Quant Comment

신현용 Quant
hyunyong.shin@yuantakorea.com

대마불사(大馬不死)

강세장 둔화 시그널: 주가 vs 이익

KOSPI 지수는 1월 가파른 상승이 지속되며 4,600pt를 상회, 1/12일 종가 기준 4,624.8pt를 기록하였다. 1월 KOSPI 지수는 약 +9.7% 상승하였으며 WI26 기준 총 5개 업종(상사/자본재, 조선, 반도체, 자동차, 기계)만이 코스피의 수익률을 상회하였다. 그 중 코스피의 이익 트렌드 상승세를 웃도는 업종은 반도체가 유일하다. 12MF 순이익 기준 KOSPI 지수는 1월간 약 +13.1%의 상향조정이 나타났으며, 반도체 업종은 약 +26.8%의 상향조정이 나타났다. **반도체 업종은 증시를 이끄는 대마(大馬)의 지위를 유지하는 모습이다.**

또한, 반도체 업종은 '25년 11~12월 주가 조정국면 이익 추정치의 상향조정 지속으로 주가와 이익의 Gap이 대폭 축소되었으며 주가부담을 덜어내는 모습이 확인된다. YoY 기준 10월 약 +66.1%p까지 확대되었던 주가와 이익의 Gap은 현재 축소 및 역전되어 -12.4%p를 기록 중이다. 결국 이익 트렌드 상승세가 주가 상승세를 상회하는 구간에 진입하였으며, 이익 기대감이 주가에 가파르게 반영되는 국면은 종료되었다는 판단이다.

대표적인 반도체 강세장인 '16~17년과 '23~24년의 사례를 살펴보면, 이익 트렌드와 주가 레벨 측면에서의 강세장 둔화 시그널 두 가지가 순차적으로 확인된다. 먼저 현재와 같이 1) YoY 기준 이익과 주가의 Gap이 역전되고, 이후 2) 이익 트렌드가 둔화 -> 하락 전환되며 주가 상승 모멘텀이 둔화되기 시작한다. 현재 **1) Gap 역전 시그널은 확인되었지만 2) 이익 트렌드는 견조한 흐름이 지속되는 상황으로 강세장 하프라인을 넘어선 시점이라는 판단이다.**

대마불사(大馬不死)

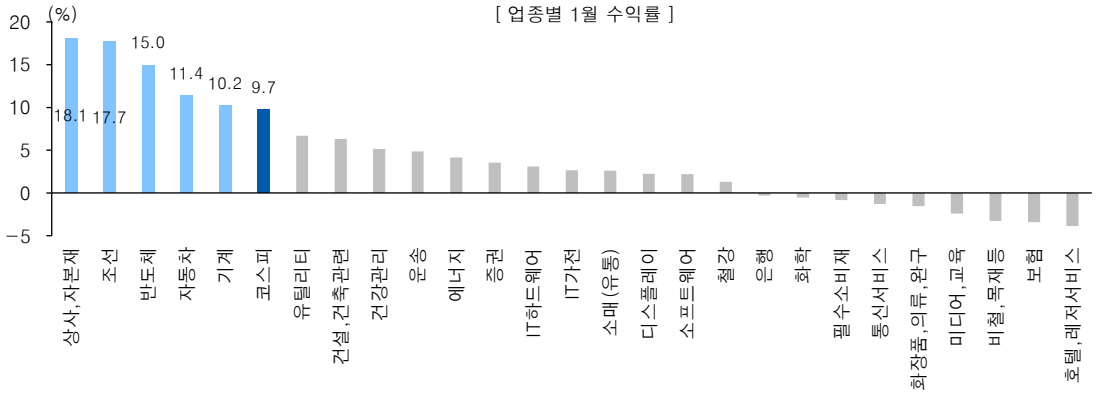
앞서 언급된 강세장의 또 다른 특징은 대형주 종목군의 상대우위 지속이다. '16~17년 케이스의 경우 KOSPI 지수 상승세에 따라 KOSPI 대비 대형주 종목군의 상대강도 또한 확대되는 모습이 확인된다. 반면, KOSPI 대비 중소형주 및 KOSDAQ 상대강도의 경우 축소되는 흐름이 지속된다. 이와 같은 패턴은 '23~24년 케이스 역시 확인되며 현재와 같은 대형주의 상대우위가 지수 강세의 주기와 일치하는 것이 확인된다. 결국, 강세장 사이클 후반전으로 접어든 시점 **대마불사(大馬不死) 성격의 장세가 지속되며 주가와 이익 모멘텀 측면에서 시장을 이끌고 있는 대형주 종목군의 아웃퍼폼이 지속될 것이라 전망**한다.

단기 이익 추정치 변동에 더 민첩하게

증시 이익 트렌드의 가파른 상승세에 따라 단기 이익 추정치 조정폭 또한 '05년 이후 최대 수준을 기록하고 있다. 과거 이익 트렌드의 가파른 상승세를 기록한 '10년 및 '21년의 경우 3개월 평균 주간 추정치 조정폭은 약 +1.9%, +1.5% 수준이다. 현재 약 +2.7%를 기록하며 역사적으로 높은 이익 변동이 나타나고 있다. 이에 따라, 단기 이익 추정치 변동에 더욱 민첩하게 반응해야 한다는 판단이다.

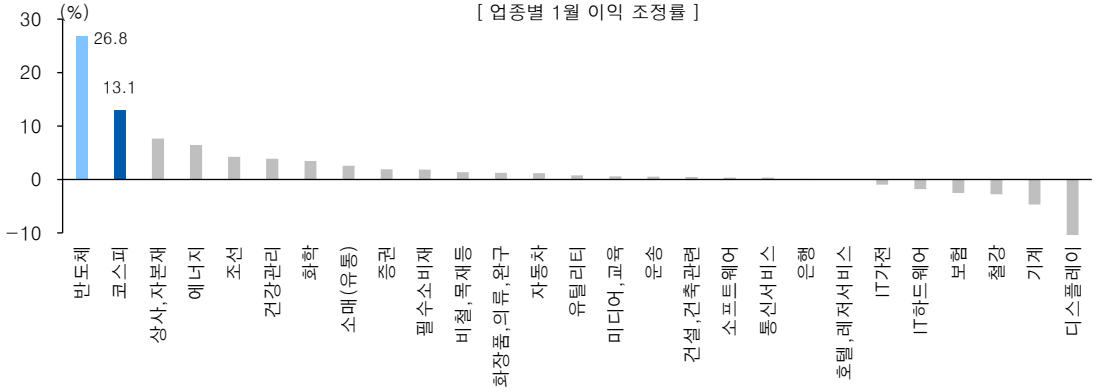
다음으로, KOSPI 대형주 종목군의 1월 성과를 분석해본 결과 12MF 영업이익 추정치 조정률이 높을수록 성과 또한 확대되며 이익과 주가간 연결성이 확인된다. 추가적으로 이익 조정률 상위 구간별 Hit Ratio(KOSPI 대비 초과수익 확률) 분석 결과 상위 10% 종목군이 가장 높은 Hit Ratio(66.7%)를 기록하였다. 또한, 이익 추정치 조정률이 상위 40% 이하의 경우 Hit Ratio가 50%를 하회하는 것으로 나타났다. 최종적으로, 1) 최근 일주일 내 이익 추정치 조정 이력이 있는 KOSPI 대형주 종목 중 2) 12MF 기준 영업이익 및 순이익 추정치 조정률 상위 20% 종목을 스크리닝하였다.

그림 1. 26개 업종 중 5의 업종(상사, 자본재, 조선, 반도체, 자동차, 기계 등)이 KOSPI 지수의 수익률을 상회



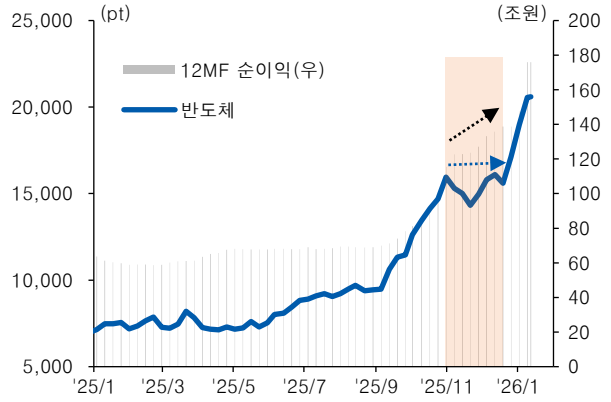
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터 주: WI26 업종 기준

그림 2. KOSPI 지수의 이익 조정률을 상회하는 업종은 반도체 업종이 유일. 최근 증시를 이끌어가는 대마(大馬)는 단연 반도체 업종



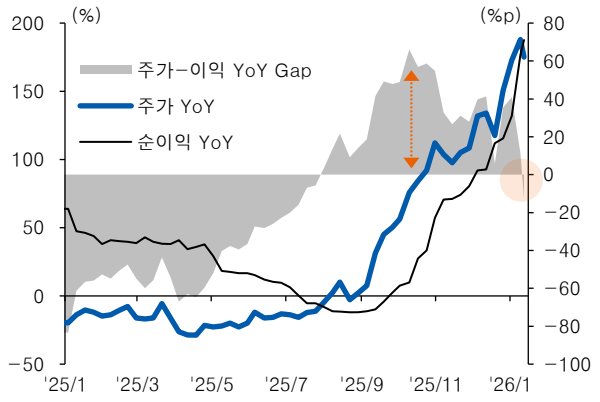
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터 주: WI26 업종 12MF 순이익 기준

그림 3. 주가 조정이 나타난 11 월 이익 추정치 상향은 지속



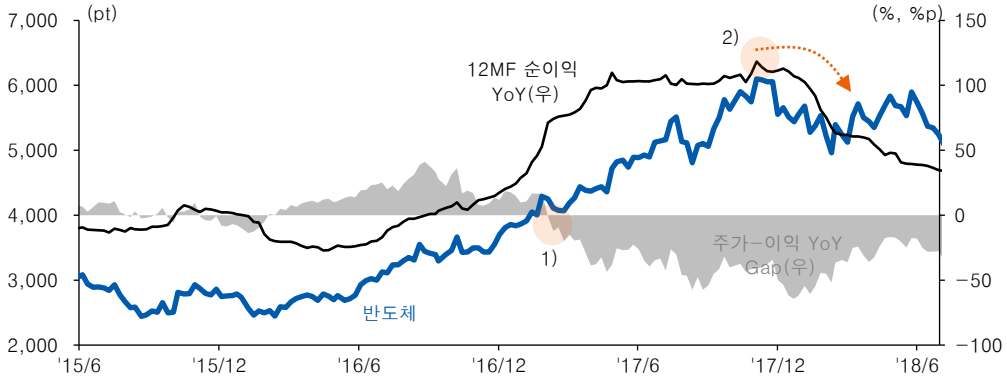
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그림 4. 이에 따라 주가와 이익간 괴리가 축소되며 가격 부담을 덜어낸 상황



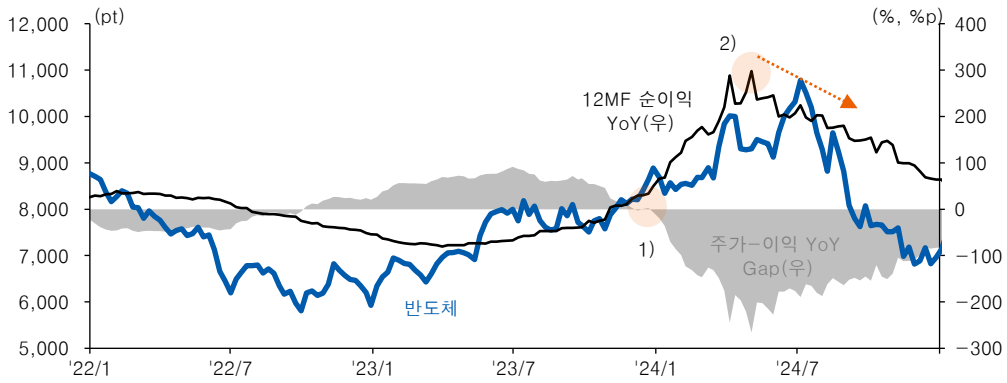
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그림 5. '16년도 반도체 슈퍼 사이클 케이스. 1) 주가와 이익의 YoY Gap 의 소멸 이후 2) 이익 트렌드가 하락전환하며 강세장 종료



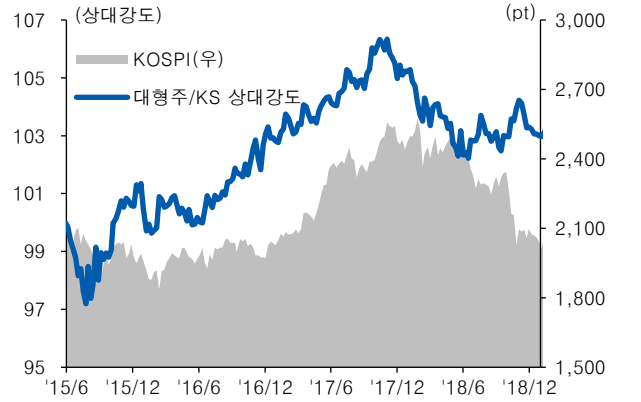
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그림 6. '23~'24년 케이스 역시 1)과 2) 시그널이 순차적으로 발생. 1)은 강세장 전반부의 종료를, 2)는 강세장 모멘텀 약화의 시그널로 작용



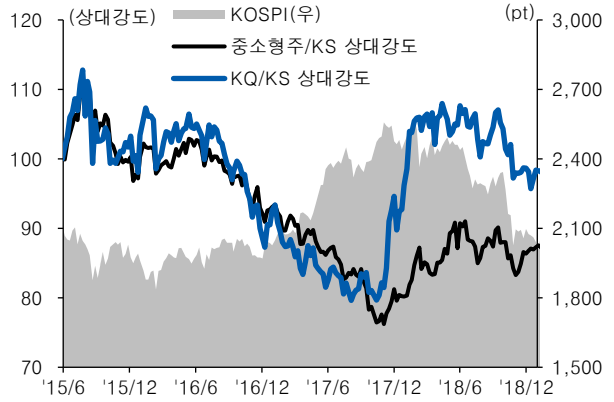
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그림 7. 대형주 중심의 강세장 대형주 종목군은 나타나며 KOSPI 지수를 아웃퍼폼



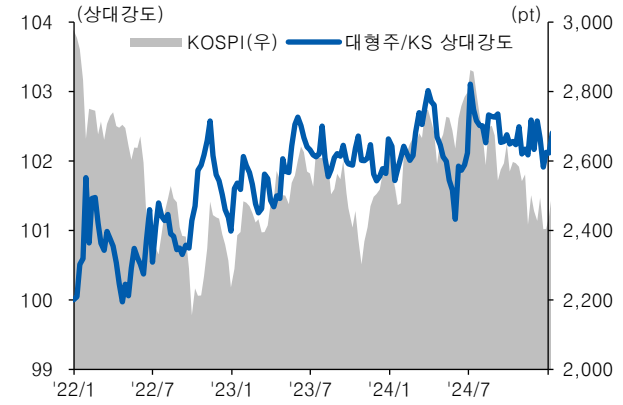
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

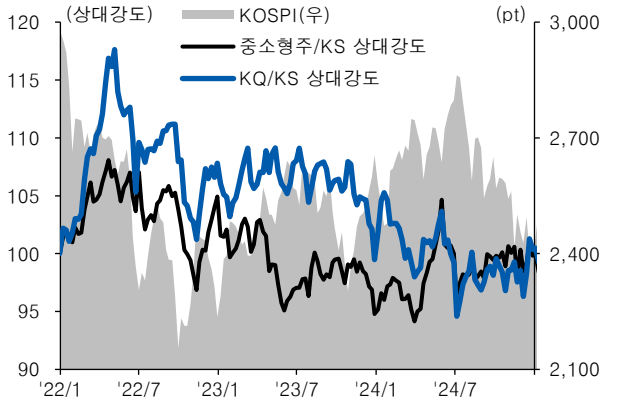
그림 8. 강세장이 둔화되며 중소형주. KOSDAQ 종목의 상대우위로 전환



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

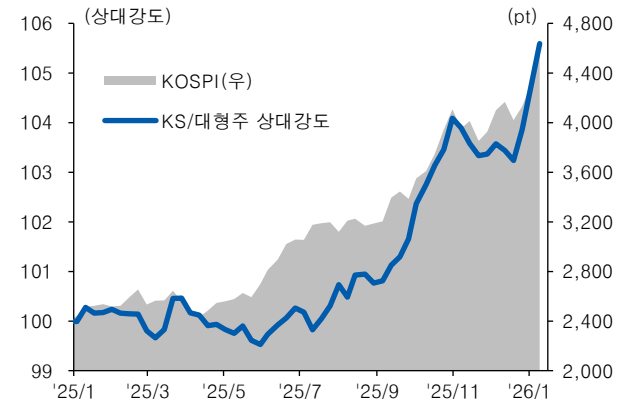
그림 9. '23~'24년 케이스 역시 KOSPI 지수 상승에 따라 대형주의 상대강도 또한 확대되는 반면 중소형주 및 KOSDAQ은 모멘텀 둔화 후 상대우위 전환

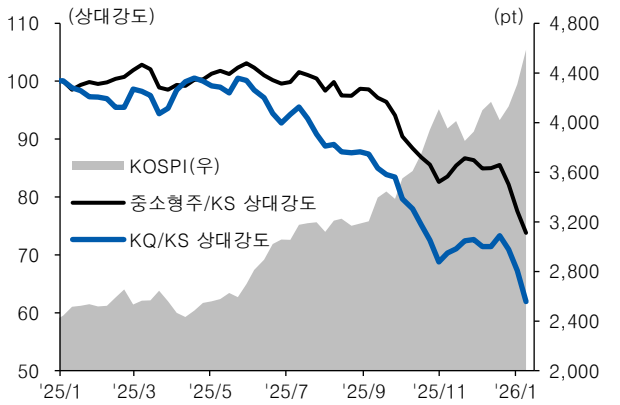




자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

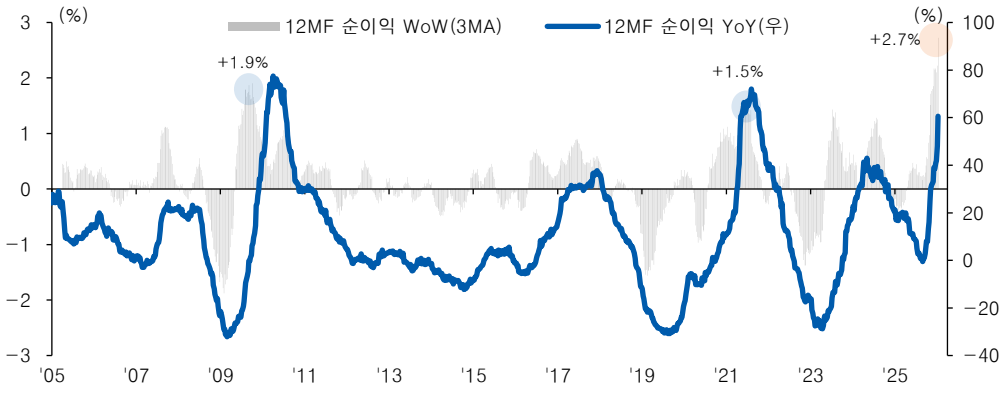
그림 10. 올해 역시 대마불사(大馬不死) 성격의 대형주 상대우위 지속. 대형주 중심의 강세장 모멘텀 지속될 것으로 전망





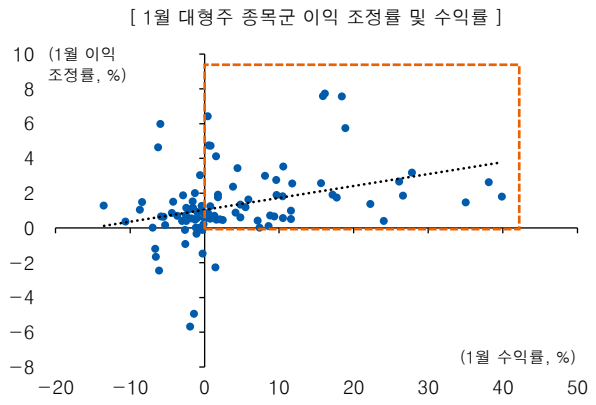
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그림 11. 이익 트렌드가 가파른 상승곡선을 그림에 따라 주간 이익 추정치 조정폭은 역대 최대 수준까지 확대. 이익 추정치 변화에 민감하게 대응할 필요



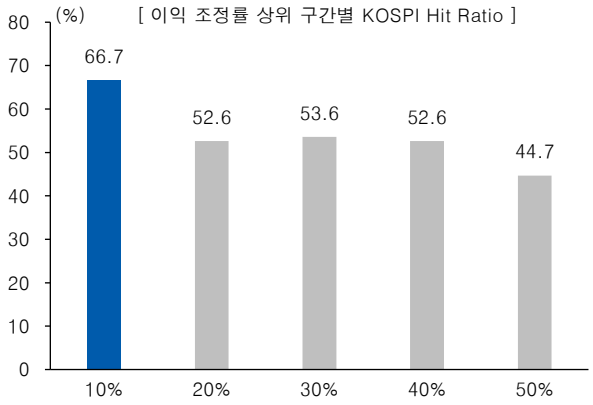
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그림 12. 대형주 내 이익과 주가간 상관관계 확인



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터 주: WI 26 업종 영업이익 추정치 기준

그림 13. 이익 조정률 상위 10% 종목군이 가장 높은 Hit Ratio 를 기록



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터 주: KOSPI 대비 초과수익

표 1. 1) 최근 일주일 내 이익 추정치 조정 이력이 있는 KOSPI 대형주 종목 중 2) 12MF 영업이익 및 순이익 추정치 주간 조정률 상위 20% 종목 스크리닝

종목명	업종	시가총액 (억원)	12MF 영업이익(억원, %)			12MF 순이익(억원, %)		
			12/5일 기준	1/5일 기준	변동률	12/5일 기준	1/5일 기준	변동률
삼성전자	반도체	8,228,297	984,518	1,179,938	19.8	831,520	1,000,678	20.3
SK 스퀘어	상사,자본재	568,635	99,027	106,213	7.3	92,466	99,494	7.6
SK 하이닉스	반도체	5,416,338	860,285	894,476	4.0	696,044	723,285	3.9
삼성바이오로직스	건강관리	869,344	24,539	25,046	2.1	18,496	19,810	7.1
미래에셋증권	증권	153,680	15,612	15,942	2.1	12,856	13,239	3.0
HD 한국조선해양	조선	316,356	52,805	53,314	1.0	34,306	34,740	1.3
삼성전기	IT 하드웨어	198,685	12,169	12,357	1.5	9,753	9,876	1.3
한국금융지주	증권	95,013	22,792	22,951	0.7	18,057	18,235	1.0
에이피알	화장품,의류,완구	85,529	4,952	4,985	0.7	3,991	4,033	1.1
키움증권	증권	84,400	15,478	15,544	0.4	11,791	11,916	1.1
현대차	자동차	749,413	135,076	135,897	0.6	116,663	117,456	0.7
현대오토에버	소프트웨어	129,304	3,066	3,081	0.5	2,363	2,373	0.4

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
  (작성자: 신현용)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.