 하반기 금리인상기

장기성장 모멘텀 성과(4): 실물경기 침체에 따라 경기방어주 포트폴리오 구성

금리 급등기에 해당되는 ⓑ구간에선 총 세차례 증시 흐름이 변했다. 2022년 7월 한국증시는 금리인상기의 한가운데 있었다. 증시는 고금리 부담에 따른 실물경기의 침체와 유동성 축소를 반영하기 시작했다. 이에 투자심리가 경기방어주에 집중됐다. 장기성장 모멘텀 전략은 이에 맞춰 제약·바이오(셀트리온), 통신(KT), 필수소비재(KT&G, 오리온) 등 방어주 중심의 포트폴리오를 구성했고 실제로 셀트리온, 현대로템 등이 좋은 성과를 나타냈다. 이 시기 히트 레시오는 35%에 불과했으며 그만큼 전체 거래일수에 비해 상당일수 거래에 나서지 않았다. 이는 모델이 약세장에서 매매에 신중하게 임했음을 알 수 있는 대목이다.

2022년 하반기 금리인상기 퀄리티 모멘텀은 경기 방어주를 중심으로 포트폴리오 구성

종목명	2022-07-29	종목명	2022-08-10	종목명	2022-08-22	종목명	2022-09-01	종목명	2022-09-13	종목명	2022-09-23
셀트리온	11%	오리온	5%	현대로템	16%	기아	0%			포스코 DX	-7%
한국항공우주	2%	JYP Ent.	1%	KT	-2%	KT&G	0%				
한솔케미칼	-2%	KT	-2%	오리온	-8%	에코프로	-4%				
비에이치	-3%	CJ 제일제당	-3%								
LS ELECTRIC	-4%	셀트리온	-5%								

료: 신영증권 리서치센터

금리인상發 옥석 가리기: ⓑ-2. 2023년 상반기 리오프닝을 반영

장기성장 모멘텀 성과(5): 다시 피어나는 유동성 기대, 경기민감주 포트폴리오로 전환

2023년에 들어서자 증시는 인플레이션의 정점 통과 사실에 집중하며 단기간 금리인상이 고강도로 이뤄진 만큼 금리인하기로 빠르게 피벗(pivot)할 것이라 기대했다. 이러한 유동성 기대는 낙폭 과대주를 중심으로 모멘텀을 발생시켰고 강한 반등 흐름이 형성됐다. 2,273선까지 밀려났던 코스피는 2,896pt까지 올라섰다.

모델은 반도체 소부장, 완성차, 에너지 등으로 업종을 전환했다. 리오프닝과 경기민감주로 포지션을 바꾼 것이다. 에스앤에스텍, 현대엘리베이터, 풍산, 하이브 등 IT부품과 엔터, 방산 테마를 적절히 편입했다.

2023년 상반기 퀄리티 모멘텀 전략은 인플레이션 peak-out과 경기 리오프닝을 반영. 반도체 소부장 등 경기민감주를 편입

종목명	2023-04-03	종목명	2023-04-13	종목명	2023-04-25	종목명	2023-05-05	종목명	2023-05-17	종목명	2023-05-29	종목명	2023-06-08
에스앤에스텍	15.7%	풍산	10.9%	클래시스	11.2%	현대엘리베이터	13.8%	덴티움	2.7%	대덕전자	7.6%	에코프로	16.6%
현대엘리베이터	15.0%	하이브	10.0%	현대오토에버	0.8%	현대오토에버	0.0%	클래시스	2.4%	파크시스템스	7.2%	롯데정밀화학	9.6%
바텍	10.3%	무학	3.0%			에스앤에스텍	-3.5%	하이브	-5.3%	에스앤에스텍	6.1%	포스코 DX	8.3%
덴티움	10.2%	HDC 현대산업개발	1.4%			NHN	-3.6%	오리온	-8.9%	삼성전자	1.0%	SK 네트웍스	5.6%
포스코 DX	7.5%	현대모비스	0.0%			바텍	-9.4%			SFA 반도체	-0.2%	이녹스첨단소재	-1.0%
현대차	7.4%	이녹스첨단소재	-0.8%							동진쎄미켐	-2.2%	무학	-2.5%
기아	6.3%	SNT 모티브	-1.5%							현대차	-4.4%	LG 에너지솔루션	-3.1%
DB 하이텍	5.0%	기아	-2.3%										
무학	4.3%	바디텍메드	-2.7%										
삼성 SDI	3.9%	현대차	-2.9%										
삼성전자	3.1%	엠씨넥스	-4.4%										
한솔케미칼	1.5%	현대오토에버	-8.5%										
풍산	0.3%	성우하이텍	-12.0%										
동원산업	0.0%												
빙그레	-0.7%												
롯데에너지머티리얼즈	-1.2%												
오리온	-2.8%												
포스코인터내셔널	-4.3%												
RFHIC	-4.4%												

자료: 신영증권 리서치센터

금리인상發 옥석 가리기: ⓑ-3 2023년 하반기 고밸류 모멘텀 국면

장기성장 모멘텀 성과(6): 2차전지 고밸류 모멘텀, 장기성장은 소비, 물류에 투자

2023년 하반기엔 금리 효과가 누적되면서 경기침체 우려가 시장을 지배했다. 일부 고밸류 모멘텀주를 제외하곤 시장은 전반적인 약세 흐름을 보였기 때문에 장기성장주 모델은 보다 신중히 거래에 임했다. 아래 트레이딩 실행 시점 간격을 보면 알 수 있듯이 '23년 하반기동안 모델은 확실한 시점을 제외하곤 거래가 발생하지 않았다.

반면 신중히 매수를 결정했을 땐 선택 종목의 성과는 꽤 좋은 모습을 보였다. 연말에 가까워질수록 과매도 및 실적 개선주를 중심으로 포트폴리오를 구성했다. 특히 소비와 물류 등 경기민감주를 편입해 성과를 개선시킬 수 있었다.

실제로 실적 턴어라운드 종목 등 경기에 민감한 업종 중 실적 개선 초기에 있는 업종과 종목을 잘 골라냈다. 에너지, 자동차 등 당시 실적 개선 초기에 위치한 기업이 포함된 걸 봤을 때 장기성장 모멘텀 전략은 본래 의도에 맞게 펀더멘털 기반의 실적 성장이 기대되는 종목을 선별해냈다.

2022년 하반기 금리인상기 퀄리티 모멘텀은 경기 방어주를 중심으로 포트폴리오 구성

종목명	2023-07-24	종목명	2023-09-06	종목명	2023-10-20	종목명	2023-11-13	종목명	2023-11-23	종목명	2024-01-30
포스코인터내셔널	67.3%	보령	6.2%	한세실업	8.3%	이수페타시스	17.1%	CJ 대한통운	20.6%	현대차	27.8%
삼성 E&A	10.3%	한세실업	0.5%			클래시스	1.7%	HDC 현대산업개발	1.9%	삼성물산	22.4%
LX 하우시스	3.6%	현대모비스	-2.1%			빙그레	0.9%	동원 F&B	-0.5%	롯데쇼핑	13.5%
에코프로	-3.4%	포스코인터내셔널	-7.0%			효성중공업	0.5%	보령	-3.9%	기아	13.3%
						보령	-2.1%			한진	10.4%
						경동나비엔	-2.7%			삼양사	7.1%
						영원무역홀딩스	-6.3%			CJ 대한통운	1.6%
										HDC 현대산업개발	1.3%
										미스토홀딩스	-1.0%
										코웨이	-3.8%
										보령	-4.0%

자료: 신영증권 리서치센터

구간별 성과 비교: ⓒ 2025년 경기회복과 고(高) 유동성 환경

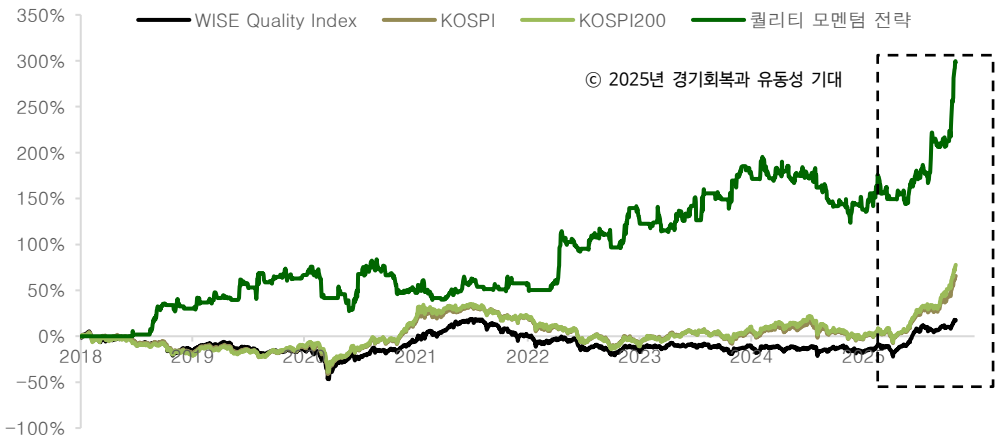
장기성장 모멘텀 성과(7): 경기회복과 유동성 장세, 실적 리버전 종목을 선별

ⓒ구간은 2025년 트럼프행정부의 관세, 21대 대통령 선거와 경기부양책, AI 투자 수혜, 증시 활성화 정책 등 여러 모멘텀 요인 속 증시는 훈풍이 불었다. 장기성장 모멘텀 전략은 시장 흐름과 달리 반도체 대표 종목을 편입하진 않았지만, 조선과 전력 인프라, 바이오와 지주사 등 다양한 업종과 종목을 편입하면서 시장 성과를 상회했다.

2025년의 구성종목을 살펴보면 모델은 여전히 실적 개선 초기 국면에 위치한 종목이 상당수 포함되어 있었다. 퀄리티 유니버스를 만들 때 종목별 펀더멘털이 우수한 기업을 편입하다 보니 실적 개선 가능성이 높은 종목 위주로 선별된 것으로 보인다. 그리고 이들 종목에 대해 추세 돌파 시그널을 기준으로 매수를 결정한 점도 실적 리버전(Reversion) 성격을 더한 것으로 풀이된다.

따라서 장기성장 모멘텀 전략은 쏠림이 가중되어 있는 한국증시에 좋은 대안이 될 수 있다. 이러한 실적 리버전 성격의 전략이 경기 회복구간에선 강하게 작용하기 때문에 지금처럼 경제성장률 전망치가 상향조정 되는 시점에 높은 수익률을 기대할 수 있다.

'25년 경기회복과 고(高) 유동성 환경에서의 장기성장 모멘텀 전략은 강한 성과를 나타냄



자료: 신영증권 리서치센터

장기성장주와 모멘텀 결합을 통해 실적 리버전과 개선 종목을 적절히 편입

종목명	2025-09-12	종목명	2025-09-23	종목명	2025-10-03	종목명	2025-10-15	종목명	2025-10-27
유진테크	32.5%	유진테크	14.0%	두산에너빌리티	17.0%	효성중공업	29.9%	이수페타시스	21.7%
동진쎄미켐	23.1%	동진쎄미켐	6.4%	일진전기	9.6%	일진전기	26.0%	삼성중공업	19.2%
한솔케미칼	17.4%	두산에너빌리티	3.8%	효성중공업	3.8%	피엔티	24.9%	LS ELECTRIC	18.0%
현대백화점	12.6%	HPSP	0.3%	HD 현대일렉트릭	3.7%	롯데에너지머티리얼즈	17.1%	일진전기	13.2%
코스맥스	9.4%	한미약품	-1.5%	두산테스나	2.7%	한국전력	14.9%	효성중공업	12.2%
RFHIC	8.8%	피에스케이홀딩스	-1.5%	하나기술	1.1%	LG 전자	6.0%	HD 현대일렉트릭	11.5%
서진시스템	7.2%	한국콜마	-3.0%	HPSP	1.0%			HD 한국조선해양	6.0%
HD 현대	6.2%	두산테스나	-3.5%	동진쎄미켐	-0.3%			유진테크	3.3%
두산테스나	5.7%	GS 리테일	-4.3%	유진테크	-0.5%			HD 현대중공업	1.0%
LG 전자	5.0%			한솔케미칼	-1.8%			HPSP	-3.6%
현대로템	4.0%			이수페타시스	-3.3%			롯데정밀화학	-4.7%
이수페타시스	2.8%			HD 현대	-4.7%				
에스엠	2.0%								
에스원	1.5%								
고영	0.4%								
HD 현대일렉트릭	0.0%								
삼성에스디에스	-0.1%								
오리온홀딩스	-0.7%								
종근당홀딩스	-1.1%								
동국홀딩스	-1.2%								
하나기술	-1.9%								
대웅제약	-2.4%								
LG 유플러스	-2.9%								
엠씨넥스	-3.0%								
동국제약	-3.2%								
한진	-3.5%								
HS 효성첨단소재	-3.6%								
삼성중공업	-4.0%								
성우하이텍	-4.1%								

자료: 신영증권 리서치센터

2025년 11월 13일 기준 포트폴리오: 최근 숨 고르기를 반영

2025년 11월 포트폴리오: 약세 분위기를 반영하며 매매 빈도를 줄이고 관망세

종합적으로 퀄리티 모멘텀 모델은 장기성장주를 선별해 유니버스를 만들고 추세 돌파 시그널이 발생한 종목을 캐치한다. 이를 통해 실적 성장의 리버전 가능성이 높은 기업을 추리는 효과가 발생한다. 어느 정도의 시장 흐름을 추종하긴 하지만 쏠림이 가중되어 있는 주도주는 피할 수 있다.

특히 추세 돌파 전략이 결합되어 있는 형태이다 보니 시장이 약세장에 진입하면 매매 빈도를 줄이고 관망하기 시작했다. 11월 13일 기준 퀄리티 모멘텀 전략으로 종목을 선별했을 때 모델의 특성이 잘 드러난다. 2025년 하반기 10종목에서 많게는 30종목에 가깝게 매수 판단을 내렸지만 최근 시장의 숨 고르기를 반영하듯 5종목 이하로 추려졌다. 시장 강도가 약해진 시점엔 신중히 매매를 결정하는 특성이 반영된 부분이다.

퀄리티 종합점수(테이블엔 '종합점수'로 표기)를 기준으로 최소 50-60점 이상 퀄리티 점수를 가진 종목이 변동성 측면에서 안정적인 모습을 보였다. 따라서 항목별 세부 점수를 고려해볼 때 SK하이닉스와 효성을 제외한 3종목 정도가 현시점 실질 매수구간에 위치한 것으로 판단된다. 이는 시장의 약세 분위기를 반영해 신중한 매수 결정으로 대응하고 있는 부분이기도 하다.

11월 13일 기준 포트폴리오는 숨 고르기를 반영하며 매수 후보종목을 축소

종목명	WICS 업종	1M 수익률	종가	종합 점수	수익성	이익 안정성	자본구조 (reverse)	수익성 개선	회계 품질
미스토홀딩스	내구소비재와의류	8.3	41,150	88.7	83.2	95.1	74.1	87.9	60.3
한국전력	유틸리티	37.9	49,250	69.3	80.5	69.9	77.7	57.5	87.6
원익 IPS	반도체와반도체장비	20.8	69,000	60.5	70.5	14.8	77.9	96.2	44.0
SK 하이닉스	반도체와반도체장비	47.5	612,000	53.9	98.3	6.8	94.4	56.6	73.9
효성	자본재	65.5	147,000	46.8	94.8	10.4	96.7	35.1	91.1

자료: 신영증권 리서치센터

2025년 10월말 포트폴리오: 제약/바이오 업종 편입

2025년 10월말 포트폴리오: 제약/바이오 업종을 편입, SK바이오팜, 한미약품 등

10월 31일 종가를 기준으로 종목을 선별했을 때 자동차와 부품, IT부품과 장비 업종이 상당수 포함되었다. 특히 포트폴리오에서 제약/바이오와 내구소비재 및 의류 업종 종목을 포함하기 시작했고 이들 종목이 좋은 성과를 나타내고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 특히 몇몇 바이오 종목들이 편입되기 시작한 점은 밸류 부담이 정점에 이른 지금 눈여겨볼 필요가 있다.

AI 관련주 밸류 부담이 커지면서 그동안 소외됐던 바이오 업종에 관심이 집중되고 있다. 대규모 수주 소식을 토대로 에이비엘바이오의 훈풍이 불고 있다. 이에 바이오 섹터에 관심이 집중되자 주요 종목들도 함께 상승하고 있다. 장기성장주 모멘텀 전략은 이들 종목 중 SK바이오팜, 한미약품을 편입했으며 특히 한미약품의 경우 추가 기술 수출 가능성이 언급되고 있는 시점이다.

10월 31일 종가기준 포트폴리오에서 일부 제약/바이오 종목을 편입

종목명	WICS업종	YTD 수익률	퀄리티 점수	수익성	이익안정성	자본구조	효율성	회계품질
한온시스템	자동차, 부품	8.8	92.0	34.3	62.1	8.7	82.8	23.1
현대글로비스	운송	59.8	89.4	94.7	93.0	40.6	62.5	82.4
현대오토에버	소프트웨어, 서비스	61.3	87.2	88.6	76.6	42.6	59.4	67.9
LG유플러스	전기통신서비스	47.5	82.8	66.0	95.8	28.6	82.3	60.0
이수페타시스	기술하드웨어, 장비	328.2	82.5	95.1	56.4	51.3	51.7	23.7
삼성에스디에스	소프트웨어, 서비스	43.1	78.7	87.0	97.6	69.5	41.6	74.4
비에이치	기술하드웨어, 장비	5.7	77.7	51.5	61.3	43.1	60.4	2.1
삼성전기	기술하드웨어, 장비	97.	77.3	71.8	97.5	60.0	50.8	43.4
NAVER	미디어, 엔터테인먼트	34.4	77.2	86.1	90.4	63.3	40.0	88.1
삼화콘덴서	전자, 전기제품	22.6	76.5	64.7	90.9	77.4	17.7	33.8
현대위아	자동차, 부품	55.0	75.7	57.1	99.7	43.6	6.0	77.6
SK바이오팜	제약, 생물공학	3.9	74.2	99.0	38.6	55.0	29.6	90.4
한미약품	제약, 생물공학	51.5	73.2	86.4	84.5	56.1	54.8	48.9
LG이노텍	기술하드웨어, 장비	48.7	72.1	70.4	67.0	38.9	48.8	22.7
현대차	자동차, 부품	36.7	69.9	89.0	94.6	15.4	16.9	74.5
기아	자동차, 부품	19.0	68.8	97.0	94.7	49.5	13.7	80.5
SKC	소재	21.	67.9	20.2	73.0	14.2	55.5	16.3
파트론	기술하드웨어, 장비	-0.1	66.5	69.3	71.5	67.0	6.1	53.2
SK가스	유틸리티	25.8	61.8	82.0	40.7	17.0	83.5	38.9
삼성전자	반도체, 반도체장비	102.0	60.6	72.9	84.7	75.3	64.0	23.0
영원무역홀딩스	내구소비재, 의류	70.7	60.0	81.7	80.3	68.5		

자료: 신영증권 리서치센터

2026년 퀀트 추천 전략: 장기성장형 모멘텀 전략

2026년 퀀트 전략 추천: 장기성장형 모멘텀 전략이 차익실현, 경기회복 국면에 적절

2026년의 퀀트 전략에 있어 퀄리티에 기반한 장기성장형 모멘텀 전략이 향후 차익실현 장세에 적합한 대안이 될 것이다. 한국은행을 비롯한 주요 중앙은행이 추가 인하에 대해 매파적 관점으로 전환하기 시작했다. 설상가상 AI 과잉투자 우려에 대한 부담이 잔존해 있는 상황이다. 이럴 때일수록 '스토리에 기반한 모멘텀'에서 '펀더멘털로 증명된 모멘텀'으로 포지션을 전환할 필요가 있다.

2026년 한국의 경제성장률 전망치가 상향되는 등 경기회복 기조가 이어질 것으로 전망된다. 자산가격의 상승과 견조한 경기여건을 고려해볼 때 단기간 추가인하의 가능성은 상당히 후퇴된 상황이다. 최근 급등한 국고채 금리 등 채권시장의 약세까지 고려해보면 기존 모멘텀 종목의 차익실현 유인으로 작용할 가능성이 높다. 더욱이 퀄리티 모멘텀 전략에 집중이 필요한 시점이다.

따라서 2026년 퀀트 전략으로 퀄리티에 기반한 장기성장형 모멘텀 전략을 추천한다. 숫자로 증명된 기업이면서 실적 리버전 가능성이 높은 종목을 선별하는 전략인 점을 감안할 때 경기회복과 고점부담이 맞물려 있을 2026년 장세에서도 효과적일 것으로 판단된다.

3. 퀀트 아이디어(2): 주주환원 포트폴리오

주주환원 정책 확대는 여전히 코리아 디스카운트 해소의 핵심

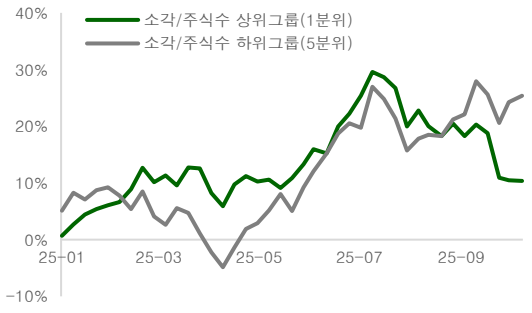
2026년 주주환원 프리미엄: 정책 재검토 소식에 주주환원 종목 다시 주목

'주주환원 정책 확대의 축'은 2가지이다. 1) 기업의 자본 재분배를 통한 주주환원 활성화, 2) 자사주 환원을 통한 주주가치 제고. 이는 정부의 국정과제로 각각 배당소득 분리과세와 자사주 소각 의무화를 통해 추진중에 있다.

지난 7월 이미 한차례 세법 개정안은 발표되었고 시장에 실망을 안겼다. 이후 주주환원 정책은 세간의 관심에서 멀어지며 소외 테마로 전락했다. 그러나 10월 14일, 기획재정위원회 국감 발언에서 '배당소득 분리과세 최고세율 인하 가능성'을 시사하면서 관심이 집중되기 시작했다. 뿐만 아니라 자사주 소각 의무화 역시 전면 재검토하겠다는 의지를 표명했다.

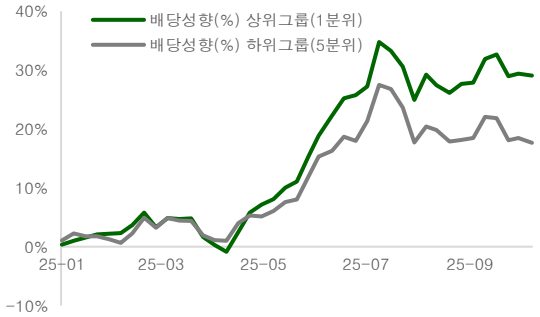
한편, 주주환원 확대에 있어 2가지 축인 자사주와 배당성향의 프리미엄을 분석해 봤을 때 최근 들어 자사주 포트폴리오 성과는 다소 약해지는 흐름을 보였다. 배당성향 성과는 세법 개정안 발표 이후 소강상태에 접어들었음에도 여전히 견실한 성과를 나타냈다.

자사주 소각 성과 : 세제 개편 이후 프리미엄 약화



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

배당성향 분위 성과 : 배당성향 상위 프리미엄 존재



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

지난 7월 발표된 최고세율 35%, 27.5%로 완화 가능성

배당소득 분리과세 재검토: 최고세율 27.5%로 완화 가능성, 12/2 이전에 구체안 나올 예정

지난 세법개정안에선 배당소득 분리과세의 최고세율이 35%로 발표되었다. 지방세까지 포함할 경우 38.5%에 달하는 세율이기 때문에 많은 투자자들이 실효성에 의문을 제기했다. (개편 전 종전 최고세율은 49.5%)

현재 27.5% 수준에서 협의될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 정부 역시 최고세율에 대한 부정적 여론을 의식했는지 대통령실은 전면 재검토 가능성을 열어두고 여야협의를 지속해 나갈 것을 시사했다. 특히 코스피 5,000 특위 위원인 이소영, 김현정 의원은 25%까지 인하안을 제시한 바 있다.

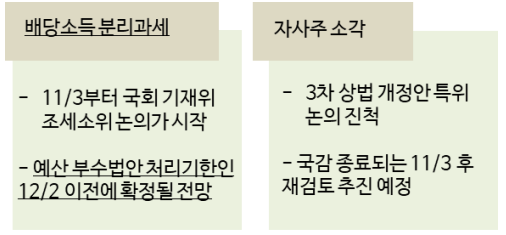
배당소득 분리과세는 '오너 인센티브를 통한 배당 확대 및 배당 투자 수요 촉진'을 목표로 두고 있다. 입법 취지가 오너의 니즈와 합치하는 부분이 커 자사주 소각 의무화보다 빠른 시일 내 구체화되어 추진될 가능성이 높다. 반면 자사주 소각 의무화는 기업의 경영활동을 제약할 수 있다는 점에서 다소 시간이 걸릴 전망이다.

실제로 배당소득 분리과세는 예산 부수법안 중 하나이기 때문에 해당 법안 처리기한인 12월 2일 이전에 구체적인 안이 발표될 가능성이 높다. 따라서 관련 종목을 중심으로 투자수요가 집중될 가능성이 있다.

국정감사 현안 기자간담회: 재검토 일정 확인

자료: 뉴시스

국정감사 종료된 11/3 두 안건 모두 재검토 시작



자료: 신영증권 리서치센터

배당소득 분리과세 수혜기업 필터링: 이익창출능력을 추가로 고려

주주환원 수혜기업 포트폴리오: 분리과세 조건에 더해 대주주지분율, 배당지속성, 이익창출능력 추가로 고려

7월 발표된 배당소득 분리과세 대상기업은 2가지 유형으로 구분된다. 1) 이미 배당 우수기업이거나 2) 미래 배당 확대 가능성이 높은 기업이다. 1) 배당 우수기업은 이미 배당성향이 40%이상이면서 전년도대비 현금배당이 줄지 않은 기업을 대상으로 하고 있다. 이들 기업은 현 배당정책을 유지하기만 해도 27.5%의 분리과세를 적용 받는다.

두번째는 잠재적으로 배당정책을 확대할 가능성이 있는 기업이다. 이들 기업은 1)의 배당 우수기업에 비해 배당성향은 낮지만 최근 배당정책을 확대하기 시작한 기업들이 해당된다. 실제로 최근 배당액이 3년 평균 현금배당액 대비 5%이상의 증가한 기업이면서 배당이 25%의 배당성향을 가지고 있는 종목이라면 해당 기준에 충족된다.

추가로 배당성장에 있어 이익창출능력과 배당 성장의 지속성도 중요한 요인이기 때문에 ROE 조건과 배당 성장의 지속성 조건을 추가해 스크리닝을 진행했다.

분리과세 대상기업 (1): 기존 배당 우수기업

(시장 대표성) 시가총액 3,000억원 이상 (전체 누적 시총 93%)
(배당성장 여부) 작년대비 현금배당 증가율 0% 이상
(배당성향) 현금배당성향 40% 이상
(자본효율성) ROE 7% 이상

자료: 신영증권 리서치센터

분리과세 대상기업 (2): 잠재적 배당 우수기업

(시장 대표성) 시가총액 3,000억원 이상 (전체 누적 시가총액 93%)
(배당성장 여부) 작년대비 현금배당 증가율 0% 이상
(배당성향) 현금 배당성향 25% 이상 (완화된 조건)
(베당 성장 강도) 3년 평균 현금배당액 대비 5%이상 증가율
(배당 성장 연속성) 최근 2개년 배당 성장 여부
(자본효율성) ROE 10% 이상

자료: 신영증권 리서치센터

분리과세 포트폴리오 (1): 주주환원 우수 기업들

배당소득 분리과세의 입법취지는 기업 오너에게 혜택을 제공해 배당 확대를 이끌어내겠다는 데에 있다. 따라서 종전 세법개정안에서 제시된 조건에 더해 현금창출능력, 대주주지분율을 추가로 고려해 종목을 선별했다.

한편, 이미 배당 우수기업에 대한 필터링 조건인 만큼 배당정책의 일관성이 중요한 요인이므로 배당성장률의 안정성까지 추가로 고려할 필요가 있다. 이를 통해 배당 우수기업 포트폴리오에 해당되면서 배당투자 매력도 상위기업을 선별한 결과는 다음과 같다.

분리과세 포트폴리오 (2): 잠재적 주주환원 확대 기업

두번째 분리과세 조건은 추가적으로 배당정책을 확대할 가능성이 높은 기업을 과세 대상으로 하고 있다. 작년대비 배당이 증가한 기업 중 배당성향 25%와 3년 평균대비 배당액 대비 배당증가율이 5% 이상인 기업이 이에 해당된다.

이에 더해 배당정책 확대의 지속성을 판단하기 위해 ROE 10% 이상 조건과 최근 2개년도 배당성장을 지속했는지를 반영해 종목을 선별했다. 첫번째 포트폴리오 조건과 마찬가지로 오너 인센티브 측면에서 대주주 지분율까지 고려하면서 당초 입법취지에 맞는 분리과세 포트폴리오를 추려보고자 한다.

분리과세 적용 조건 (1) : 대주주 지분율, 현금배당 증가율, 배당 수익률을 토대로 매력도(Score) 산출

종목명	시총 (십억)	ROE	2024 DPS	현금배당성향(%)			전년대비 현금배당 (%)	평균 배당 성장(3개년, %)	대주주 지분율	배당 수익률	배당투자 매력도
				2022	2023	2024					
현대엘리베이터	2,959	14.29	5,500	25.4	45.3	108.4	37.5%	233.3%	22.7	7.3%	81.6
강원랜드	3,611	12.08	1,170	61.4	55.3	51.3	25.8%	97.2%	62.0	6.9%	81.6
한국쉘석유	573	28.93	27,000	87.6	87.0	95.8	8.0%	13.9%	87.5	6.1%	64.9
한전KPS	2,282	13.26	2,469	58.6	59.7	64.4	14.4%	29.5%	85.2	4.9%	61.8
한전기술	3,906	10.4	999	60.0	60.0	65.0	94.0%	65.0%	85.2	1.0%	58.3
한미반도체	13,696	27.43	720	21.1	15.2	44.8	71.4%	49.4%	57.4	0.5%	48.2
NH투자증권	7,252	8.73	950	81.0	50.5	48.0	18.8%	-0.1%	90.6	4.7%	47.4
한전산업	403	10.61	367	45.7	62.4	103.0	23.6%	23.0%	50.9	3.0%	46.5
HD현대마린솔루션	10,781	44.98	3,150	76.2	66.2	61.9	26.0%	7.9%	89.2	1.3%	43.0
동서	2,692	9.55	890	42.9	53.1	55.9	14.1%	8.4%	18.6	3.3%	33.3
LG씨엔에스	6,424	18.29	1,672	39.1	39.9	40.0	10.0%	15.6%	0.0	2.5%	28.5
KT&G	16,087	12.49	5,400	57.2	65.5	50.5	3.8%	4.0%	2.6	4.0%	27.2

자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

분리과세 적용 조건 (2) : 대주주 지분율, 현금배당 증가율, 배당 수익률을 토대로 매력도(Score) 산출

종목명	시총 (십억)	ROE	2024 DPS	현금배당성향(%)			전년대비 현금배당 (%)	평균 현금 배당대비 증감(%)	대주주 지분율	배당 수익률	배당투자 매력도
				2022	2023	2024					
강원랜드	3,611	12.1	1,170	61.37	55.31	51.32	25.8%	13.7%	62.0	6.9%	84.5
한일시멘트	1,222	11.2	1,000	50.98	32.56	37.63	25.0%	26.1%	94.5	5.7%	79.1
한전KPS	2281.5	13.3	2,469	58.62	59.69	64.43	14.4%	5.6%	85.2	4.9%	74.8
빙그레	691	15.1	3,300	51.63	26.66	28.27	26.9%	41.3%	63.1	4.6%	69.0
기아	47,215	19.1	6500	25.94	25	26.18	16.1%	20.0%	59.2	5.4%	67.4
한전기술	3,906	10.4	999	59.97	60	64.95	94.0%	73.4%	85.2	1.0%	66.3
풍산	3,083	11.3	2600	15.6	20.95	30.09	116.7%	65.2%	65.3	2.4%	62.8
HD 현대일렉트릭	31,361	38.9	5350	11.08	13.89	38.39	435.0%	181.3%	63.8	0.6%	62.0
LS ELECTRIC	13,050	13.4	2,900	35.76	39.91	36.08	3.6%	36.0%	81.1	0.7%	62.0
일진전기	2,747	10.6	300	19.9	23.61	30.96	36.4%	70.4%	83.3	0.5%	57.4
코스맥스	2,321	20.4	2,300	0	9.93	30.41	360.0%	70.0%	45.2	1.1%	56.6
현대차	59,380	11.9	12,000	24.85	25.07	25.13	5.3%	20.7%	29.2	4.1%	54.3
NICE평가정보	862	19.3	460	41.85	43.26	35.41	12.2%	24.3%	75.4	3.2%	53.5
코웨이	6,414	19.4	2,630	20.59	20.79	33.44	94.8%	53.4%	39.6	2.9%	49.6
한미반도체	13,696	27.4	720	21.1	15.17	44.75	71.4%	51.6%	57.4	0.5%	48.8
삼성증권	6,903	12.9	3,500	35.94	35.89	34.76	59.1%	56.4%	47.8	4.5%	48.8
HD현대마린솔루션	10,781	45.0	3,150	76.24	66.17	61.88	26.0%	60.3%	89.2	1.3%	47.3
현대오토에버	5,581	10.5	1,780	27.44	28.47	28.58	24.5%	21.9%	52.8	0.9%	46.5
JB금융지주	4,292	12.8	995	27	28	28	16.4%	24.7%	12.1	4.4%	45.7
삼성화재	20,314	13.1	19,000	36.15	37.4	38.95	18.8%	46.9%	13.7	4.3%	45.0
오리온홀딩스	1,191	10.4	800	40.9	52.69	29.96	6.7%	18.0%	54.2	4.2%	44.2
더존비즈온	2,707	15.0	477	30.21	82.36	31.81	119.8%	97.7%	30.4	0.5%	41.1
하이록코리아	438	11.4	1,150	22.78	27.93	29.76	9.5%	15.8%	0.0	3.1%	40.7
KT&G	16,087	12.5	5,400	57.24	65.45	50.48	3.8%	20.8%	2.6	4.0%	29.5
LG씨엔에스	6,424	18.3	1,672	39.1	39.88	40	10.0%	29.1%	0.0	2.5%	29.1

자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 당사 리서치센터의 공식적인 자료가 아닌 작성자 개인의 의견임을 명확히 밝힙니다. 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.