반도체 공격적 화장 국면

발간일자 2026. 03. 09

[전략/자산배분]
김준우 책임연구원
02-3771-9357 / jwkim07@iprovest.com

[퀀트]
정상휘 책임연구원
02-3771-9303 / sh.jeong@iprovest.com

Summary

[전략/자산배분]

현재 증시는 밸류에이션 레벨보다 실적 개선 지속성이 핵심 변수이다. 3월 들어 지정학 리스크 확대로 조정이 발생했으나, 반도체 실적 모멘텀, 정부 정책 모멘텀, 유동성 효과 등은 여전히 유효한 것으로 판단된다. 이로 인해, 코스피 상승 추세 자체는 훼손되지 않은 모습이다. 밸류에이션 측면에서는 2월 말 기준으로 PBR(TTM)이 2.0배를 기록하며 역사적 상단에 위치해 있다. 그러나 코스피는 과거 2016~2018년 및 2019~2021년 랠리에서도 PBR 횡보, PER 하락 과정에서 고점을 경신했다. 따라서 최근 조정은 단기 급등 이후 나타난 되돌림 과정으로 해석하는 것이 합리적이며, 여전히 분할매수 관점의 접근이 유효할 전망이다 (코스피 연간 상단 7,000pt 전망 유지).

코스피 장기 상승의 본질은 K2(삼성전자·SK하이닉스) 중심의 구조적 랠리로 나타났다. 2010년 이후 코스피 산술 누적수익률(+154.6%p) 중 K2가 +102.6%p를 기여하며 장기 상승의 약 2/3을 설명한다. K2의 시가총액 비중은 약 41% 수준이며, 25Q4 영업이익 기준 이익 비중은 약 63%까지 확대되고 있다. 이는 지수의 방향성이 반도체(K2) 실적에 의해 결정될 가능성이 높다는 의미다. 한편 최근 K2 상대강도 둔화는 약세 신호라기보다 쏠림 현상이 타 업종으로 확산되는 확산 장세 성격이 강한 것으로 생각된다. 2025년 랠리 역시 초반에는 유동성, 밸류에이션, 완만한 실적 기대에 의해 상승하며 2020년과 유사한 흐름을 보였다. 그러나, 10월 이후 밸류에이션은 디레이팅 국면으로 전환되고 실적 기대가 가파르게 상승하면서, 현재 증시는 2017년 반도체 실적 랠리와 유사한 구조로 전환된 것으로 판단한다.

반도체 실적 개선 지속성의 핵심 근거는 미국 IT 투자 사이클 확장과 이를 후행하는 한국 반도체 투자 사이클의 확장 흐름에 있다. 현재 미국 IT 투자 사이클은 EPS와 CAPEX가 동시에 확대되는 확장 국면에 위치하고 있다. 이는 한국 반도체 수출 및 실적 모멘텀의 지속 가능성을 뒷받침한다. 실제로 2월 말 기준 미국 IT 업종 12MF EPS는 랠리 시작 이후 약 +41% 증가했으며, CAPEX 전망치 역시 약 +55% 확대됐다. 한국 반도체 12MF 영업이익 전망치는 같은 기간 약 +361.9% 상향되며, 역사적으로 강한 실적 가속 국면이 진행되고 있다. 따라서 여전히 현 국면은 둔화 전환이 아닌 확장 가속 국면으로 생각된다. 투자전략 측면에서는 반도체, 화학, 건강관리, 증권, 에너지 업종을 중심으로 포트폴리오를 구성하는 것이 유효할 전망이다. 그러나, 단기적으로는 지난 3월 월보에서 언급했듯 지정학 리스크와 정책 불확실성이 상존하는 만큼, 해당 전략과 함께 조선, 상사/자본재 업종을 병행하는 접근 역시 유효할 것으로 판단한다.

Summary

[퀀트]

Part 3에서는 반도체 사이클 국면 흐름 속에서 Active 투자를 위한 유효 팩터의 발굴과 그 증명과정을 소개한다. 반도체 업사이클과 한국 증시간의 상관성이 높게 나타났던 기간인 1) 2016~2018 사이클, 2) 2019~2021 사이클, 그리고 3) 2025년 이후 현재의 사이클 기간에 대해 국면별 강세 업종 유니버스를 적용하여 3가지 사이클의 각 국면에서 공통적으로 상위 성과 팩터로 들어가는 요소들을 최종적인 유효 팩터로 추출했다. 그 결과, 반도체 사이클의 공격적 확장을 시사하는 1국면에서는 주로 **어닝리비전** 팩터, 반도체 과잉투자를 경계하기 시작하는 2국면에서는 **밸류, 수익성, 장기성장** 관련 팩터가 주효했다. 반도체 업황 위축이 심화되는 3국면에서는 어닝리비전, 모멘텀 등의 공격적 성향의 스타일과 수익성, 밸류 등의 방어적 성향의 스타일이 균형있게 고려되는 **바벨 전략 흐름**이 나타난 것으로 보인다. 마지막으로 신규투자의 위축, 수익성을 실현하는 4국면에서는 퀄리티 스타일 중 **현금흐름**에 주목하는 모습이 짙어지면서 방어적 스타일이 주목받았다.

이렇게 도출한 국면별 유효 팩터를 활용해 주간단위로 리밸런싱을 진행하는 시뮬레이션을 진행하였다. 국면별 유효 팩터에 대해 동일한 가중치를 부여하는 팩터동일가중방식과 앞서 도출한 국면별 유효 팩터에 대해 그 순위를 매겨준 뒤, 멀티팩터 스코어링에서 그 가중치를 활용하는 팩터순위가중 방식으로 직전 주말 형성되는 국면에 기반한 주간 단위 리밸런싱 전략을 세웠다. 이렇게 합산한 멀티팩터 스코어 기준 상위 20% 종목군에 대해서 종목동일가중/종목순위가중/종목시총가중의 세 가지 종목가중 방식의 Long-Only 전략을 2010년 1월 이후로 테스트하였다. 그 결과, **팩터순위가중 * 종목순위가중**의 시뮬레이션 결과가 누적수익률 3884.0%, 연환산수익률 25.5%, 샤프비율 1.136, MDD -37.4%, Hit Ratio 59.2%를 기록하며 KOSPI 및 Top5업종 동일가중지수를 Outperform하는 모습을 보여주었다. 반도체 사이클에 기반한 팩터 Active 로테이션의 유효성을 확인함에 따라, 향후 본 자료에서 소개된 반도체 실적-CAPEX 사이클의 개념을 활용해 다양한 전략 창출의 가능성이 열릴 것이라고 확신한다.

향후 반도체 확장 국면이 이어질 가능성이 높아지는 가운데, 1국면의 핵심 유효 팩터라 볼 수 있는 어닝리비전을 필두로 한 종목 투자전략이 요구된다. 1국면 강세 업종인 반도체, 화학, 건강관리, 증권, 에너지 업종 유니버스를 대상으로 1국면 유효 팩터를 활용한 결과 삼성전자, SK하이닉스, 셀트리온, 미래에셋증권, 한국금융지주, S-Oil, 한화솔루션, 엘엔씨바이오 등을 관심 종목으로 제시한다.

Contents

Ⅰ 코스피 장기 상승은 K2 중심의 구조적 랠리
밸류에이션보다 실적, 실적의 중심은 K2 ··· 6pg

Ⅱ 반도체 투자 사이클은 확장 국면 지속 전망
아직 끝나지 않은 확장 국면 ··· 19pg

Ⅲ 반도체 투자 사이클 내면의 질서
반도체 투자 사이클 국면별 유효 팩터 유효성 검증 ··· 40pg

Ⅳ 반도체 공화국에서 살아남는 법
사이클 대응을 위한 종목군 옥석 가리기 ··· 48pg

이 페이지는 편집상 공백입니다.

I. 전략/자산배분

: 코스피 연간 상단 7,000pt 전망 유지

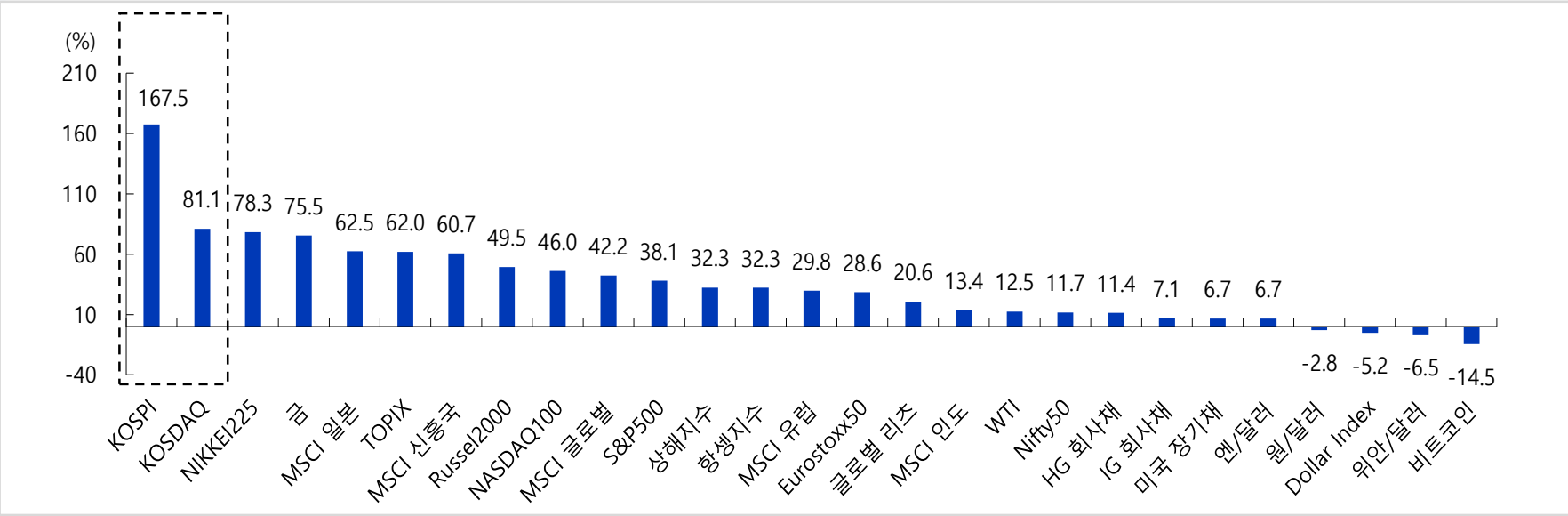
Part 01

코스피 장기 상승은 K2 중심의 구조적 랠리

분할매수 관점은 여전히 유효

- 코스피 랠리가 시작된 작년 4월부터 현재까지의 글로벌 자산 수익률을 보면, 한국 등 신흥국 증시와 일본 증시가 압도적인 성과를 기록
- 2월 말 기준, 코스피 +167.5%, 코스닥 +81.1%, NIKKEI 225 +78.3%, 금 +75.5%, MSCI 일본 +62.5%
- 2월 28일, 이스라엘-미국의 이란 공습으로 인한 지정학 리스크 및 불확실성 확대로 3월 들어 하락 조정이 발생했으나, 여전히 유효한 반도체 발 실적 모멘텀, 정부 정책 모멘텀, 유동성 효과 등에 의해 코스피 상승 추세는 훼손되지 않은 모습
- 금번 하락 폭은 크지만, 단기간 가파른 상승 폭에 의한 되돌림 과정으로 해석하는 것이 합리적이며, 여전히 분할매수 관점의 접근이 유효할 전망 (코스피 연간 상단 7,000pt 전망 유지)

압도적인 한국 증시

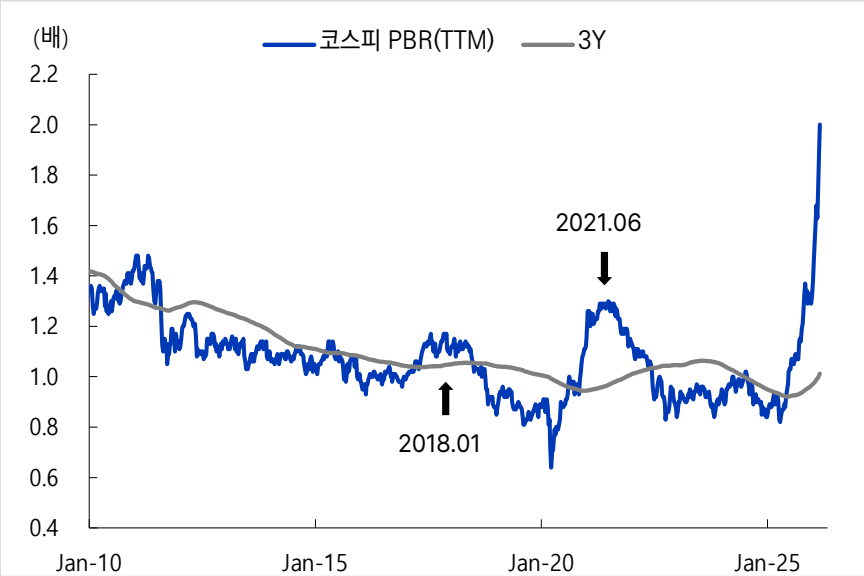


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 코스피 랠리가 시작된 시점부터 현재까지 수익률. 2월 말 종가 기준

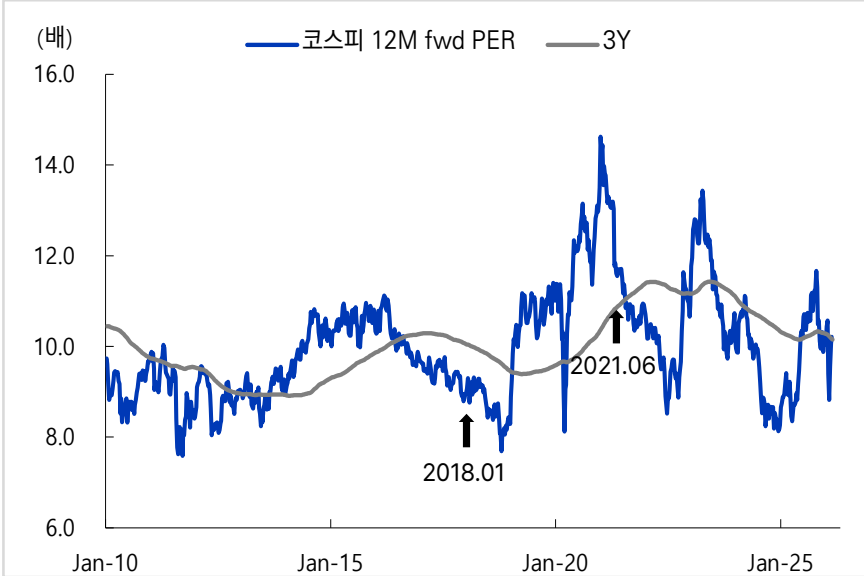
끝나지 않은 코스피 랠리

- 2월 말 기준, 코스피 PBR(TTM)은 2.0배를 기록하며 역사적 상단에 위치
- 그러나, 과거 2016-2018년 및 2019-2021년 랠리 당시 PBR(TTM)은 횡보, PER은 하락하는 국면에서 코스피는 고점을 경신
- 즉, 현재 증시도 과거와 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되며, 결국 실적 개선 지속성이 중요할 전망

2월 말 기준, 코스피 PBR(TTM)은 2.0배



12MF PER은 10.21배

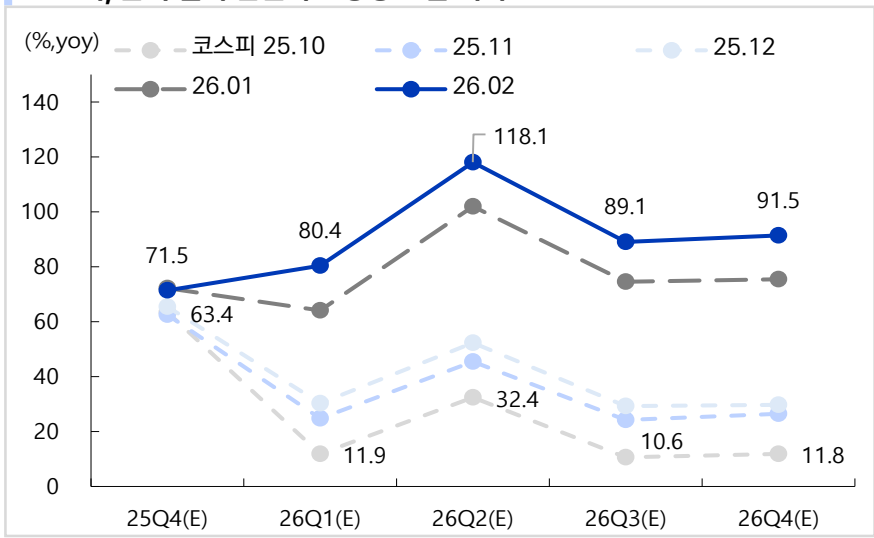


자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 종가 기준

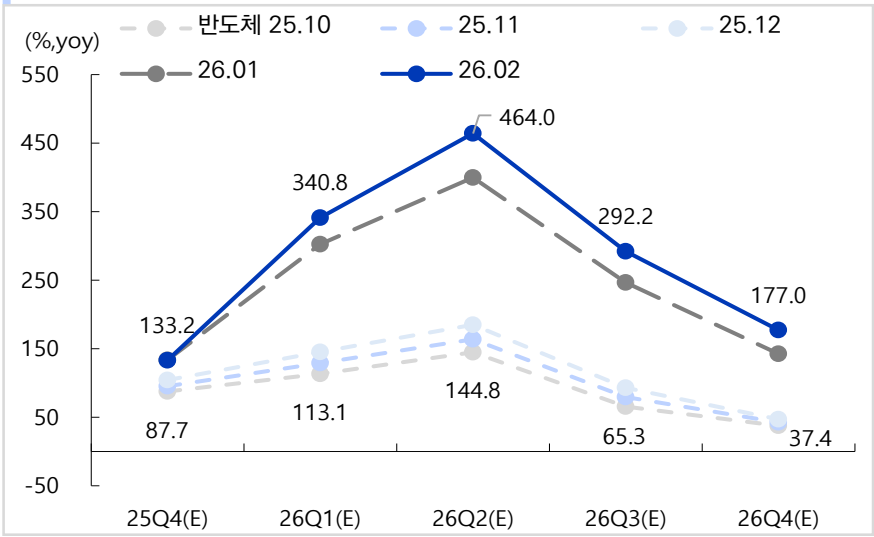
반도체가 뒤를 봐주고 있기 때문

- 2월 말 기준, 반도체 분기 실적 컨센서스의 상향 흐름은 지속되고 있으며, 이로 인해 코스피 실적 컨센서스 역시 상향 흐름이 지속
- 지난 1월 말 기준으로 큰 폭 상향된 이후, 2월 들어 상향 속도가 둔화되었으나 여전히 상향 흐름이 지속되고 있다는 것에 주목할 필요
- 국내 증시(코스피+코스닥)에서 반도체 업종이 차지하는 비중이 약 40% 수준임을 고려하면, 결국 코스피 방향은 반도체 실적 개선 지속성에 결정될 것으로 판단
- 필자는 미국 경기 회복세, 긍정적인 미국 IT 및 한국 반도체 투자 사이클, 여전히 유효한 반도체 수출 및 실적 모멘텀, 유동성 추가 확대 여력 등에 의해 실적 컨센서스 추가 상향은 유효할 것으로 판단

코스피, 분기 실적 컨센서스 상향 흐름 지속



코스피 실적 컨센서스 상향 흐름은 반도체 업종이 주도



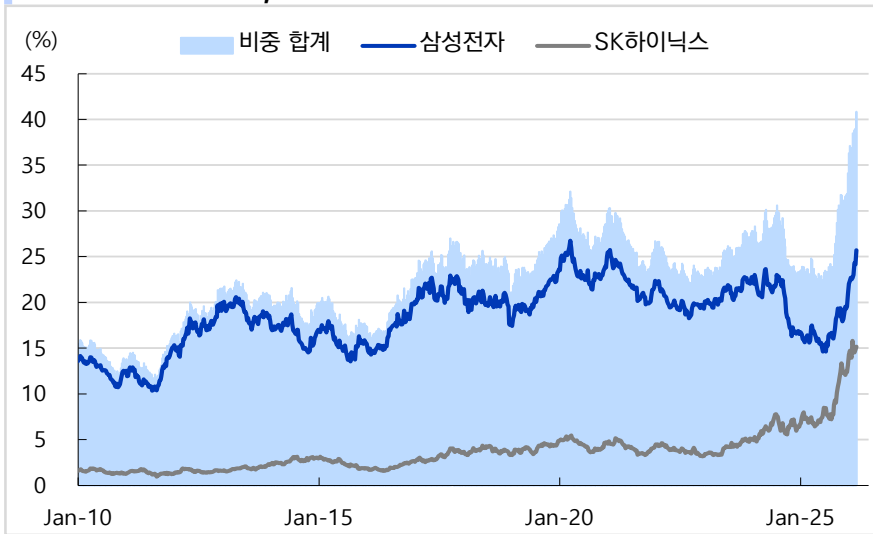
2월 말 기준, 국내 증시에서 반도체 업종이 차지하는 비중은 38.7%

자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 작년 10월부터 현재까지 매달 말 기준

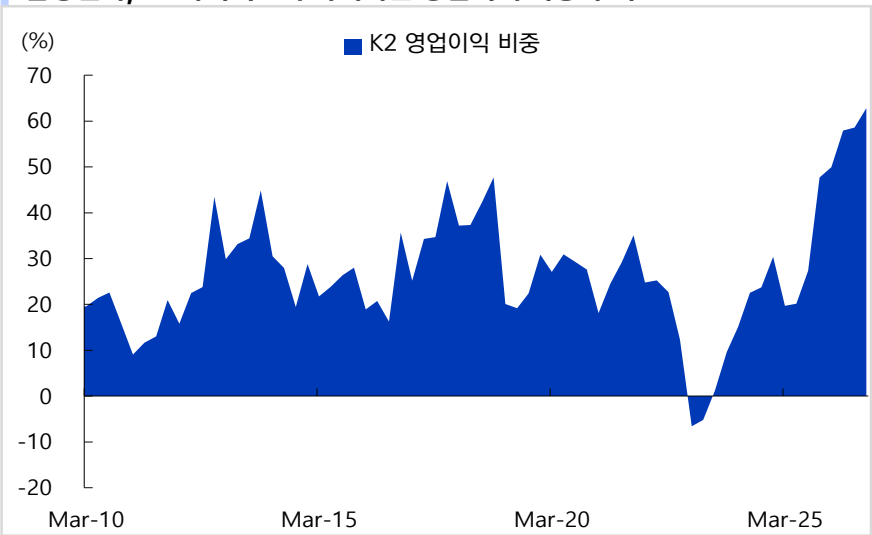
K2(KOREA TOP2): 삼성전자, SK하이닉스

- 실제로, 반도체를 대표하는 삼성전자, SK하이닉스 2개 종목이 코스피에서 차지하는 시가총액 비중은 약 41%를 기록
- 25Q4 영업이익 기준으로 K2가 코스피에서 차지하는 영업이익 비중 역시 약 63%를 기록하며 증가세 지속
- 이는 K2에 대한 코스피 의존도가 역사적으로 높은 수준임을 의미

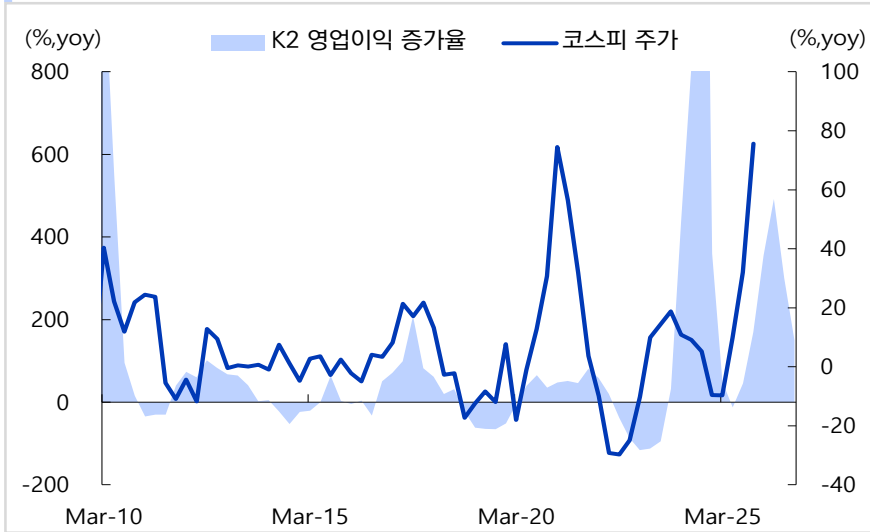
코스피에서 삼성전자, SK하이닉스 2개 종목이 차지하는 비중 추이



삼성전자, SK하이닉스가 차지하는 영업이익 비중 추이



현재 증시는 반도체 실적 주도 랠리



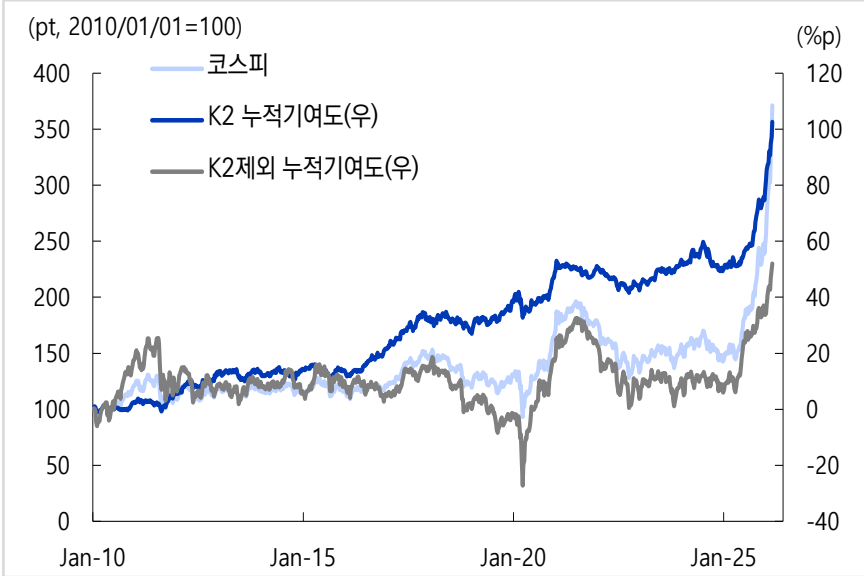
자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 종가 기준

코스피 장기 상승은 K2 중심의 구조적 랠리

- 2010년 이후 코스피 산술 누적수익률은 +154.58%p이며, 이 중 K2가 +102.57%p를 기여(K2 제외 종목은 +52.01%p)
- 이는 K2가 코스피 장기 상승의 약 66.35%를 설명하며, 사실상 지난 15년 상승의 2/3은 K2가 주도했다는 의미

K2 시가총액 비중 추이

K2 vs. K2 제외 누적기여도 추이

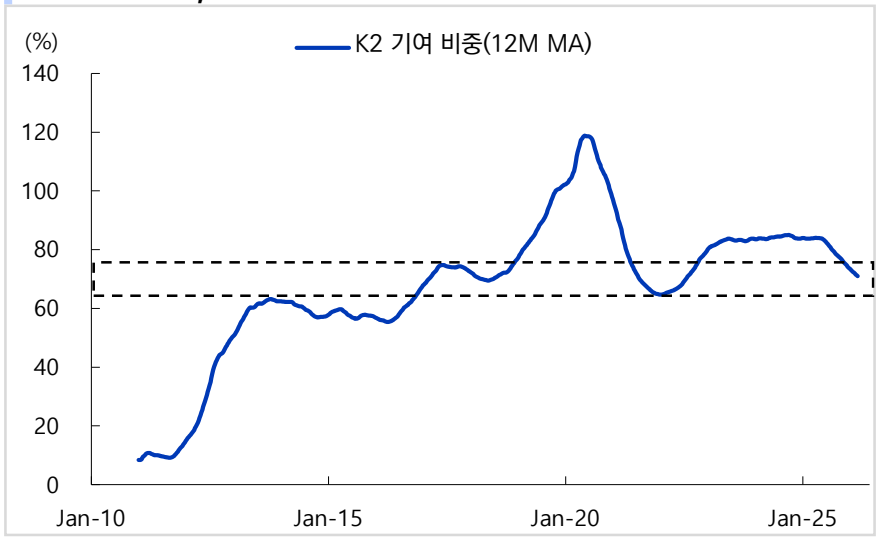


자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 종가 기준

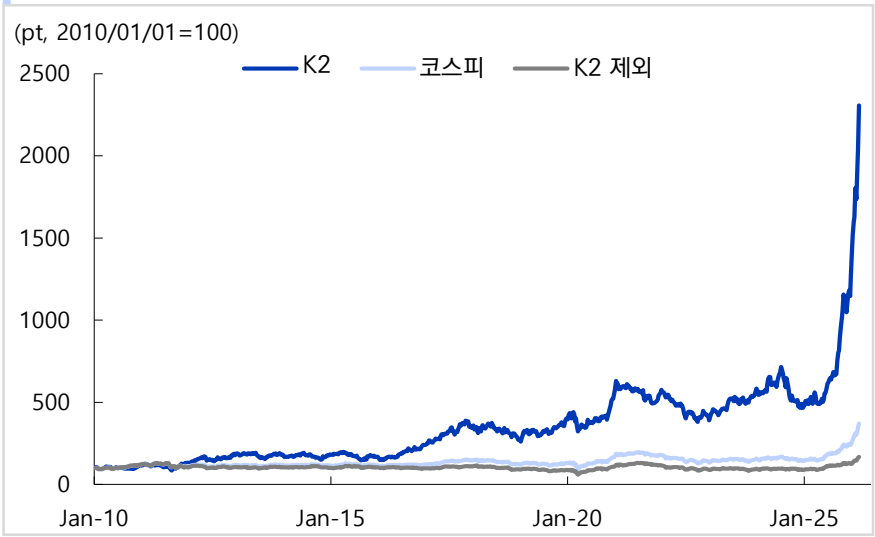
여전히 K2 중심의 구조적 집중도가 심화된 모습

- 최근 12M MA 기여 비중은 70.96%로, 장기 비중 66.35% 대비 약 4.6%p 높은 수준. 즉, 여전히 K2 중심의 구조적 집중도가 높음
- 동 기간 복리 기준으로 보면, K2 주간 누적수익률은 약 22배 상승한 반면, 나머지 종목으로 구성된 지수는 67.1% 상승에 그침(코스피는 +271.1%)
- K2는 2개 종목에 집중된 만큼 변동성이 상대적으로 높지만, 최대 하방 리스크 측면에서는 코스피와 동일한 수준(-0.3%p)

12M MA 기준, 코스피에 대한 K2 기여 비중 추이



압도적인 K2



우수한 K2 장기성과

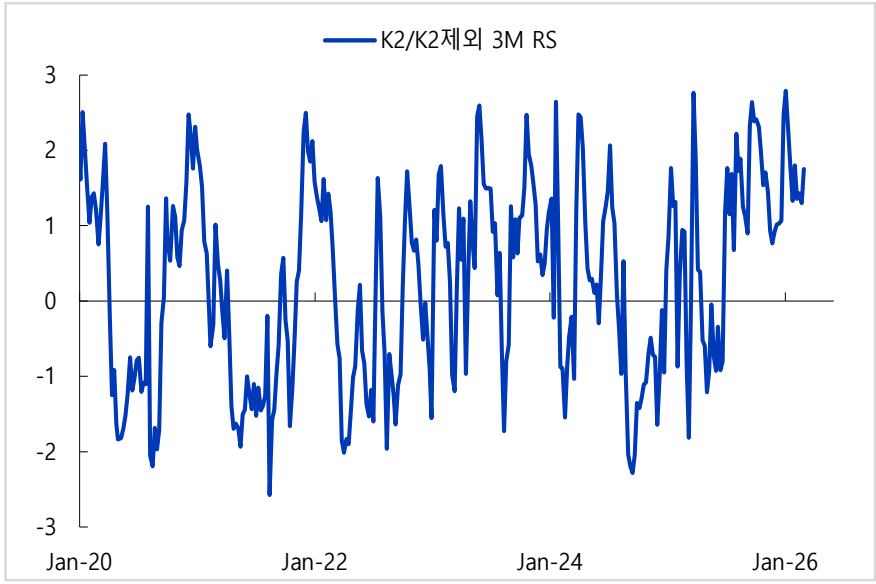
	코스피	K2	K2 제외
누적수익률	271.1%	2207.3%	67.1%
연환산수익률	8.4%	21.4%	3.2%
연환산변동성	16.9%	26.4%	16.8%
샤프 (RF=0%가정)	0.50	0.81	0.19
MDD (최대낙폭)	-39.2%	-39.5%	-55.1%

자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 종가 기준

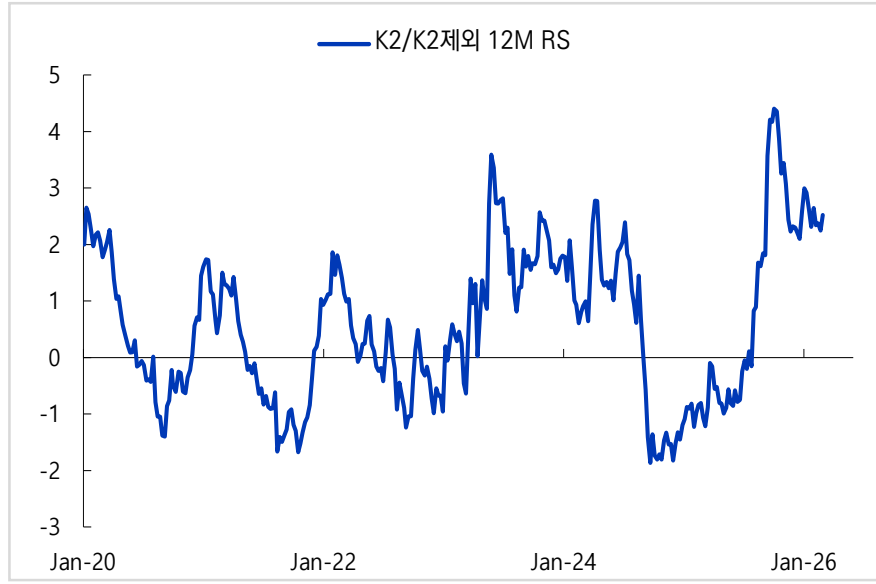
주간 상대강도 역시 구조적 강세 유지

- K2의 3M, 12M 상대강도 모두 고점 대비 둔화 흐름
- 그러나, 절대 레벨은 여전히 높은 수준으로, K2의 구조적 강세가 유지되고 있음
- 최근 12M MA 기여 비중 추이와 같이 보면, 업종 순환매에 의한 확산 장세로 판단
- 예를 들어, 코스피 신고가 경신 흐름에서 반도체 +4%p, 금융 +3%p, 조선 +2%p, 방산 +1%p로 지수 상승에 기여했다면, K2 기여 비중 및 상대강도 둔화는 자연스러운 흐름

K2 vs. K2 제외 3M 상대강도



K2 vs. K2 제외 12M 상대강도

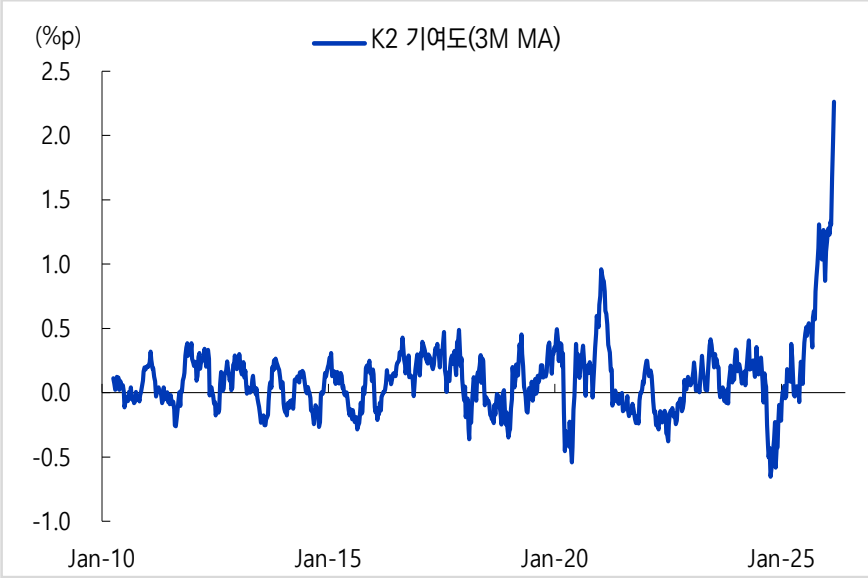


자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 종가 기준

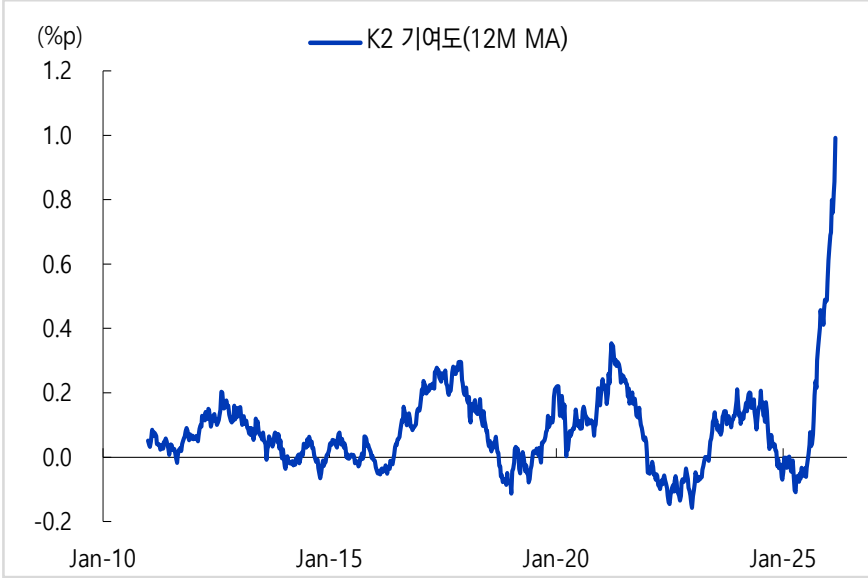
역사적으로 강한 수준의 K2 절대 기여도

- 코스피 수익률에 대한 K2 절대 기여도를 MA 기준으로 보면, 3M 및 12M 모두 역사적으로 강한 모습
- 이는 작년부터 시작된 코스피 상승 랠리에서 K2 기여도가 역사적으로 높은 수준이며, K2에 기반한 상승 랠리가 지속되고 있음을 의미

K2 3M 기여도



K2 12M 기여도

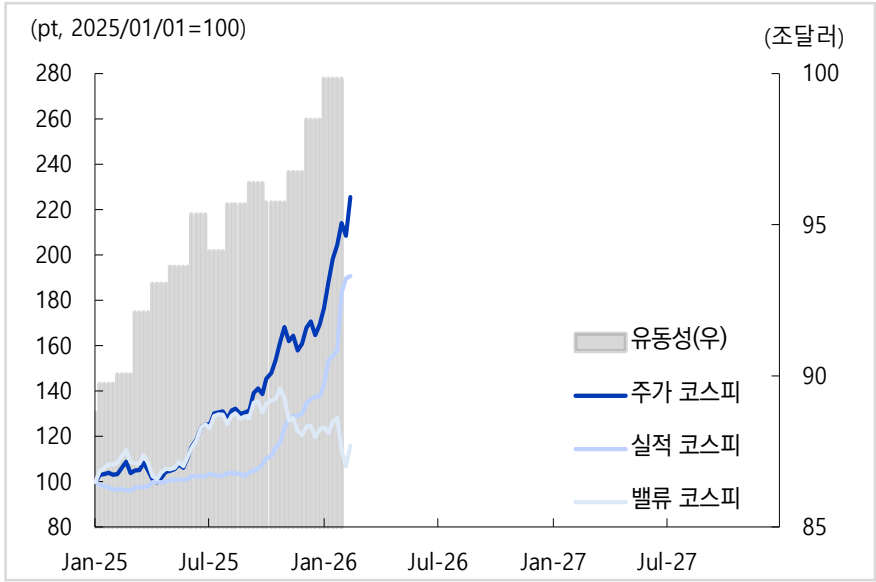


자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2월 20일 종가 기준

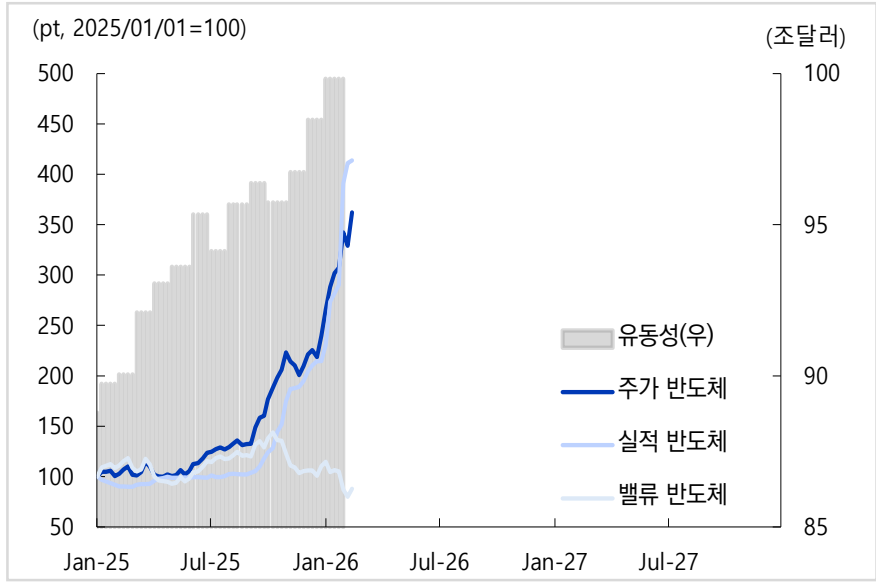
현재 증시는 2017년 반도체 실적 랠리와 유사한 모습

- 2025년 4월부터 시작된 코스피 랠리 초반은 2020년 코로나 랠리 당시와 유사했으나, 10월 들어 2017년과 유사한 모습
- 랠리 초반은 유동성+밸류에이션+완만한 실적 기대감에 의한 상승이었으나, 10월 들어 밸류에이션은 디레이팅 국면으로 전환됨과 동시에 실적 기대감이 가파르게 상승하면서 주가 랠리를 주도하고 있기 때문
- 즉, 현재 코스피는 2017년과 매우 유사하나, 실적 개선 기대감은 당시 대비 강한 수준(현재 = 반도체 실적 랠리 = 2017년)
- 과거 2017년 및 2020년 당시 글로벌 유동성 절대 규모가 약 +20% 수준까지 확대된 것을 고려하면, 추가 확대 여력은 존재하는 것으로 판단 (1월 말 기준, +7.28%)

랠리 초반은 밸류에이션, 10월 들어 실적 장세로 전환



반도체도 마찬가지

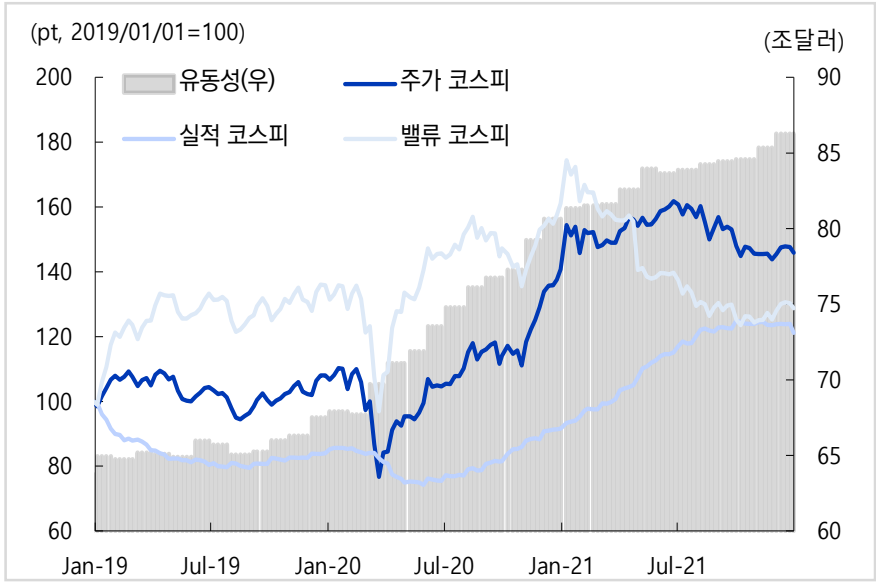


자료: FnGuide, Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 종가 기준

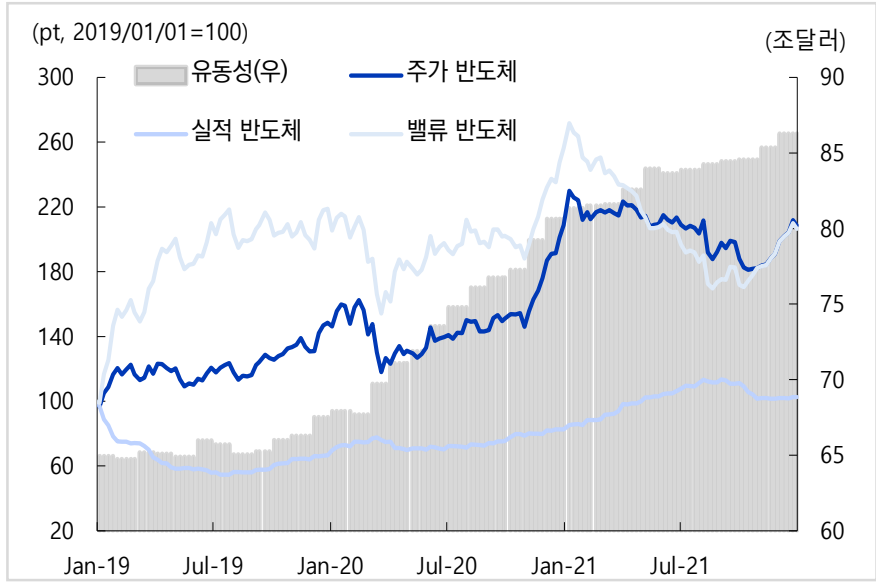
다시 보는 2020년 코로나 랠리

- 2020년 코로나 당시, 코스피 랠리를 주도한 요인은 유동성, 밸류에이션 리레이팅, 실적
- 랠리 시작부터 종료 시점까지 글로벌 유동성 절대 레벨은 약 +19.98% 확대됨
- 특히, 상승 랠리가 시작된 20년 3월부터 랠리 후반까지 밸류에이션의 영향력이 강했던 모습
- 또한, 글로벌 경기 회복 기대감에 따른 실적 개선 기대감이 동반되면서 강한 상승 랠리를 주도

당시 코스피는 유동성, 밸류에이션 리레이팅, 실적에 기반한 랠리



반면, 밸류에이션 리레이팅에 기반한 반도체

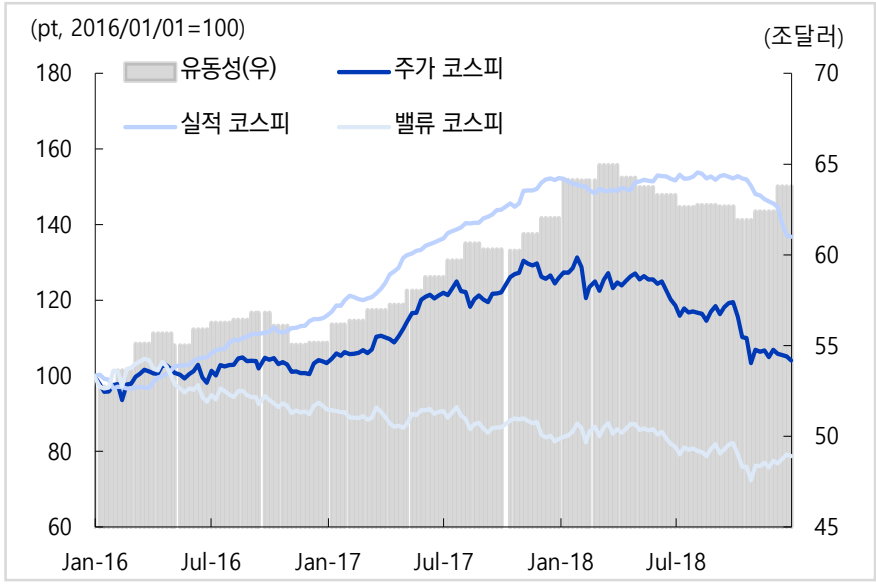


자료: FnGuide, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

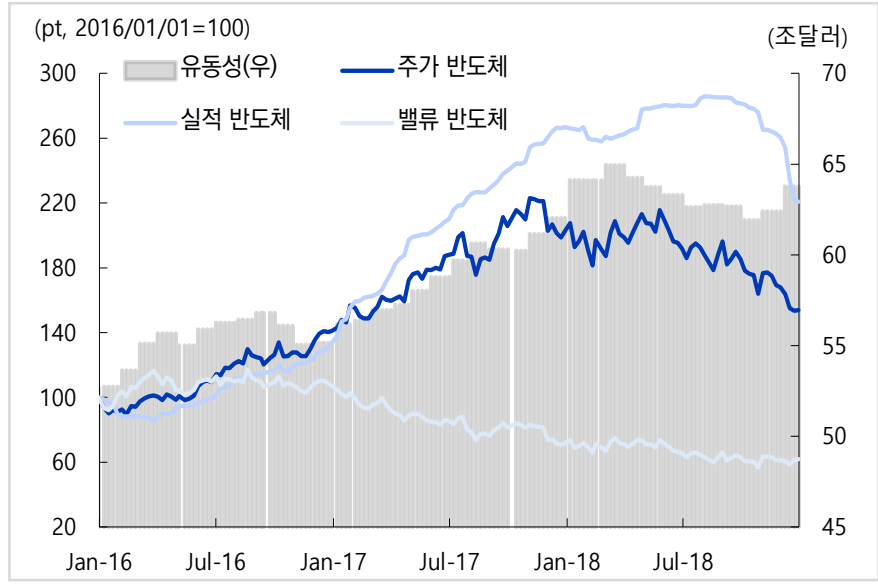
다시 보는 2017년 반도체 사이클

- 2016-2018년 당시, 코스피 랠리를 주도한 요인은 유동성과 반도체 실적
- 랠리 시작부터 종료 시점까지 글로벌 유동성 절대 레벨은 약 +21.70% 확대됨
- 동 기간 밸류에이션은 디레이팅이 지속된 반면, 실적 기대감이 꾸준히 확대되며 주가 랠리를 주도
- 특히, 반도체 실적 사이클이 코스피 상승 랠리를 주도한 모습

당시 코스피는 유동성, 반도체 사이클에 기반한 실적 랠리



코스피 랠리를 주도한 반도체 실적 사이클



자료: FnGuide, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

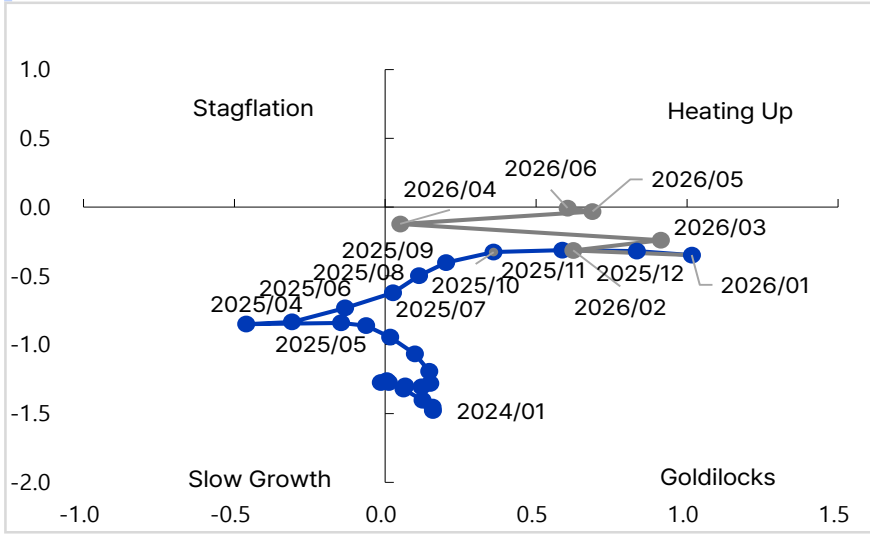
Part 02

반도체 투자 사이클은 확장 국면 지속 전망

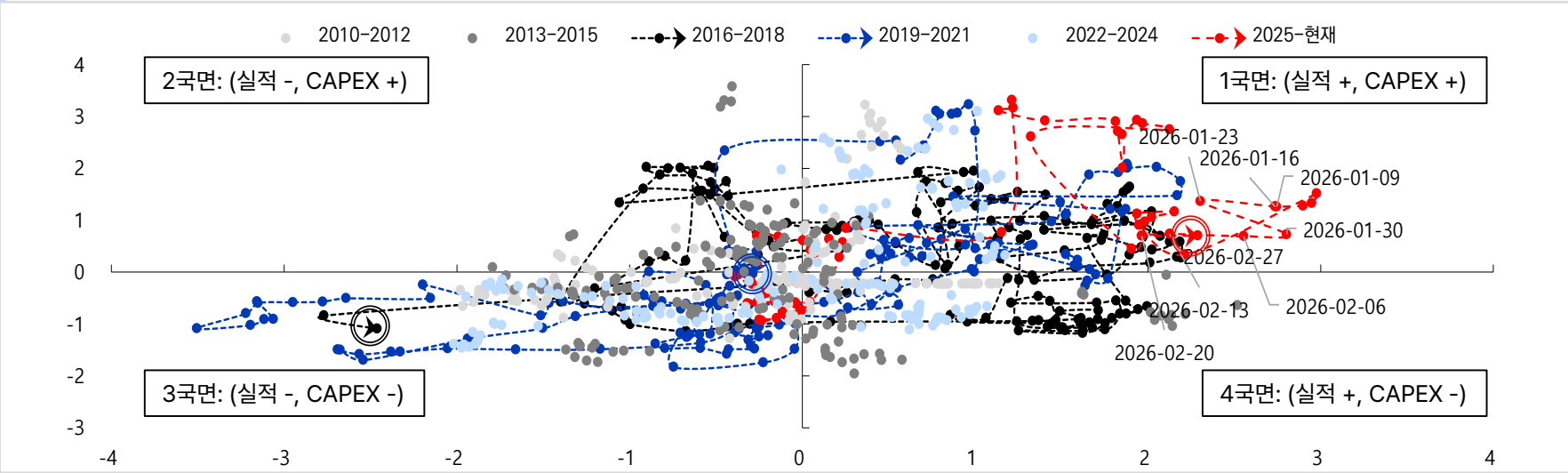
한국 반도체를 지지하는 미국 경기 및 IT 투자 사이클

- 결국 한국 반도체 수출, 실적 개선 지속성을 위해서는 미국 경기 회복 흐름과 투자 사이클 지속 가능성이 중요
- 실제로 미국 경기는 Goldilocks 국면에 위치하고 있으며, 향후 경로도 동일 국면에 위치할 전망
- 미국 IT 투자 사이클 역시 실적, CAPEX 모두 확대되는 확장 국면에 위치하고 있어 한국 반도체 수출 및 실적 모멘텀은 유지될 전망

향후 미국 경기는 Goldilocks 국면 예상



현재 미국 IT 투자 사이클은 확장 국면에 위치

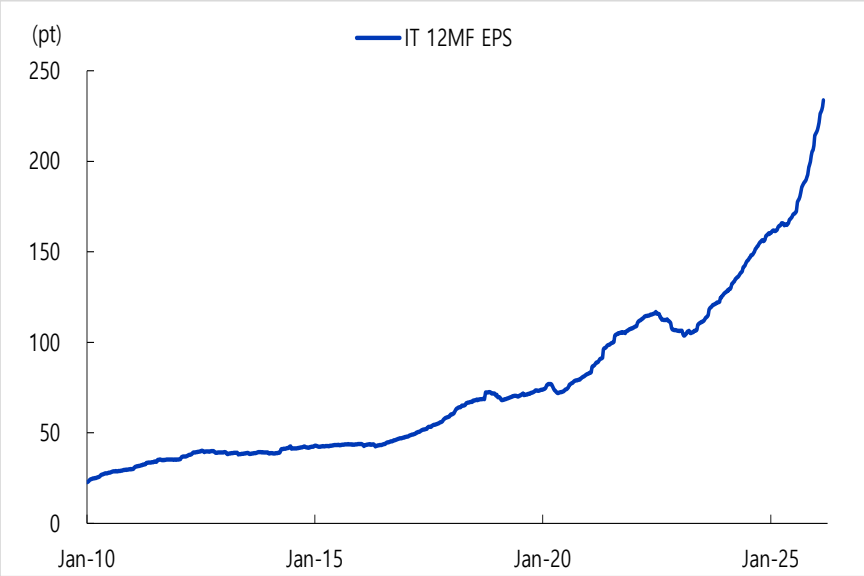


자료: 교보증권 리서치센터. 주: 경기국면 파란색은 실제 데이터 기반, 회색은 당사 예측 모델을 활용한 예측 국면. 2월 말 마감 기준

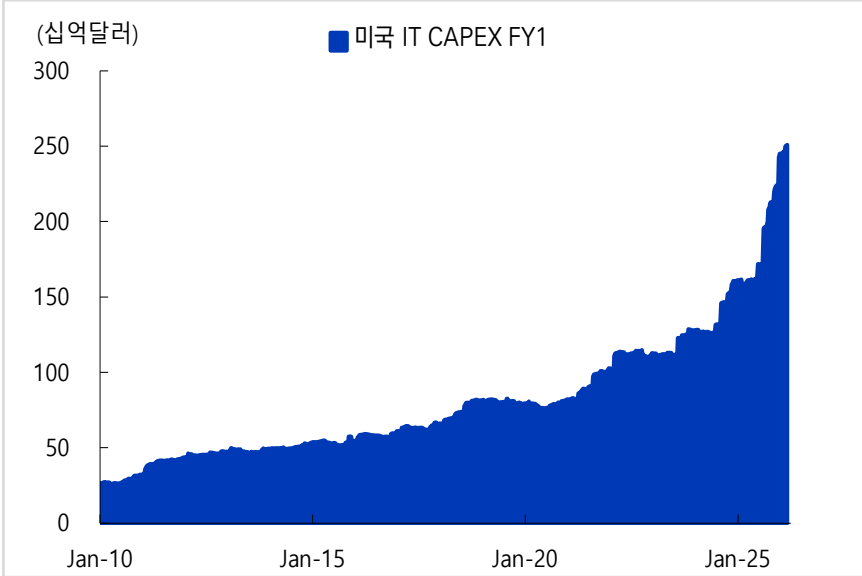
AI 버블 우려가 무색한 미국 IT 업종 전망

- 미국 IT 업종의 12MF EPS, CAPEX 투자 규모는 작년 10월부터 제기된 AI 버블 우려가 무색할 정도로 확대된 수준
- 2월 말 기준, IT 업종의 12MF EPS는 코스피 랠리가 시작된 4월 초 대비 약 +41.2% 증가
- CAPEX 투자 규모 컨센서스는 약 +55.4% 확대됨

미국 IT업종 12MF EPS 추이



미국 IT업종 CAPEX 투자 규모 컨센서스 추이

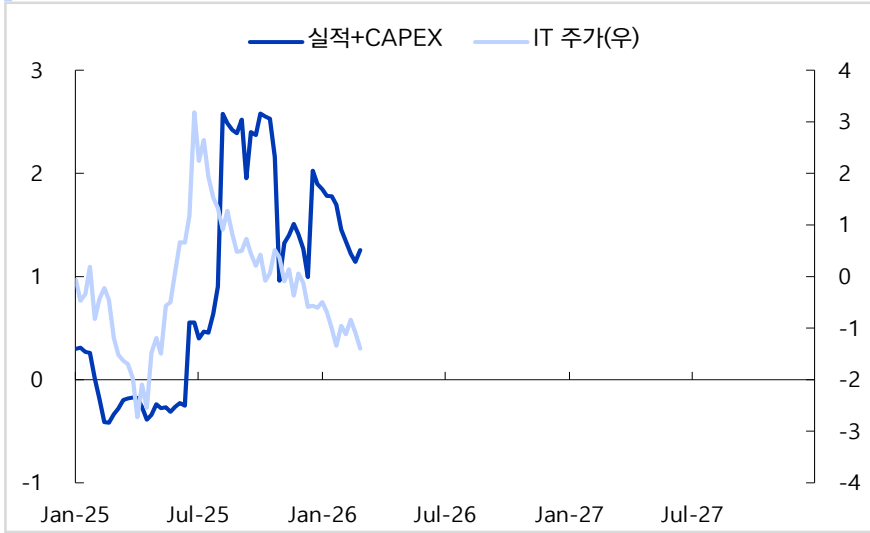


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 종가 기준

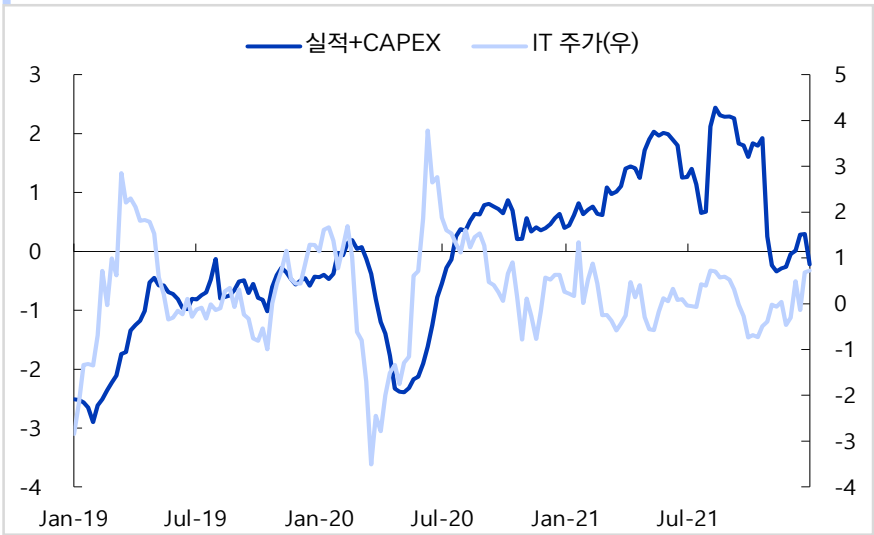
AI CAPEX 투자 대비 수익성 논쟁이 지속되는 미국

- 앞서 비교했던 2016-2018년, 2019-2021년, 현재를 비교하면
- 2017년은 전형적인 CAPEX 과열+실적 피크아웃 구간으로, 주가는 이익 둔화 가능성을 선반영한 모습
- 2020년은 랠리 초반에 주가가 실적 기대감을 선행했으며, 이후 실적을 확인하고 다시 주가가 앞서간 모습
- 현재는 기대감이 선반영된 국면이며, 아직 과열 확장이 아닌 사이클 둔화 여부를 탐색하는 구간으로 판단
- 그러나, 미국 IT 투자 사이클이 확장 국면에 위치하고 있는 만큼, 향후 주가는 상승 흐름으로 전환될 전망

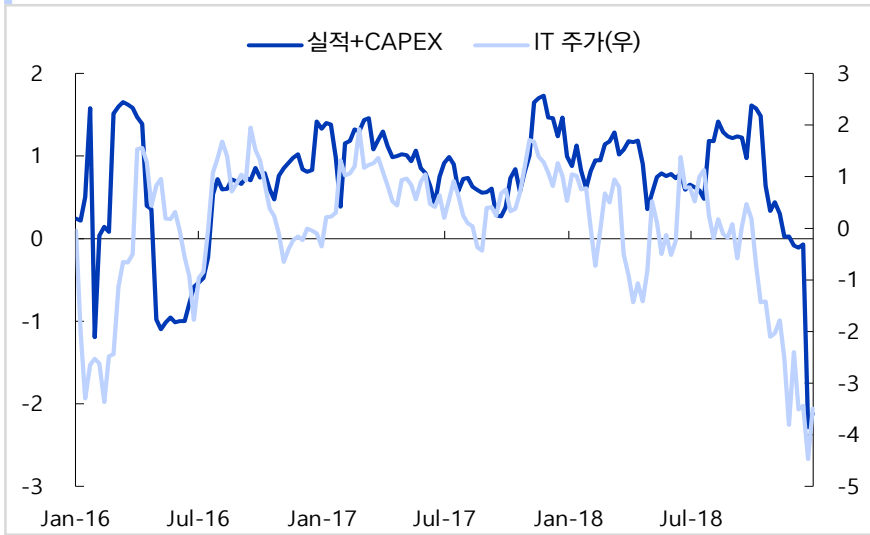
2025-현재: AI CAPEX 투자 대비 수익성 논쟁 지속



2019-2021년: 실적 피크아웃 논쟁



2016-2018: 공급 과잉 우려

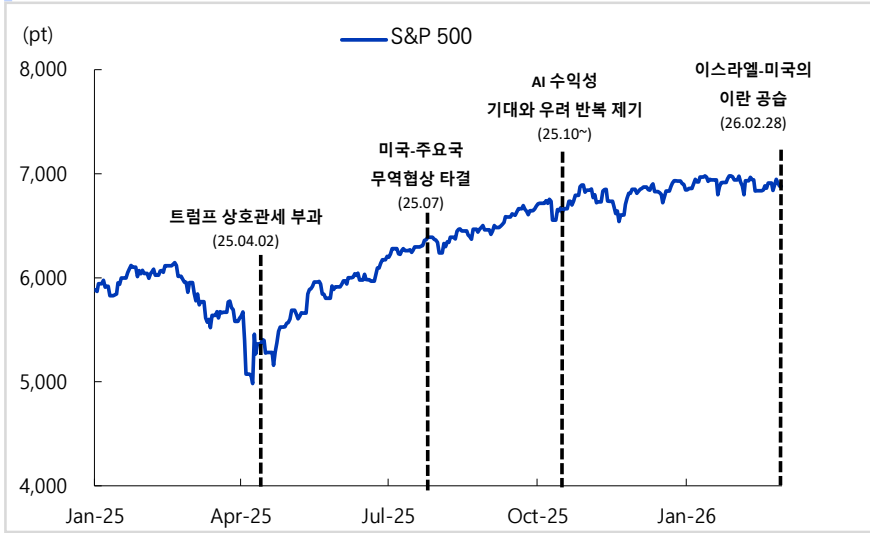


자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 종가 기준

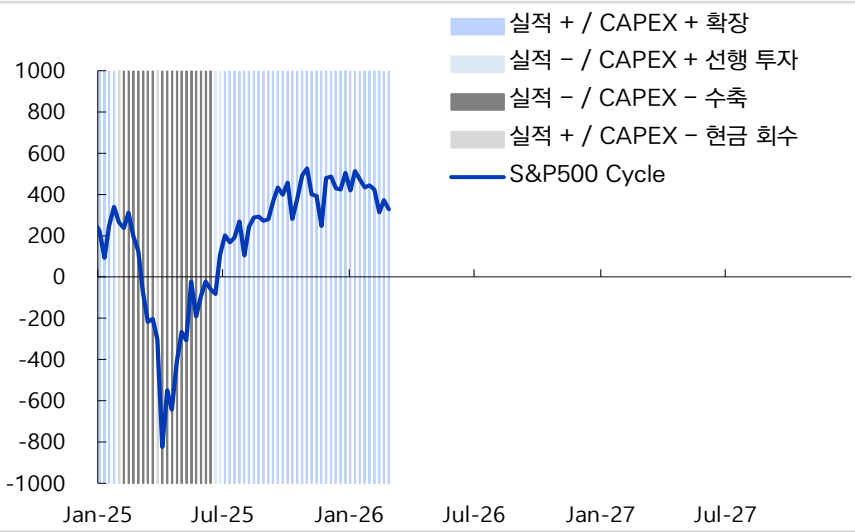
현재 미국 증시는 확장 지속 여부 탐색 구간

- 장기추세를 제거한 S&P500 사이클은 2020년 초반 급반등 구간과 유사하며, 동시에 2017년 중반 가속 구간과도 유사한 모습
- AI 버블 논쟁과 달리, IT 사이클은 둔화가 아닌 확장 탐색 구간으로 판단
- 현재는 기대감이 선반영된 국면으로, CAPEX는 확대 중이며 실적 모멘텀 둔화 신호는 제한적
- 즉, 2017년 및 2020년 고점 국면과 달리 아직 실적 피크 신호는 확인되지 않음

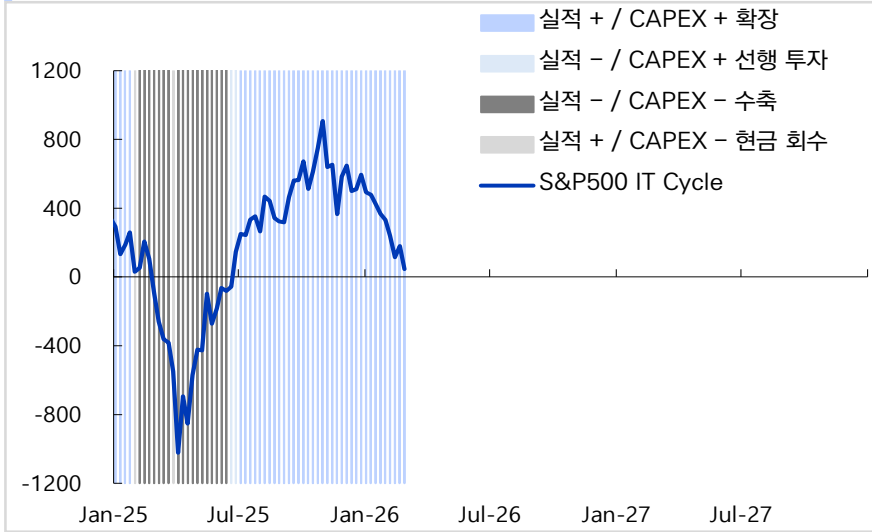
2025-현재: 증시 주요 이벤트



S&P500 Cycle



S&P500 IT Cycle

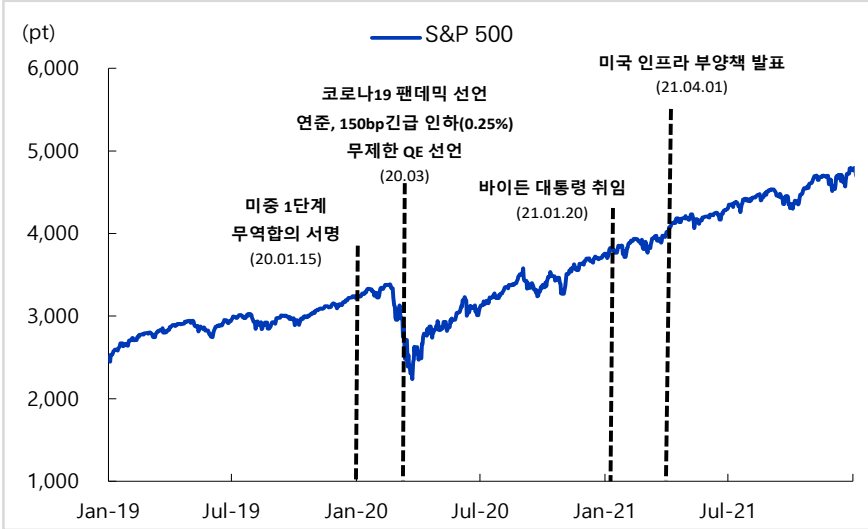


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 종가 기준

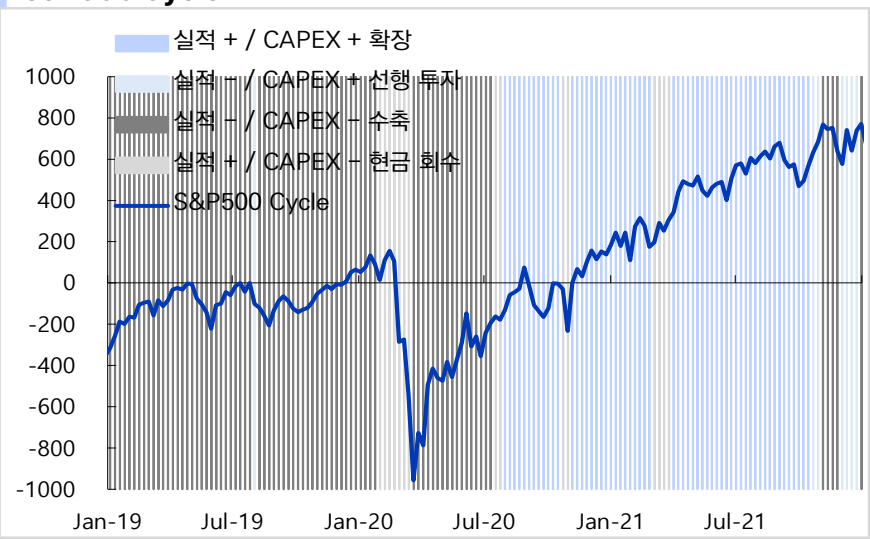
2020년 코로나 랠리는 정책 충격 이후 유동성 주도 반등

- 2020년 코로나 랠리 당시 증시를 주도한 요인은 제로금리, 무제한 QE, 대규모 재정정책 등 정책 대응 측면
- 주가 사이클은 정책 및 유동성 확대 기대가 선반영되는 구조였으며, 실적 개선 기대는 경기 정상화 과정에서 후행적으로 강화됨
- 2020년 랠리는 이익 가속 국면이 아닌 정책 충격 이후 유동성에 의해 빠르게 복원된 장세

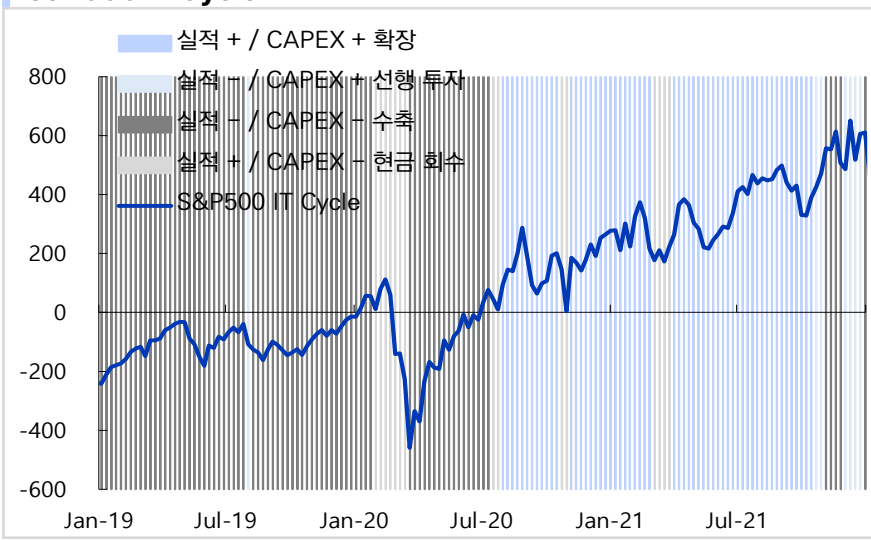
2019-2021년: 증시 주요 이벤트



S&P500 Cycle



S&P500 IT Cycle

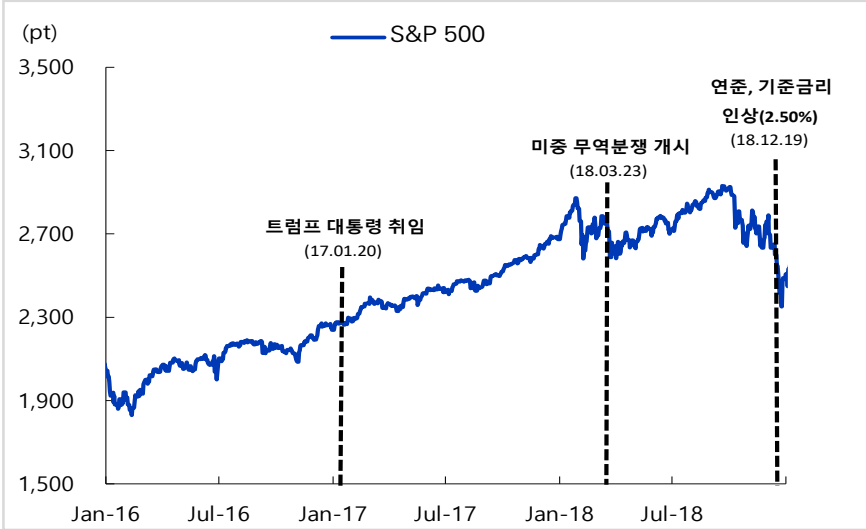


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

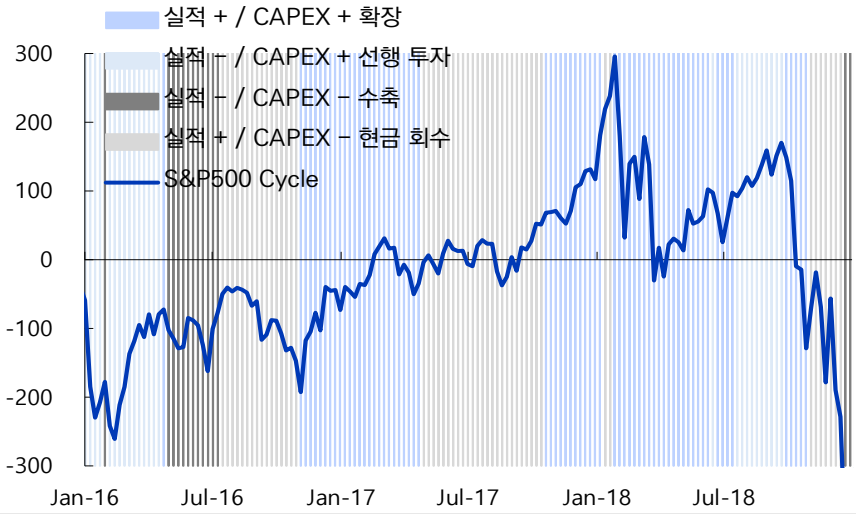
2017년 미국 IT 사이클은 실적 가속 이후 피크 형성

- 2017년 랠리를 주도한 요인은 정책 충격이 아닌 경기 회복 및 기업 이익 개선 흐름
- 주가 사이클은 완만한 확장 이후 변동성 확대 장세로 진입했으며, 이후 둔화 신호가 점진적으로 나타남
- 특히, 사이클 고점 형성 이후 실적 피크아웃 우려와 함께 조정 국면에 진입
- 2017년은 이익 가속 이후 정점을 형성한 확장 후반 구간

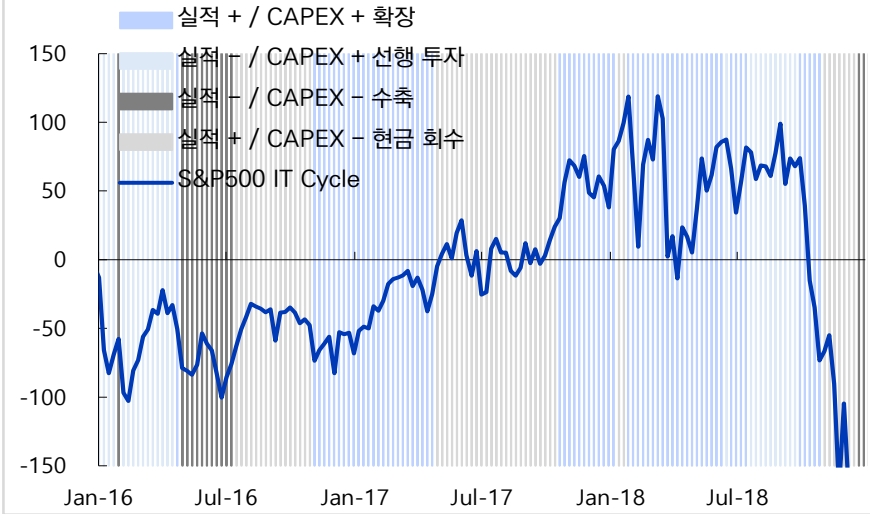
2017-2019년: 증시 주요 이벤트



S&P500 Cycle



S&P500 IT Cycle

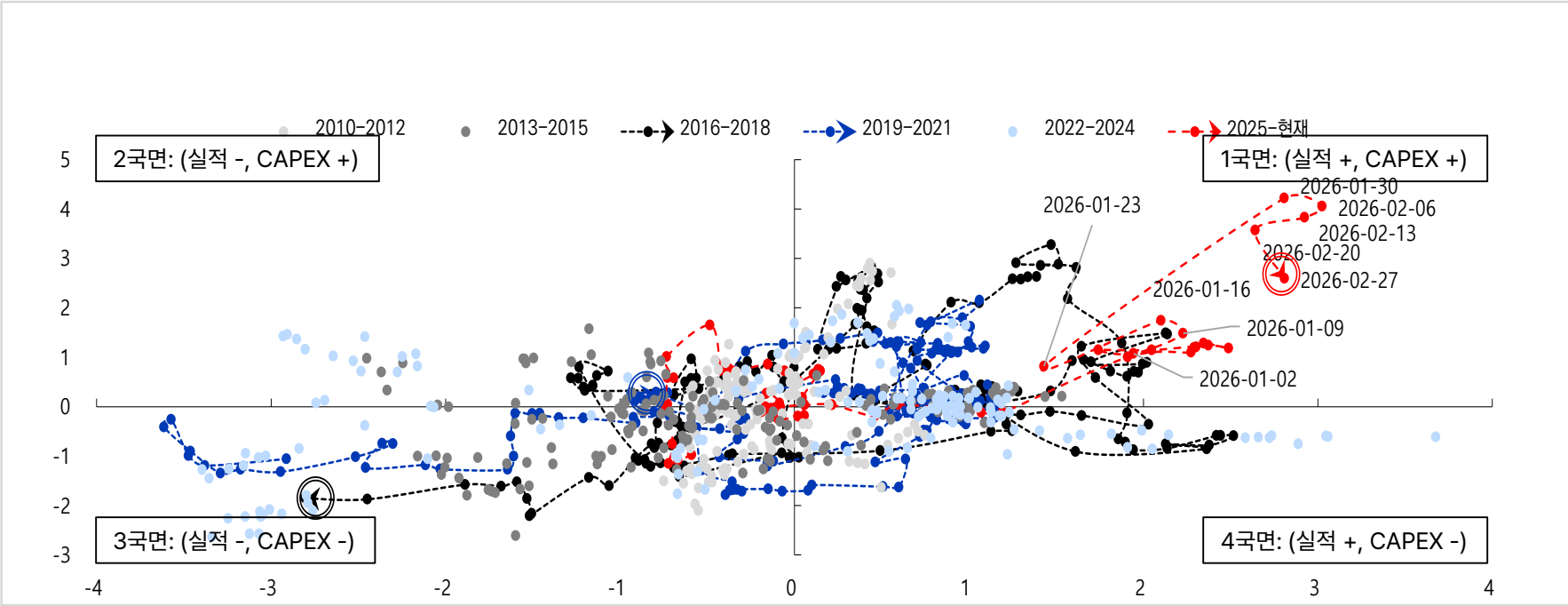


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

한국 반도체 투자 사이클, 확장 국면에 위치

- 한국 반도체 투자 사이클은 미국 IT 투자 사이클과 동일한 흐름을 보이며, 여전히 둔화 신호는 제한적인 것으로 판단
- 실제로, 과거 2016-2018년 및 2019~2021년을 보면, 한국 반도체 투자 사이클이 미국 IT 투자 사이클 경로를 후행하는 모습
- 이는 미국 CAPEX 확대가 한국 반도체 수출과 CAPEX 투자 확대로 직결되기 때문
- 2월 말 기준으로, 한국 반도체 투자 사이클은 역사적으로 강한 확장 강도를 보이고 있음

현재 한국 반도체 투자 사이클도 확장 국면에 위치

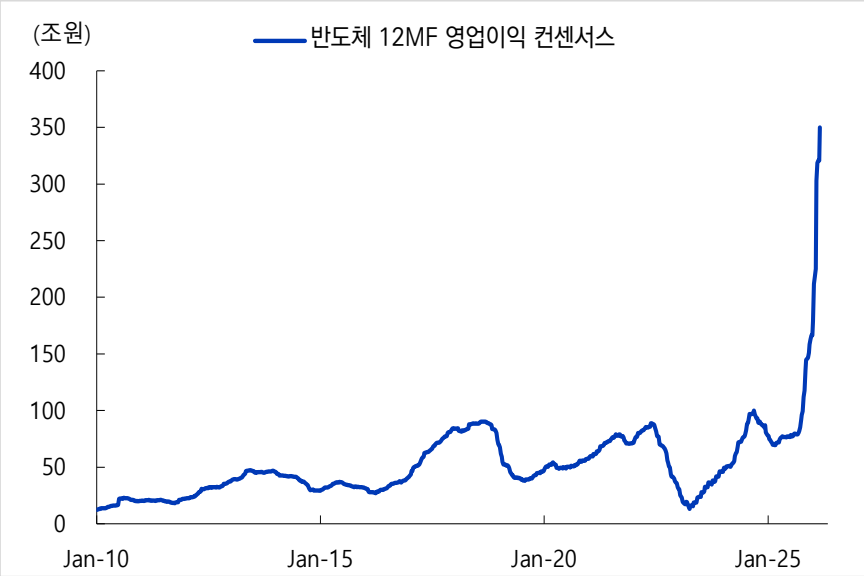


자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 마감 기준

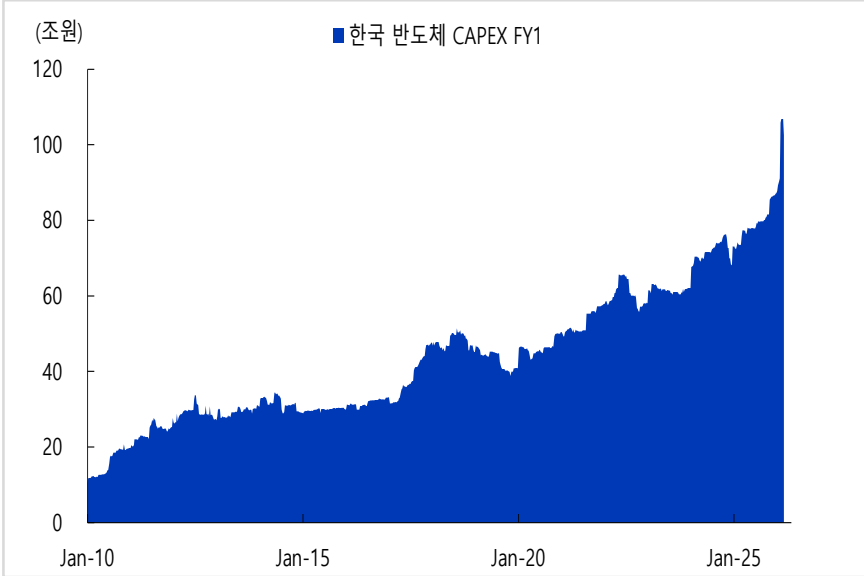
꾸준히 상승하는 한국 영업이익 컨센서스, CAPEX 투자 규모

- 한국 반도체 12MF 영업이익 컨센서스, CAPEX 투자 규모 역시 미국과 마찬가지로 우상향 추세 지속
- 다만, CAPEX 투자 규모 기울기는 미국 대비 완만한 반면, 12MF 영업이익 컨센서스 추이는 90도에 가까운 수준
- 2월 말 기준, CAPEX 투자 규모 전망치는 코스피 랠리가 시작된 4월 초 대비 약 +34.0% 증가한 반면, 반도체 12MF 영업이익 전망치는 +361.9% 상향됨

한국 반도체 업종 12MF 영업이익 추이



한국 K2(삼성전자+SK하이닉스) CAPEX 투자 규모 컨센서스 추이

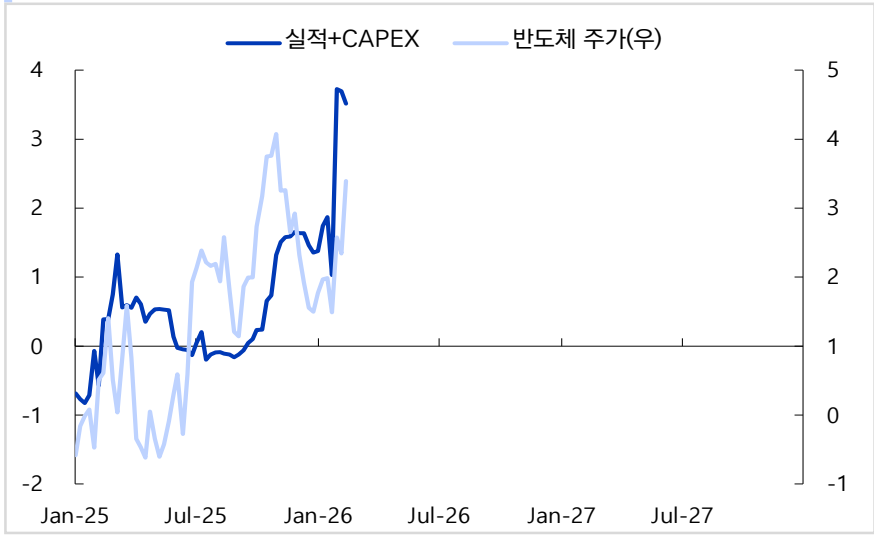


자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 종가 기준

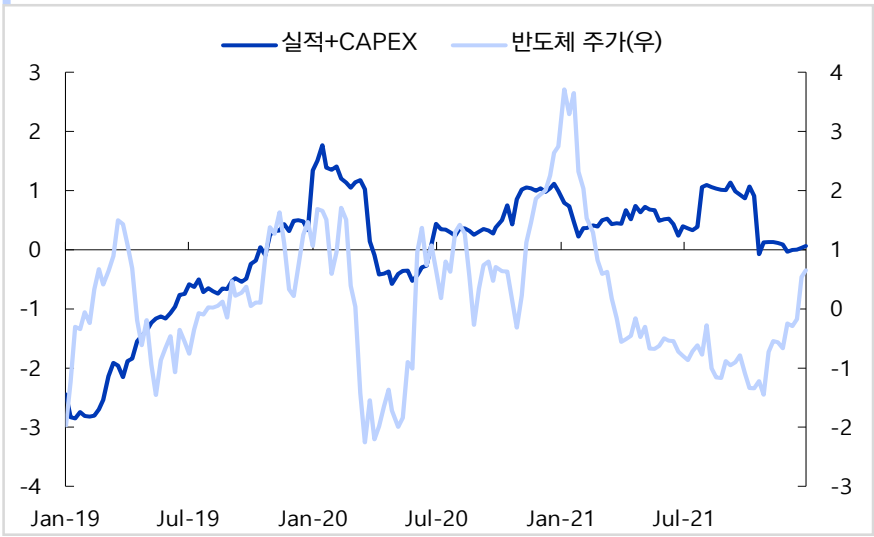
따라갈 수 있느냐 vs. 앞서간 대가를 치르느냐

- 미국과 동일하게 2016-2018년, 2019-2021년, 현재를 비교하면
- 2017년은 글로벌 반도체 CAPEX 둔화 신호를 한국 주가가 과잉 반영한 모습으로, 한국 특유의 베타 및 집중도 효과가 나타남
- 2020년은 글로벌 수요 및 CAPEX가 실제로 한국 증시에 반영된 구간으로, 미국 동조 사이클의 정상적인 구간으로 판단
- 현재는 한국 반도체가 미국 AI CAPEX 기대를 레버리지 형태로 반영하는 동시에 미국 대비 주가 선행 강도가 강하지만, 주가는 여전히 실적+CAPEX 사이클 지수를 추종하는 모습

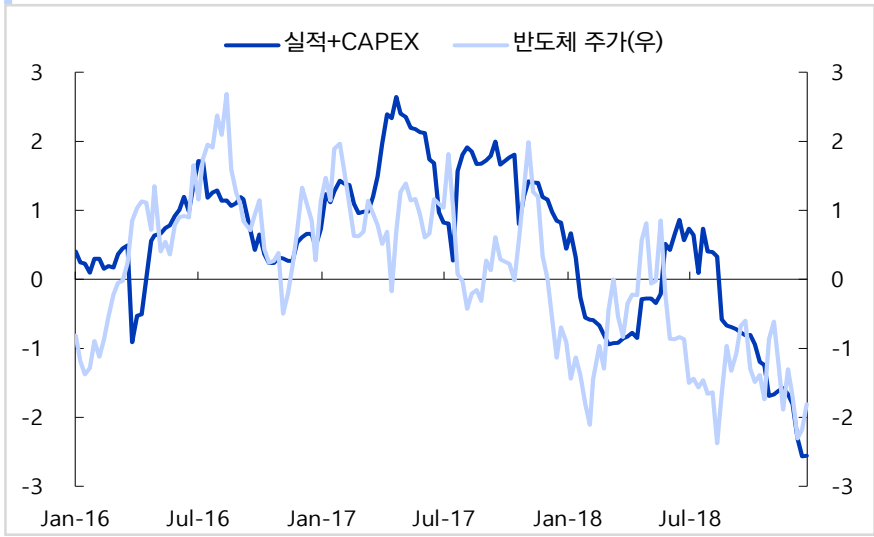
2025-현재: 미국보다 강한 주가 선행 강도



2019-2021년: 미국과 가장 비슷했던 구간



2016-2018: 미국보다 강했던 후반부 조정

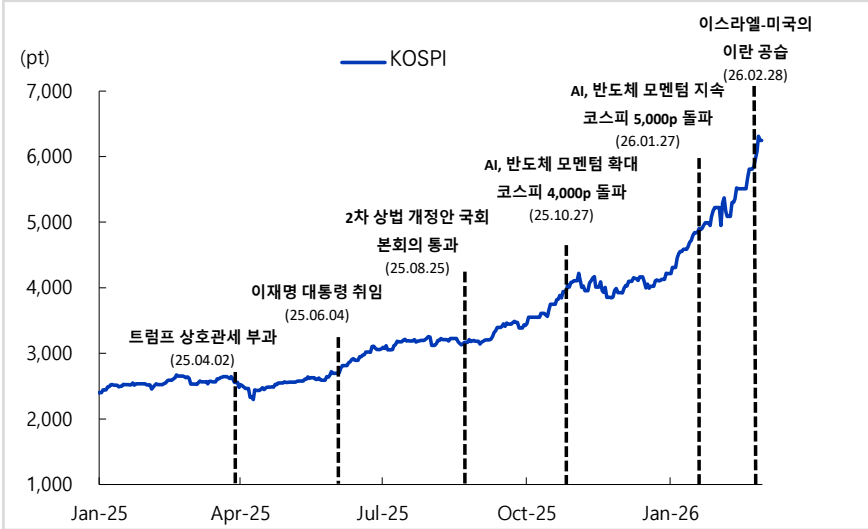


자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 종가 기준

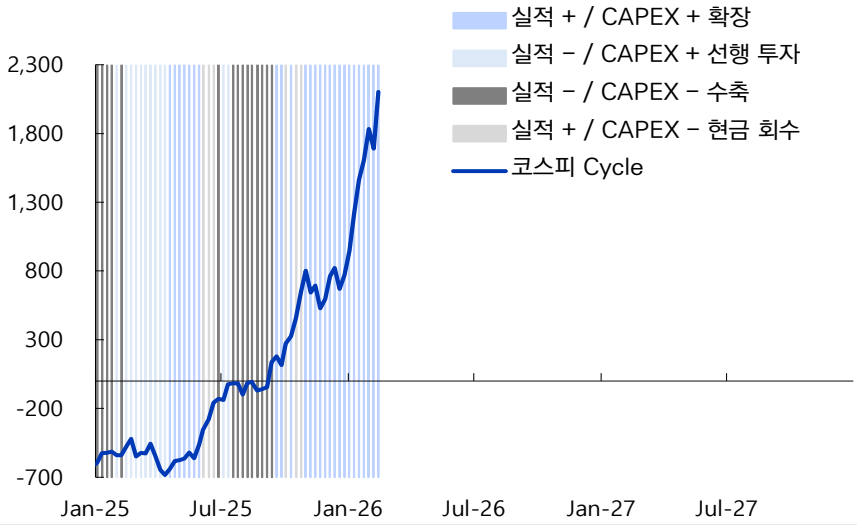
현재 한국 증시는 반도체 확장 가속 구간

- 장기추세를 제거한 한국 반도체 사이클은 2017년 가속 구간과 유사한 상승 강도를 보이며, 2020년 초반 급반등 이후의 추세 확장 구간과도 유사한 모습
- 다만, Part1에서 확인했듯 10월 이후 코스피 랠리는 "반도체 실적 주도"로 전환된 만큼, 향후 방향성은 2020년보다 2017년 흐름을 추종할 가능성이 높을 전망
- 특히 사이클 지수는 역사적 상단 수준까지 상승하며, 확장 강도 측면에서 과거 대비 높은 레벨을 기록
- 즉, 현재는 둔화 전환 구간이 아니라 확장 가속이 진행 중인 구간

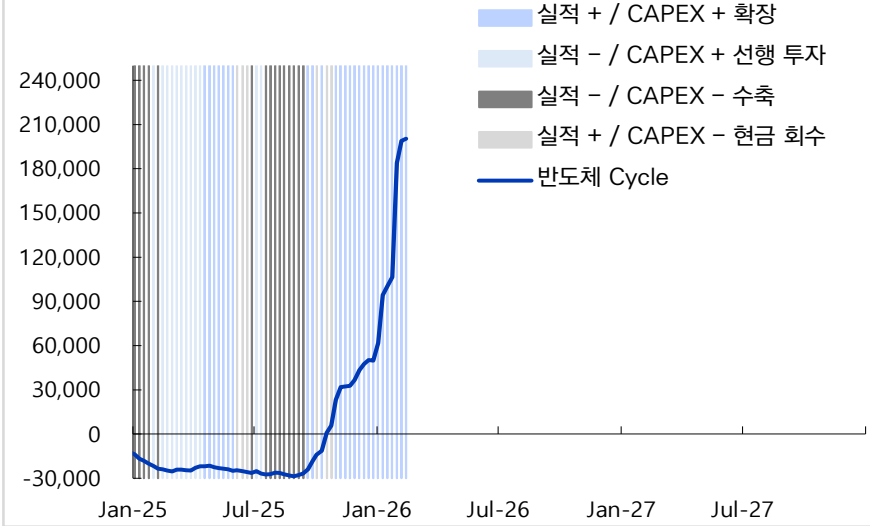
2025-현재: 증시 주요 이벤트



코스피 Cycle



반도체 Cycle

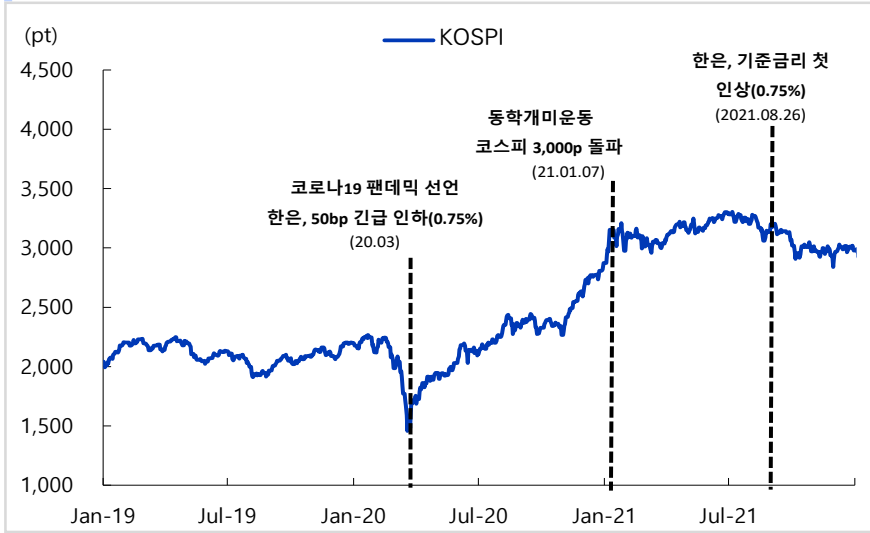


자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 종가 기준

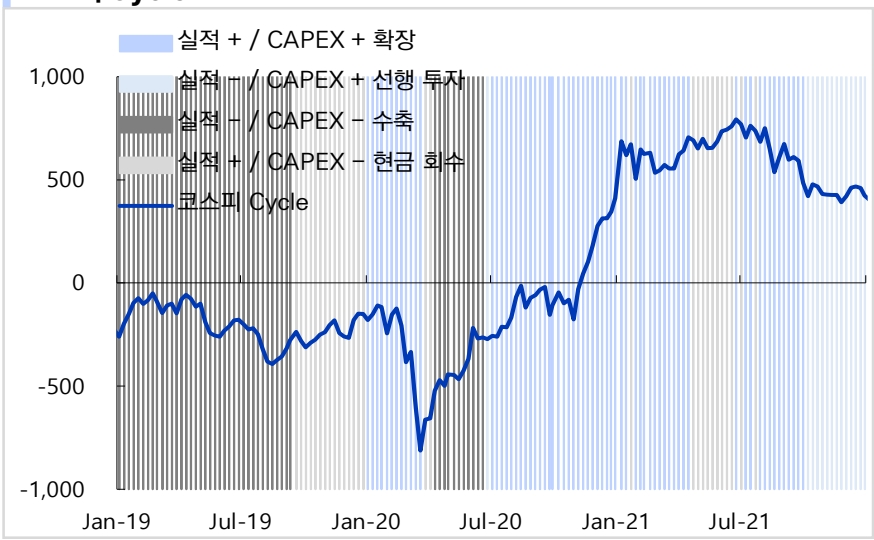
2020년은 정책 충격 이후 급반등 구간

- 한국 증시 사이클은 미국과 마찬가지로 2020년 3월 팬데믹 충격으로 급락한 이후 단기간 내 강한 V자 반등을 기록
- 동기간 제로금리, QE, 대규모 재정정책 등 글로벌 정책 대응과 함께 사이클은 저점에서 빠르게 복원된 구조
- 2020년은 미국과 마찬가지로 이익 가속에 의한 확장이 아닌 정책 및 유동성에 의해 복원된 급반등 구간

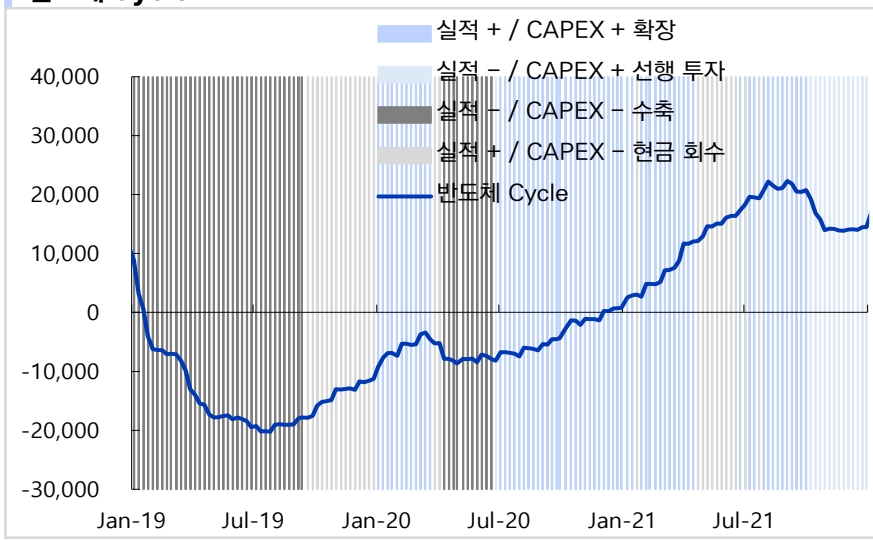
2019-2021년: 증시 주요 이벤트



코스피 Cycle



반도체 Cycle

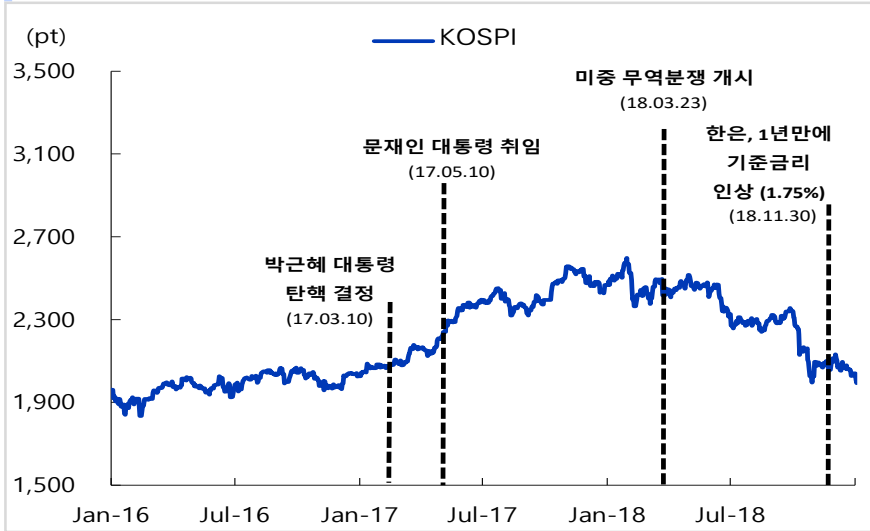


자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터

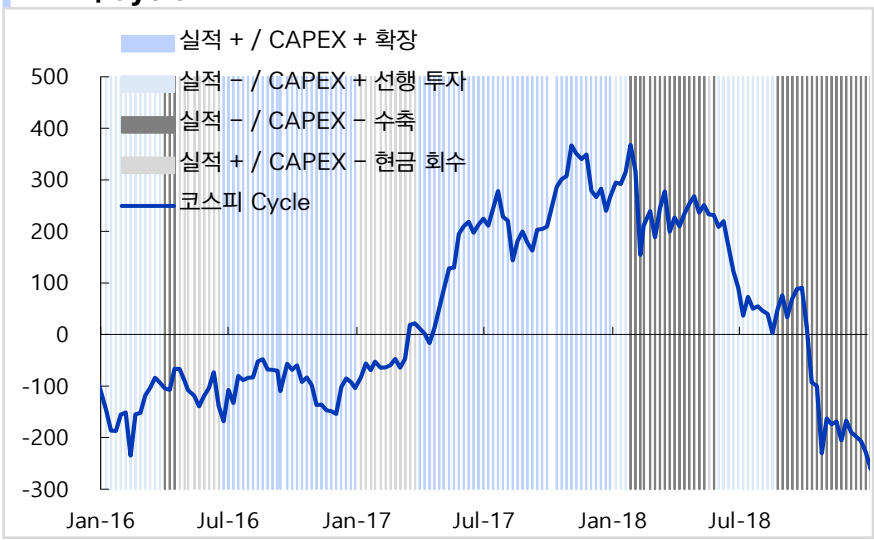
2017년 한국 반도체 역시 실적 가속 이후 피크 형성

- 한국 반도체 사이클은 2016년 저점 이후 완만한 확장 흐름이 지속되었으며, 2017년 중반부터 가속 국면에 진입
- 동기간 글로벌 반도체 업황 개선 및 기업 이익 급증이 랠리를 주도
- 사이클은 역사적 상단 구간까지 상승한 이후 변동성 확대와 함께 둔화 신호가 점진적으로 나타남
- 2017년은 정책 충격에 의한 복원 장세가 아닌 이익 가속 이후 정점을 형성한 구간

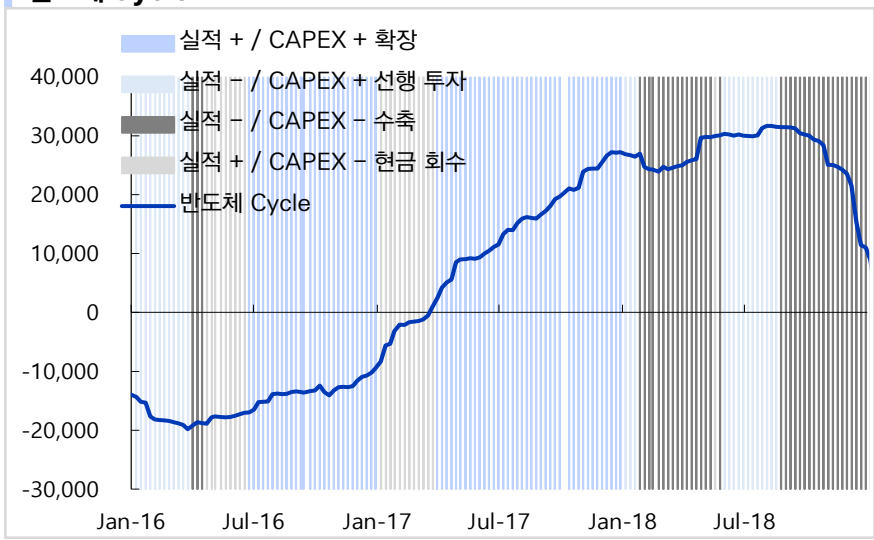
2016-2018년: 증시 주요 이벤트



코스피 Cycle



반도체 Cycle

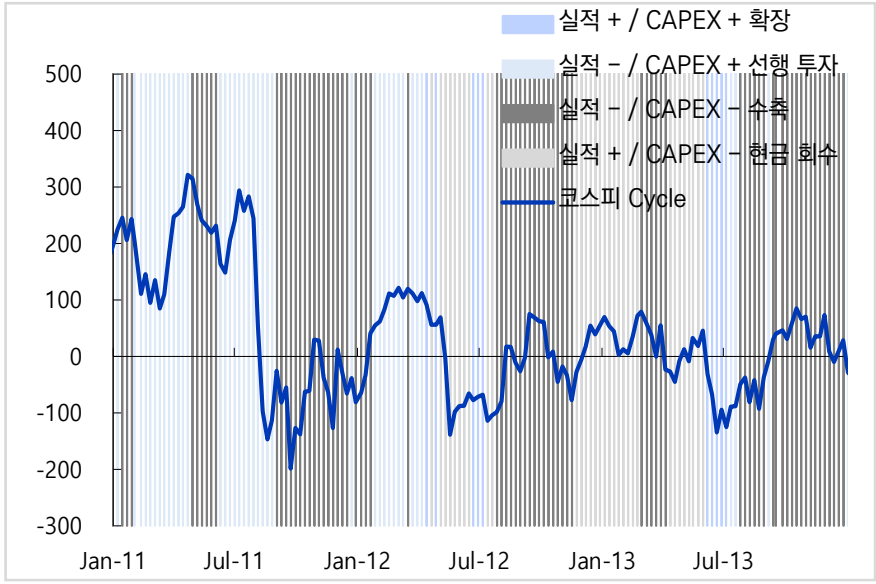


자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터

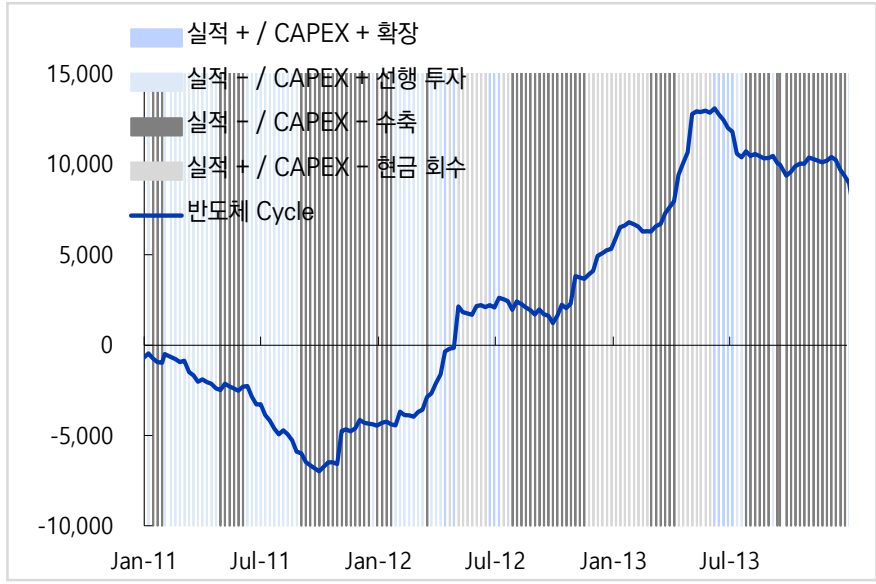
참고) 2010-2012년: 반도체 단독 강세, 지수는 정체 구간

- 2010-2012년은 반도체 업황 개선에도 불구하고 코스피가 박스권에 머문 구간
- 업종 집중도 및 지수 기여 구조가 현재와 상이
- 당시 반도체의 지수 내 영향력은 현재 대비 제한적
- 반도체 강세가 곧 지수 강세로 연결되지는 않았던 시기

코스피 Cycle



반도체 Cycle

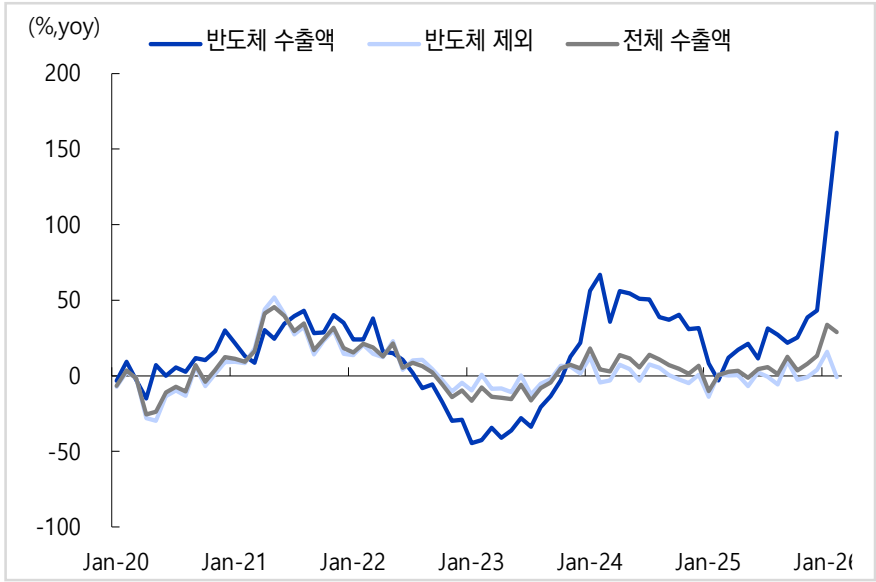


자료: 교보증권 리서치센터

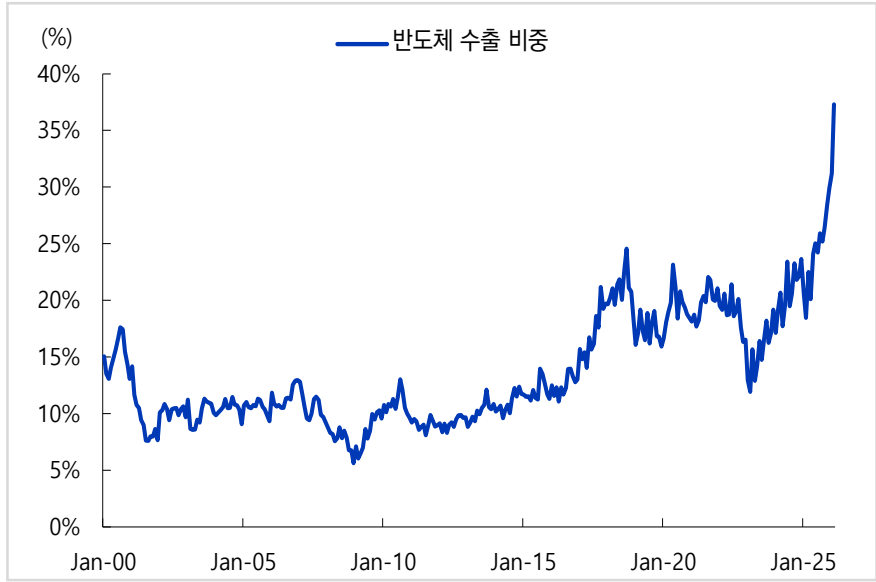
반도체 투자 사이클, 상반기는 확장 국면에 지속 위치할 가능성

- 앞서 언급했듯, 2월 말 기준으로 미국 및 한국 투자 사이클은 모두 확장 국면에 위치
- 한국의 경우, 여전히 유효한 반도체 실적 및 수출 모멘텀에 의해 상반기는 동일 국면에 지속 위치할 가능성
- 따라서, 현재 투자 사이클 국면에서 우수한 성과를 보인 반도체, 화학, 건강관리, 증권, 에너지 업종을 중심으로 포트폴리오를 구성하는 것이 유효할 전망
- 다만, 주가의 선행성과 역사적으로 미국 IT 투자 사이클을 후행하는 한국의 반도체 투자 사이클 경로를 고려하면, 향후 대응을 위해 4국면에서 우수한 성과를 보였던 업종에 대한 관심 역시 필요할 것으로 판단

반도체 수출 모멘텀 강세 지속



반도체 수출 비중 확대 지속

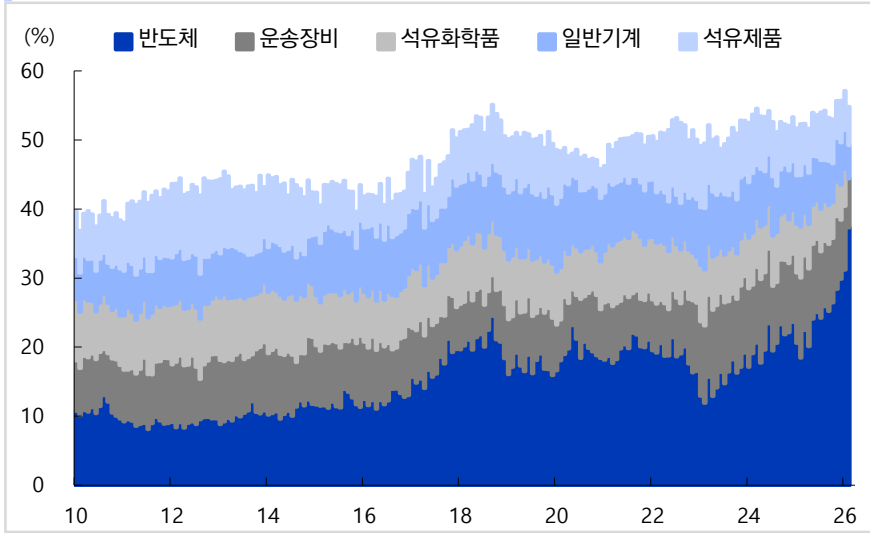


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

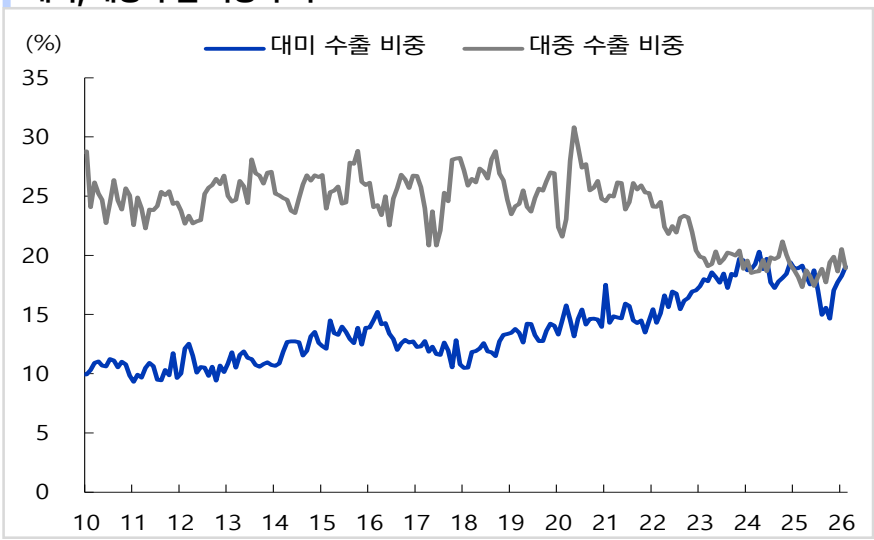
국내 주요 품목, 대미, 대중 수출을 봐도 압도적인 반도체

- 국내 주요 품목 중, 수출 금액 기준 TOP5에서 눈에 띄게 비중이 확대되는 품목은 반도체
- 대미, 대중 수출 비중을 봐도, 2024년 여름부터 수출 비중이 감소하기 시작했으나, 최근 들어 반등 흐름 지속
- 이는 반도체 영향으로 대미, 대중 수출 비중이 지속 확대되고 있기 때문

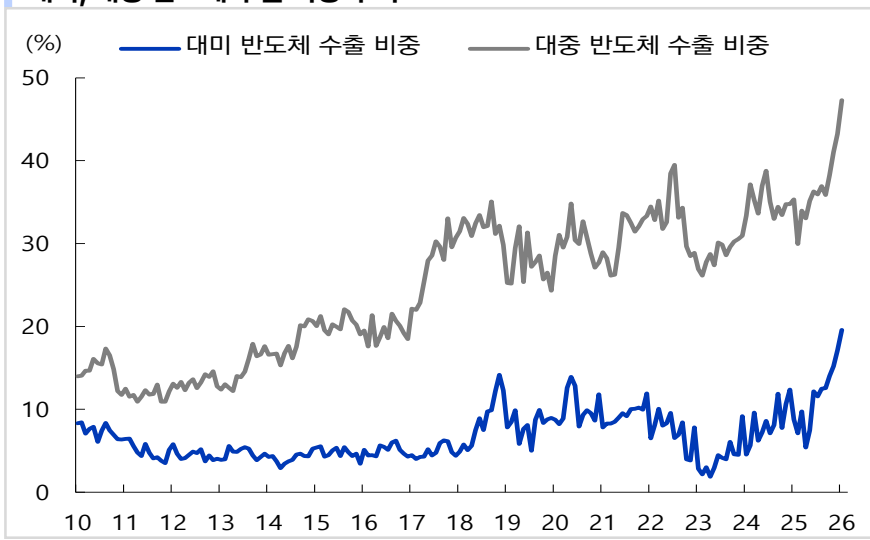
수출 금액 기준 TOP5



대미, 대중 수출 비중 추이



대미, 대중 반도체 수출 비중 추이



자료: Bloomberg, 한국무역협회, 교보증권 리서치센터

반도체 투자 사이클 기반 국면별 TOP10 업종

- 한국 증시는 반도체 중심의 구조적 집중도를 보유
- 반도체 투자 사이클 확장 국면에서는 업황 개선 효과가 타 산업으로 확산되는 경향
- 과거 2016–2018년 및 2019–2021년 국면에서도 반도체 중심 상승 이후 타 업종으로 쏠림 현상이 완화된 모습
- 이는 반도체 실적 가속이 지수 방향성을 주도하고, 업종 로테이션이 초과수익을 결정하는 구조임을 시사

국면별 TOP10 업종

② 2국면: (−,+) 선행 투자

RANK	업종명	정보비율
1	자동차	0.152
2	비철,목재등	0.134
3	건강관리	0.105
4	소프트웨어	0.098
5	화학	0.079
6	필수소비재	0.057
7	화장품,의류,완구	0.052
8	보험	0.030
9	에너지	0.028
10	상사,자본재	0.027

① 1국면: (+,+) 확장·공격

RANK	업종명	정보비율
1	반도체	0.098
2	화학	0.092
3	건강관리	0.059
4	증권	0.058
5	에너지	0.017
6	비철,목재등	0.017
7	자동차	0.016
8	상사,자본재	0.016
9	IT가전	0.011
10	기계	-0.009

③ 3국면: (−,−) 침체·수축

RANK	업종명	정보비율
1	반도체	0.179
2	IT가전	0.050
3	IT하드웨어	0.050
4	조선	0.049
5	상사,자본재	0.040
6	미디어,교육	0.024
7	호텔,레저서비스	0.019
8	유틸리티	0.018
9	화장품,의류,완구	0.018
10	필수소비재	0.006

④ 4국면: (+,−) 성숙·회수

RANK	업종명	정보비율
1	기계	0.142
2	조선	0.141
3	반도체	0.097
4	유틸리티	0.072
5	소프트웨어	0.064
6	증권	0.063
7	호텔,레저서비스	0.036
8	상사,자본재	0.032
9	보험	0.024
10	비철,목재등	0.023

자료: 교보증권 리서치센터

투자 사이클 국면별 업종 성과 분석 파이프라인

- WI26 업종의 코스피 대비 주간 초과수익률을 산출
- 투자 사이클 국면(1~4)별로 구간을 나누어 업종별 평균 초과수익률과 표준편차를 계산
- 정보비율(IR = 평균 초과수익 ÷ 표준편차) 기준으로 국면별 업종을 정렬해 상위 업종을 선별
- 국면별 IR 상위 업종 구성이 달라지는 경향을 바탕으로 국면 기반 업종 로테이션 전략을 설계

업종 선별 파이프라인

자료: 교보증권 리서치센터

국면 기반 업종 로테이션 전략(TOP5 동일가중)

- 국면 기반 업종 로테이션 전략의 핵심 구조는 다음과 같음:

1) 주간 국면 신호(t-1 종가 기준 확정)

2) 동일가중으로 TOP5 업종에 대해 월요일 시초가 진입

3) 국면 유지 시 홀딩, 전환 시 리밸런싱

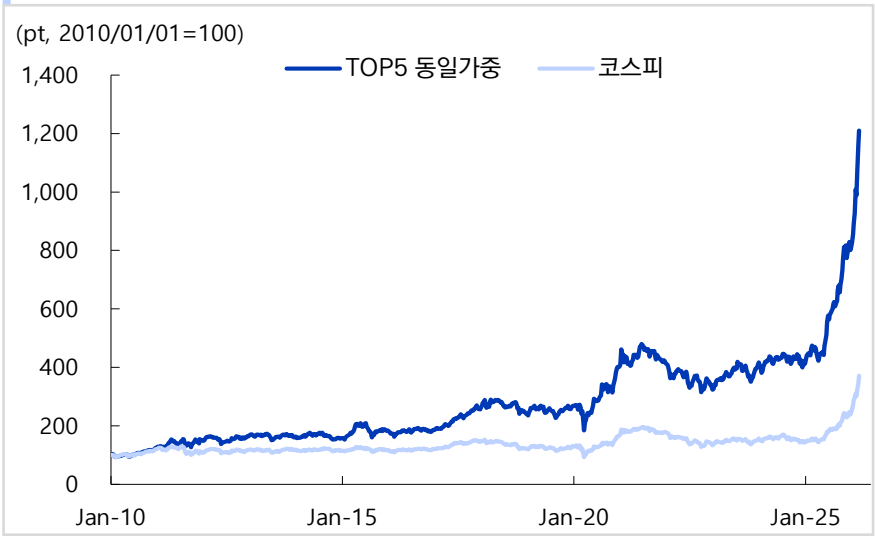
4) 거래비용은 매도/매수 각 0.02%, 슬리피지 비용 0.3%로 총 0.34%를 반영

- 해당 전략은 2010년 1월부터 2026년 2월 말까지 누적수익률 1109.6%, 연환산수익률 16.6%, 연환산변동성 20.4%, 샤프 비율 0.81, MDD -36.5%를 기록하며 위험 조정 수익률이 명확함

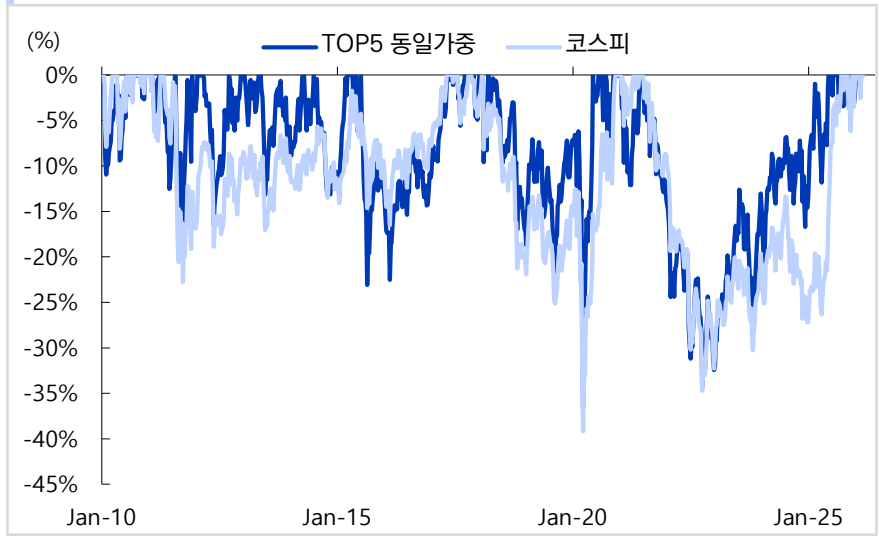
2010년부터 현재까지 장기성과

	코스피	국면별 TOP5 업종 동일가중
누적수익률	271.1%	1109.6%
연환산수익률	8.4%	16.6%
연환산변동성	16.9%	20.4%
샤프 (RF=0%가정)	0.50	0.81
MDD (최대낙폭)	-39.2%	-36.5%

우수한 성과를 보인 국면 기반 업종 로테이션 전략



상대적으로 안정적인 낙폭 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 종가 기준

비용 민감도, Robustness 검증

- 국면별 상위 5개, 7개 업종에 대한 슬리피지 비용 0.5%의 보수적 가정에서도 샤프 비율은 0.7 수준을 유지
- 이는 구조적 초과수익 유지가 가능하며, 과최적화 징후가 낮다는 의미
- 즉, 투자 사이클 국면 기반 투자전략은 실전 적용이 가능한 것으로 판단

TOP5 업종, 슬리피지 비용 0.3% 적용

	코스피	TOP5 동일가중
누적수익률	271.1%	1109.6%
연환산수익률	8.4%	16.6%
연환산변동성	16.9%	20.4%
샤프(RF=0%가정)	0.50	0.81
MDD(최대낙폭)	-39.2%	-36.5%

TOP5 업종, 슬리피지 비용 0.5% 적용

	코스피	TOP5 동일가중
누적수익률	271.1%	860.1%
연환산수익률	8.4%	15.0%
연환산변동성	16.9%	20.4%
샤프(RF=0%가정)	0.50	0.73
MDD(최대낙폭)	-39.2%	-37.3%

TOP7 업종, 슬리피지 비용 0.3% 적용

	코스피	TOP7 동일가중
누적수익률	271.1%	809.6%
연환산수익률	8.4%	14.6%
연환산변동성	16.9%	18.7%
샤프(RF=0%가정)	0.50	0.78
MDD(최대낙폭)	-39.2%	-41.0%

TOP7 업종, 슬리피지 비용 0.5% 적용

	코스피	TOP7 동일가중
누적수익률	271.1%	622.0%
연환산수익률	8.4%	13.0%
연환산변동성	16.9%	18.8%
샤프(RF=0%가정)	0.50	0.69
MDD(최대낙폭)	-39.2%	-41.8%

자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2월 말 종가 기준

KYOBO Securities

해당 페이지는 편집상 공백입니다.

II. 퀀트

: 반도체 투자 사이클 국면별 팩터 유효성 검증

Part 03

반도체 투자 사이클 내면의 질서

분석 팩터 목록

Value

P/E(TTM) (↓) P/E(TTM) 3Y Rel. (↓)
P/E(12MF) (↓) P/E(12MF) 3Y Rel. (↓)
P/B(TTM) (↓) P/B(TTM) 3Y Rel. (↓)
P/B(12MF) (↓) P/B(12MF) 3Y Rel. (↓)

Size Effect

소형주효과 (시가총액 ↓)

Momentum

1M 주가수익률
3M 주가수익률
12M 주가수익률
12M 주가수익률 - 1M 주가수익률

Earnings Revision

FY1 지배EPS 3M 변화율 FY1 OP 3M 변화율
FY2 지배EPS 3M 변화율 FY2 OP 3M 변화율
FQ1 지배EPS 3M 변화율 FQ1 OP 3M 변화율
FQ2 지배EPS 3M 변화율 FQ2 OP 3M 변화율
12MF 지배EPS 3M 변화율 12MF OP 3M 변화율

Growth

FY0~FY2 지배EPS CAGR FY0~FY2 OP CAGR
FY0~FY1 지배EPS YoY FY0~FY1 OP YoY
FY1~FY2 지배EPS YoY FY1~FY2 OP YoY
FQ-3~FQ1 지배EPS YoY FQ-3~FQ1 OP YoY
FQ-2~FQ2 지배EPS YoY FQ-2~FQ2 OP YoY

CAPEX

CAPEX/자산
CAPEX/매출
CAPEX 12MF/TTM YoY

Low Volatility

60D 변동성 (↓) 60D 베타(KOSPI 대비) (↓)
52W 변동성 (↓) 52W 베타(KOSPI 대비) (↓)
156W 변동성 (↓) 156W 베타(KOSPI 대비) (↓)

Shareholder Return

배당수익률(TTM)
최근 3Y 평균 배당수익률
현금배당성향(TTM)
최근 3Y 합산 현금배당성향
자사주매입률(TTM)

Quality

ROE(TTM)
최근 3Y 합산 ROE
OPM(TTM)
최근 3Y 합산 OPM
NPM(TTM)
최근 3Y 합산 NPM
FCF/매출(TTM)
발생액비율(TTM) (↓)
현금비율
부채비율 (↓)
이자보상배율
총자산회전율
재고자산회전율

국면별 타겟 업종에 대한 유효 팩터 도출: 방법론

- 반도체 업사이클과 한국 증시간의 상관성이 높게 나타났던 기간인 1) 2016~2018년 사이클, 2) 2019~2021년 사이클, 그리고 3) 2025년 이후~현재까지의 국면 사이클에 초점
- 각 사이클에서 한 국면이 지속되었던 기간들을 국면별로 따로 추출한 뒤, 앞에서 도출된 국면별 강세 업종에 해당하는 유니버스(주간 단위)에 대해 국면연속기간을 고려하여 팩터별 Top20% Long Only 주평균수익률을 산출하였음
- 각 사이클 * 각 국면별로 상위 15개 유효 팩터 도출. 이후 3가지 사이클에서 각 국면별 최소 2차례 이상 상위 15개 팩터 리스트에 포함되었던 팩터들을 국면별 유효 팩터로 최종 판단
- 4국면의 경우 각 국면별 성과 상위 20개를 도출하여 최종적인 유효 팩터를 도출. 4국면의 경우 상위 15개 유효 팩터로 최종 팩터를 도출할 때, 그 개수가 5개 정도에 불과했음. 이는 2025년 이후 사이클에서 4국면에 해당하는 사례가 상대적으로 극소했기 때문

사이클 기간 내 국면별 팩터 주평균수익률 산출 방식

	국면연속	기간	팩터1	팩터2	팩터3	...	팩터58	팩터59	팩터60
1국면	28주	2016-06-17~2016-12-30	8.88%	10.09%	2.87%	...	-10.23%	-4.93%	-7.61%
	40주	2017-03-24~2017-12-29	15.12%	21.06%	27.69%	...	31.24%	23.30%	35.79%
2016년~2018년 사이클 1국면 팩터별 주평균수익률			(8.88%+15.12%) /(28+40)	(10.09%+21.06%) /(28+40)	(2.87%+27.69%) /(28+40)	...	(-10.23%+31.24%) /(28+40)	(-4.93%+23.30%) /(28+40)	(-7.61%+35.79%) /(28+40)
2국면	12주	2016-01-01~2016-03-25	9.58%	10.54%	7.55%	...	-5.41%	-4.17%	-4.42%
	3주	2017-12-29~2018-01-19	6.31%	7.18%	6.68%	...	6.61%	4.58%	13.00%
	12주	2018-05-25~2018-08-17	-11.82%	-6.11%	-8.83%	...	-3.55%	-3.27%	-4.51%
2016~2018년 사이클 2국면 팩터별 주평균수익률			(9.58%+6.31% -11.82%) /(12+3+12)	(10.54%+7.18% -6.11%) /(12+3+12)	(7.55%+6.68% -8.83%) /(12+3+12)	...	(-5.41%+6.61% -3.55%) /(12+3+12)	(-4.17%+4.58% -3.27%) /(12+3+12)	(-4.42%+13.00% -4.51%) /(12+3+12)

출처: 교보증권 리서치센터

국면별 타겟 업종에 대한 유효 팩터 도출: (1) 2016~2018년 국면 사이클

- 1국면에서 긍정적인 업황으로 인해 공격적 사업 확장이 이뤄지면서 실적 모멘텀이 존재하는 업종 및 기업들이 덩달아 같이 주목받음
- 과잉 설비투자 우려가 확대되는 2국면에서는 밸류, 퀄리티 등 보수적 관점으로 종목을 바라보는 시선이 강해지는 모습
- 반도체 다운사이클이 심화되는 3국면에서는 실적과 주가 흐름에서 기대감이 있는 종목들의 프리미엄이 높아지는 흐름을 보이는 중
- 반도체가 기대된 수익성을 실현해가는 4국면에선 추가 실적 상향 기대감보다 퀄리티, 밸류, 로우볼 등 리스크 방어 수요가 높아지고 있음

2016년~2018년 사이클 각 국면별 유효 팩터

2국면 (반도체 과잉투자)

밸류	P/B(12MF)
	P/B(TTM)_3Y Rel.
	P/E(12MF)
	P/E(12MF)_3Y Rel.
	P/B(12MF)_3Y Rel.
	P/B(TTM)

CAPEX	CAPEX/자산
	CAPEX/매출
	CAPEX 12MF/TTM YoY
퀄리티	OPM(TTM)
	NPM(TTM)
	최근 3Y 합산 ROE
성장	FY0→FY2 EPS CAGR
소형주효과	소형주효과
어닝리비전	FY2 EPS 3M 변화율

1국면 (반도체 공격적 확장)

성장	FQ-3→FQ1 OP YoY
	FQ-3→FQ1 EPS YoY
	FY0→FY1 OP YoY
	FY1→FY2 OP YoY
	FY0→FY2 OP CAGR
어닝리비전	12MF EPS 3M 변화율
	FQ1 OP 3M 변화율
	FY2 OP 3M 변화율
	12MF OP 3M 변화율

CAPEX	CAPEX 12MF/TTM YoY
	CAPEX/매출
주주환원	자사주매입률(TTM)
모멘텀	12M 수익률
밸류	P/B(12MF)
로우볼	52W 변동성

3국면 (반도체 업황 위축)

어닝리비전	12MF OP 3M 변화율
	12MF EPS 3M 변화율
	FQ2 EPS 3M 변화율
	FY2 OP 3M 변화율
성장	FY1→FY2 OP YoY
	FY1→FY2 EPS YoY
	FY0→FY1 OP YoY
	FQ-3→FQ1 EPS YoY

모멘텀	12M-1M 수익률
	12M 수익률
	3M 수익률
밸류	P/B(TTM)
	P/B(12MF)
로우볼	52W 베타(KOSPI 대비)
주주환원	배당수익률(TTM)

4국면 (반도체 수익성 실현)

퀄리티	OPM(TTM)
	최근 3Y 합산 ROE
	최근 3Y 합산 OPM
	FCF/매출(TTM)
	최근 3Y 합산 NPM
	재고자산회전율
밸류	P/B(12MF)
	P/B(TTM)
	P/E(12MF)_3Y Rel.
	P/E(TTM)
	P/B(12MF)_3Y Rel.

로우볼	52W 베타(KOSPI 대비)
	60D 변동성
	156W 변동성
	52W 변동성
주주환원	3년합산현금배당성향
	현금배당성향(TTM)
CAPEX	CAPEX/매출
소형주효과	소형주효과
성장	FY0→FY1 EPS YoY

주1: 국면연속기간을 고려한 주평균수익률 상위 15개(4국면은 상위 20개) 팩터를 다수 도출된 부문 순서 및 각 팩터 주평균수익률 순위에 맞춰 도시. 동일한 수 도출된 스타일 부문은 추출된 팩터 주평균수익률 순위 평균으로 순서 위치
주2: 진한 파란색으로 칠해진 팩터는 3개 사이클에서 해당 국면 유효 팩터로 꼽힌 것이며, 하늘색으로 칠해진 팩터는 3개 중 2개 사이클에서 해당 국면 유효 팩터로 꼽힌 것임.
자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터

국면별 타겟 업종에 대한 유효 팩터 도출: (2) 2019~2021년 국면 사이클

- 2019~2021년 사이클에서도 반도체 확장 국면에서는 어닝리비전, 성장 등 실적 모멘텀을 지닌 기업들의 주가 상승력이 높았음
- 역시 마찬가지로, 과잉투자 우려가 확산되는 2국면에서는 퀄리티+실적모멘텀의 바벨 전략 수요가 높아지는 모습
- 이 사이클의 3국면에서는 밸류 팩터에 이어 성장, 어닝리비전 등 실적 모멘텀 팩터들이 다수 선호되는 현상이 발생
- 4국면에서는 상대적으로 모멘텀, 퀄리티, 로우볼, 밸류 등 리스크 방어에 탁월한 스타일과 해당 종목들이 선택된 편

2019년~2021년 사이클 각 국면별 유효 팩터

2국면 (반도체 과잉투자)

퀄리티	NPM(TTM)
	최근 3Y 합산 NPM
	최근 3Y 합산 ROE
	최근 3Y 합산 OPM
	FCF/매출(TTM)
	ROE(TTM)
	OPM(TTM)
성장	FY1→FY2 EPS YoY
	FY0→FY2 OP CAGR
	FY1→FY2 OP YoY
	FQ-2→FQ2 EPS YoY
	FY0→FY2 EPS CAGR
어닝리비전	12MF OP 3M 변화율
	FY2 OP 3M 변화율
주주환원	자사주매입률(TTM)

1국면 (반도체 공격적 확장)

어닝리비전	FQ2 EPS 3M 변화율
	FY2 EPS 3M 변화율
	FQ1 EPS 3M 변화율
	FY2 OP 3M 변화율
	FQ2 OP 3M 변화율
	12MF OP 3M 변화율
	FY1 OP 3M 변화율
	12MF EPS 3M 변화율
	FY1 EPS 3M 변화율
	FQ1 OP 3M 변화율
성장	FQ-2→FQ2 EPS YoY
	FQ-2→FQ2 OP YoY
CAPEX	CAPEX/자산
	CAPEX 12MF/TTM YoY
밸류	P/E(12MF)

3국면 (반도체 업황 위축)

밸류	P/E(TTM)_3Y Rel.
	P/B(12MF)
	P/B(12MF)_3Y Rel.
	P/E(TTM)
	P/E(12MF)
	P/B(TTM)
성장	FY0→FY1 EPS YoY
	FY0→FY2 EPS CAGR
	FQ-3→FQ1 EPS YoY
어닝리비전	FY2 OP 3M 변화율
	FQ2 OP 3M 변화율
퀄리티	OPM(TTM)
	NPM(TTM)
주주환원	자사주매입률(TTM)
CAPEX	CAPEX/자산

4국면 (반도체 수익성 실현)

모멘텀	3M 수익률
	12M 수익률
	1M 수익률
	12M-1M 수익률
어닝리비전	12MF EPS 3M 변화율
	12MF OP 3M 변화율
	FY1 EPS 3M 변화율
	FY2 OP 3M 변화율
퀄리티	발생액비율(TTM)
	현금비율
	총자산회전율
	FCF/매출(TTM)
로우볼	60D 베타(KOSPI 대비)
	52W 베타(KOSPI 대비)
	60D 변동성
밸류	P/B(12MF)
	P/E(12MF)
	P/B(12MF)_3Y Rel.
주주환원	자사주매입률(TTM)
	3년합산현금배당성향

주1: 국면연속기간을 고려한 주평균수익률 상위 15개(4국면은 상위 20개) 팩터를 다수 도출된 부문 순서 및 각 팩터 주평균수익률 순위에 맞춰 도시. 동일한 수 도출된 스타일 부문은 추출된 팩터 주평균수익률 순위 평균으로 순서 위치
주2: 진한 파란색으로 칠해진 팩터는 3개 사이클에서 해당 국면 유효 팩터로 꼽힌 것이며, 하늘색으로 칠해진 팩터는 3개 중 2개 사이클에서 해당 국면 유효 팩터로 꼽힌 것임.
자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터

국면별 타겟 업종에 대한 유효 팩터 도출: (3) 2025~ 국면 사이클

- 현재 사이클에서도 1국면에서 어닝리비전 관련 팩터들이 가장 많이 도출. 밸류업 프로그램에 의해 밸류, 주주환원 등의 팩터 성과 양호
- 이익전망하향이 발생하는 2국면에서는 밸류, 로우볼 관련 팩터가 반응하는 모습
- 반도체 사이클이 크게 위축된 3국면에서는 퀄리티 스타일의 강세가 눈에 띄는 가운데, 실적모멘텀에 대한 수요도 존재하는 모습
- 현 사이클 4국면에서는 예년 사이클들과 다르게 어닝리비전, 성장에 대한 선호가 눈에 띄게 나타난 모습.그러나 해당 국면의 주차 수가 극소하기 때문에 한 주의 스타일 팩터 동향으로 데이터가 왜곡된 현상이 나타났을 수 있음. 해당 국면은 예년 같은 흐름이 나올 것이 유력

2025.01~2026.02 사이클 각 국면별 유효 팩터

2국면 (반도체 과잉투자)

밸류	P/B(12MF)_3Y Rel.
	P/E(12MF)_3Y Rel.
	P/B(TTM)_3Y Rel.
	P/B(TTM)
	P/B(12MF)
로우볼	52W 베타(KOSPI 대비)
	52W 변동성
	156W 베타(KOSPI 대비)
	60D 변동성

모멘텀	12M 수익률
	12M-1M 수익률
퀄리티	부채비율
주주환원	배당수익률(TTM)
소형주효과	소형주효과
성장	FY1→FY2 EPS YoY

1국면 (반도체 공격적 확장)

어닝리비전	FY2 OP 3M 변화율
	FQ2 OP 3M 변화율
	FQ2 EPS 3M 변화율
	FY1 OP 3M 변화율
	FY1 EPS 3M 변화율
밸류	P/E(12MF)
	P/E(TTM)
	P/B(TTM)
	P/B(12MF)

주주환원	3년평균배당수익률
	배당수익률(TTM)
	현금배당성향(TTM)
로우볼	156W 변동성
	52W 변동성
CAPEX	CAPEX 12MF/TTM YoY

3국면 (반도체 업황 위축)

퀄리티	NPM(TTM)
	ROE(TTM)
	이자보상배율
	FCF/매출(TTM)
	부채비율
	OPM(TTM)
	최근 3Y 합산 NPM

어닝리비전	FQ2 OP 3M 변화율
	FQ2 EPS 3M 변화율
	FY2 EPS 3M 변화율
성장	FQ-3→FQ1 EPS YoY
	FQ-2→FQ2 EPS YoY
모멘텀	12M 수익률
	12M-1M 수익률
주주환원	현금배당성향(TTM)

4국면 (반도체 수익성 실현)

어닝리비전	FQ2 OP 3M 변화율
	FQ1 OP 3M 변화율
	12MF OP 3M 변화율
	FQ2 EPS 3M 변화율
	FY1 OP 3M 변화율
	FY1 EPS 3M 변화율
	12MF EPS 3M 변화율
퀄리티	ROE(TTM)
	총자산회전율
	발생액비율(TTM)

성장	FQ-3→FQ1 EPS YoY
	FQ-3→FQ1 OP YoY
	FY1→FY2 EPS YoY
	FY0→FY1 OP YoY
	FQ-2→FQ2 OP YoY
	FY0→FY1 EPS YoY
CAPEX	CAPEX 12MF/TTM YoY
	CAPEX/자산
모멘텀	1M 수익률
밸류	P/E(12MF)_3Y Rel.

주1: 국면연속기간을 고려한 주평균수익률 상위 15개(4국면은 상위 20개) 팩터를 다수 도출된 부문 순서 및 각 팩터 주평균수익률 순위에 맞춰 도시. 동일한 수 도출된 스타일 부문은 추출된 팩터 주평균수익률 순위 평균으로 순서 위치
주2: 진한 파란색으로 칠해진 팩터는 3개 사이클에서 해당 국면 유효 팩터로 꼽힌 것이며, 하늘색으로 칠해진 팩터는 3개 중 2개 사이클에서 해당 국면 유효 팩터로 꼽힌 것임.
자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터

확장 국면의 강자는 어닝리비전 관련 팩터

- 1국면에서는 **어닝리비전** 관련 팩터들이 공통적으로 가장 많이 빈출되는 모습. 실적 전망은 물론, 공격적인 설비투자를 진행할 정도로 반도체 업황 업사이클이 부각되고 있다면, 한국 경기 또한 긍정적인 턴어라운드를 겪었을 가능성이 크기 때문에, 다수 기업의 실적이 개선될 확률이 커짐. 시장 사이클 흐름 상 실적 개선 기업들을 중심으로 주가가 오르는 실적장세를 마주할 가능성이 클 것
- 2국면에서는 이익 감소 속 과잉투자 우려 부각이 되면서 **밸류에이션,수익성, 장기성장성**을 중점적으로 보는 시선이 커지고 있음. 반도체 다운 사이클이 부각되는 3국면에서는 **중장기 어닝리비전, 수익성, 밸류, 모멘텀** 등을 종합적으로 고려하는 바벨 전략 흐름이 발생. 신규투자를 줄인 4국면에서는 퀄리티 중에서 **현금흐름**에 주목하는 흐름이 강해지며 **방어적 스타일**이 주목받는 모습

3개 사이클에서의 결과를 종합한, 국면별 유효 팩터

2국면 (반도체 과잉투자)

2개 사이클에서 공통 포함	
퀄리티	최근 3Y 합산 ROE
소형주효과	소형주효과
퀄리티	OPM(TTM)
밸류	P/B(TTM)_3Y Rel.
밸류	P/E(12MF)_3Y Rel.
밸류	P/B(12MF)_3Y Rel.

2개 사이클에서 공통 포함	
성장	FY0→FY2 EPS CAGR
성장	FY1→FY2 EPS YoY
퀄리티	NPM(TTM)
밸류	P/B(12MF)
밸류	P/B(TTM)

1국면 (반도체 공격적 확장)

3개 사이클에서 공통 포함	
어닝리비전	FY2 OP 3M 변화율
CAPEX	CAPEX 12MF/TTM YoY
2개 사이클에서 공통 포함	
어닝리비전	12MF EPS 3M 변화율
어닝리비전	FY1 OP 3M 변화율
밸류	P/E(12MF)
어닝리비전	FQ2 OP 3M 변화율

2개 사이클에서 공통 포함	
밸류	P/B(12MF)
어닝리비전	12MF OP 3M 변화율
어닝리비전	FQ2 EPS 3M 변화율
어닝리비전	FQ1 OP 3M 변화율
로우볼	52W 변동성
어닝리비전	FY1 EPS 3M 변화율

3국면 (반도체 업황 위축)

3개 사이클에서 공통 포함	
성장	FQ-3→FQ1 EPS YoY
2개 사이클에서 공통 포함	
어닝리비전	FQ2 EPS 3M 변화율
어닝리비전	FQ2 OP 3M 변화율
어닝리비전	FY2 OP 3M 변화율
퀄리티	OPM(TTM)

2개 사이클에서 공통 포함	
모멘텀	12M 수익률
밸류	P/B(12MF)
모멘텀	12M-1M 수익률
퀄리티	NPM(TTM)
밸류	P/B(TTM)

4국면 (반도체 수익성 실현)

2개 사이클에서 공통 포함	
주주환원	3년합산현금배당성향
퀄리티	총자산회전율
밸류	P/B(12MF)
어닝리비전	FY1 EPS 3M 변화율
퀄리티	FCF/매출(TTM)
어닝리비전	12MF OP 3M 변화율
로우볼	52W 베타(KOSPI 대비)

2개 사이클에서 공통 포함	
퀄리티	발생액비율(TTM)
어닝리비전	12MF EPS 3M 변화율
밸류	P/E(12MF)_3Y Rel.
모멘텀	1M 수익률
로우볼	60D 변동성
성장	FY0→FY1 EPS YoY
밸류	P/B(12MF)_3Y Rel.

주: 몇 개의 사이클에서 공통적으로 상위 팩터에 포함되어있는지의 여부 및 3개 사이클에 대한 각 팩터 주평균수익률 순위 평균 내림차순에 맞춰 도시
자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터

Part 04

반도체 공화국에서 살아남는 법

국면별 강세 업종 * 유효 팩터 적용 Simulation Pipeline

- 시뮬레이션 개요 소개
  - 주간 국면 활용: 앞서 도출된 국면은 '해당 주 주말(금요일)'에 도출된 것
  - 유니버스 요건_연간단위: (연말기준) 시가총액 5,000억 이상 + (직전연도) 거래대금 3,000억 이상 + 상장 이후 3개월 이상 초과
  - 유니버스 요건_주간단위: 유니버스 요건_연간단위 충족 종목들 중 앞서 도출한 국면별 강세 업종 소속 종목들
  - 주간 리밸런싱: '전 주 주말' 팩터 값을 기준으로 주초에 월요일 시초가를 기준으로 주간단위 리밸런싱
  - 종목 선정의 기준: 국면을 기반으로 한 멀티팩터 스코어링 기준 상위20% 종목 선택
    (직전 주) 국면 -> 유효팩터군 적용 -> 각 종목i : Sum(가중치_유효팩터i * Z점수_유효팩터i)
  - 종목 가중의 기준: 종목동일가중 , 종목랭크가중 , 종목시총가중
  - 거래비용: 4bp로 설정

반도체 사이클 업종 및 팩터 로테이션 유효성을 위한 백테스팅 Pipeline

- 팩터 패밀리 및 세부 팩터 리스트 정립
- RawData 수집 및 초가공
  : 자본잠식, 적자기록 등 제거
- 해당 국면 강세 업종 유니버스 內 5% Winsorization 작업
- 팩터 內 시점 및 종목별 Z-Score 산출

- 각 팩터의 국면별 주평균 수익률 도출
  : 국면별 유효 팩터 검출
- 국면별 유효 팩터의 우선순위 선정
- 직전 주말 팩터 기준으로 멀티팩터 스코어링
  : 해당 국면에서의 유효 팩터들에 대한
  1) 팩터동일가중, 2) 팩터랭크가중 합산
- 종합 스코어 Top 20% 종목군 Long Only
  : 종목동일가중/종목랭크가중/종목시총가중
- 거래비용의 반영

- 백테스팅 결과의 세부 지표 산출 후, 이를 BM의 지표와 비교하여 Active 전략으로서의 유효성 검증.

출처: 교보증권 리서치센터

국면별 강세 업종 * 유효 팩터 적용 Simulation Pipeline: 멀티팩터 스코어링

- 종목 멀티팩터 스코어링을 진행할 때, 서로 다른 종목 사이에서 한 팩터에 대해 적용되는 가중치는 동일해야 하는 것이 일반적. 팩터 중요도의 경중설정은 팩터 유니버스 내 조정으로 이뤄지고, 이후 개별 팩터 내 유효한 데이터를 가진 종목들은 상호간에 동등하게 취급
- 예를 들어 종목의 시선에서 동일가중 스코어링을 진행한다고 하면, 결측치가 많은 종목들은 개별 팩터의 가중치가 상대적으로 커지고, 결측치가 적은 종목들은 가중치가 작아짐. 동일한 팩터에 가해지는 가중치가 다른 팩터들의 결측치의 여부로 달라지는 왜곡이 발생
- 팩터 유니버스에서 동일가중치를 배분(팩터동일가중) 혹은 순위에 따른 차등배분(팩터순위가중)을 적용한 후, 각 팩터 내 유효한 종목 수를 기반으로 멀티팩터 스코어링을 진행

종목의 시선에서 동일가중 적용시: 팩터마다 적용되는 가중치가 상이해짐

	팩터1	팩터2	팩터3	팩터4	팩터5	종합
종목1	(1/3) * Z_{11}	(1/3) * Z_{21}	-	-	(1/3) * Z_{51}	~
종목2	-	(1/2) * Z_{22}	-	(1/2) * Z_{42}	-	~
종목3	(1/4) * Z_{13}	(1/4) * Z_{23}	(1/4) * Z_{33}	-	(1/4) * Z_{53}	~
종목4	-	(1/3) * Z_{24}	(1/3) * Z_{34}	(1/3) * Z_{44}	-	~
종목5	(1/3) * Z_{15}	-	-	(1/3) * Z_{45}	(1/3) * Z_{55}	~

1. 종목별로 유효한 팩터 수를 기준으로 동일가중 합산 시도시

2, 팩터 내용은 종목들에게 평등한데,
'유효한 데이터 수'라는 외부조건으로 인해
팩터 반영 시 들어가는 중요도가 달라지는 왜곡이 발생!

팩터동일가중 방식을 활용한 멀티팩터 스코어링 개요

	팩터1 (20%)	팩터2 (20%)	팩터3 (20%)	팩터4 (20%)	팩터5 (20%)	종합
종목1	(20%/3) * Z_{11}	(20%/4) * Z_{21}	-	-	(20%/3) * Z_{51}	~
종목2	-	(20%/4) * Z_{22}	-	(20%/3) * Z_{42}	-	~
종목3	(20%/3) * Z_{13}	(20%/4) * Z_{23}	(20%/2) * Z_{33}	-	(20%/3) * Z_{53}	~
종목4	-	(20%/4) * Z_{24}	(20%/2) * Z_{34}	(20%/3) * Z_{44}	(합산방향)	~
종목5	(20%/3) * Z_{15}	-	-	(20%/3) * Z_{45}	(20%/3) * Z_{55}	~

1. 팩터i의 가중치 = (100% / 활용 팩터 전체 수), 균등배분

2. 개별종목의 팩터i에 적용할 타겟 가중치
= (팩터i의 가중치 / 팩터i내 데이터가 존재하는 종목 수)

3. 멀티팩터스코어 = ∑(팩터i에 적용할 타겟 가중치 * 팩터i Z-Score)

팩터순위가중 방식을 활용한 멀티팩터 스코어링 개요

	팩터1 (42%)	팩터2 (23%)	팩터3 (18%)	팩터4 (10%)	팩터5 (7%)	종합
종목1	(42%/3) * Z_{11}	(23%/4) * Z_{21}	-	-	(7%/3) * Z_{51}	~
종목2	-	(23%/4) * Z_{22}	-	(10%/3) * Z_{42}	-	~
종목3	(42%/3) * Z_{13}	(23%/4) * Z_{23}	(18%/2) * Z_{33}	-	(7%/3) * Z_{53}	~
종목4	-	(23%/4) * Z_{24}	(18%/2) * Z_{34}	(10%/3) * Z_{44}	(합산방향)	~
종목5	(42%/3) * Z_{15}	-	-	(10%/3) * Z_{45}	(7%/3) * Z_{55}	~

1. 팩터별 중요도에 따라 팩터i 가중치 차등 부여

2. 개별종목의 팩터i에 적용할 타겟 가중치
= (팩터i의 가중치 / 팩터i내 데이터가 존재하는 종목 수)

3. 멀티팩터스코어 = ∑(팩터i에 적용할 타겟 가중치 * 팩터i Z-Score)

출처: 교보증권 리서치센터

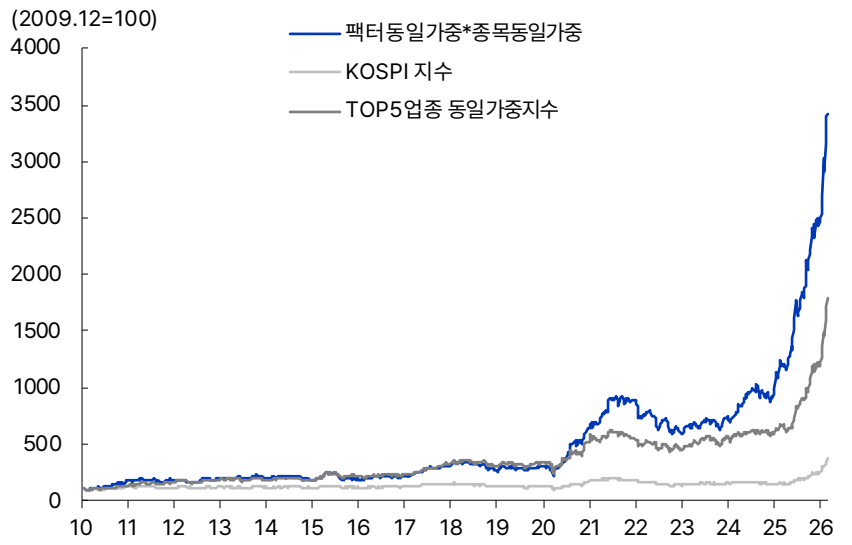
팩터동일가중 * 종목동일가중 조합 : 수익률 24.4%, MDD -39.7%

- 멀티팩터 스코어링 시에는 팩터동일가중방식, 포트폴리오에 담는 종목의 가중치는 동일가중방식을 활용하였을 경우
- 누적 연환산수익률은 24.4%, 변동성은 22.9%를 기록하면서 샤프비율 1.06을 기록
- 최대낙폭의 경우 -39.7%를 기록하면서 KOSPI 최대낙폭 대비 살짝 못미치는 결과를 보여주었음
- 양의 수익률이 났던 주차의 비율을 보여주는 Hit Ratio의 경우 59.1%를 기록하면서 BM을 모두 상회

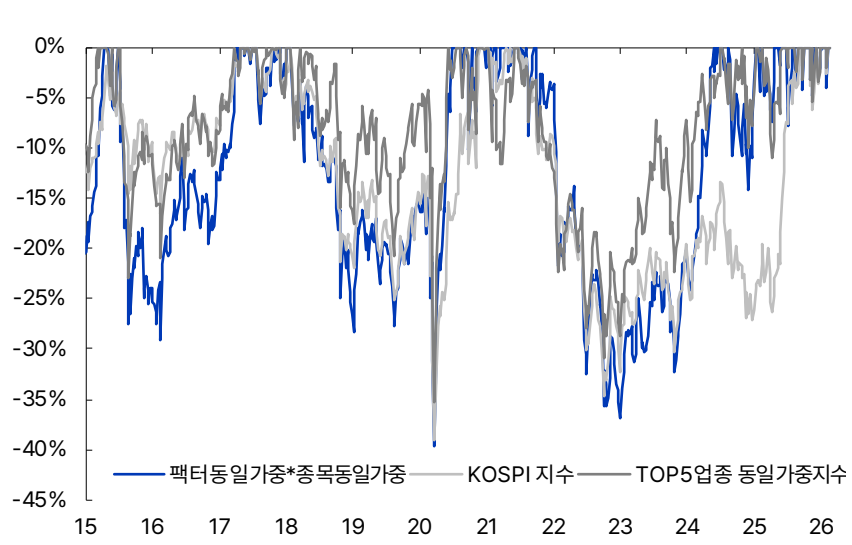
성과테이블

성과지표	EW*EW	TOP5업종EW	KOSPI
누적수익률	3324.7%	1689.5%	271.1%
연환산수익률	24.4%	19.5%	8.4%
연환산변동성	22.9%	20.4%	16.9%
샤프비율(Rf=0%가정)	1.063	0.953	0.497
MDD	-39.7%	-35.2%	-39.2%
Hit Ratio	59.1%	58.4%	56.6%

누적성과 추이



MDD 추이



자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터

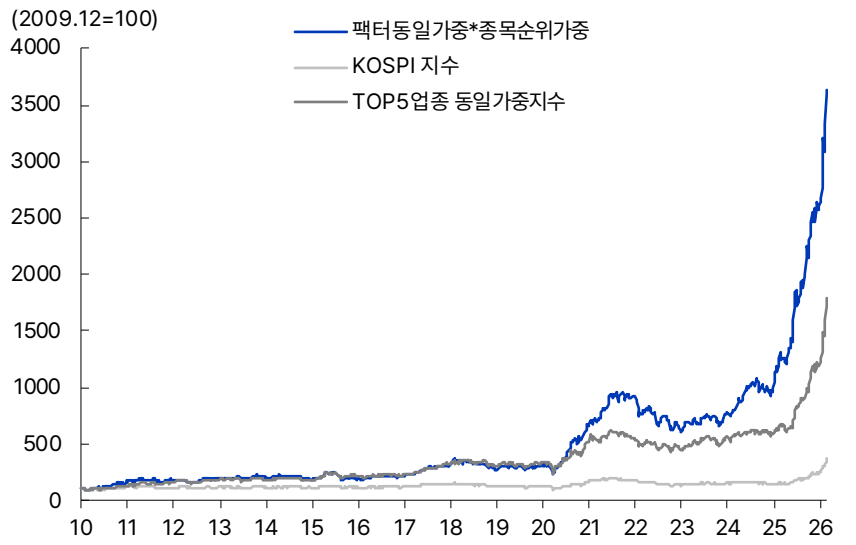
팩터동일가중 * 종목순위가중 조합 : 수익률 24.8%, MDD -39.0%

- 멀티팩터 스코어링 시에는 팩터동일가중방식, 포트폴리오에 담는 종목의 가중치는 순위가중방식(멀티팩터 스코어의 순위 기준)을 활용하였을 경우
- 누적 연환산수익률은 24.8%, 변동성은 23.0%를 기록하면서 샤프비율 1.08을 기록. 종목동일가중방식 대비 우수한 성과 기록
- 최대낙폭의 경우 -39.0%를 기록하면서 KOSPI 최대낙폭을 Outperform하는 결과 시현
- Hit Ratio의 경우 58.7%를 기록하면서 BM을 모두 상회

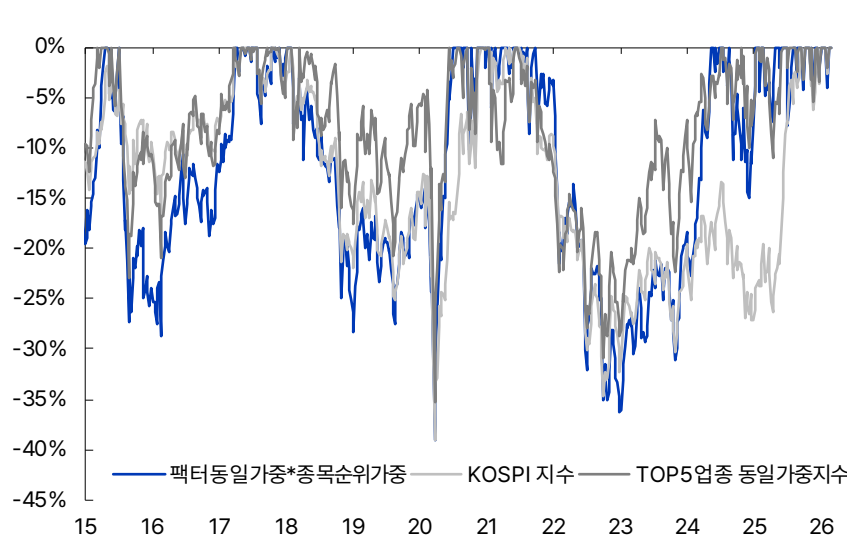
성과테이블

성과지표	EW*RW	TOP5업종EW	KOSPI
누적수익률	3527.1%	1689.5%	271.1%
연환산수익률	24.8%	19.5%	8.4%
연환산변동성	23.0%	20.4%	16.9%
샤프비율(Rf=0%가정)	1.080	0.953	0.497
MDD	-39.0%	-35.2%	-39.2%
Hit Ratio	58.7%	58.4%	56.6%

누적성과 추이



MDD 추이



자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터

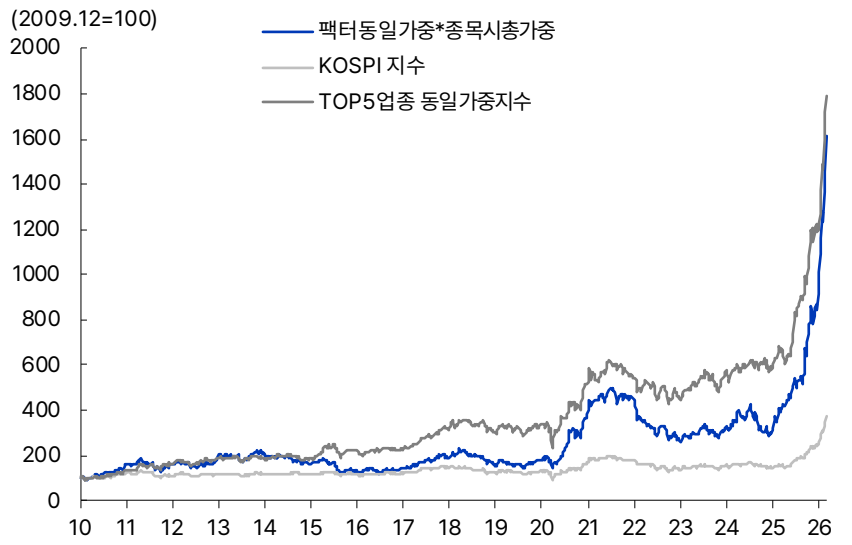
팩터동일가중 * 종목시총가중 조합 : 수익률 18.7%, MDD -48.1%

- 멀티팩터 스코어링 시에는 팩터동일가중방식, 포트폴리오에 담는 종목의 가중치는 시총가중방식(직전 주 시가총액 기준)을 활용
- 누적 연환산수익률은 18.7%, 변동성은 27.1%를 기록하면서 샤프비율 0.69를 기록. 종목가중 방식 중에서는 가장 부진한 성과를 기록하였음. 최대낙폭 또한 BM을 크게 Underperform
- 업종 제한을 둔 유니버스 안에서 Top20% 종목군을 뽑았기 때문에 소수종목의 영향력이 절대적으로 커지며 변동성을 키움
- Hit Ratio 또한 54.0%를 기록하면서 BM을 모두 하회

성과테이블

성과지표	EW*CW	TOP5업종EW	KOSPI
누적수익률	1515.3%	1689.5%	271.1%
연환산수익률	18.7%	19.5%	8.4%
연환산변동성	27.1%	20.4%	16.9%
샤프비율(Rf=0%가정)	0.691	0.953	0.497
MDD	-48.1%	-35.2%	-39.2%
Hit Ratio	54.0%	58.4%	56.6%

누적성과 추이



MDD 추이

자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터

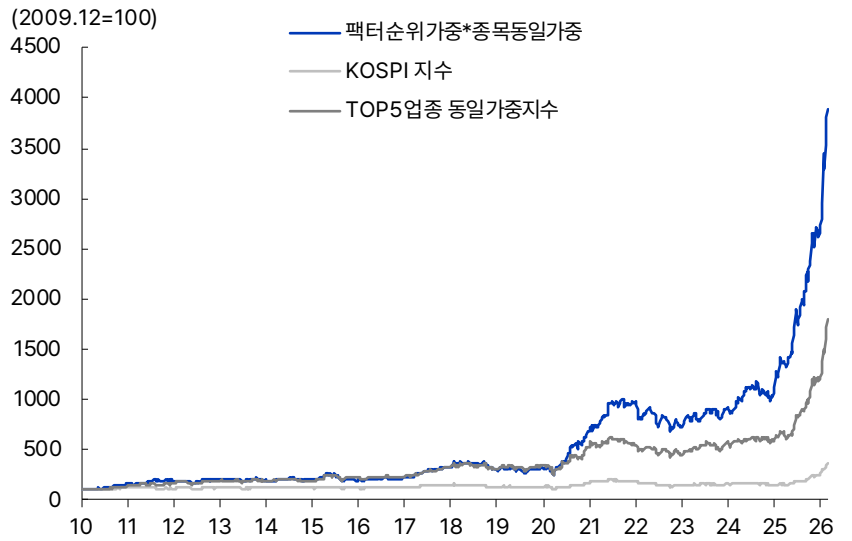
팩터순위가중 * 종목동일가중 조합 : 수익률 25.3%, MDD -37.5%

- 다음으로는 국면별 유효 팩터들에 대해 순위를 매긴 뒤, 이를 산술가중하여 팩터 가중치를 차등 배분한 팩터순위가중 방식을 여러 종목가중 방식과 결합하여 시뮬레이션을 진행하였음
- 먼저, 종목동일가중 방식과 결합한 포트폴리오는 연환산수익률 25.3%, 변동성 22.5%를 기록하며 샤프비율은 1.13을 나타냄 →팩터동일가중으로 종목동일가중을 했을 경우를 Outperform!
- 최대낙폭의 경우 Top5업종 동일가중지수와 비슷하고, KOSPI 최대낙폭은 여유롭게 Outperform하는 것으로 나타남

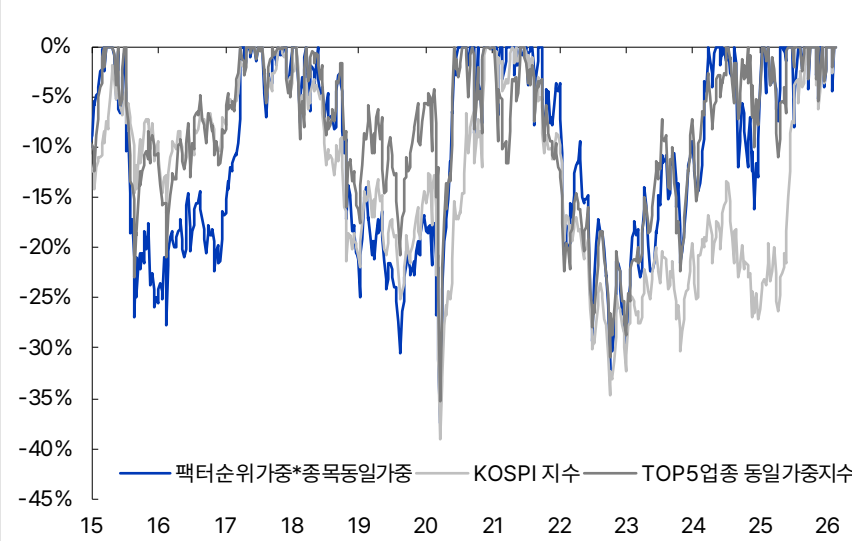
성과테이블

성과지표	RW*EW	TOP5업종EW	KOSPI
누적수익률	3792.3%	1689.5%	271.1%
연환산수익률	25.3%	19.5%	8.4%
연환산변동성	22.5%	20.4%	16.9%
샤프비율(Rf=0%가정)	1.128	0.953	0.497
MDD	-37.5%	-35.2%	-39.2%
Hit Ratio	58.7%	58.4%	56.6%

누적성과 추이



MDD 추이



자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터

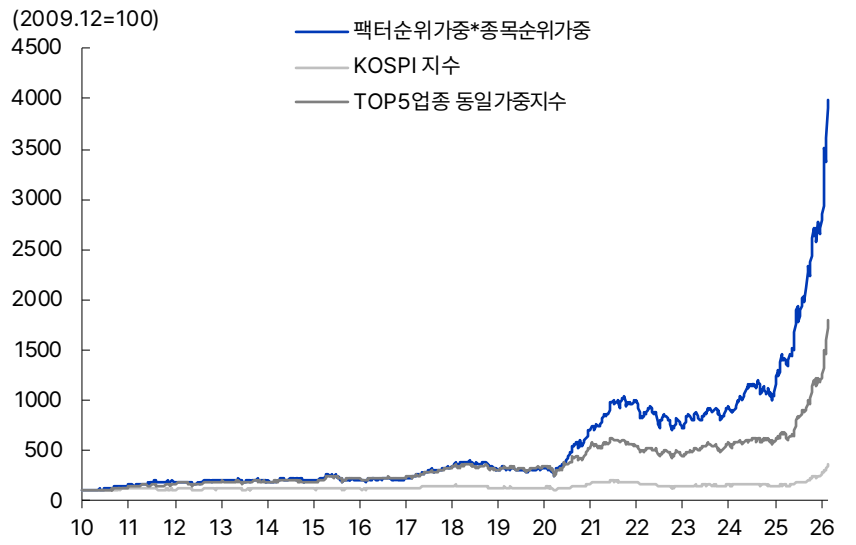
팩터순위가중 * 종목순위가중 조합 : 수익률 25.5%, MDD -37.4%

- 팩터순위가중 방식을 종목순위가중 방식과 결합하였을 때, 연환산수익률은 25.5%, 변동성은 22.5%를 기록하면서 샤프비율 1.14를 나타낸 것으로 확인됨.
  →앞서 종목동일가중방식에서 기록된 샤프비율을 Outperform!
- 최대낙폭의 경우 -37.4%를 기록하면서, Top5업종 동일가중 지수의 최대낙폭과 비슷하면서 KOSPI는 Outperform하였음
- Hit Ratio는 60%에 가까운 비율을 보이며 KOSPI, Top5업종 동일가중 지수를 크게 Outperform

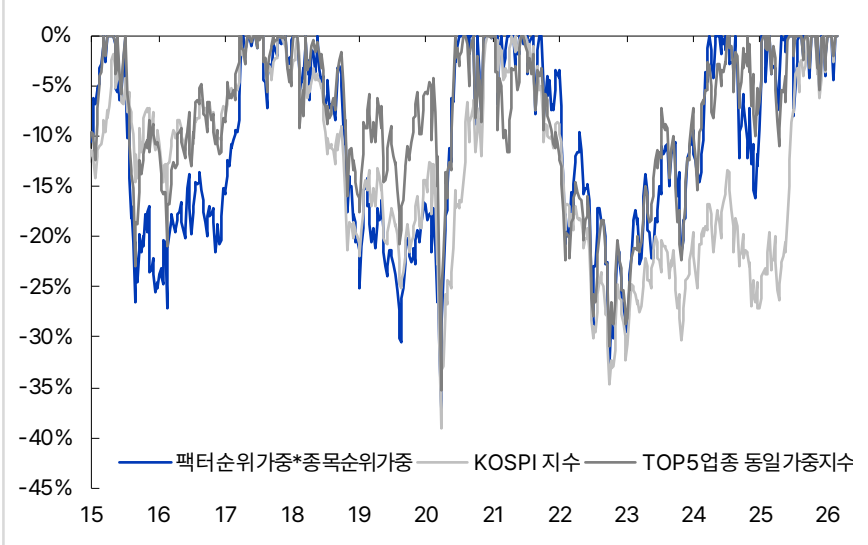
성과테이블

성과지표	RW*RW	TOP5업종EW	KOSPI
누적수익률	3884.0%	1689.5%	271.1%
연환산수익률	25.5%	19.5%	8.4%
연환산변동성	22.5%	20.4%	16.9%
샤프비율(Rf=0%가정)	1.136	0.953	0.497
MDD	-37.4%	-35.2%	-39.2%
Hit Ratio	59.2%	58.4%	56.6%

누적성과 추이



MDD 추이



자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터

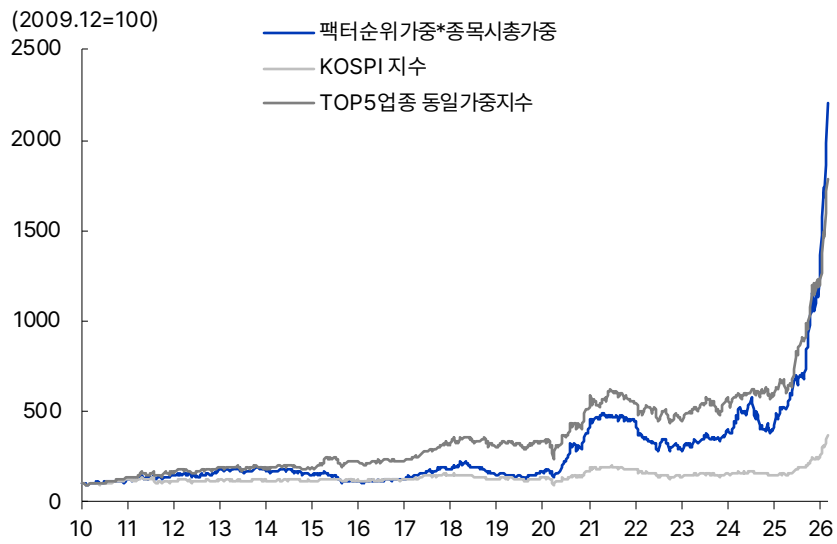
팩터순위가중 * 종목시총가중 조합: 수익률 21.0%, MDD -47.3%

- 종목시총가중 방식을 결합했을 경우의 시뮬레이션 결과는 연환산 수익률 21.0%, 샤프비율 0.79로 Top5업종 동일가중 지수에 크게 뒤쳐지는 것으로 확인되고 있음
- 최대낙폭의 경우에도 -47.3%를 기록하면서 Top5업종 동일가중 지수는 물론 KOSPI보다 리스크에 취약한 모습이 나타나고 있음
- Hit Ratio 측면에서도 BM을 이기지 못하는 취약점이 드러남

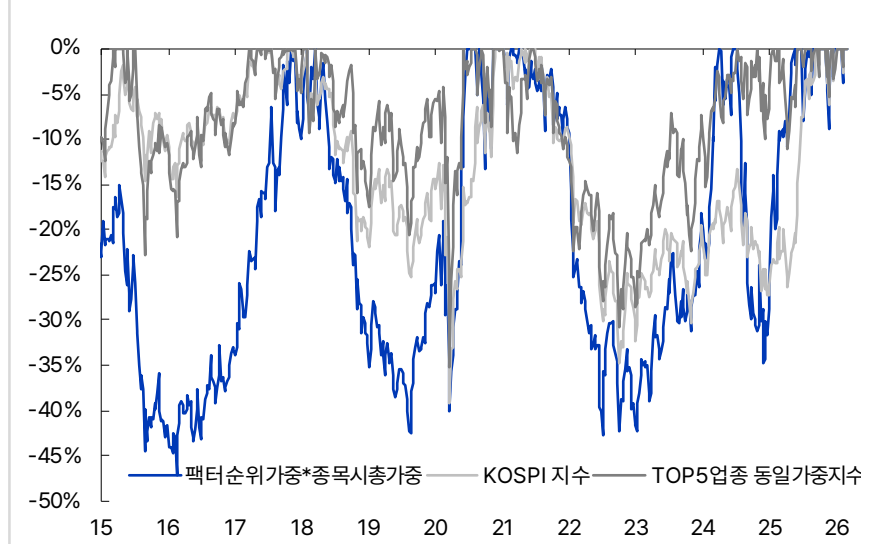
성과테이블

성과지표	RW*CW	TOP5업종EW	KOSPI
누적수익률	2103.0%	1689.5%	271.1%
연환산수익률	21.0%	19.5%	8.4%
연환산변동성	26.7%	20.4%	16.9%
샤프비율(Rf=0%가정)	0.788	0.953	0.497
MDD	-47.3%	-35.2%	-39.2%
Hit Ratio	52.6%	58.4%	56.6%

누적성과 추이



MDD 추이



자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터

국면별 유효 팩터 로테이션 전략 유효성 입증

- 국면별로 도출한 팩터를 활용한 팩터 로테이션 Active 전략 활용가능성이 입증되었음
  - 리스트업된 팩터들을 중요도를 매겨 시뮬레이션을 돌렸을 때, 유의미한 Active 투자성과가 도출되었다는 것은 분류된 국면 그 이면에 숨겨진 주가흐름의 질서가 나타나는 Proxy 요소들을 찾아냈다고 볼 수 있음
  - 반도체 업종이 한국 및 글로벌 경기, 한국 증시와의 연관성이 큰 것을 감안할 때, 반도체 실적-CAPEX 사이클을 활용한 다양한 투자 전략의 창출가능성이 숨겨져 있을 것이라고 예상함

- TOP5 강세 업종 타겟팅을 통한 전략 구성에 있어서는 종목구성비의 편차가 매우 커지지 않게 하는 것이 필요하다고 판단됨
  - 2월 20일 기준 주간 리밸런싱되어 편입되는 종목의 총 개수는 총 34개에 불과한 상황
  - 업종을 제한시키고 10개 내외의 팩터로 스코어링을 진행하는 과정 자체가 가용 종목수를 상당수 걸러내는 작업
  - 종목시총가중처럼 진행할 경우, 시뮬레이션처럼 소수 종목의 주간 주가 흐름에 크게 좌우되며 포트폴리오의 순기능이 훼손될 수 있음

멀티팩터 스코어링에 있어서는 팩터별 중요도를 반영하고, 포트폴리오 구성 종목 간 비중은 큰 편차가 커지지 않게 하는 것이 중요

성과지표	EW*EW	EW*RW	EW*CW	RW*EW	RW*RW	RW*CW	TOP5업종 EW	KOSPI
누적수익률	3324.7%	3527.1%	1515.3%	3792.3%	3884.0%	2103.0%	1689.5%	271.1%
연환산수익률	24.4%	24.8%	18.7%	25.3%	25.5%	21.0%	19.5%	8.4%
연환산변동성	22.9%	23.0%	27.1%	22.5%	22.5%	26.7%	20.4%	16.9%
샤프비율(Rf=0%가정)	1.063	1.080	0.691	1.128	1.136	0.788	0.953	0.497
MDD	-39.7%	-39.0%	-48.1%	-37.5%	-37.4%	-47.3%	-35.2%	-39.2%
Hit Ratio	59.1%	58.7%	54.0%	58.7%	59.2%	52.6%	58.4%	56.6%

자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터

사이클 국면 지속시 대응을 위한 스타일 컨셉 체크

- 앞서 시뮬레이션을 통해, 반도체 사이클 국면 강세 업종 내에서 국면 대응 유효 팩터를 Active 전략에 추가 활용시 업종 지수를 Outperform 하는 성과를 보인 바 있음. 팩터별 산출한 중요도 순위가 투자 성과를 제고하는 효과가 확인되었기 때문에 팩터별로 차등 가중치를 활용한 종목 스코어링 전략이 유효할 것으로 판단함
- 2월 말 기준으로 17주 연속으로 1국면에 머무르는 중. 여전히 반도체 실적모멘텀이 견고하게 남아있으며, 글로벌 AI 밸류체인에서의 고품질 메모리 칩의 수요가 확인되고 있기 때문에 설비투자 또한 증가세가 이어질 것으로 판단하면, 1국면에서 유효한 팩터가 강력한 종목군을 기본적으로 투자 판단의 시작점으로 보는 것이 타당하다는 의견

반도체 확장 국면이 이어질 것으로 판단, 1국면에서 강했던 어닝리비전 관련 팩터를 중심으로 업종 및 종목 셀렉 진행

2국면 (반도체 과잉투자): **밸류·수익성 or 장기성장성**에 주목

강세 업종: 자동차, 비철/목재, 건강관리, 소프트웨어, 화학

2개 사이클에서 공통 포함	
퀄리티	최근 3Y 합산 ROE
소형주효과	소형주효과
퀄리티	OPM(TTM)
밸류	P/B(TTM)_3Y Rel.
밸류	P/E(12MF)_3Y Rel.
밸류	P/B(12MF)_3Y Rel.

2개 사이클에서 공통 포함	
성장	FY0→FY2 EPS CAGR
성장	FY1→FY2 EPS YoY
퀄리티	NPM(TTM)
밸류	P/B(12MF)
밸류	P/B(TTM)

1국면 (반도체 공격적 확장): **어닝리비전** 중심의 접근

강세 업종: 반도체, 화학, 건강관리, 증권, 에너지

3개 사이클에서 공통 포함	
어닝리비전	FY2 OP 3M 변화율
CAPEX	CAPEX 12MF/TTM YoY
2개 사이클에서 공통 포함	
어닝리비전	12MF EPS 3M 변화율
어닝리비전	FY1 OP 3M 변화율
밸류	P/E(12MF)
어닝리비전	FQ2 OP 3M 변화율

2개 사이클에서 공통 포함	
밸류	P/B(12MF)
어닝리비전	12MF OP 3M 변화율
어닝리비전	FQ2 EPS 3M 변화율
어닝리비전	FQ1 OP 3M 변화율
로우볼	52W 변동성
어닝리비전	FY1 EPS 3M 변화율

3국면 (반도체 업황 위축): **바벨전략 (공격형 스타일 + 방어형 스타일)**

강세 업종: 반도체, IT가전, IT하드웨어, 조선, 상사/자본재

3개 사이클에서 공통 포함	
성장	FQ-3→FQ1 EPS YoY
2개 사이클에서 공통 포함	
어닝리비전	FQ2 EPS 3M 변화율
어닝리비전	FQ2 OP 3M 변화율
어닝리비전	FY2 OP 3M 변화율
퀄리티	OPM(TTM)

2개 사이클에서 공통 포함	
모멘텀	12M 수익률
밸류	P/B(12MF)
모멘텀	12M-1M 수익률
퀄리티	NPM(TTM)
밸류	P/B(TTM)

4국면 (반도체 수익성 실현): **현금흐름, 밸류, 로우볼** 중심의 접근

강세 업종: 기계, 조선, 반도체, 유틸리티, 소프트웨어

2개 사이클에서 공통 포함	
주주환원	3년합산현금배당성향
퀄리티	총자산회전율
밸류	P/B(12MF)
어닝리비전	FY1 EPS 3M 변화율
퀄리티	FCF/매출(TTM)
어닝리비전	12MF OP 3M 변화율
로우볼	52W 베타(KOSPI 대비)

2개 사이클에서 공통 포함	
퀄리티	발생액비율(TTM)
어닝리비전	12MF EPS 3M 변화율
밸류	P/E(12MF)_3Y Rel.
모멘텀	1M 수익률
로우볼	60D 변동성
성장	FY0→FY1 EPS YoY
밸류	P/B(12MF)_3Y Rel.

주: 몇 개의 사이클에서 공통적으로 상위 팩터에 포함되어있는지의 여부 및 3개 사이클에 대한 각 팩터 주평균수익률 순위 평균 내림차순에 맞춰 도시
자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터

1국면 지속 예상에 따른 멀티팩터 스코어링 상위 종목

- 1국면 강세 업종 내에서 팩터랭크가중를 활용해 멀티팩터 스코어링 진행시 도출된 스코어 Top20% 종목 리스트는 다음과 같음

종목명	종목코드	시가총액 (십억원)	업종명	밸류		어닝 리비전								CAPEX	로우볼
				P/E(12MF)	P/B(12MF)	FY1 EPS 3M 변화율	FQ2 EPS 3M 변화율	12MF EPS 3M 변화율	FY1 OP 3M 변화율	FY2 OP 3M 변화율	FQ1 OP 3M 변화율	FQ2 OP 3M 변화율	12MF OP 3M 변화율	CAPEX 12MF/TTMYoY	52W 변동성
A005930	삼성전자	1,281,602	반도체	9.42	2.42	115.18	122.87	134.67	123.04	135.95	95.96	122.77	137.39	20.82	0.025
A000660	SK하이닉스	756,177	반도체	5.94	2.8	106.28	118.03	121.29	110.55	114.66	94.05	110.66	121.93	48.68	0.035
A068270	셀트리온	55,105	건강관리	38.31	2.69	10.83	-9.13	18.55	6.4	6.48	13.4	14.56	12.8	-2.87	0.020
A006800	미래에셋증권	40,830	증권	24.81	2.69	68.98	66.09	68.91	69.57	34.57	163.53	65.73	66.8		0.045
A034730	SK	29,074	에너지	8.24	0.67	30.1	-1.01	55.98	12.65	5.65	69.54	53.78	22.94	-7.51	0.031
A071050	한국금융지주	14,405	증권	7.81	1.14	9.91	34.79	12.61	10.09	7.67	37.34	32.1	9.96		0.031
A005940	NH투자증권	12,650	증권	11.55	1.32	17.23	17.35	18.21	13.62	9.27	24.82	15.42	14.07		0.027
A039490	키움증권	12,634	증권	9.04	1.52	16.64	10.64	16.95	16.44	10.96	22.21	6.02	16.63		0.032
A010950	S-Oil	12,384	에너지	11.77	1.28	48.75	51.87	73.97	33.92	23.83	67.06	20.21	47.92	-40.53	0.025
A016360	삼성증권	9,537	증권	8.02	1.05	10.35	7.2	11.09	10.42	5.82	8.93	6.31	11.32		0.024
A009830	한화솔루션	9,110	에너지	68.85	1.02	-80.73	-110.62	200.2	-8.92	9.78	-262.92	-7.03	16.55	-36.37	0.046
A078930	GS	6,383	에너지	7.79	0.42	7.09	79.91	9.33	0.57	0.96	3.84	15.34	1.97	-6.35	0.021
A095340	ISC	4,087	반도체	47.4	6.34	7.52	8.33	21.12	8.26	13.77	18.43	12.42	16.07	260.98	0.040
A290650	엘앤씨바이오	2,449	건강관리			12.49			0	38.46	0		91.13	24.68	0.052
A003540	대신증권	2,277	증권	16.34		71.81		65.78	86.96	83.99			81.18		0.029
A458870	씨어스테크놀로지	1,769	건강관리	46.1	21.17	24.7		42.06	25.68	14.31			42.6	219.13	0.044
A397030	에이프릴바이오	1,685	건강관리		17	-311.11			200	-12.5			442.86	95.46	0.043
A388210	씨엠티엑스	1,465	반도체	20.07	9.94	20.36		63.53	1.47				10.76		0.061
A036540	SFA반도체	1,299	반도체	34.96	2.51	37.65	183.33	78.4	37.24	84.38	-22.22	75	84.99	60.81	0.035
A006650	대한유화	1,234	화학	10.85	0.6	4.48	26.03	19.46	0.68	14.41	14.75	9.76	14.29	-41.74	0.035
A166090	하나머티리얼즈	1,234	반도체	21.22	2.15	0.95	14.22	9.42	1.79	6.63	5.37	27.3	11.98	3.29	0.041
A195870	해성디에스	1,098	반도체	12.35	1.66	21.87	9.64	35.14	21.26	16.49	15.51	6.48	30.55	-22.14	0.040
A003160	디아이	1,019	반도체	30.72	4.96	1.57		6.59	29.53				35		0.045
A089970	브이엠	1,016	반도체	18.66	4.82	14.5	-19.02	25.66	13.48	18.09	9.14	0.87	22.63	137.79	0.041
A131290	티에스이	962	반도체	15.96	2.21	8.84		31.37	12.37	29.16	40.23		37.14	2.45	0.035
A100840	SNT에너지	950	에너지	9.42	1.96	23.53		28.14	23.35	4.97			25.36	-26.04	0.045
A420770	기가비스	913	반도체	34.93	4.01	16.17		33.99	10.34	61.7			30.48	95.58	0.037
A475960	토모큐브	878	건강관리	193.28	20.78	86.67		329.13	87.5	1.8	47.06	50	464.44	2512.44	0.048
A003850	보령	854	건강관리	20.98	0.99										0.018
A074600	원익QnC	819	반도체	15.28	1.55	-3.67	0	52.72	-3.04	8.65	-13.87	5.59	18.85	-5.61	0.030
A372320	큐로셀	787	건강관리	25.36	17.29									11010.56	0.031
A069260	TKG휴켐스	775	화학	8.65	0.76	1.3		9.15	1.84	7.49			4.78	0.26	0.016
A042520	한스바이오메드	719	건강관리	40	12.42	25.91			85		277.27	217.86		-36.51	0.061
A060280	큐렉소	698	건강관리	146.46					96		0	-66.67	117.24	-100.00	0.037
A252990	샘씨엔에스	663	반도체	24.65	3.51	21.43		31.32	13.66	24.82			22.37	105.76	0.034
A053610	프로텍	645	반도체	14.74	1.34	32.34		38.42	17.61	12.81			25.95	-60.19	0.031
A039440	에스티아이	592	반도체	6.81		12.37	2.29	21.71	-3.4	13.48	-4.85	-2.93	8.12	212.02	0.039
A178920	PI첨단소재	589	화학	13.66	1.49	7.68	57.06	12.99	7.96	6.06	15.63	9.9	12.42	-34.53	0.026
A104830	원익머트리얼즈	585	화학	10.37	1.01	23.79		26.6	16.95	12.67			21.53	-42.19	0.032
A425420	티에프이	510	반도체	13.53	3.54	4.57		41.18	-4.67	-1.04			6.14		0.039

자료: FnGuide, 교보증권 리서치센터 / 주: 2월 27일 종가 기준

KYOBO Securities

감사합니다.

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2025.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4%	2.9%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하