더 슬기로운 성장주 투자전략
- 직관을 넘어서 체계적 접근으로

BNK리서치센터
최원곤
계량분석
wkchoi@bnkfn.co.kr
(02)3215-1573

미래 수익성(ROE) 예측을 통해 기업가치의 추가 성장이 가능한 종목을 선별하는 데 목적을 둔 자료이다. 전통적 이익성장 투자전략은 높은 변동성과 밸류에이션 부담으로 예상치 못한 손실에 노출되기 쉽다. 본 자료의 성장주는 지속적인 프리미엄을 입증해온 수익성 팩터를 기반으로 구성되어 있어, 보다 '슬기로운' 성장주 전략이 될 수 있을 것으로 판단한다.

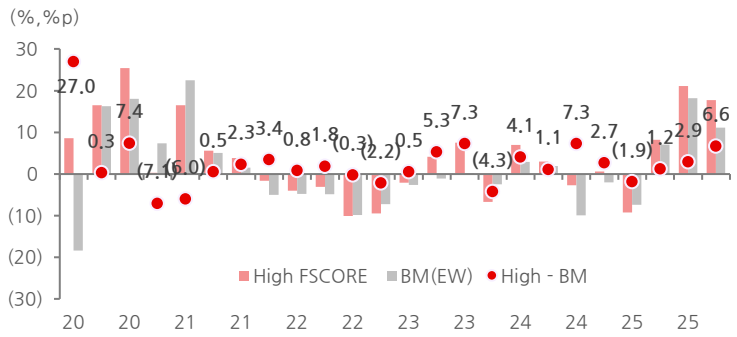
〈모형〉 기본적 분석을 통한 수익성 개선이 가능한 성장주의 선정

RIM(Residual Income Model)의 핵심 Value Driver인 ROE를 분해한 매출총이익률, 판관비율, 자산회전율 등의 변화를 기본변수로 채택, 미래 수익성 및 기업가치를 예측하고자 한다. 입력 데이터는 추정치가 아닌 최근 공표된 분기실적 활용한다. 소재 및 에너지 섹터는 상품가격 변화를 모형에 내재화하기 위해 발생액(Accruals=회계이익-영업현금흐름)을 변수로 채택하였다.

〈성과〉 섹터, 기업규모, 밸류에이션과 무관한 안정적 초과수익 창출

모형은 2013년 이후 높은 성공확률(hit ratio)을 기록하며, 섹터·기업규모·밸류에이션과 무관하게 안정적인 초과수익률을 기록 중이다. 한편, 직전 분기 실적을 기준으로 선정된 High-FSCORE 종목군은 BM 대비 6.6%p 아웃퍼폼했다. (최근 분기 실적을 기준 선정 종목은 6 페이지 참조)

분기별 모형의 성과



자료: WISEfn, BNK투자증권

I. 성장(수익성 개선) 주식 선정을 위한 모형

기본적 분석(fundamental analysis)을 통한 체계적인 접근

(자세한 내용은 2021년 6월 22일자에 발간된 '더 슬기로운 성장주 투자전략' 자료 참조)

기본적 분석을 통해 미래 수익성(ROE)의 개선으로 성장성이 높은 종목을 찾는 것이 본 자료의 목적이다. 성장주 선정을 위한 모형은 RIM(Residual Income Model)의 Value Drivers를 분해한 변수들로 구성하였다. 이는 미래 수익성 및 주가와의 명시적 관계로 살펴볼 수 있는 장점이 있으며, ROE(key drive) 단일 변수만을 이용하는 방법보다 세분화해 살펴보는 것이 미래 ROE에 대한 예측력 제고에 도움이 되기 때문이다. 각 변수는 애널리스트 추정치가 아닌 최근 공표된 분기의 실제 데이터를 활용한다.

[모형] FSCORE = F_△GPM + F_△SGA or F_ACC + F_△TO + F_ISSUE
①매출총이익률 ②판관비율 또는 발생액 ③자산회전율 ④유상증자

각각의 변수가 미래 수익성에 미칠 방향에 따라 "good → 1점" 혹은 "bad → 0점"의 점수로 합산해, FSCORE는 0~4점(5개 그룹)이 된다. 점수가 높을수록 미래 기업의 가치가 증가할 가능성이 높아 주가가 상승할 가능성이 큰 기업이다. 금융업종은 이익률과 회전율 지표의 활용도가 낮아 유니버스에서 제외하였다.

변수 중 판관비율은 매출액이 감소해도 미래를 위한 인적 자원, 광고비 등의 투자로 판관비가 늘어나는 경우, 이는 경영자의 영업환경에 대한 낙관적 기대로 볼 수 있어 오히려 긍정적 시그널이 될 수 있다는 점도 고려하였다. 한편, 에너지 및 소재 섹터에 대해 판관비율 대신 발생액(Accruals)을 적용하였는데, 자세한 내용은 후술하기로 한다.

Fig. 1: 성장성(ROE 개선) 예측을 위한 모형의 변수와 Scoring

변수		측정	Scoring
1	△GPM	매출총이익률 (= 매출총이익 / 매출액)의 전기대비 차이	△GPM > 0 이면 1
2	ACC	[GICS 기준 에너지, 소재 섹터] 발생액 (= 영업이익 - 영업현금흐름)	ACC < 0 이면 1
	△SGA	[에너지, 소재를 제외한 나머지 섹터] 판매관리비율 (= 판관비 / 매출액)의 전기대비 차이	△매출액 > 0 & △SGA < 0 이면 1 △매출액 < 0 & △SGA > 0 이면 1
3	△TO	자산회전율 (= 매출액 / 평균자산)의 전기대비 차이	△TO > 0 이면 1
4	ISSUE	증자비율 (= 4분기 합산 유상증자 / 자기자본)	ISSUE < 10% 이면 1

주: 변수는 추정치가 아니라 적전 분기의 실제값을 이용하기 때문에 실제 데이터의 획득시점에 대한 가정이 필요한데, 자료에서의 검증은 분기(연도)말 +2(+4)개월로 설정 (데이터 획득시점을 +3개월로 설정하더라도 후술되는 검증 수치의 결과는 달라지지 아니함)

자료: BNK투자증권

Fig. 2: 변수 선정의 흐름도 - RIM의 분해 (disaggregating)

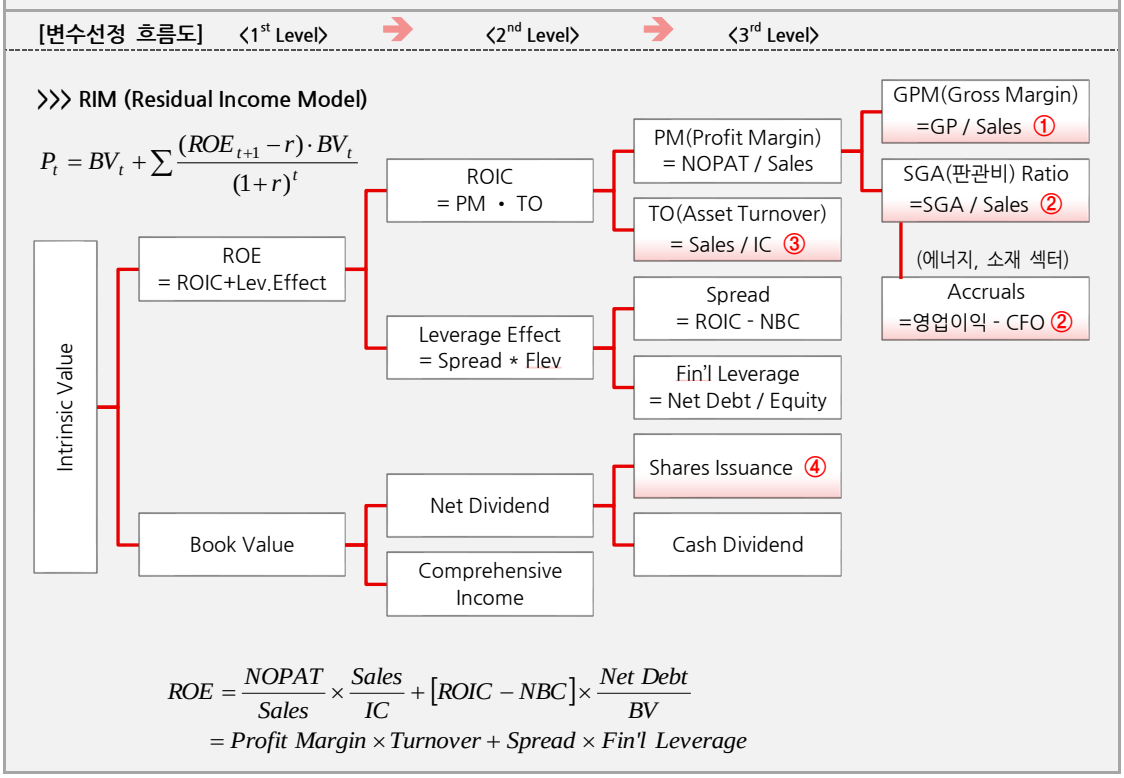
성장주 선택을 위한 변수는 RIM의 핵심 Value Driver인 ROE와 Book Value(자기자본, 이하 BV)를 이용하는데, 가치평가모형에서 변수를 직접 도출함으로써 설명변수와 목적변수간 관계를 명시적으로 볼 수 있는 장점이 있다.

[수준(level)이 아닌 차분(difference)한 변수 이용]

아래 그림에서 보는 것처럼, RIM에서의 핵심인 ROE를 ①매출총이익률, ②판관비율, ③자산회전율로 분해해 변수로 사용하고자 한다. 이들 변수는 수준값이 아닌 차분값을 사용하였는데, 이는 아직 사업이 본 궤도에 이르기 전인 성장주를 선택할 수 있다는 점도 있지만, 미래 수익성을 예측하는 데 있어 수준보다 변화율이 더 예측력이 높다는 연구 결과가 있기 때문이다. BV 차원에서는 ④유상증자 여부를 활용하는데, 유상증자는 통상 기업의 영업환경(혹은 주가)이 우호적일 때 실시되는 경향이 있으며, 증자 후 시설투자의 결실이 나오기까지는 ROE 등 수익성 지표에 부담을 줄 수 있어 부정적(negative) 변수로 설정하기로 한다.

[추정치가 아닌 최근 분기 실제치 이용]

중소형주는 충분한 추정치의 확보가 어렵다는 현실적 이유도 고려되었지만, ①이익공시 후에도 기발표된 이익정보가 향후 주가 움직임과 체계적 관련성을 가진다는 Post Earnings Announcement Drift 현상과 ②기발표된 영업이익률과 자산회전율의 변화를 이용하더라도 미래의 수익성과 주가를 예측하는 데 도움이 된다는 다수의 분석 결과가 있기 때문이다. ③또한 분기 데이터를 사용할 때 연간보다 더 크고 강건한 수익성 프리미엄이 발견되기 때문이다.



주: NOPAT = Net Operating Profit After Tax, Net Debt = 순부채(Net Financial Debt), NBC = 차입이자율(Net Borrowing Cost)
자료: BNK투자증권

[에너지, 소재 섹터] Accruals 변수의 채택으로 예측력 제고

영업이익을 현금흐름과 발생주의 발생액(Accruals)으로 분해

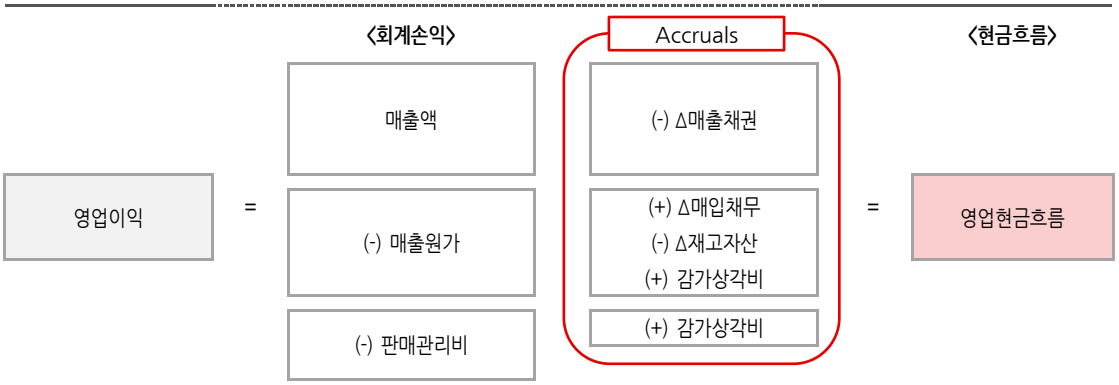
에너지와 소재 섹터는 원재료와 상품의 가격 변동이 큰 대표적인 장치산업이다. 발생주의 회계원칙에 따라 기업이 기말에 보유한 재고자산은 매입시점의 가격이 기말에 재평가되면서 재무제표에 계상된다. 여기서 발생하는 평가차액은 현금을 수반하지 않는 회계상 손익인데, 이러한 회계이익과 현금흐름과의 차이를 발생액(Accruals)라 한다. 발생액은 감가상각비와 영업관련자산/부채(매출채권, 매입채무, 재고자산 등)의 증감이 높은 비중을 차지한다.

$$Operating\ Profit = Cash\ Flow\ from\ Operating + Operating\ Accruals$$

에너지와 소재 섹터, 판관비율을 발생액(Accruals)으로 대체

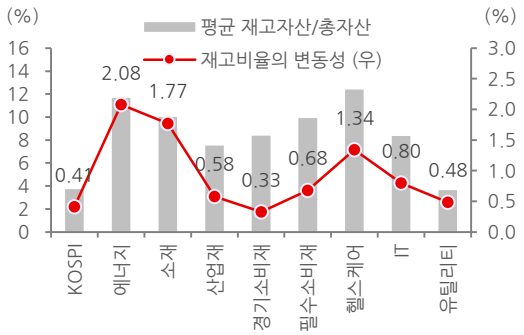
원재료나 제품가격의 변화에 민감한 에너지와 소재 섹터는 상대적으로 발생액의 비중이 높고 변동성도 크다(fig. 5). 재고자산은 다음 해 매출원가에도 영향을 미치게 되는데, 에너지와 소재 섹터에서 총자산에서 재고자산이 차지하는 비율이 상대적으로 높고 변동성도 큰 것으로 나타난다(fig. 4). 발생액은 낮은 지속성을 가지고 있으며, 회계발생 시점과 1년 후 수익성(ROA 등) 사이에는 음(-)의 관계를 보이는 특성이 지니고 있다(fig. 7). 따라서 미래 수익성 예측에 필요한 변수가 된다. 한편, 발생액을 또 하나의 변수로 추가하지 않고 판관비율과 대체하는 이유는 에너지, 소재 섹터에서 판관비가 차지하는 비중이 다른 섹터에 비해 낮아 수익성에 미치는 영향력이 크지 않을 것으로 보기 때문이다.

Fig. 3:



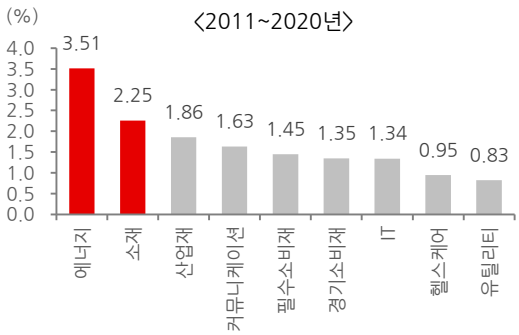
자료: BNK투자증권

Fig. 4: 에너지, 소재는 재고자산의 변동성이 크고



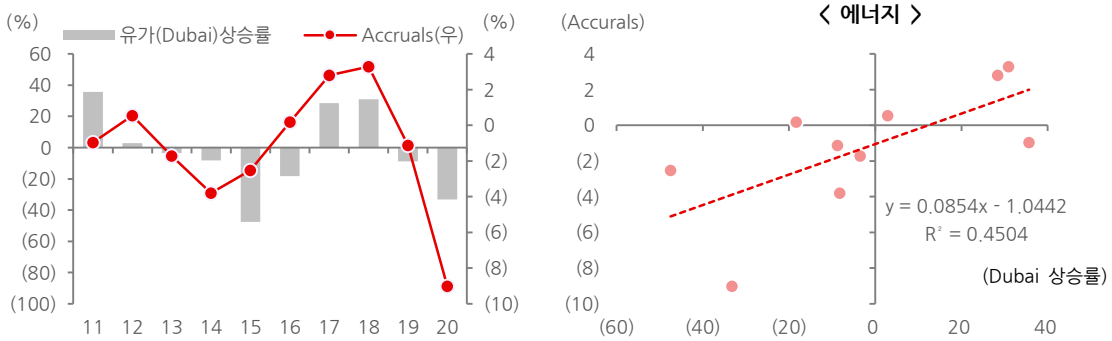
자료: WISEfn, BNK투자증권

Fig. 5: 발생액(Accruals)의 변동성도 높아



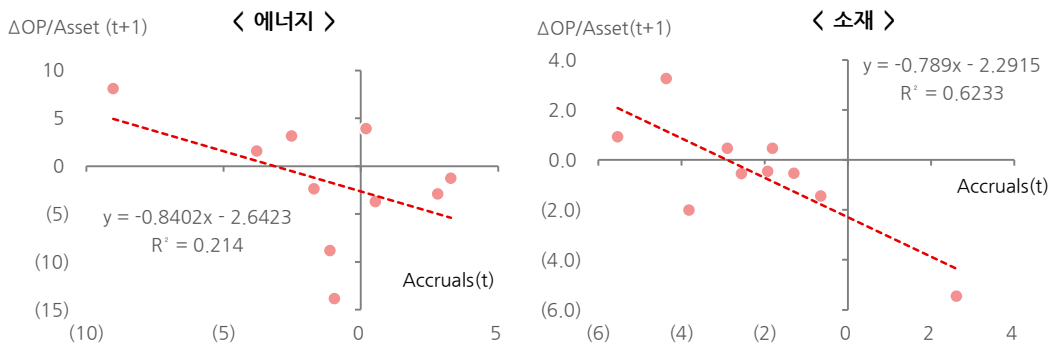
자료: WISEfn, BNK투자증권 (Accruals = 발생액 / 총자산)

Fig. 6: 〈에너지 섹터〉 유가 상승은 발생액(Accruals)과 양(+)의 상관성을 보이지만



주: Accruals = 발생액 / 총자산으로 측정
자료: WISEfn, BNK투자증권

Fig. 7: 발생액(t)은 다음해 영업이익(t+1)과 음(-)의 상관관계를 보여



자료: WISEfn, BNK투자증권

II. 최상위 FSCORE 종목 (KRX 300 대상) - 직전분기 공표 실적으로 선정

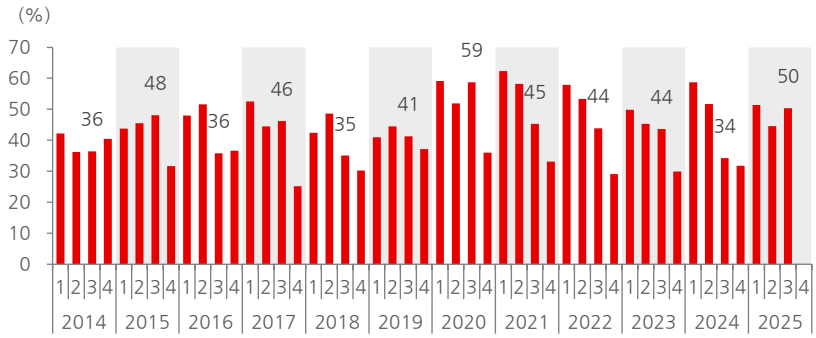
Fig. 8: 최근 분기 최상위 FSCORE 기업

코드	기업명	주가 (원)	시가총액 (십억원)	수익률(%) 1M	수익률(%) 3M	P/E (12MF)	EPS증가% (12MF)	P/B (TTM)	ROE% (12MF)
A005930	삼성전자	103,500	612,683	1.47	46.60	10.58	79.44	1.71	14.83
A000660	SK하이닉스	544,000	396,033	1.68	109.23	6.87	52.13	3.76	42.49
A207940	삼성바이오로직스	1,646,000	76,195	(7.42)	9.65			9.62	
A329180	HD현대중공업	554,000	49,180	(11.22)	6.33	23.92	50.20	7.61	27.47
A402340	SK스퀘어	301,000	39,895	3.26	115.15	5.15	7.41	1.63	28.14
A015760	한국전력	51,900	33,318	20.70	39.52	3.15	23.56	0.72	20.27
A009540	HD한국조선해양	427,000	30,220	(9.73)	15.56	9.09	56.42	2.43	23.60
A267260	HD현대일렉트릭	798,000	28,766	(2.68)	60.72	31.04	36.13	16.15	40.29
A196170	알테오젠	521,000	27,877	7.76	23.17	95.23	0.00	75.17	58.50
A035720	카카오	59,700	26,410	(1.97)	(6.86)	40.18	49.12	2.47	5.95
A010140	삼성중공업	25,300	22,264	(13.06)	15.00	19.76	98.33	5.41	22.77
A096770	SK이노베이션	116,400	19,678	(11.35)	12.36	N/A	N/A	0.77	(0.19)
A064350	현대로템	179,200	19,558	(23.42)	(1.54)	18.42	38.84	6.77	30.96
A298040	효성중공업	2,000,000	18,649	4.17	62.60	26.95	46.74	8.53	26.39
A267250	HD현대	201,500	15,917	(5.18)	49.15	11.50	65.59	1.48	13.61
A000150	두산	890,000	14,706	1.83	59.78	39.93	132.57	9.28	23.93
A247540	에코프로비엠	147,000	14,377	(14.98)	12.73	244.29	160.47	8.57	3.49
A326030	SK바이오팜	139,100	10,893	20.75	38.00	39.85	25.74	16.19	30.70
A278470	에이피알	266,000	9,957	9.69	21.46	26.51	42.57	28.55	57.96
A090430	아모레퍼시픽	125,100	7,317	4.42	3.73	23.81	43.69	1.61	6.50
A000880	한화	79,800	5,982	(25.56)	(1.72)	8.51	(8.69)	0.65	7.70
A006260	LS	182,100	5,773	(15.30)	8.65	12.72	52.21	1.01	8.79
A078930	GS	56,600	5,259	14.69	28.64	7.02	14.87	0.37	5.19
A028050	삼성E&A	25,800	5,057	(9.16)	(14.00)	7.46	16.31	1.11	13.78
A066970	엘앤에프	126,500	4,997	(10.09)	59.12	711.51	N/A	11.41	1.65
A058470	리노공업	64,800	4,939	13.09	35.85	29.33	14.15	7.13	22.01
A111770	영원무역	94,000	4,165	51.37	66.08	8.36	11.82	1.06	11.84
A039030	이오테크닉스	257,000	3,166	8.90	20.94	31.96	0.00	4.74	14.32
A012510	더존비즈온	93,800	2,850	(0.11)	21.50	31.49	22.55	4.77	15.13
A026960	동서	27,350	2,727	(1.08)	(0.36)			1.60	
A071970	HD현대마린엔진	80,200	2,721	(20.52)	(6.42)	26.97	22.54	7.24	23.14
A014680	한솔케미칼	239,000	2,709	14.90	37.44	14.91	14.66	2.44	15.70
A353200	대덕전자	50,000	2,471	37.93	110.08	22.25	185.07	2.94	12.15
A140410	메지온	66,700	2,025	10.98	69.07			53.98	
A067310	하나마이크론	25,500	1,693	(0.39)	99.69	20.79	160.32	4.50	18.58
A032350	롯데관광개발	19,620	1,561	3.86	19.71	23.93	N/A	4.48	16.87
A285130	SK케미칼	70,300	1,216	4.46	17.17	11.30	36.56	0.59	5.18
A204270	제이앤티씨	21000	1,215	(22.51)	21.74	10.47	N/A	4.59	39.90
A004000	롯데정밀화학	45050	1,162	(6.73)	5.13	7.18	71.68	0.48	6.47
A069260	TKG휴켐스	18600	760	1.47	6.41	9.26	7.36	0.80	8.91

자료: WISEfn, BNK투자증권

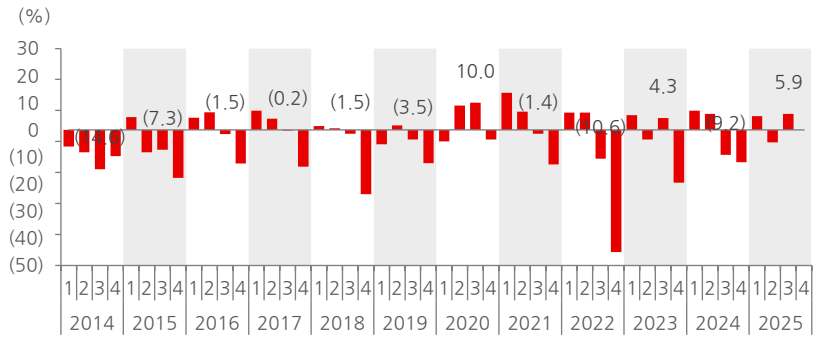
[3Q25] 최근 10년 평균을 상회하는 양호한 실적이 발표됨

Fig. 9: (기업 수 기준) 어닝서프라이즈 비율은 50%로 2010년 이후 평균(40%)을 하회



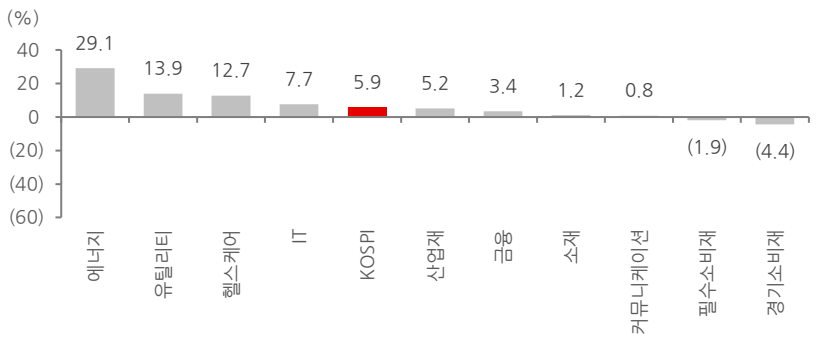
*주: 서프라이즈 비율(KOPSI 기업 대상) = (서프라이즈 기업 수 / 컨센서스 기업 수)*100 → 50이 기준*
자료: WISEfn, BNK투자증권

Fig. 10: (금액 기준) 영업이익 합산치는 예상치를 5.9% 상회 ('10년 이후 평균 -2.6%)



자료: WISEfn, BNK투자증권

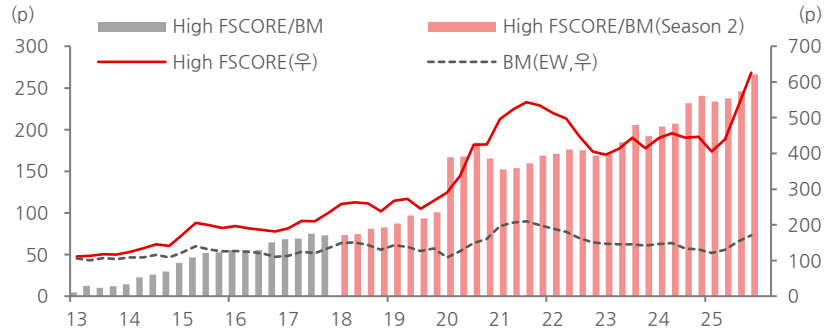
Fig. 11: (금액 기준) 에너지, 유틸리티, 헬스케어, IT 섹터가 예상치를 하회하는 실적을 공표



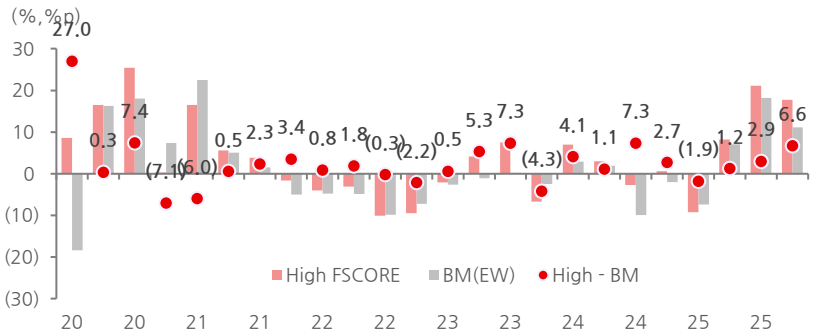
자료: WISEfn, BNK투자증권

Ⅲ. 모형의 성과 평가

Fig. 12: 장기적으로 BM을 초과하는 수익률을 보이는 모형의 성과
→ 직전 분기는 BM(KRX 300, Equal-weight)을 6.6%p 아웃퍼폼



〈 분기별 모형의 성과 〉



주: 1. 시즌 1과 시즌 2는 발생액(Accruals)을 변수로 채택하기 이전과 이후로 나뉨
2. 시즌 1 자료는 2018년 1월, 시즌 2 자료는 2021년 6월에 발간
3. FSCORE 그룹 및 BM (KRX 300)의 수익률은 동일가중방식으로 수익률을 측정 (금융섹터는 제외)
4. 동일가중 수익률 측정 시 극단치의 영향을 완화하기 위해 최상위/하위 수익률 2.5%에서 winsorization
자료: WISEfn, BNK투자증권

[성과 평가] 기업규모, 밸류에이션 및 섹터와 무관한 우수한 성과

(자세한 내용은 2021년 6월 22일자에 발간된 '더 슬기로운 성장주 투자전략' 자료 참조)

Fig. 13: FSCORE(펀더멘털 스코어) 그룹별 성과 (Season 2)

FSCORE	Hit Ratio	Raw Return(3M, %,%p)			Winsorized Return(3M, %, %p)			시가총액 (십억원)	P/B (x)	개월 수 (Ret>0)	선정 기업 수
		Return	Sharpe Ratio	Active Return	Return	Active Return	Size-adj. Return				
Hi 4	11/14	8.60	0.73	3.54	6.38	2.66	2.67	5,462	1.36	11	657
3	6/14	4.66	0.34	(0.39)	3.28	(0.44)	(0.43)	3,374	1.18	9	1,952
2	6/14	4.89	0.37	(0.16)	3.69	(0.02)	(0.11)	3,922	1.11	9	1,726
Lo 1	3/14	1.53	0.12	(3.52)	1.60	(2.12)	(1.88)	3,184	1.12	8	486
0	4/4	72.83	0.71	59.78	53.81	41.98	43.77	2,721	1.31	3	5
Hi 4- Lo1		7.07	0.60	7.07	4.77	4.77	4.55				

주: 1. 코로나-19로 인한 변동성 및 편차 상승에 따른 수익률 측정의 안정성을 위해 최상/하위 수익률 2.5%에서 winsorization
2. SAR(Size-adjusted Return) = 종목 수익률 - 종목이 속한 시가총액 그룹의 평균수익률
3. FSCORE가 0점에서 수익률이 높게 나온 것은 총 5개의 샘플 중 2020.6~8월에 두산중공업(276%)과 진원생명과학(171%)의 상승에 기인

Fig. 14: FSCORE 그룹별 초과수익률

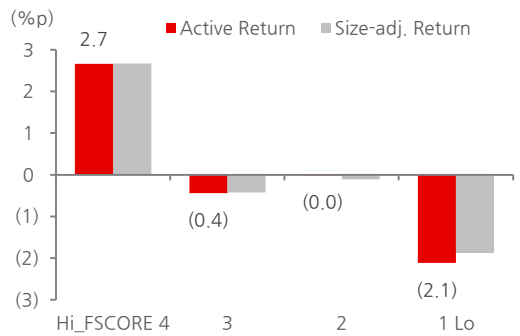


Fig. 15: Intra-Sector 성과 평가

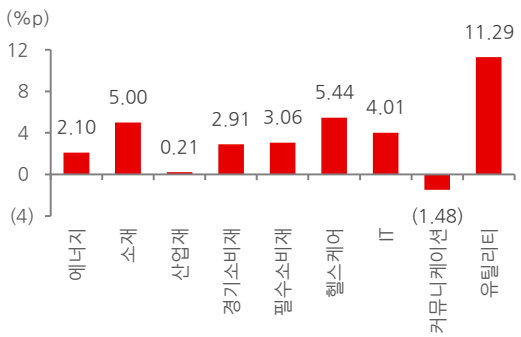
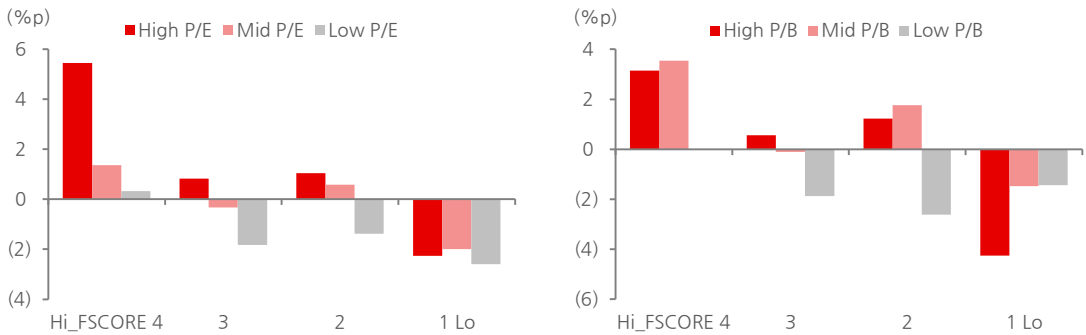


Fig. 16: 밸류에이션(P/E & P/B) 그룹별로 구분해도 High FSCORE 그룹이 가장 높은 초과수익률을 올려



자료: WISEfn, BNK투자증권

Ⅳ. 변함없이 안정적인 수익성 프리미엄 (FF 5-Factor Model)

슬기로운 성장주 전략은 F-F의 수익성 요인과 근간을 같이해

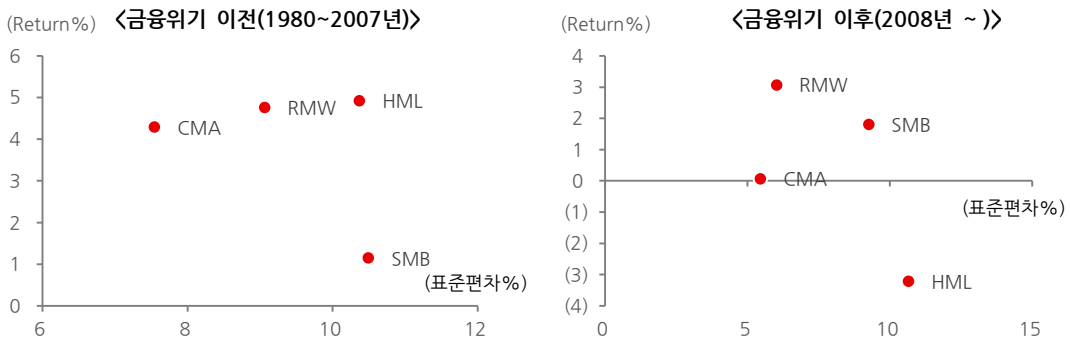
Fama and French(2015)는 기존 시장(Rm-Rf), 사이즈(SML), 가치(HML) 3요인에 수익성(RMW), 투자(CMA)을 추가한 5요인 모형이 미국 기업들의 수익률을 잘 설명하고 있음을 밝힌 바 있다.

$$R_{it} - R_{Ft} = a_i + b_i(R_{Mt} - R_{Ft}) + S_i SMB_t + h_i HML_t + r_i RMW_t + c_i CMA_t + e_{it}$$

Factor		정의 (수익률 스프레드로 측정)	경제적 의미(프리미엄)
3-Factor	Market	Market Return - Risk Free Rate	Market (Risk)
	SMB	Small Cap. - Large Cap.	Size
	HML	High Book/Price - Low Book/Price	Value
5-Factor	RMW	Robust OP/Book - Weak OP/Book (ROE)	Profitability
	CMA	Conservative - Aggressive Asset Growth	Investment

2008년 금융위기 이후만 보면 사이즈(SMB)와 수익성(RMW)은 꾸준히 양(+)의 값을 보였지만, 가치(HML)와 투자도(CMA) 프리미엄은 금융위기 이후 크게 낮아졌다. 특히 가치 프리미엄은 음(-)으로 부호가 달라졌다. 본 자료의 모형은 미래 수익성이 개선될 것으로 예상되는 기업을 찾는 것으로 RMW 요인과 같은 근간이다. RIM의 핵심 Value Driver인 ROE를 분해한 후, 세분화된 모든 변수가 개선되고 있는 기업을 찾아 투자대상으로 선정하는 방법이다. 최근 분기 보고서에서 모형의 변수가 모두 개선 중인 기업은 다음 분기에 특정 변수가 악화하더라도 ROE나 영업이익은 증가할 가능성이 높기 때문이다.

Fig. 17: F-F Factor 모형에서 수익성(RMW) 프리미엄은 금융위기 전·후에도 우수한 성과를 보이고 있어



자료: Kenneth R. French, BNK투자증권

[참고문헌]

나종길, 신희정, 2015, 장부가-시가 효과와 기업가치평가오류, 회계학연구 제40권 제3호, pp. 339~372

이수정, 김승환, 2019, 수익성 프리미엄의 재검토, 한국회계학회 학술발표논문집, 2019(1): pp. 1-23

Fairfield, Patricia and Yohn, Lombardi, 2001, Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Change in Profitability, Review of Accounting Studies, 6, pp. 371－385

Fama, Eugene. F., French, Kenneth. R., 2015, A Five-Factor Asset Pricing Model, Journal of Financial Economics. 116: 1－22.

Piotroski, Joseph D. and So, Eric C., 2012, Identifying Expectation Errors in Value/Glamour Strategies: A Fundamental Analysis Approach (May 9). Review of Financial Studies (RFS), 25(9): 2841-2875. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1757025

BNK 투자증권

BNK 투자증권

BNK 투자증권

이 자료에 게재된 내용들은 본인들의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정으로 실제와 차이가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포할 수 없습니다. 이 자료는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

〈본사/영업부〉
부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] **T** 051-669-8000 / **F** 051-669-8009
[영업부] **T** 051-669-8080 / **F** 051-669-8099

〈서울영업부〉
서울시 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동) BNK금융타워 6층 / **T** 02-3215-1500 / **F** 02-786-2998

〈경남영업부〉
경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / **T** 055-290-7100 / **F** 055-290-7199

〈울산영업부〉
울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / **T** 052-210-6900 / **F** 052-271-6111

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 썸농구단