HYUNDAI MOTOR GROUP

내일의 차이 현대차증권

2026년 5월 6일

Decode the QR Code

(Quant Research)

Sell in May에 대한 고찰

Quant | 조창민 chocm@hmsec.com

본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Executive Summary

기술적 반등인가, 추세 전환인가

- 4월 KOSPI는 3월 미국 · 이란 분쟁 국면을 소화하며 전고점을 돌파, 지정학 리스크 해소 국면의 통상적 경로를 따라가는 모습
- 2~3월 KOSPI를 약 -57조원을 기록했던 외국인의 매도세도 환율 변동성 완화와 함께 4월 들어 진정
- KOSPI 12m fwd. 영업이익은 4월말 918조원에 도달, 가파른 우상향 흐름을 지속하며 사상 최대 수준을 계속해서 경신하는 중
- 변동성 완화 · 전고점 돌파 · 전쟁 회복 경로 부합이라는 세 가지 신호가 동시에 확인되는 만큼, 현 국면을 '전쟁 이후 기술적 반등' 을 넘어선 추세 전환(상승세 재진입)으로 판단

"Sell in May"에 대한 고찰

- 한국 증시에서도 5월의 평균 수익률이 다른 달 대비 낮게 나타나는 'Sell in May' 효과를 과거 데이터에서 확인. 다만 통계적 유의성은 시간이 갈수록 약화되는 흐름
- 'Sell in May'를 무작정 맹신할 필요는 없으며, 외국인 수급 흐름과 전고점 돌파 효과를 함께 점검하는 접근이 유효
- 외국인이 매도세였던 해일수록 5월 반등 가능성이 높아지는 패턴과 KOSPI가 전고점을 돌파한 경우에도 당분간 상승 모멘텀이 이어지는 패턴 확인
- 2026년 4월의 환경은 통상적인 'Sell in May' 패턴과는 다른 구조라는 판단. 5월에도 상승 모멘텀이 이어질 가능성에 무게

이익 모멘텀을 보유한 주도주

- 밸류에이션 측면에서 KOSPI는 여전히 매력적. 이익 성장 속도가 주가 상승 속도를 앞지르는 구간이 지속
- KOSPI 분기 영업이익은 1분기 100조원 시대를 지나 2분기 200조원에 이를 전망. 1Q26 실적시즌도 컨센서스를 +29% 초과하며 양호한 출발
- 4월 매크로 지표를 Regime Similarity Model에 적용한 결과, 회복 국면에 가까운 유사 국면이 도출
- ① 모델 산출 결과(유사 국면 평균 초과수익 · 승률), ② 이익 전망치 방향성(1Q26 · 2026년 변화율, 이익 증감률), ③ Style Factor 노출도(Momentum · Growth)의 세 축이 모두 양호한 업종이 5월의 Top-Picks
- 반도체, 에너지, IT하드웨어, 상사/자본재를 5월 Top-Picks로 제시

Contents

Executive Summary 02

Part 1. 기술적 반등인가, 추세 전환인가 05

Part 2. “Sell in May”에 대한 고찰 12

Part 3. 이익 모멘텀을 보유한 주도주 19

H to Z Model Portfolio 30

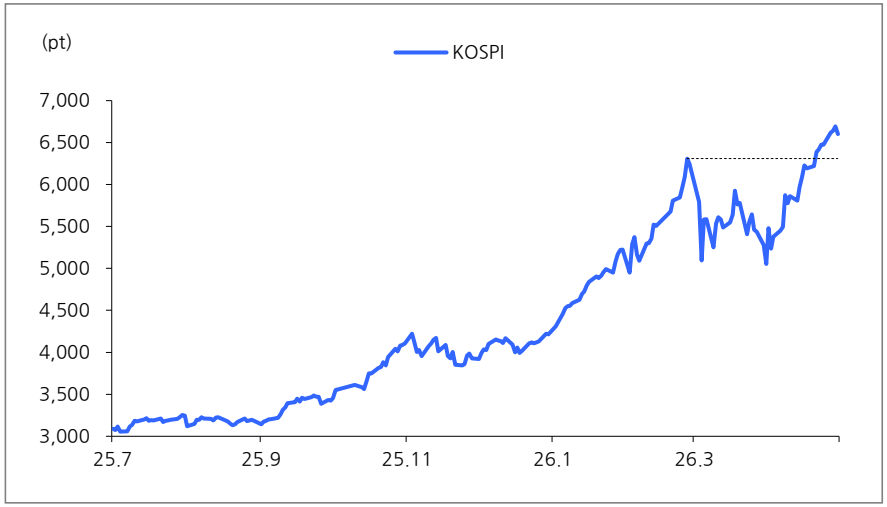
5월 Model Portfolio

WI26	제안 비중	코드	종목	구분	제안 비중	시가총액	Earnings	Valuation	Macro	Style	Score
에너지	5.69	A034730	SK	KS	0.69	308,136	1.27	0.91	1.28	1.53	4.99
		A096770	SK이노베이션	KS	1.28	247,155	1.96	1.89	1.04	1.70	6.59
		A010950	S-Oil	KS	0.91	151,424	1.97	1.83	1.40	0.64	5.85
		A009830	한화솔루션	KS	1.04	87,150	1.82	1.81	0.88	1.79	6.30
		A078930	GS	KS	0.46	76,098	1.29	1.10	1.55	0.94	4.89
		A322000	HD현대에너지솔루션	KS	0.69	25,872	1.78	1.22	0.96	1.58	5.54
		A100090	SK오션플랜트	KS	0.61	15,338	0.75	1.64	1.58	1.41	5.38
화학	2.50	A004000	롯데정밀화학	KS	1.02	17,905	1.19	0.91	1.69	1.20	4.99
		A178920	PI첨단소재	KS	1.48	7,562	1.24	1.64	1.24	1.40	5.53
비철,목재등	1.42	A010130	고려아연	KS	1.42	329,584	1.24	1.31	0.76	1.03	4.34
건설,건축관련	1.45	A002990	금호건설	KS	1.45	2,046	0.82	1.38	1.44	1.36	5.00
기계	3.03	A034020	두산에너빌리티	KS	1.57	814,153	0.72	0.36	1.19	1.23	3.50
		A241560	두산밥캣	KS	1.45	69,016	0.98	1.04	1.34	1.52	4.87
상사,자본재	5.79	A012450	한화에어로스페이스	KS	1.68	730,653	0.46	1.12	1.40	0.77	3.74
		A000880	한화	KS	1.59	94,058	0.80	1.00	1.54	1.59	4.93
		A001120	LX인터내셔널	KS	2.53	20,698	1.40	1.72	2.00	0.69	5.80
화장품,의류,완구	2.29	A278470	에이피알	KS	0.58	158,925	1.34	1.58	1.32	1.27	5.50
		A298020	효성티앤씨	KS	0.86	22,417	1.63	1.80	1.79	1.50	6.72
		A020000	한섬	KS	0.41	5,957	1.20	1.41	1.64	1.02	5.26
		A031430	신세계인터내셔날	KS	0.44	5,202	1.57	1.07	1.51	1.21	5.35
소매(유통)	2.01	A004170	신세계	KS	0.60	38,442	1.08	0.93	1.71	1.57	5.29
		A008770	호텔신라	KS	0.88	25,708	2.00	0.92	1.50	1.62	6.03
		A282330	BGF리테일	KS	0.53	22,815	0.81	1.76	1.66	0.92	5.15
증권	2.96	A006800	미래에셋증권	KS	1.83	362,599	1.30	1.69	1.57	0.83	5.39
		A039490	키움증권	KS	1.12	104,389	0.99	1.77	1.52	0.75	5.04
보험	1.95	A032830	삼성생명	KS	1.95	499,000	0.93	1.02	1.00	1.47	4.41
소프트웨어	3.43	A377300	카카오페이	KS	0.69	75,332	1.52	0.98	1.60	1.49	5.58
		A036570	NC	KS	0.49	58,277	1.61	1.25	1.67	0.55	5.09
		A263750	펄어비스	KQ	1.01	37,842	1.65	1.83	1.63	1.39	6.50
		A293490	카카오게임즈	KQ	0.48	10,792	1.41	0.76	1.47	1.51	5.15
		A078340	컴투스	KQ	0.76	3,960	1.25	1.74	1.61	1.31	5.91
IT하드웨어	2.94	A009150	삼성전기	KS	0.88	621,452	1.15	0.39	1.01	1.26	3.81
		A222800	심텍	KQ	1.04	32,488	1.44	0.50	1.49	1.75	5.18
		A007810	코리아써키트	KS	1.03	22,232	1.22	0.89	1.65	1.44	5.20
반도체	58.25	A005930	삼성전자	KS	32.92	12,891,044	1.80	2.00	1.03	0.62	5.44
		A000660	SK하이닉스	KS	23.55	9,165,352	1.77	1.94	1.03	0.36	5.11
		A074600	원익QnC	KQ	1.78	9,950	0.86	1.12	1.77	1.57	5.33
IT가전	6.29	A006400	삼성SDI	KS	2.66	560,069	1.49	0.50	1.30	1.55	4.84
		A247540	에코프로비엠	KQ	2.15	201,531	1.67	0.59	1.48	1.42	5.15
		A393890	더블유씨피	KQ	1.48	6,606	1.21	0.29	1.82	1.71	5.02

기술적 반등인가, 추세 전환인가

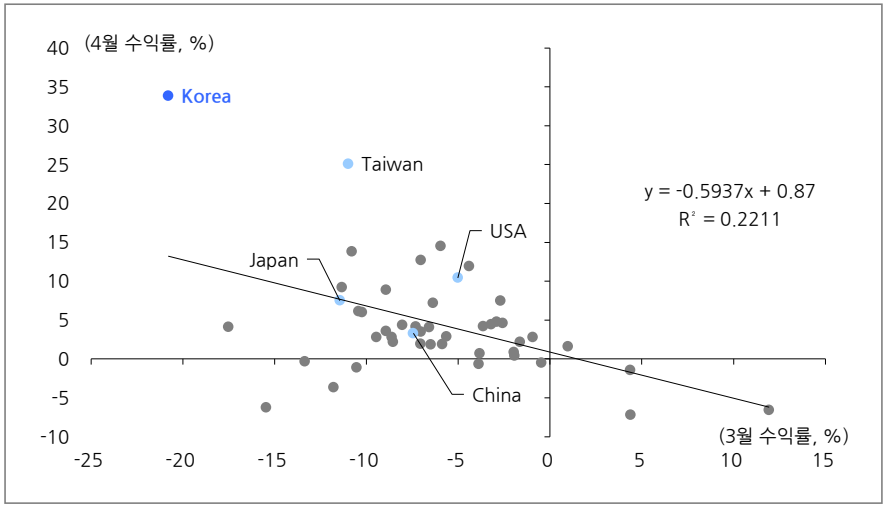
4월 한국 증시 점검

전고점을 돌파한 KOSPI



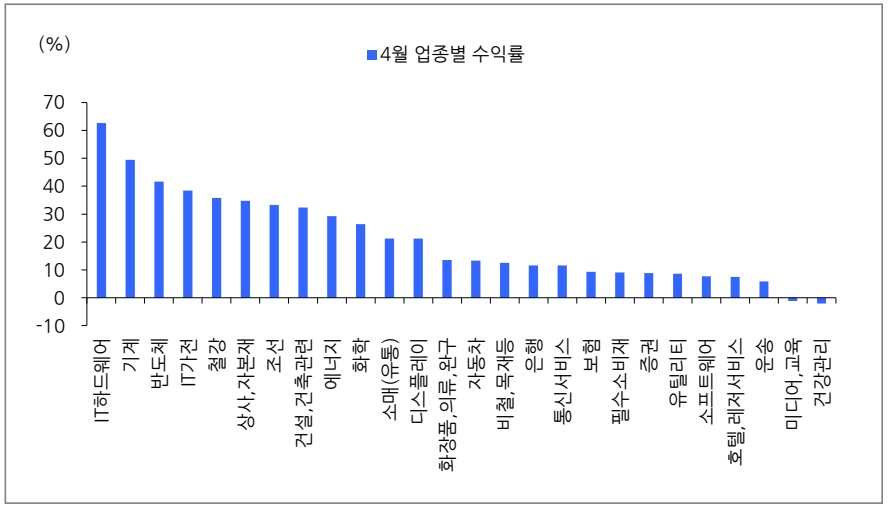
VKOSPI(변동성)도 완화

3월 낙폭도, 4월 반등폭도 한국이 1위



자료 : FnGuide Quantiwise, Factset, 현대차증권

IT하드웨어, 기계, 반도체, IT가전 상승률 상위

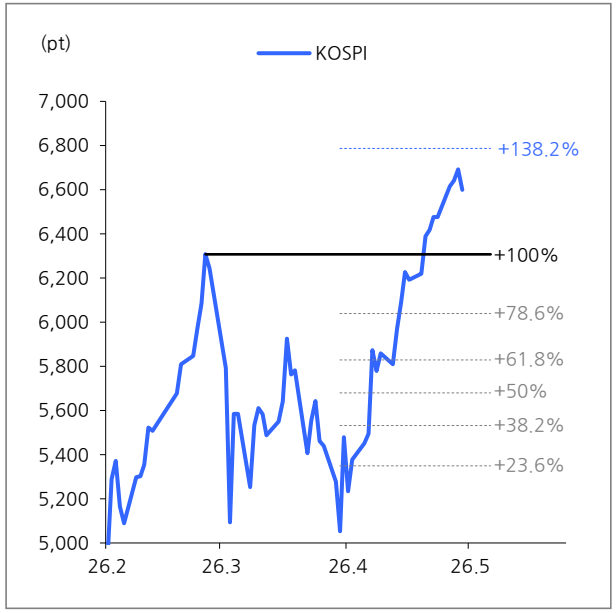


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

전고점 돌파, 추세 회복 국면 진입

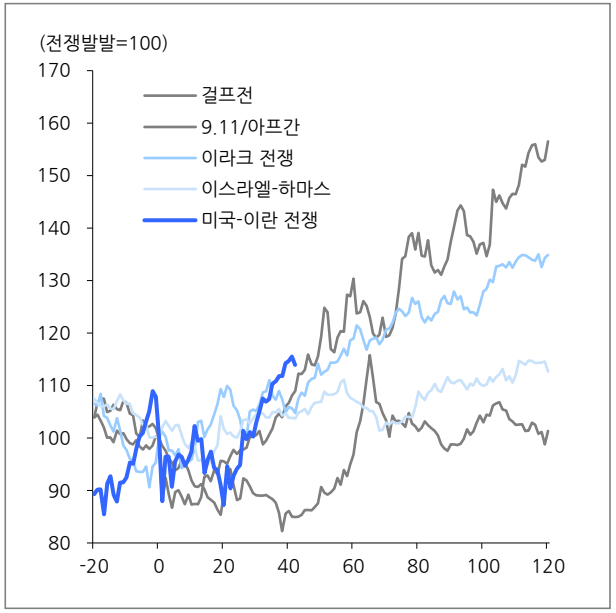
- 4월 KOSPI는 3월 미국 · 이란 분쟁 국면을 소화하며 전고점을 돌파. 피보나치 기준으로는 138.2% 확장 영역까지 도달
- 미국 · 이란 분쟁 이후 KOSPI 회복 경로는 과거 주요 전쟁 발발 이후의 회복 국면과 유사한 궤적. 지정학 리스크 해소 국면의 통상적 경로를 따라가는 모습
- 4월 Style Factor 측면에서는 Momentum 강세, 그 외 팩터 대부분 벤치마크 대비 부진. 반등이 일부 주도주 중심으로 융축되며 진행
- 변동성 완화 · 전고점 돌파 · 전쟁 회복 경로 부합이라는 세 가지 신호가 동시에 확인되는 만큼, 현 국면을 '전쟁 이후 기술적 반등' 을 넘어선 추세 전환(상승세 재진입)으로 판단

KOSPI의 피보나치 되돌림 → 확장



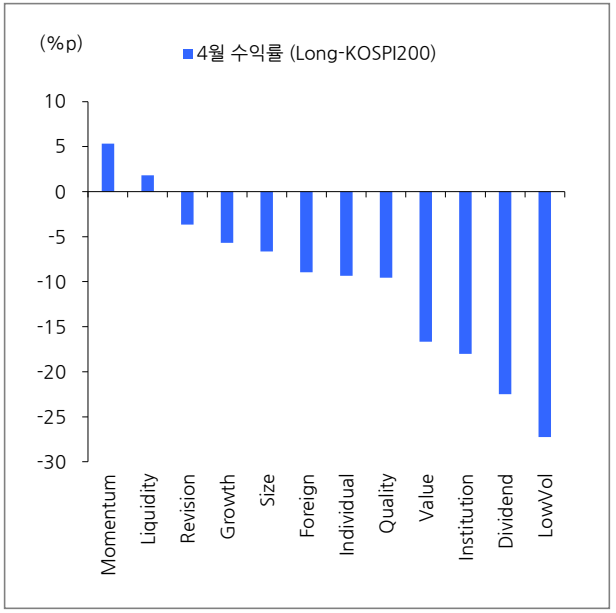
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

과거 전쟁 이후의 회복 경로를 따라가는 중



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

4월 Style Factor 수익률

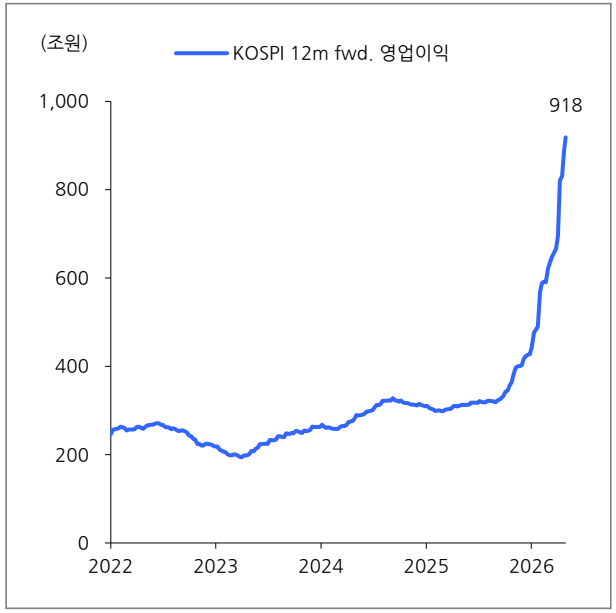


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

영업이익 900조 돌파, P/E는 저점 국면

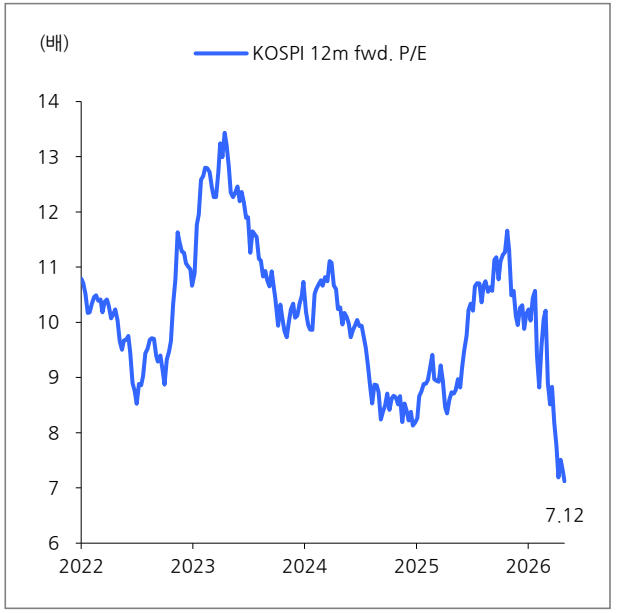
- KOSPI 12m fwd. 영업이익은 4월말 918조원에 도달, 2024년 이후 가파른 우상향 흐름을 지속하며 사상 최대 수준 경신. 주가 반등의 기저에 있는 강한 이익 모멘텀
- 같은 시점 KOSPI 12m fwd. P/E는 7.12배로 역사적 저점. 주가 상승 속도보다 이익 증가 속도가 더 빨라 밸류에이션 부담은 오히려 축소
- 3월말 대비 12m fwd. 영업이익 변화율은 반도체가 압도적 1위, 한 달에만 +63.9%의 증가율을 기록. 뒤를 이어 에너지, IT가전, IT하드웨어, 상사,자본재, 기계 등의 상승률이 상위에 위치

900조원을 돌파한 선행 영업이익



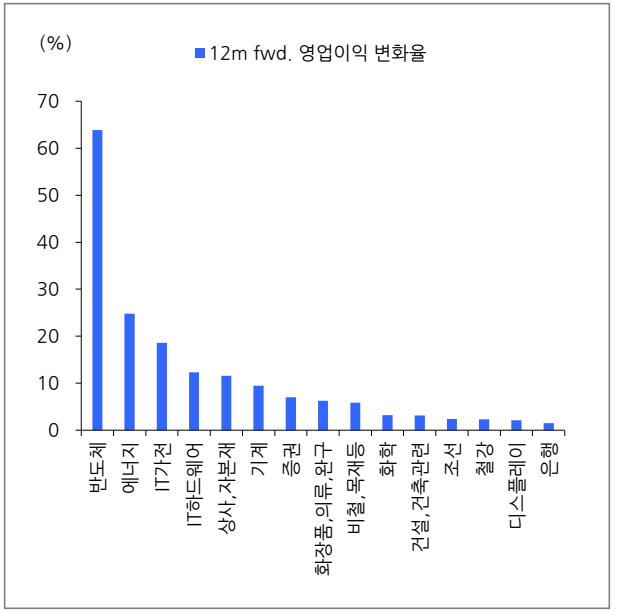
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

밸류에이션은 여전히 저점 국면



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

업종별 영업이익 변화율 (3월말 대비)



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

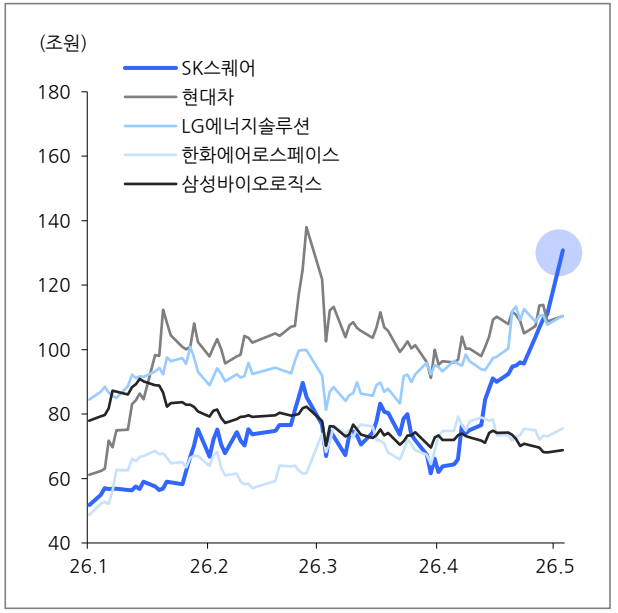
압도적인 반도체의 영향력

- KOSPI에서 반도체가 차지하는 이익 비중은 약 70% 수준까지 상승하며 사상 최고 수준을 계속해서 경신 중
- SK스퀘어는 SK하이닉스 지분 가치 재평가에 힘입어 4월 급등하며 시가총액 3위에 등극. 시가총액 기준으로도 반도체 영향력 확산
- 과거 반도체 시가총액 비중과 이익 비중은 대체로 동행하는 흐름. 현재의 이익 트렌드 상 반도체의 시장 영향력은 당분간 유지될 수 있는 환경

여전히 압도적인 반도체 비중

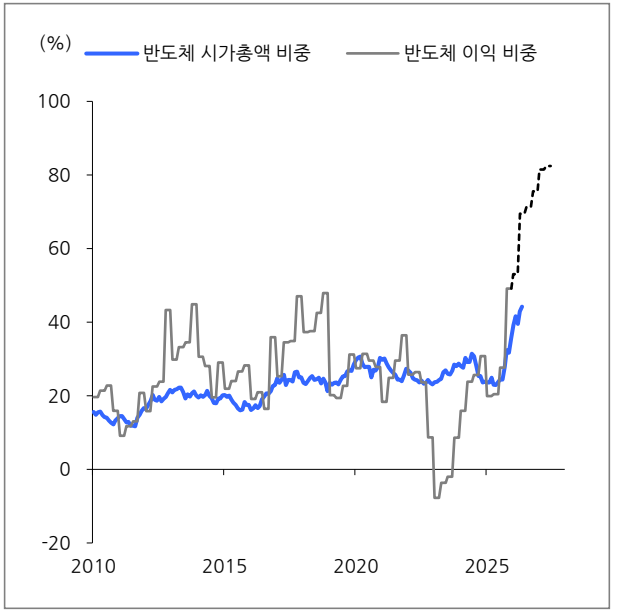
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

SK스퀘어, 시가총액 3위에 등극



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

시장 영향력 당분간 유지될 수 있는 환경

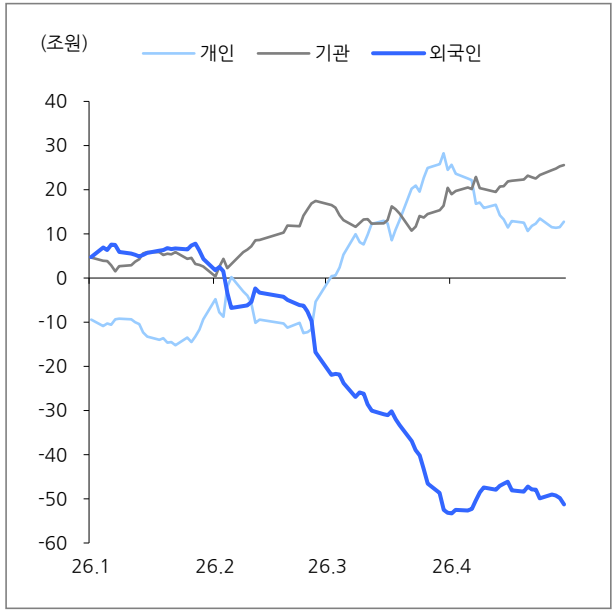


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

환율 안정과 함께 진정된 외국인 매도세

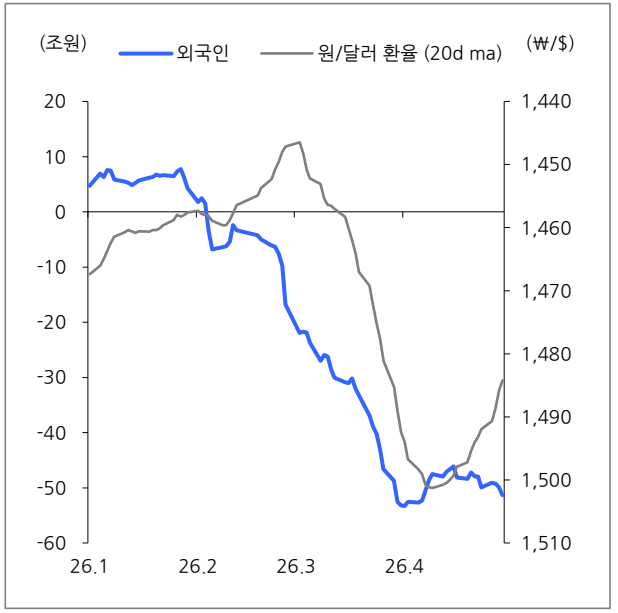
- 2026년 들어 외국인은 약 57조원 누적 순매도. 다만 매도세가 집중됐던 2~3월과 달리 4월에는 매도 강도가 현저히 약화
- 외국인 누적 순매수와 원/달러 환율은 강한 역의 관계. 2~3월 환율 상승 구간에서 외국인 매도세가 가속화됐고, 4월 환율 안정 국면 진입과 함께 매도세도 진정. 외국인 매도에 환율 변동성의 영향이 유효했음을 시사
- KOSPI 외국인 지분율은 4월말 약 37% 수준으로 회복, 2015년 이후 역사적 평균 상단에 위치. 외국인의 한국 시장 보유 비중은 여전히 견고한 상황

2026년 수급 주체별 누적 순매수 추이



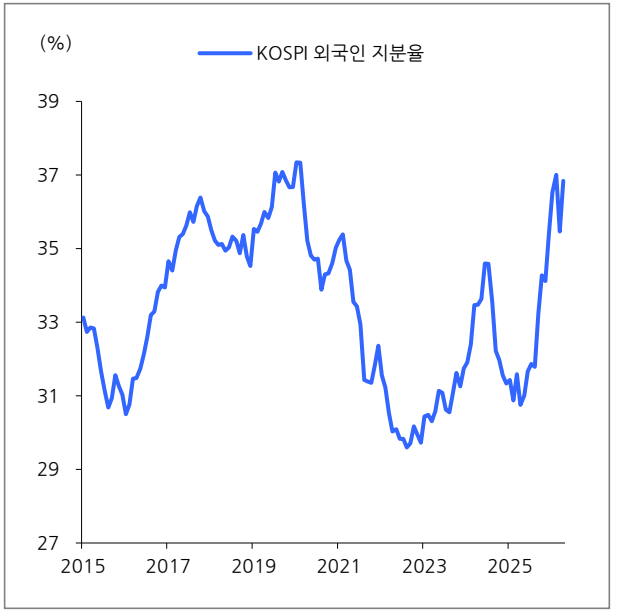
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

환율 안정으로 외국인 매도세도 진정



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

외국인 지분율은 여전히 양호

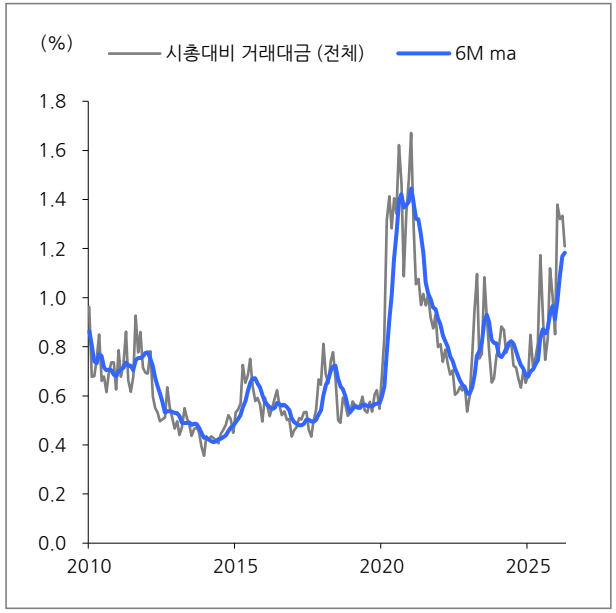


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

풍부한 유동성, 활발한 거래

- 4월 한국 증시의 시가총액 대비 거래대금 비율은 약 1.2% 수준. 2025년 이후 완만한 상승세를 이어가는 중
- 고객예탁금과 신용잔고는 각각 약 125조, 36조원으로 사상 최고 수준 지속 경신 중. 시장 참여자의 매수 여력과 매매 의지가 동시에 확인
- 고객예탁금 대비 신용잔고 비율은 약 28.6% 수준이며, 최근 하락 추세 지속. 레버리지 과열 신호는 아직 부재하며, 자금 유입의 질적 측면에서도 건전성 유지되고 있는 상황

증시 거래대금 추이



자료 : FnGuide Quantiwise, Infomax, 현대차증권

고객예탁금과 신용잔고 추이

자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

과열을 우려할 상황까지는 아님

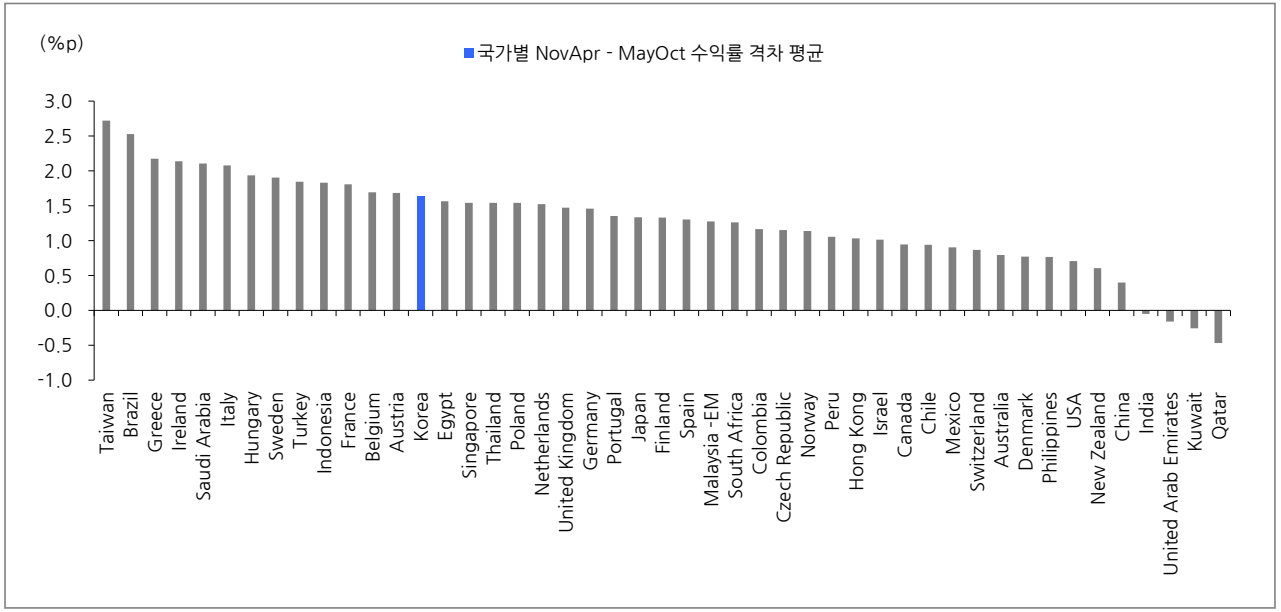
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

“Sell in May”에 대한 고찰

Sell in May?

- "Sell in May (and Go Away)"는 11~4월(겨울) 주식시장 수익률이 5~10월(여름) 대비 통계적으로 높게 관측되는 계절성 효과
- Bouman & Jacobsen (2002)이 1970~1998년 37개국 주식시장 데이터를 통해 학술적으로 최초 검증. 대부분 국가에서 11~4월 수익률이 5~10월 대비 통계적으로 유의하게 높음을 확인했으며, 이후 다수 후속 연구에서 표본 외 기간에서도 지속성 확인
- 1988년 이후 글로벌 47개국 주가지수를 재검증한 결과, 43개국에서 11~4월 평균 수익률이 5~10월보다 높게 관측. 한국 역시 격차 +1.63%p로 47개국 중 14위, 통계적으로도 유효한 패턴(p=0.028)을 보이는 시장군에 해당

국가별 11~4월 - 5~10월 수익률 격차 평균 (MSCI 기준)

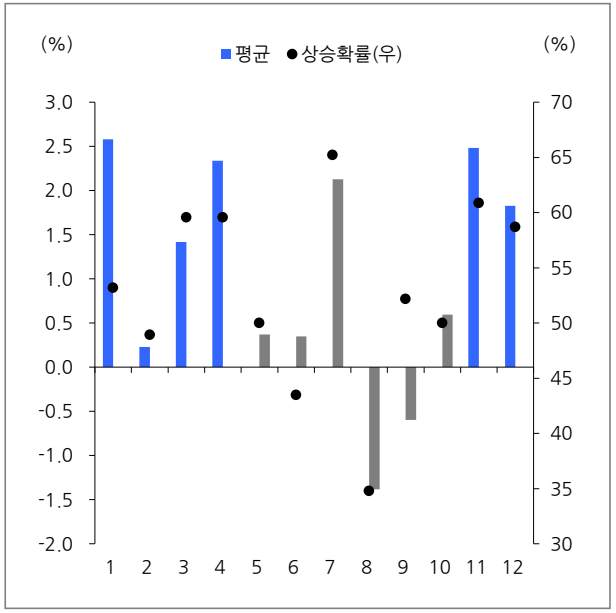


자료 : Factset, 현대차증권

KOSPI에서도 유효한 모습

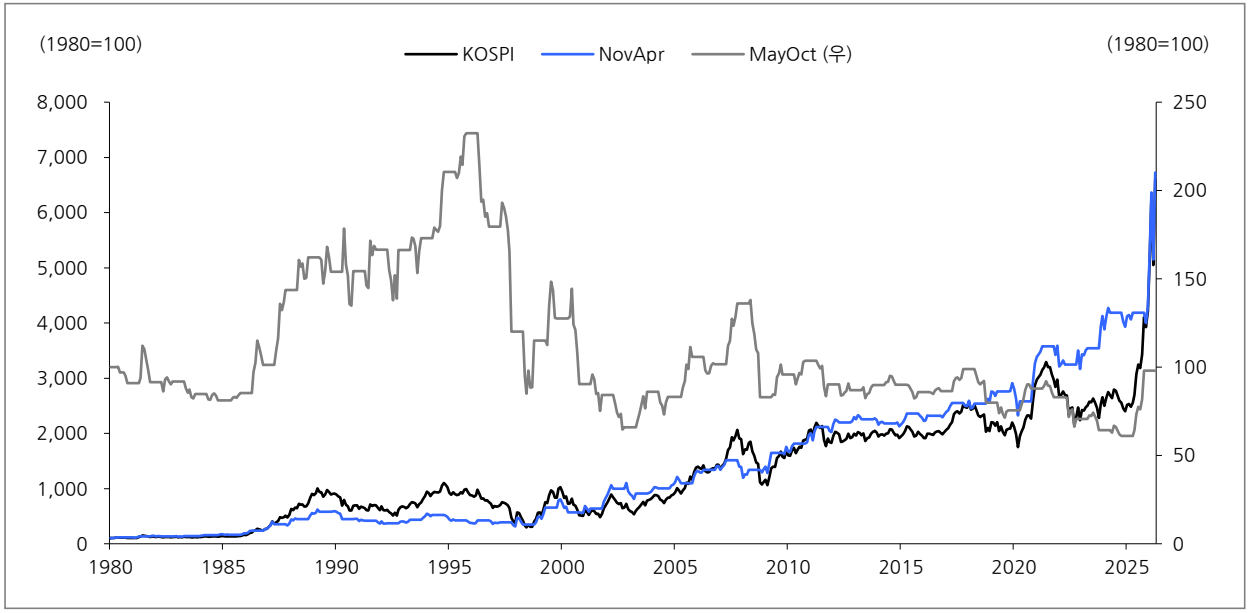
- KOSPI를 1980년 이후 약 46년간 월별로 집계해보면, 11~4월의 평균 수익률이 5~10월 대비 뚜렷하게 높은 패턴 확인. 평균 상승확률 또한 겨울 시즌이 여름을 상회
- KOSPI에서 평균적으로 음(-)의 수익률을 기록한 달은 8월과 9월. 특히 8월은 12개월 중 평균 수익률 · 상승확률 모두 최저
- 11~4월에만 KOSPI에 투자한 전략은 시장 전체에 항상 노출된 Buy & Hold와 비슷한 성과를 기록한 반면, 5~10월에만 투자한 전략은 46년간 누적 수익률이 사실상 0에 수렴. KOSPI에서 Sell in May 패턴은 통계뿐 아니라 실제 성과에서도 확인되는 흐름
- 여름 6개월의 추가 노출이 누적 성과에 의미 있는 기여를 하지 못했다는 점에서, KOSPI에서 Sell in May 패턴은 실제 성과 측면에서도 확인되는 흐름

KOSPI 월별 평균 수익률 및 상승확률



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI 시즌별 투자 전략의 누적 수익률

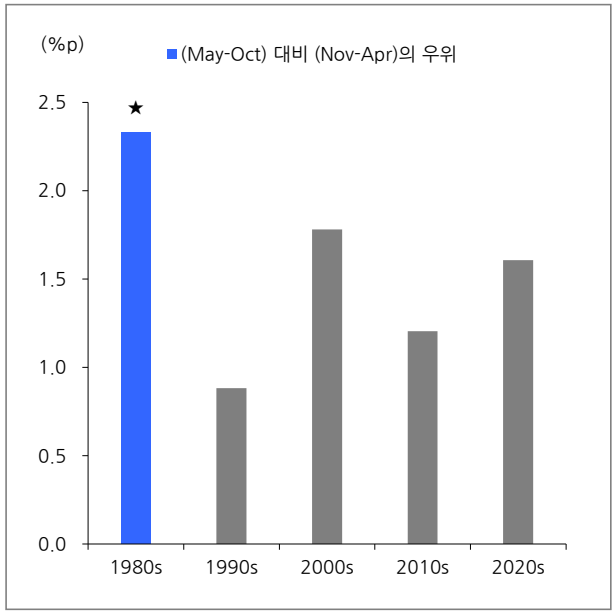


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

효과가 약해지고 있는 것도 사실

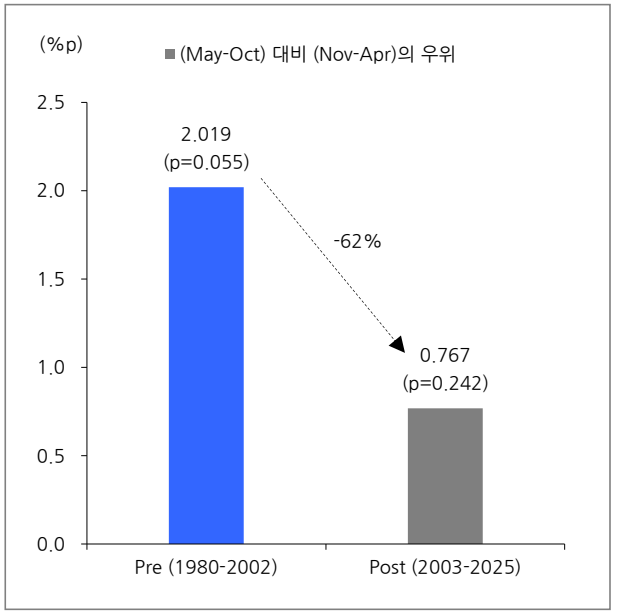
- 1980년 이후 10년 단위로 KOSPI의 Sell in May 효과를 점검 시, 격차 자체는 5개 시기 모두 양수를 유지. 다만 통계적으로 유의한 시기는 1980년대 한 차례에 그침
- Sell in May 효과를 학술적으로 처음 검증한 Bouman & Jacobsen (2002) 발표를 기점으로 전후 23년씩 분할 시, 평균 격차가 축소되는 경향도 확인. 발표 이후 계절성 패턴이 일정 부분 시장에 반영되며 효과가 약화된 모습
- Sharpe Ratio 측면에서도 Halloween 전략의 우위가 축소. 전략 자체는 여전히 위험조정수익 측면에서 우위를 보이나, 강도는 과거 대비 뚜렷하게 약화된 모습

1980년대 이후 약해진 효과



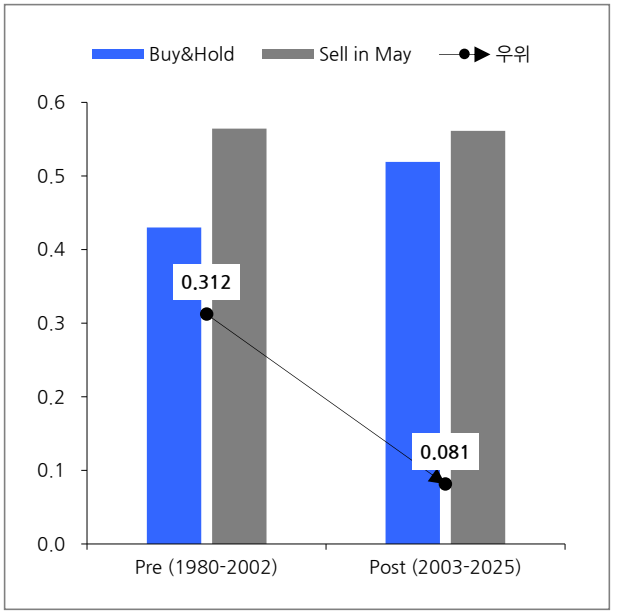
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권
주: 파란색 막대는 5% 유의수준 충족

발견 시점 전후, 효과는 절반 이하로 축소



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권
주: Bouman & Jacobsen(2002) 학술 발표 시점 기준으로 구분

실제 투자 가치도 약화되는 모습

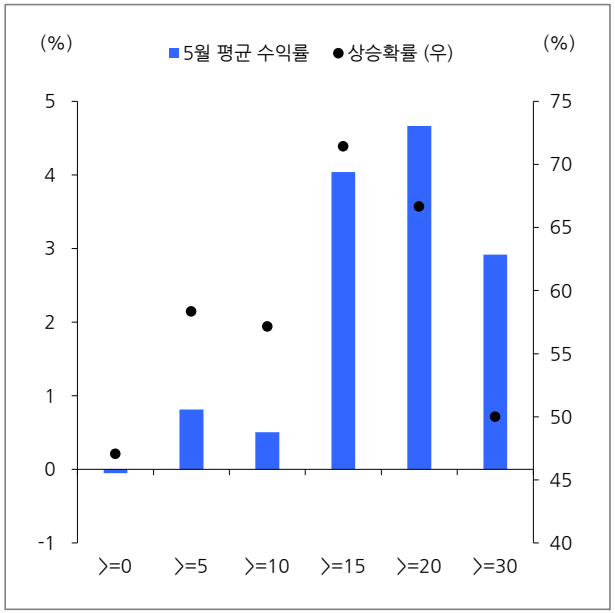


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

무작정 맹신할 필요는 없어

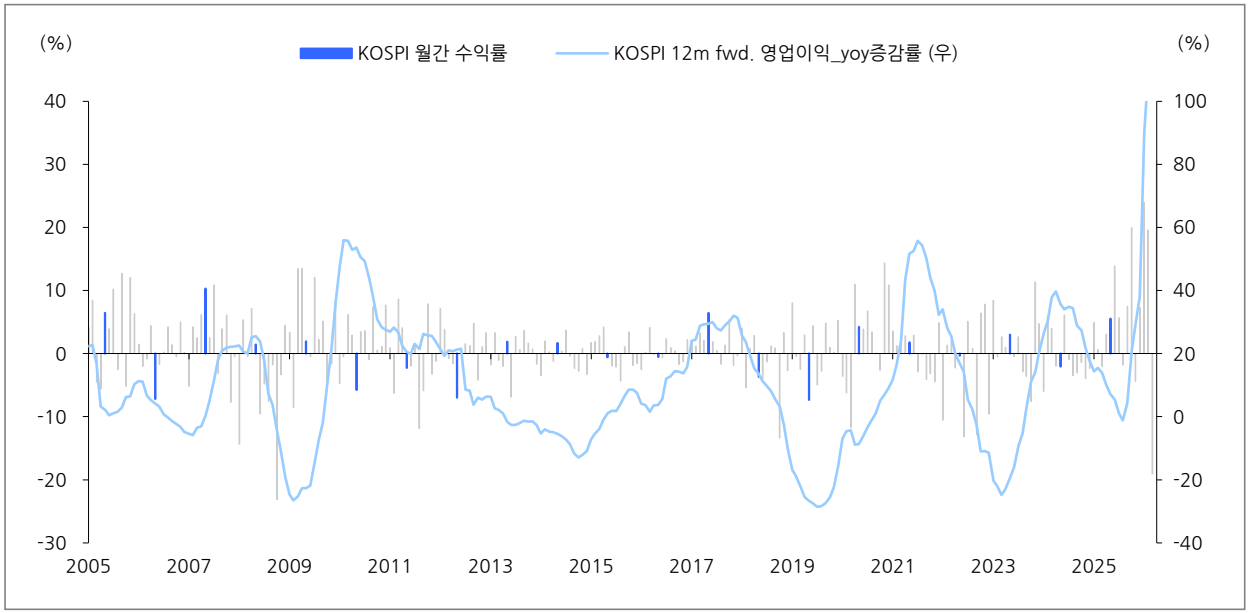
- 1980년 이후 KOSPI의 1~4월 누적 수익률 구간별로 5월 성과를 점검 시, 1~4월 모멘텀이 강할수록 5월 평균 수익률과 상승확률 모두 평년을 뚜렷이 상회하는 패턴
- 5월 의사결정에 있어 캘린더 효과보다 시장 모멘텀의 강도가 우선되어야 한다는 의미. KOSPI의 누적 수익률은 +56.6% 수준으로, 1~4월 강세 흐름이 5월에도 이어질 가능성을 열어둘 필요
- 이익 사이클의 방향성 또한 5월 성과에 영향을 미치는 변수. 캘린더 효과 외에도 다양한 펀더멘털 변수가 함께 작용하는 가운데, 현 시점 이익 모멘텀의 가파른 확대는 5월 환경에 우호적

1~4월 누적 수익률별 5월 평균 수익률



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

이익 사이클의 방향성이 5월 성과를 좌우하는 경향

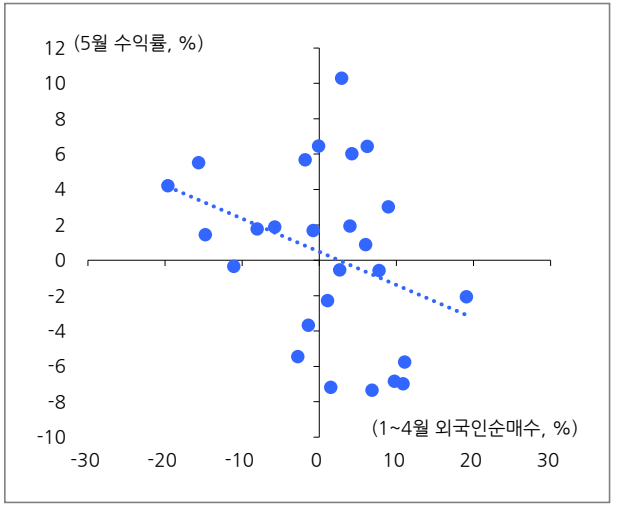


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

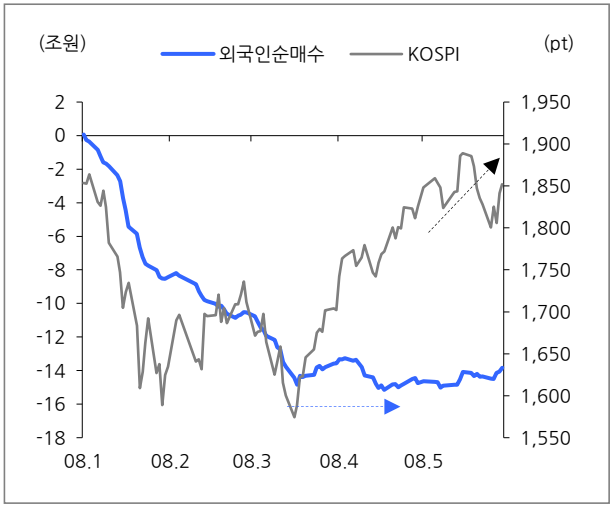
외국인 수급이 좌우할 5월

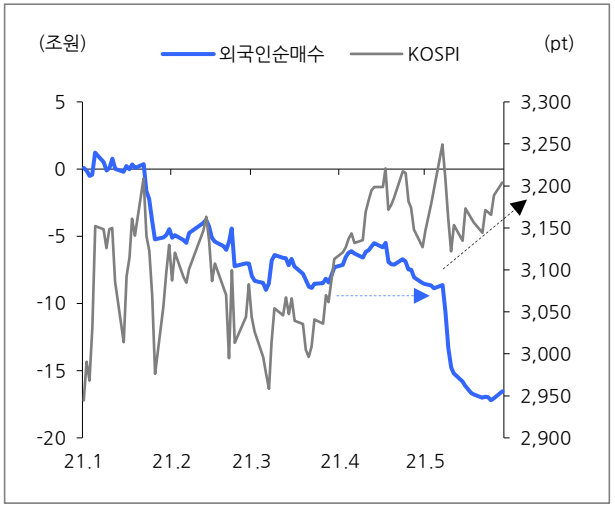
- 5월 성과에 영향을 미치는 또 하나의 주요 변수는 외국인 수급. 2000년 이후 1~4월 외국인 누적 순매수와 5월 KOSPI 수익률 사이에는 음(-)의 관계 확인
- 1~4월 외국인이 순매도였던 해의 5월 평균 수익률은 +1.7%(승률 73%)로, 순매수였던 해의 -0.7%(승률 40%)를 상회
- 2008년 · 2021년 등 과거 외국인 매도세가 누적된 시점을 보면, 외국인의 순매도세가 진정되는 시그널만 확인되더라도 KOSPI는 일정 수준의 회복을 시현하는 경향. 4월 외국인 매도세가 진정된 만큼, 과거 패턴상 5월 KOSPI에도 긍정적인 환경이 조성될 가능성

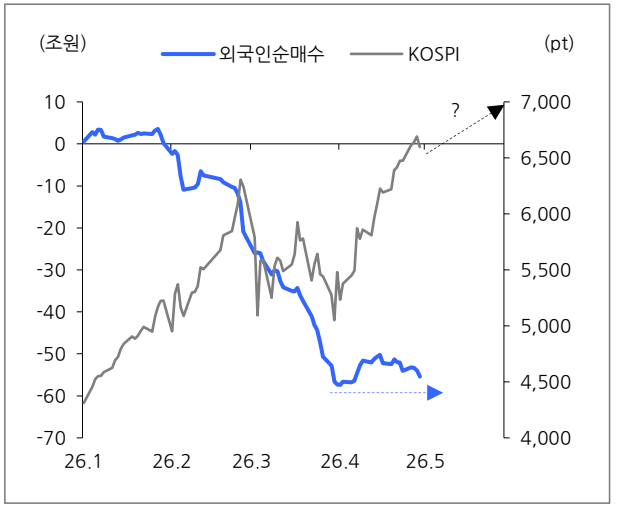
4월까지 외국인 수급과 5월 수익률 상관관계



외국인 순매도세가 진정되기만 해도 KOSPI에게는 긍정적





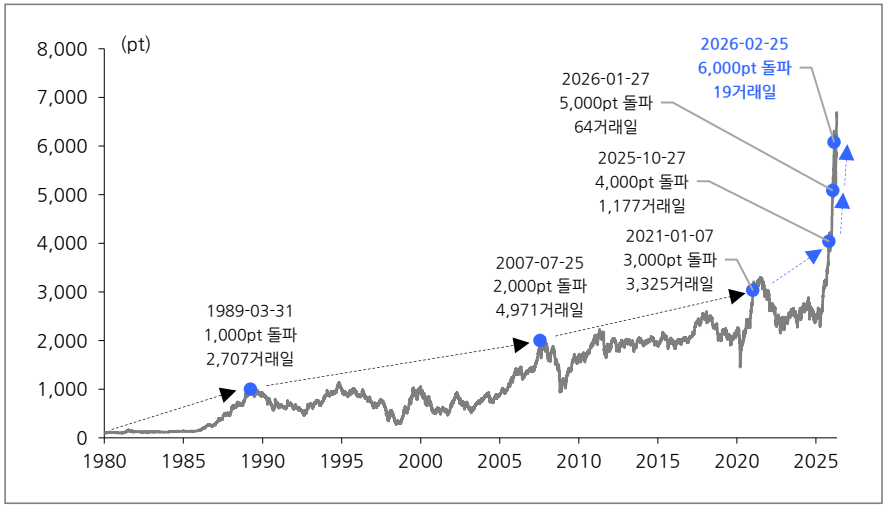


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

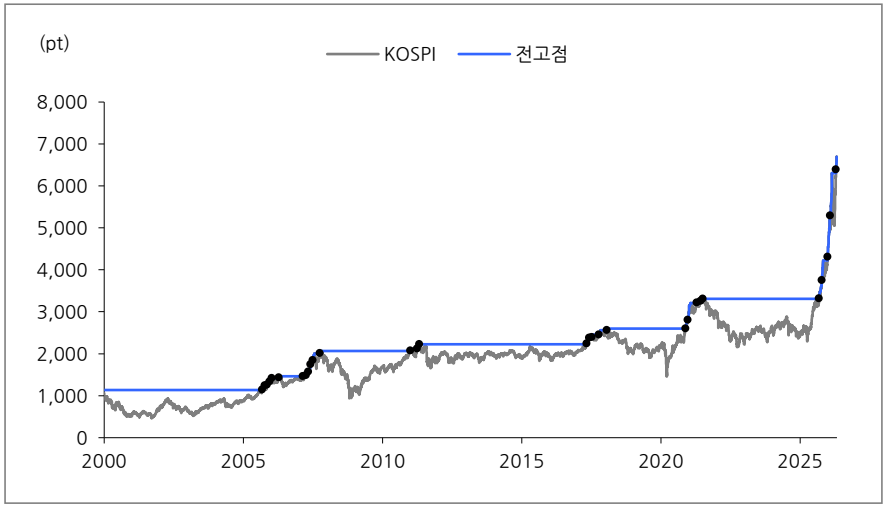
전고점 돌파 효과가 더욱 크게 작용할 것

- KOSPI는 전고점을 돌파하며 7,000pt 진입을 시도하는 중. 돌파에 걸린 거래일수는 4,000pt 돌파(1,177거래일) 이후 5,000pt 64거래일, 6,000pt 19거래일로 가속화되고 있음
- 2000년 이후 KOSPI 전고점 돌파 시점을 검증한 결과, 돌파일 이후 1개월 평균 수익률은 +2.7%(승률 67%), 3개월 평균 수익률은 +6.0%(승률 70%)로 평년 대비 양호한 성과
- 전고점 돌파 자체가 중단기 KOSPI 성과의 긍정적인 변수로 작용한다는 의미로, 4월말 전고점을 갱신한 KOSPI는 5월에도 추가 상승 여력을 보유한 환경이라는 판단

1,000pt ~ 6,000pt 돌파에 걸린 거래일수

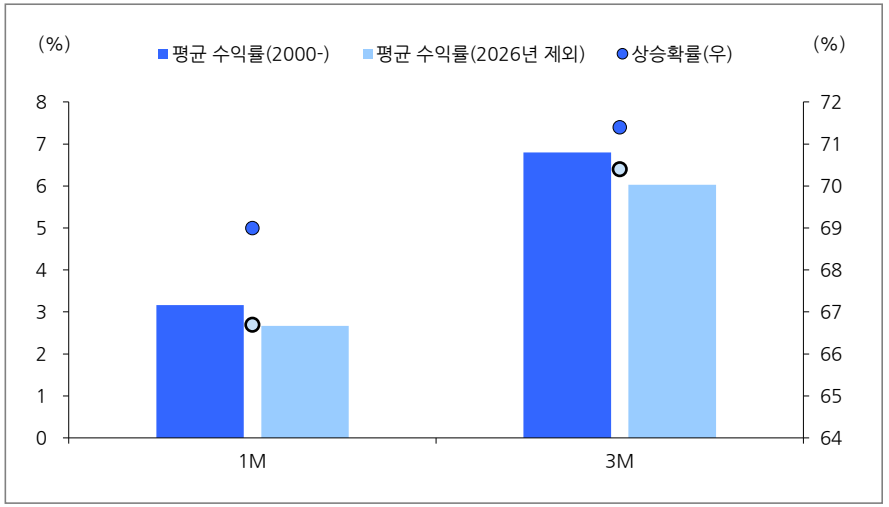


2000년 이후 KOSPI 전고점 돌파 사례



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI 전고점 돌파 이후 1개월, 3개월 평균 수익률



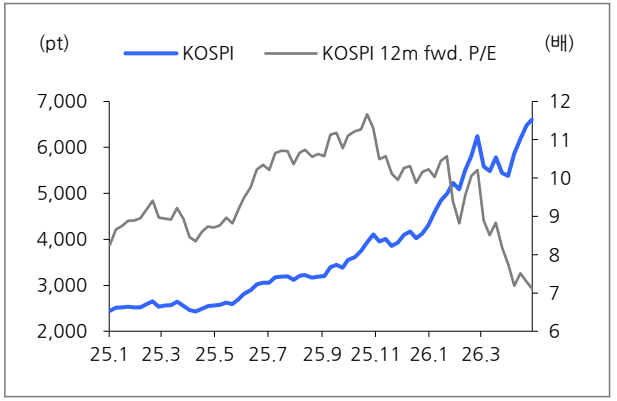
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

이익 모멘텀을 보유한 주도주

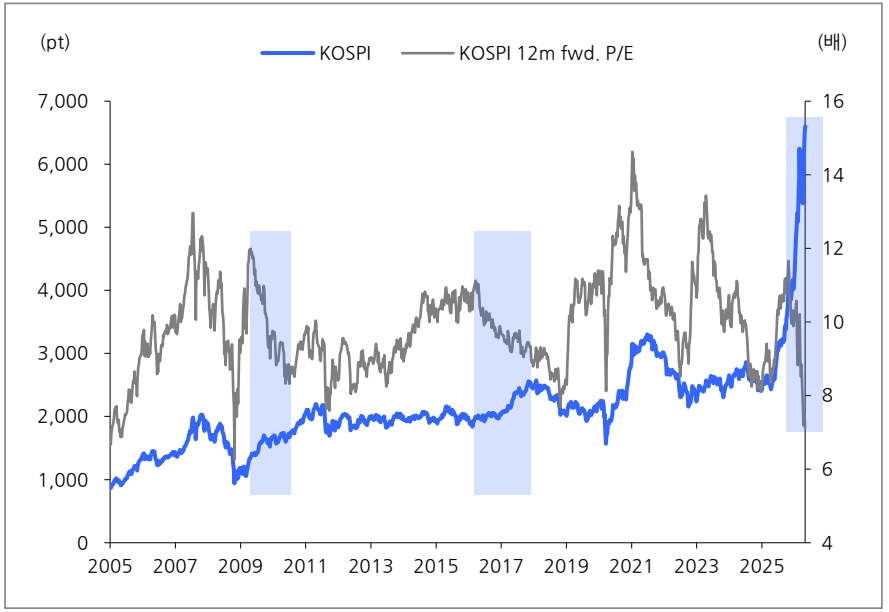
증시 상승에도 밸류에이션 매력은 유지되는 중

- KOSPI의 가파른 상승세에도 불구하고 12m fwd P/E는 오히려 하락하고 있음. 주가 상승 속도보다 이익 성장 속도가 더 빠른 흐름이 지속되며 밸류에이션 매력 유지
- 2005년 이후 시계열에서 '주가 상승 + P/E 하락'이 의미 있는 강도로 동시 발생한 구간은 3번에 불과. 과거에도 흔하지 않은 패턴이 현 국면에서 다시 관측
- 현재 KOSPI 상승은 이익 성장이 주도하고 있음. 추가 상승의 핵심 동력 또한 이익 모멘텀에 있는 만큼, 업종 단에서도 이익 모멘텀이 살아있는 영역에 비중을 두는 접근이 합리적

주가 상승에도 밸류에이션 부담은 낮음

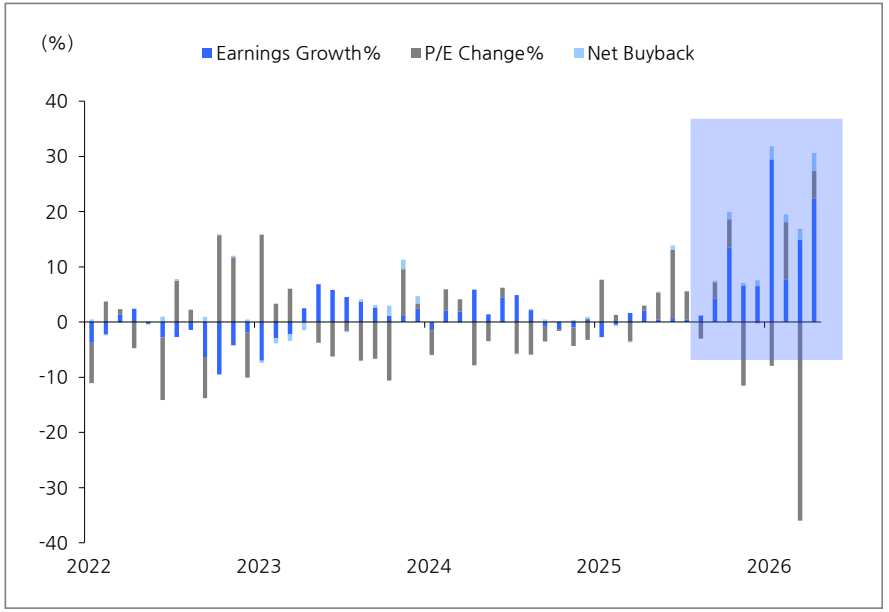


주가 상승 + P/E 하락 → 과거에도 흔하지 않은 현상



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI 수익률 분해: 이익이 견인하는 주가 상승

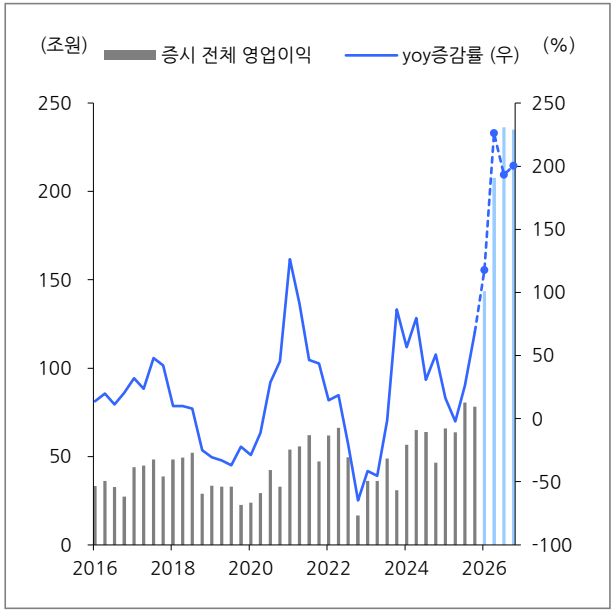


자료 : Factset, 현대차증권

가속화되는 이익 모멘텀

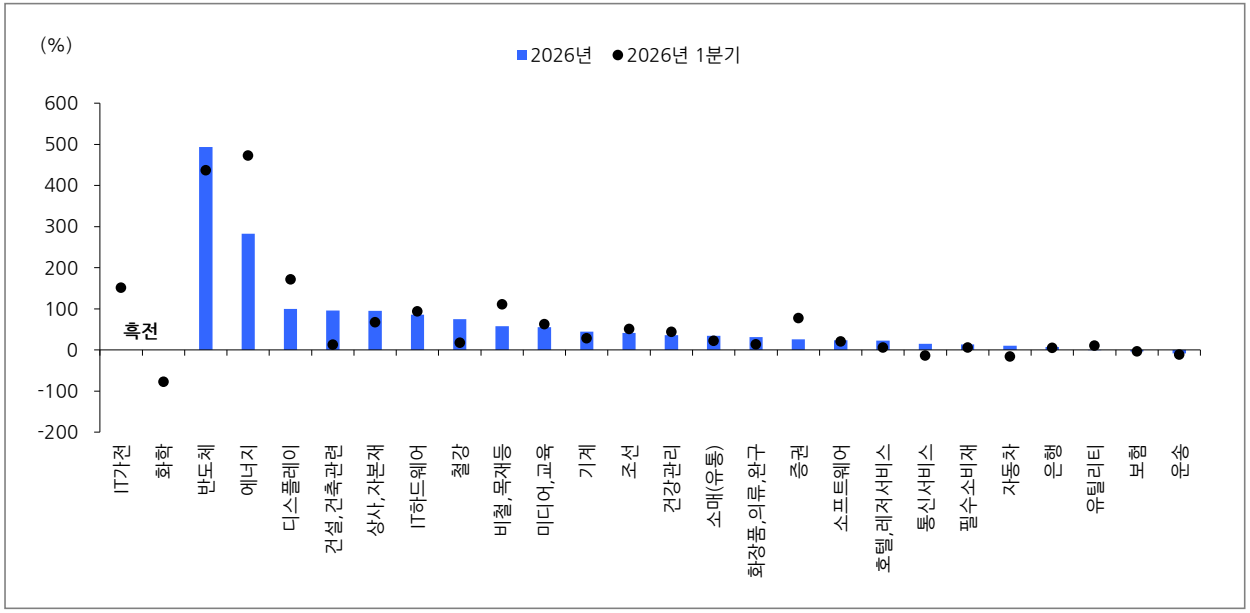
- 분기 영업이익이 사상 처음 100조원을 넘어 2분기에는 200조원을 넘어설 것으로 전망되는 상황. 증감률 또한 2026년 내내 +100~200%대를 기록할 것으로 전망되고 있어 펀더멘털 동력이 가파르게 확장되는 환경
- 업종별로 2026년 영업이익 전년대비 증감률을 보면, 반도체(+493%) · 에너지(+283%) · 디스플레이(+100%) 등이 상위에 위치. 26년 1분기의 전년동기대비 증감률도 비슷한 양상

한국 증시 영업이익 및 증감률 추이



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

업종별 이익 모멘텀 추이 (2026년, 1Q26년 증감률)

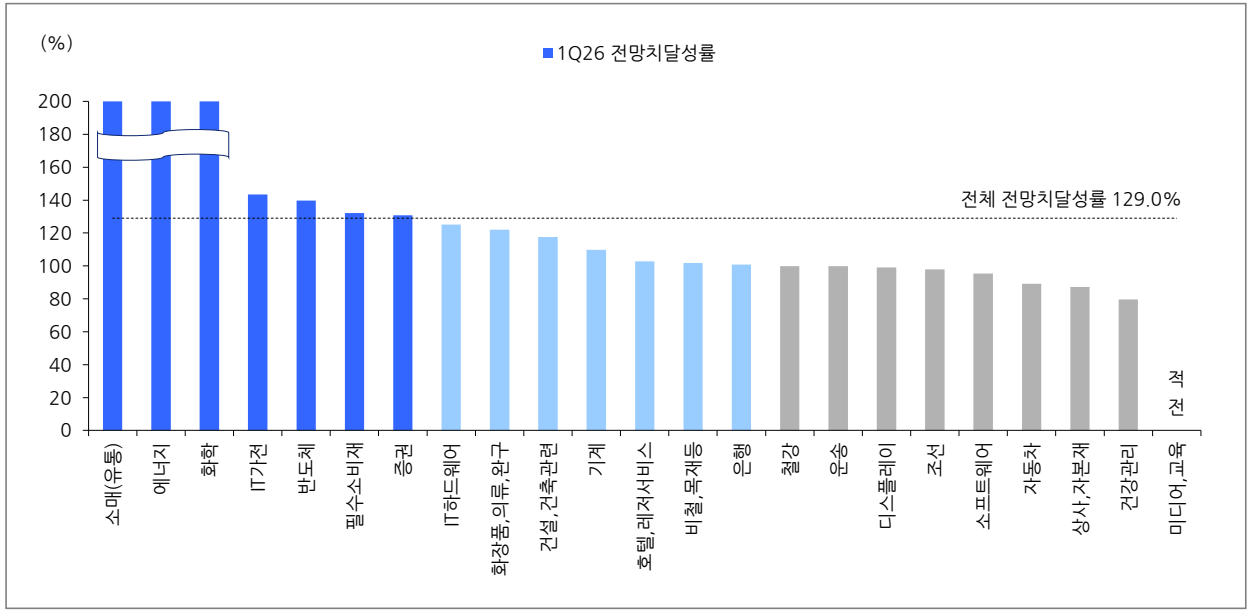


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

1분기 실적시즌은 예상대로 호조를 기록 중

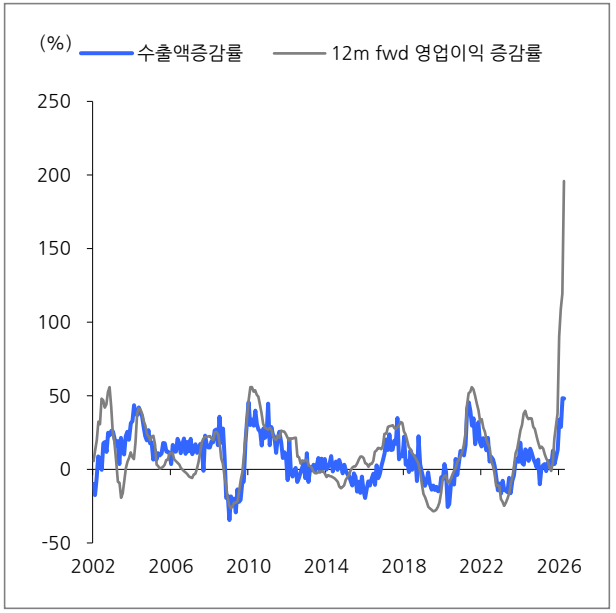
- 1Q26 실적시즌은 전체 증시 컨센서스 대비 +29% 초과 달성을 기록 중. 실적을 발표한 종목이 존재하는 23개 업종 가운데 14개 업종이 컨센서스를 상회하는 실적을 발표한 가운데, 화학 · IT가전 · 반도체 등의 서프라이즈 비율이 높음
- 한국 증시의 이익 흐름을 가늠할 수 있는 수출액 증감률은 최근 호조 흐름이 이어지고 있음. 1분기 및 향후 분기 실적에 대한 긍정적인 시각을 유지할 수 있는 근거

1분기 실적시즌 업종별 전망치 달성률



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

수출 호조가 견인하는 한국 증시 실적

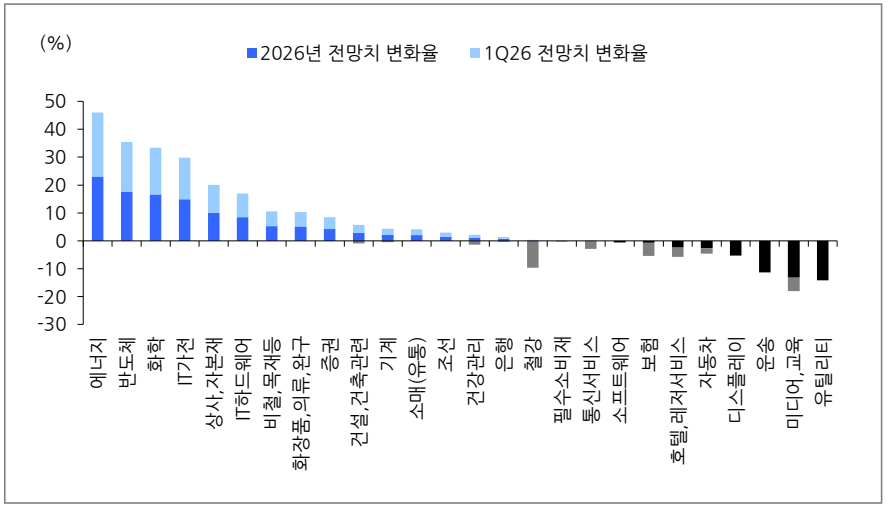


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

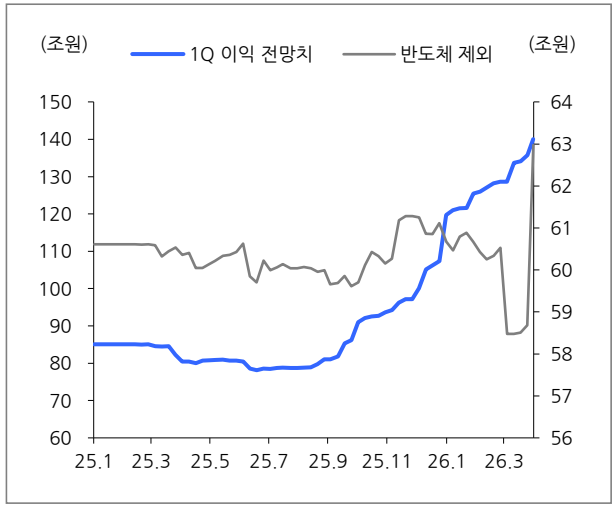
이익전망치도 지속 상향 조정 중

- 이익 전망치는 가파르게 상향조정 중. 1분기 이익 전망치는 연초대비 약 +44%, 2026년 연간 이익 전망치는 연초대비 약 +105% 상향 조정됨
- 반도체 제외 시 상향 강도는 다소 완화되나 방향성은 유지되고 있음. 실적시즌을 지나며 한국 증시 전반의 이익 컨센서스가 개선되는 환경
- 업종별로는 최근 에너지 · 반도체 · 화학 · IT가전 · 상사,자본재 등의 상향조정 흐름이 양호

업종별 이익전망치 변화율 추이

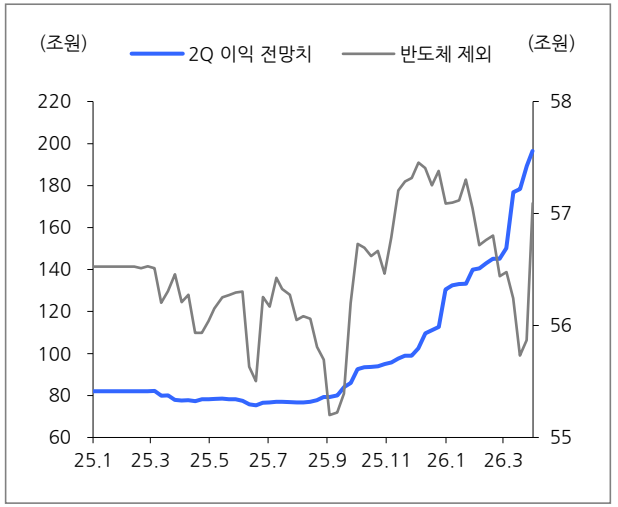


1Q26 증시 이익전망치 추이



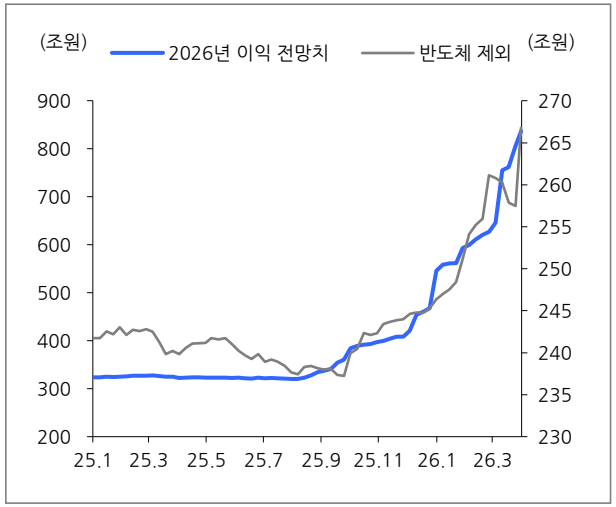
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

2Q26 증시 이익전망치 추이



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

2026년 증시 이익전망치 추이

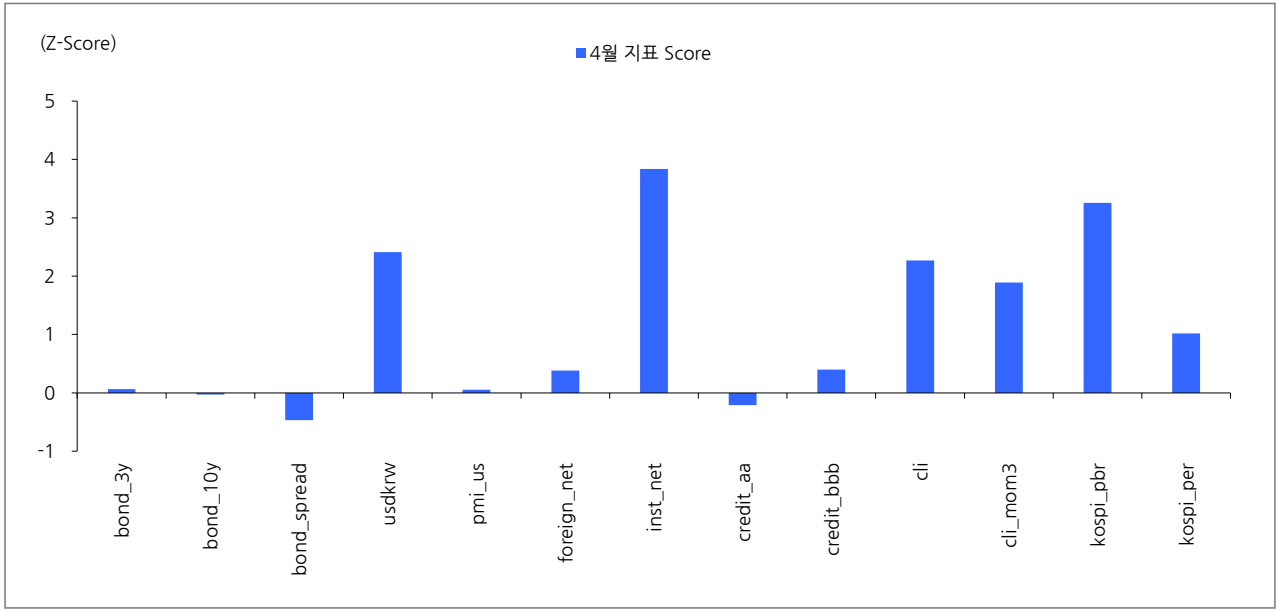


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

Regime Similarity Model – 4월 매크로 프로파일 추출

- 4월 'Decode the QR Code'에서 소개한 Regime Similarity Model은 13개 매크로 변수의 Z-Score 기반 유사 국면 분석 모델. 4월 매크로 환경에 동일한 분석을 적용해 현재 시장의 좌표를 점검
- 4월 매크로 프로파일의 가장 두드러진 변화는 3월 극단적 이탈을 보였던 외국인 순매수(3월 -9.37)의 정상 범위 회귀. 동시에 기관 순매수(+3.84), 경기선행지수(+2.27), KOSPI PBR(+3.26)이 모두 매우 높은 수준에 위치
- 3월의 '스트레스 국면'에서 4월 '회복 + 밸류에이션 부담 동반' 국면으로 매크로 구조가 전환

4월 지표들의 Z-Score: 3월 스트레스 국면에서 회복 국면으로의 전환

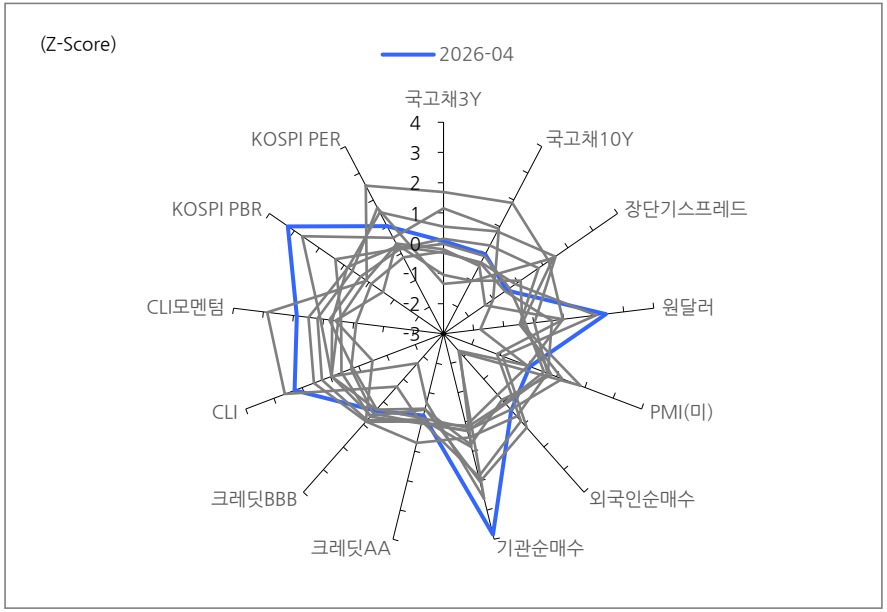


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

Regime Similarity Model – 유사 국면 도출

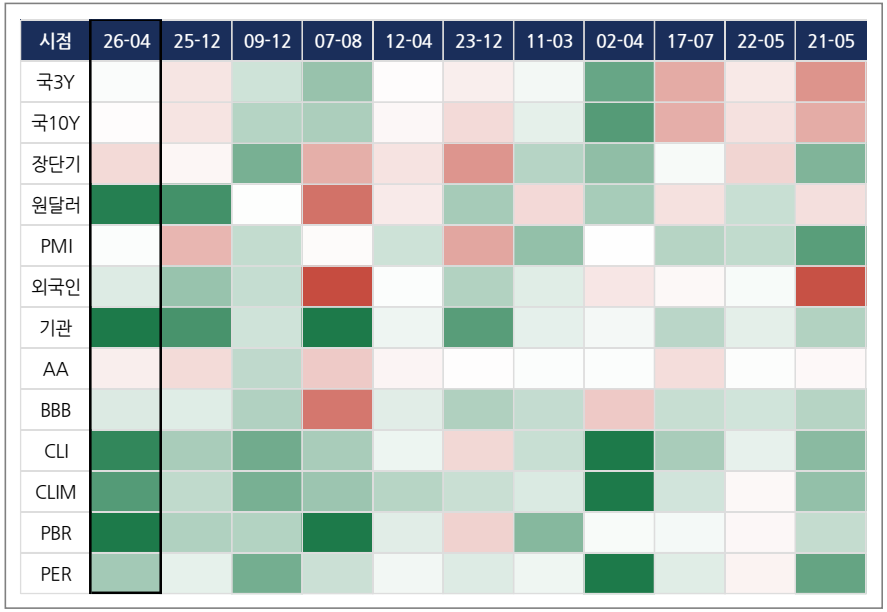
- Regime Similarity Model의 매크로 프로파일에 코사인 유사도와 유클리드 거리를 결합한 스코어를 적용해 4월과 가장 유사도가 높은 과거 10개 국면을 추출
- 4월 매크로 프로파일과 추출된 10개의 유사 국면은 기관 순매수 · CLI · PBR 등 주요 변수에서 공통적으로 양(+)의 강한 패턴을 형성. 회복 강도가 강해지는 매크로 환경이 4월과 과거 유사 국면들의 공통분모
- 4월 매크로가 위기 진행 국면이 아닌 회복기에 가까운 좌표에 위치한다는 점은, 이전에 점검한 이익 모멘텀 가속화, 실적시즌 호조, 이익 전망치 상향과 일관된 신호

현재(2026-04) vs 유사 국면 Top 10 – 매크로 프로파일 비교



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

유사 국면별 매크로 변수 Z-Score – 유사 패턴 확인



시점	26-04	25-12	09-12	07-08	12-04	23-12	11-03	02-04	17-07	22-05	21-05
국3Y											
국10Y											
장단기											
원달러											
PMI											
외국인											
기관											
AA											
BBB											
CLI											
CLIM											
PBR											
PER											

자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

Regime Similarity Model – 유사 국면 분석

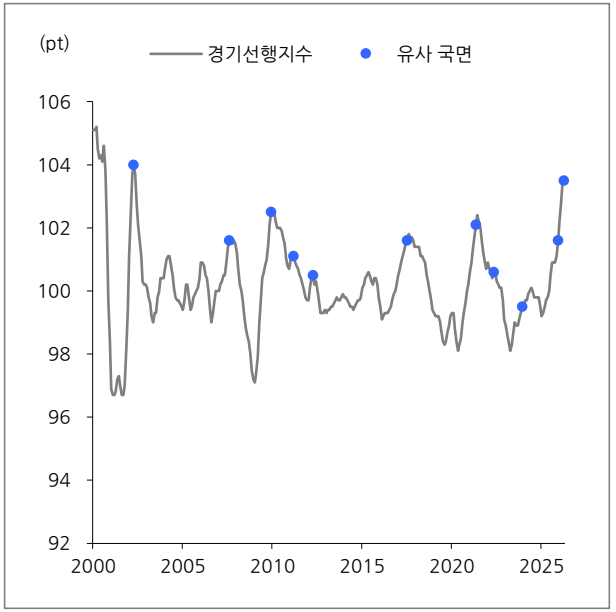
- 4월 기준 유사 국면 Top 10은 2009.12(글로벌 금융위기 회복 국면), 2023.12(Fed 피벗 시그널) 등 회복기와, 2007.8(서브프라임 본격화), 2011.3(동일본 대지진), 2022.5(Fed 빅스텝 충격) 등 외부 충격 국면이 혼재
- 외부 환경의 색깔은 달라도 결과적으로는 10개 유사 국면 중 9개에서 KOSPI 월간 수익률은 양(+)을 기록했으며, 10개 국면 모두 기관이 순매수(평균 약 2.2조원). 지난달의 '10개 모두 KOSPI 마이너스 + 외국인 대규모 순매도' 패턴과 정반대의 구조
- 우측 경기선행지수 시계열에서도 유사 국면 시점들이 일관되게 회복 국면(저점 통과 후 상승) 에 위치. 변수 차원 · 이벤트 차원 · 시계열 차원 모두에서 4월 매크로 좌표가 위기 국면이 아닌 회복기에 가까워졌음을 확인

유사 국면 Top 10

날짜	주요 이벤트	월간수익률(%)	기관 순매수(억원)
2025년 12월	AI/반도체 슈퍼사이클, Fed 12월 0.25%p 인하(3.50~3.75%)	-0.15	48,358
2009년 12월	글로벌 금융위기 회복 국면, 한국 수출 반등	0.62	12,038
2007년 8월	서브프라임 모기지 부실 확산, 글로벌 신용경색 본격화	1.71	62,625
2012년 4월	유럽 재정위기 재점화 (스페인 위기 부각)	0.34	3,722
2023년 12월	Fed 피벗 시그널 + 2024년 인하 기대	1.60	44,005
2011년 3월	동일본 대지진 · 후쿠시마 원전, 공급망 충격	0.73	6,126
2002년 4월	닷컴 바닥 후 반등 정점 + 카드대란 직전 변곡점	0.46	2,361
2017년 7월	반도체 슈퍼사이클 국면	0.07	17,829
2022년 5월	Fed 빅스텝(0.5%p) 첫 단행, 우크라戰 · 인플레 충격	0.61	6,634
2021년 5월	KOSPI 3000 안착 후 정점, 유동성 · 리오프닝 + 인플레 우려 점화	0.48	19,912

자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

경기 선행지수 상승 및 모멘텀 확대 국면



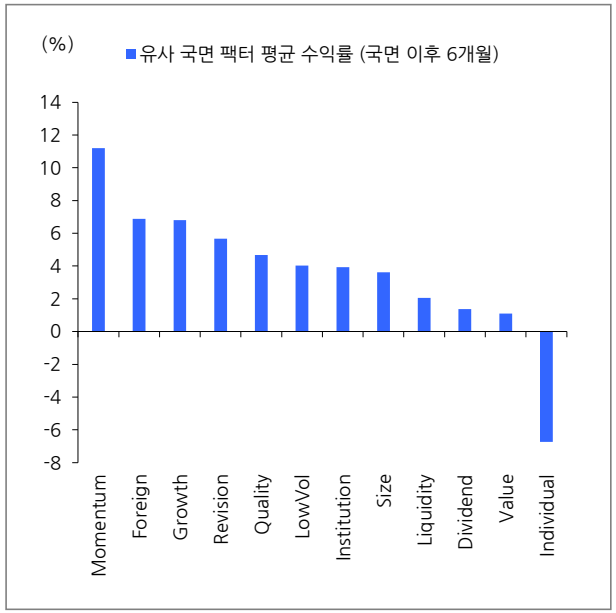
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

5월 모델 산출 결과 – 유사 국면에서의 성과

- 스타일 팩터 단에서는 Momentum(+11.2%, 78%)이 1위를 차지했으며, 상위권에는 Foreign(+6.9%) · Growth(+6.8%) · Revision(+5.7%)가 위치. 이익이 성장하는 주도주이자, 이익 전망치가 상향되는 팩터 조합을 5월 전략의 우선순위로 제시
- 업종 단에서는 반도체, 상사 · 자본재, IT하드웨어를 Overweight으로 제시. 세 업종 모두 이익 모멘텀 가속화 · 1Q26 실적시즌 호조 · 이익 전망치 상향 강도 측면에서 상위에 위치했던 업종으로, 모델의 시그널과 펀더멘탈 흐름이 동일한 방향을 가리키는 결과

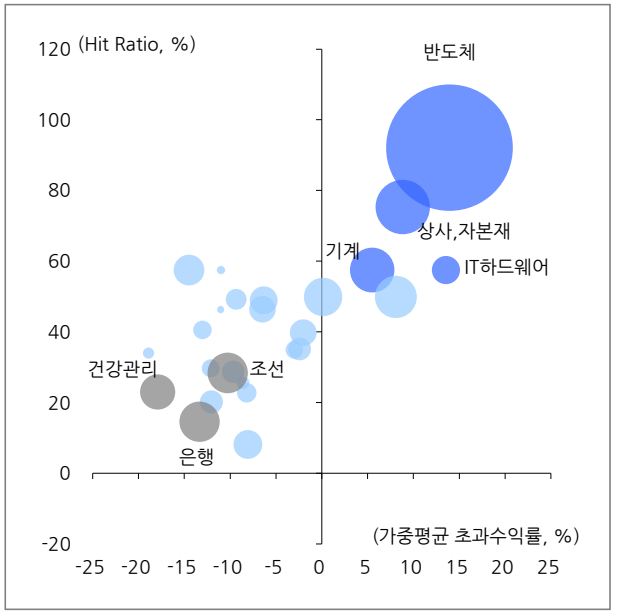
업종별 비중 조정 제안

유사 국면 팩터별 성과



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

유사 국면 업종별 성과



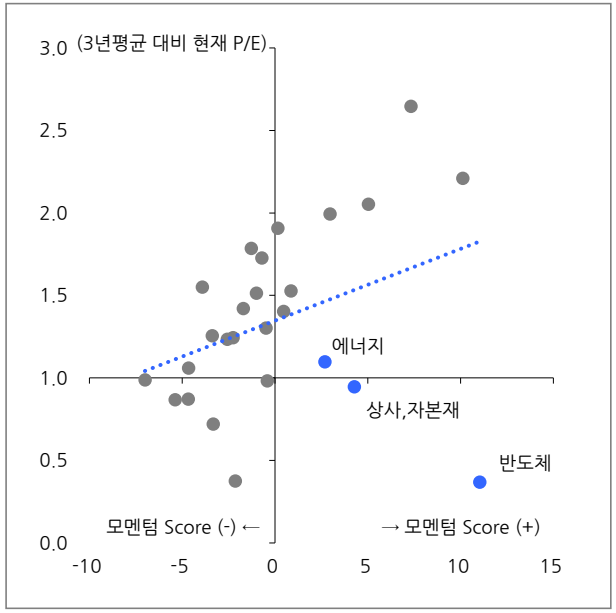
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

Regime Similarity Model – 상위 팩터 점검

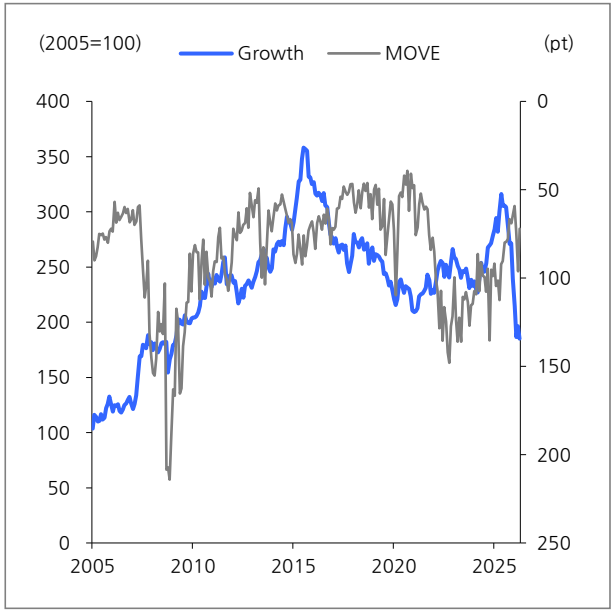
- 모델이 도출한 상위 팩터 중 Momentum과 관련해서는 추세에서 이탈해 있는 반도체와 상사 · 자본재 업종에 주목. 모멘텀 Score가 상위권임에도 3년 평균 대비 P/E 부담이 낮은 업종으로, 모멘텀이 강하면서 동시에 밸류에이션 매력도 동반되는 조합
- Growth 팩터는 채권 변동성(MOVE)이 안정되는 국면에서 누적 성과가 강해지는 특성. 3월의 변동성 충격이 진정되며 MOVE가 빠르게 안정화되는 흐름은 Growth 팩터에 우호적인 환경
- 4월 실제 시장에서 Momentum 팩터가 1위를 차지했으며, Revision · Growth도 상위권에 위치. 반대로 LowVol · Dividend 등 방어적인 팩터는 부진. 모델이 도출한 상위 팩터 시그널과 4월 실제 성과가 일관된 방향을 가리키며, 5월에도 동일한 팩터 우선순위를 유지하는 것이 합리적이라는 판단

모멘텀 Score vs 3년 평균 대비 P/E



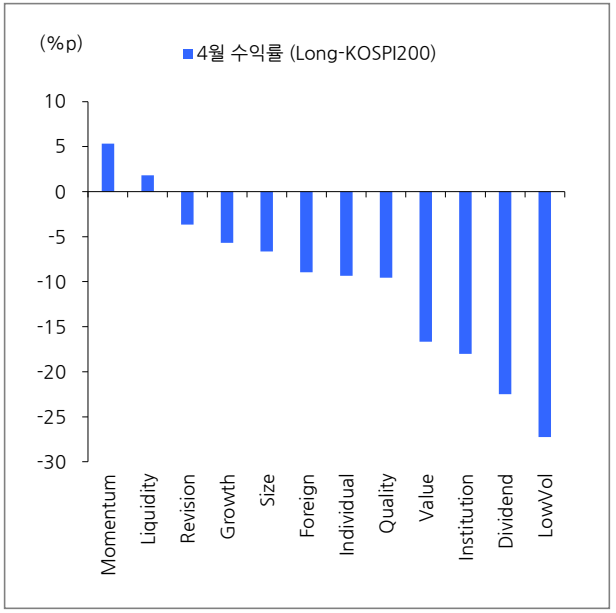
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

Growth 팩터와 MOVE 지수



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

4월 Style Factor 수익률



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

5월 Top-Picks: 이익 모멘텀을 보유한 주도주

- 업종별 종합 스코어는 ① 모델 산출 결과(유사 국면 평균 초과수익 · 승률), ② 이익 전망치 방향성(1Q26 · 2026년 변화율, 이익 증감률), ③ Style Factor 노출도(Momentum · Growth)의 세 축을 Z-Score로 정규화해 합산한 결과
- 반도체는 모든 축에서 상위권으로 Top-Pick 1순위. 2026년 이익 증감률 · Growth 노출도 · 유사 국면 성과 모두 최상위로, 매크로 · 펀더멘탈 · 모델 시그널이 동시에 가리키는 업종. 에너지는 이익 증감률과 매크로 환경 회복 수혜 가능성을 긍정적으로 평가
- **반도체, 에너지**에 더하여 **IT하드웨어, 상사/자본재**를 5월 Top-Picks로 제시

5월 Top-Picks: 반도체, 에너지, IT하드웨어, 상사/자본재

업종 / Z-Score	유사 국면 성과		전망치 변화율		이익 증감률		Style Factor 노출도	
	평균초과수익	승률	1Q26	2026년	1Q26	2026년	Momentum	Growth
반도체	2.16	2.70	-0.21	1.70	2.93	4.11	1.50	2.98
에너지	0.40	-0.08	1.46	2.30	3.21	2.09	0.15	1.25
IT하드웨어	2.11	0.86	-0.17	0.67	0.21	0.20	3.19	0.25
상사,자본재	1.60	1.80	0.69	0.84	0.00	0.28	0.87	0.61
화학	-0.07	0.40	4.48	1.59	-1.15	-0.29	0.04	0.14
기계	1.23	0.86	-0.30	-0.04	-0.31	-0.20	1.52	0.22

자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

H to Z Model Portfolio

5월 Model Portfolio

WI26	제안 비중	코드	종목	구분	제안 비중	시가총액	Earnings	Valuation	Macro	Style	Score
에너지	5.69	A034730	SK	KS	0.69	308,136	1.27	0.91	1.28	1.53	4.99
		A096770	SK이노베이션	KS	1.28	247,155	1.96	1.89	1.04	1.70	6.59
		A010950	S-Oil	KS	0.91	151,424	1.97	1.83	1.40	0.64	5.85
		A009830	한화솔루션	KS	1.04	87,150	1.82	1.81	0.88	1.79	6.30
		A078930	GS	KS	0.46	76,098	1.29	1.10	1.55	0.94	4.89
		A322000	HD현대에너지솔루션	KS	0.69	25,872	1.78	1.22	0.96	1.58	5.54
		A100090	SK오션플랜트	KS	0.61	15,338	0.75	1.64	1.58	1.41	5.38
화학	2.50	A004000	롯데정밀화학	KS	1.02	17,905	1.19	0.91	1.69	1.20	4.99
		A178920	PI첨단소재	KS	1.48	7,562	1.24	1.64	1.24	1.40	5.53
비철,목재등	1.42	A010130	고려아연	KS	1.42	329,584	1.24	1.31	0.76	1.03	4.34
건설,건축관련	1.45	A002990	금호건설	KS	1.45	2,046	0.82	1.38	1.44	1.36	5.00
기계	3.03	A034020	두산에너빌리티	KS	1.57	814,153	0.72	0.36	1.19	1.23	3.50
		A241560	두산밥캣	KS	1.45	69,016	0.98	1.04	1.34	1.52	4.87
상사,자본재	5.79	A012450	한화에어로스페이스	KS	1.68	730,653	0.46	1.12	1.40	0.77	3.74
		A000880	한화	KS	1.59	94,058	0.80	1.00	1.54	1.59	4.93
		A001120	LX인터내셔널	KS	2.53	20,698	1.40	1.72	2.00	0.69	5.80
화장품,의류,완구	2.29	A278470	에이피알	KS	0.58	158,925	1.34	1.58	1.32	1.27	5.50
		A298020	효성티앤씨	KS	0.86	22,417	1.63	1.80	1.79	1.50	6.72
		A020000	한섬	KS	0.41	5,957	1.20	1.41	1.64	1.02	5.26
		A031430	신세계인터내셔날	KS	0.44	5,202	1.57	1.07	1.51	1.21	5.35
소매(유통)	2.01	A004170	신세계	KS	0.60	38,442	1.08	0.93	1.71	1.57	5.29
		A008770	호텔신라	KS	0.88	25,708	2.00	0.92	1.50	1.62	6.03
		A282330	BGF리테일	KS	0.53	22,815	0.81	1.76	1.66	0.92	5.15
증권	2.96	A006800	미래에셋증권	KS	1.83	362,599	1.30	1.69	1.57	0.83	5.39
		A039490	키움증권	KS	1.12	104,389	0.99	1.77	1.52	0.75	5.04
보험	1.95	A032830	삼성생명	KS	1.95	499,000	0.93	1.02	1.00	1.47	4.41
소프트웨어	3.43	A377300	카카오페이	KS	0.69	75,332	1.52	0.98	1.60	1.49	5.58
		A036570	NC	KS	0.49	58,277	1.61	1.25	1.67	0.55	5.09
		A263750	펄어비스	KQ	1.01	37,842	1.65	1.83	1.63	1.39	6.50
		A293490	카카오게임즈	KQ	0.48	10,792	1.41	0.76	1.47	1.51	5.15
		A078340	컴투스	KQ	0.76	3,960	1.25	1.74	1.61	1.31	5.91
IT하드웨어	2.94	A009150	삼성전기	KS	0.88	621,452	1.15	0.39	1.01	1.26	3.81
		A222800	심텍	KQ	1.04	32,488	1.44	0.50	1.49	1.75	5.18
		A007810	코리아써키트	KS	1.03	22,232	1.22	0.89	1.65	1.44	5.20
반도체	58.25	A005930	삼성전자	KS	32.92	12,891,044	1.80	2.00	1.03	0.62	5.44
		A000660	SK하이닉스	KS	23.55	9,165,352	1.77	1.94	1.03	0.36	5.11
		A074600	원익QnC	KQ	1.78	9,950	0.86	1.12	1.77	1.57	5.33
IT가전	6.29	A006400	삼성SDI	KS	2.66	560,069	1.49	0.50	1.30	1.55	4.84
		A247540	에코프로비엠	KQ	2.15	201,531	1.67	0.59	1.48	1.42	5.15
		A393890	더블유씨피	KQ	1.48	6,606	1.21	0.29	1.82	1.71	5.02

5월 Top-Score Portfolio

WI26	제안 비중	코드	종목	구분	제안 비중	시가총액	Earnings	Valuation	Macro	Style	Score
에너지	13.07	A034730	SK	KS	1.59	308,136	1.27	0.91	1.28	1.53	5.78
		A096770	SK이노베이션	KS	2.95	247,155	1.96	1.89	1.04	1.70	5.95
		A010950	S-Oil	KS	2.09	151,424	1.97	1.83	1.40	0.64	7.16
		A009830	한화솔루션	KS	2.39	87,150	1.82	1.81	0.88	1.79	5.59
		A078930	GS	KS	1.07	76,098	1.29	1.10	1.55	0.94	5.93
		A322000	HD현대에너지솔루션	KS	1.58	25,872	1.78	1.22	0.96	1.58	7.15
		A100090	SK오션플랜트	KS	1.41	15,338	0.75	1.64	1.58	1.41	5.42
화학	4.46	A120110	코오롱인더	KS	0.94	28,179	0.88	0.78	1.91	1.28	5.26
		A004000	롯데정밀화학	KS	1.05	17,905	1.19	0.91	1.69	1.20	6.38
		A178920	PI첨단소재	KS	1.54	7,562	1.24	1.64	1.24	1.40	5.45
		A014830	유니드	KS	0.93	6,416	1.06	1.19	1.55	1.08	5.44
건설,건축관련	2.02	A053690	한미글로벌	KS	0.98	3,068	0.56	1.52	1.43	1.43	5.57
		A002990	금호건설	KS	1.04	2,046	0.82	1.38	1.44	1.36	5.22
기계	1.04	A241560	두산밥캣	KS	1.04	69,016	0.98	1.04	1.34	1.52	5.35
상사,자본재	2.95	A000880	한화	KS	1.14	94,058	0.80	1.00	1.54	1.59	6.10
		A001120	LX인터내셔널	KS	1.81	20,698	1.40	1.72	2.00	0.69	5.85
화장품,의류,완구	7.10	A278470	에이피알	KS	1.79	158,925	1.34	1.58	1.32	1.27	5.22
		A298020	효성티앤씨	KS	2.66	22,417	1.63	1.80	1.79	1.50	6.15
		A020000	한섬	KS	1.28	5,957	1.20	1.41	1.64	1.02	5.82
		A031430	신세계인터내셔날	KS	1.37	5,202	1.57	1.07	1.51	1.21	6.02
소매(유통)	5.63	A004170	신세계	KS	1.37	38,442	1.08	0.93	1.71	1.57	5.49
		A139480	이마트	KS	1.01	29,445	1.18	1.28	1.19	1.27	5.32
		A008770	호텔신라	KS	2.03	25,708	2.00	0.92	1.50	1.62	5.30
		A282330	BGF리테일	KS	1.21	22,815	0.81	1.76	1.66	0.92	5.35
건강관리	1.75	A042520	한스바이오메드	KQ	1.75	4,193	1.13	1.79	1.06	1.79	5.21
증권	3.31	A006800	미래에셋증권	KS	2.05	362,599	1.30	1.69	1.57	0.83	5.79
		A039490	키움증권	KS	1.26	104,389	0.99	1.77	1.52	0.75	5.62
소프트웨어	8.48	A377300	카카오페이	KS	1.70	75,332	1.52	0.98	1.60	1.49	5.27
		A036570	NC	KS	1.22	58,277	1.61	1.25	1.67	0.55	5.30
		A263750	펄어비스	KQ	2.49	37,842	1.65	1.83	1.63	1.39	5.68
		A293490	카카오게임즈	KQ	1.19	10,792	1.41	0.76	1.47	1.51	6.01
		A078340	컴투스	KQ	1.88	3,960	1.25	1.74	1.61	1.31	6.08
IT하드웨어	2.51	A222800	심텍	KQ	1.26	32,488	1.44	0.50	1.49	1.75	6.67
		A007810	코리아써키트	KS	1.25	22,232	1.22	0.89	1.65	1.44	5.95
반도체	45.08	A005930	삼성전자	KS	24.96	12,891,044	1.80	2.00	1.03	0.62	5.22
		A000660	SK하이닉스	KS	17.85	9,165,352	1.77	1.94	1.03	0.36	6.01
		A195870	해성디에스	KS	0.92	13,634	1.17	0.53	1.43	1.72	6.24
		A074600	원익QnC	KQ	1.35	9,950	0.86	1.12	1.77	1.57	5.87
IT가전	2.60	A247540	에코프로비엠	KQ	1.54	201,531	1.67	0.59	1.48	1.42	6.11
		A393890	더블유씨피	KQ	1.06	6,606	1.21	0.29	1.82	1.71	5.39

방법론 1) 유니버스 구성

- 매월 말의 데이터를 기준으로 다음의 기준을 충족하는 종목들을 유니버스에 편입

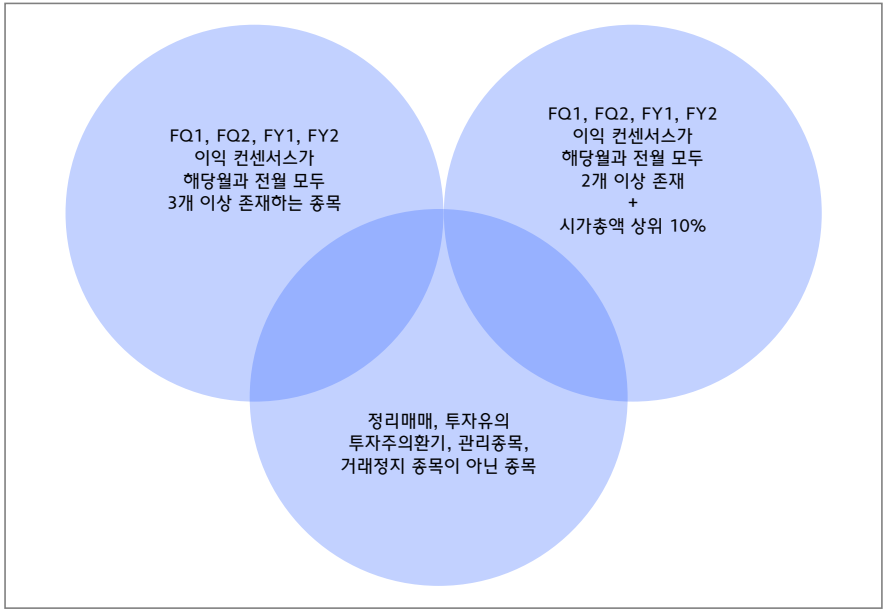
  1) FQ1, FQ2, FY1, FY2 이익 컨센서스가 해당월과 전월 모두 3개 이상 존재하는 종목

  혹은, FQ1, FQ2, FY1, FY2 이익 컨센서스가 해당월과 전월 모두 2개 이상 존재하고, 시가총액이 상위 10%인 종목

  2) 정리매매, 투자유의, 투자주의환기, 관리종목, 거래정지 종목이 아닌 종목

- 유니버스에 선정된 종목을 대상으로 Earnings, Valuation, Macro, Style Factor Scoring을 진행

유니버스 선정 방식



자료 : Quantiwise, 현대차증권

종목별 Scoring에 사용된 변수

항목	세부 변수
Earnings(E)	1) FQ1, FQ2, FY1, FY2 컨센서스 변화율 2) Fwd 이익 변화율 3) FQ1 이익의 QoQ, YoY 변화율 4) FY1 이익의 YoY 변화율
Valuation(V)	1) P/Operating Income, P/E, P/B, ROE의 당월 값 2) P/Operating Income, P/E, P/B, ROE의 전월대비 변화
Macro(M)	원/달러환율, EM 통화지수, 달러 인덱스, 한국3년금리, 한국10년 금리, 미국2년 금리, 미국10년 금리, 경기선행지수, ISM제조업, 수출액 증감률, WTI, CRB지수, 채권지수
Style Factor(S)	Size, Value, Growth, Quality, momentum, dividend, Lowvol, individual, institution, foreign, Liquidity, Revision

자료 : Quantiwise, 현대차증권

방법론 2) Earnings 스코어링 방법

- FQ1, FQ2, FY1, FY2 컨센서스 변화율, Fwd 이익 변화율, FQ1 이익의 QoQ, YoY 변화율, FY1 이익의 YoY 변화율
- 총 8개 데이터를 활용해 Scoring 실시 (은행, 증권, 보험 업종의 경우 순이익, 나머지 업종은 영업이익 데이터 활용)
- 각각의 변수를 먼저 99% 윈저화(Winsorization)하여 극단치를 제거하고, 평균/표준편차를 통해 Z-Score를 산출
- 각각의 Z-Score에 Weight를 부과한 후 합산한 값을 최종 Score로 확정
- 최종 Score와 해당 Score의 Rank 값을 각각 0~1 Scaling한 후 재합산
- **최종적으로 Score + Rank = 0~2 사이의 값이 부여되는 원리**

Earnings 스코어링 방법

원지수
FQ1 이익 컨센서스 변화율
FQ2 이익 컨센서스 변화율
FY1 이익 컨센서스 변화율
FY2 이익 컨센서스 변화율
Fwd 이익 컨센서스 변화율
FQ1 이익의 QoQ 변화율
FQ1 이익의 YoY 변화율
FY1 이익의 YoY 변화율

Winsorization & Z-scoring

Z-Score	Weight
FQ1 이익 컨센서스 변화율	15%
FQ2 이익 컨센서스 변화율	10%
FY1 이익 컨센서스 변화율	15%
FY2 이익 컨센서스 변화율	10%
Fwd 이익 컨센서스 변화율	15%
FQ1 이익의 QoQ 변화율	10%
FQ1 이익의 YoY 변화율	15%
FY1 이익의 YoY 변화율	10%

Scaling

Min 0 ~ Max 2의 Score 부여

자료 : Quantiwise, 현대차증권

방법론 3) Valuation 스코어링 방법

- P/Operating Income, Fwd. P/E, Fwd. P/B, Fwd. ROE과 각각의 값의 전월대비 변화율
- 총 8개 데이터를 활용해 Scoring 실시
- 각각의 변수를 먼저 99% 윈저화(Winsorization)하여 극단치를 제거하고, 평균/표준편차를 통해 Z-Score를 산출
- 각각의 Z-Score에 Weight를 부과한 후 합산한 값을 최종 Score로 확정
- 최종 Score와 해당 Score의 Rank 값을 각각 0~1 Scaling한 후 재합산
- **최종적으로 Score + Rank = 0~2 사이의 값이 부여되는 원리**

Valuation 스코어링 방법

원지수
P/Operating Income
P/Operating Income_변화율
Fwd. P/E
Fwd. P/E_변화율
Fwd. P/B
Fwd. P/B_변화율
Fwd. ROE
Fwd. ROE_변화율

Winsorization & Z-scoring

Z-Score	Weight
P/Operating Income	12.5%
P/Operating Income_변화율	12.5%
Fwd. P/E	12.5%
Fwd. P/E_변화율	12.5%
Fwd. P/B	12.5%
Fwd. P/B_변화율	12.5%
Fwd. ROE	12.5%
Fwd. ROE_변화율	12.5%

Scaling

Min 0 ~ Max 2의 Score 부여

자료 : Quantiwise, 현대차증권

방법론 4) Macro 스코어링 방법

- 원/달러환율, 신흥국 통화지수, 달러 인덱스, 한국 장 · 단기금리, 미국 장 · 단기금리, OECD G20 경기선행지수, 미국 ISM 제조업지수, 한국 수출액 증감률, WTI, CRB 상품지수, Bloomberg 채권지수, 총 13개 데이터를 활용해 Scoring 실시
- 각각의 변수들에 대해 전월대비 증감률 or 차분 값을 계산한 후, 최근 36개월 평균/표준편차를 활용한 Z-Score 계산 (A)
- 유니버스 종목의 월간 수익률 데이터와 앞서 계산한 Macro 변수들의 증감률(or 차분) 값의 36개월 Correlation을 계산 (B)
- (A) X (B) 값을 더해준 것이 최종 Score. 최종 Score와 해당 Score의 Rank 값을 각각 0~1 Scaling한 후 재합산
- **최종적으로 Score + Rank = 0~2 사이의 값이 부여되는 원리**

Macro 스코어링 방법

원지수	
환율	원/달러 환율
	신흥국 통화지수
	달러 인덱스
금리	한국 장 · 단기금리
	미국 장 · 단기금리
경기 (-1M)	OECD G20 경기선행지수
	미국 ISM 제조업지수
	한국 수출액 증감률
상품	WTI
	CRB 상품지수
	Bloomberg 채권지수

전월대비 증감(률) 계산 후 3년 Z-Scoring (A)

종목별 월간 수익률과 매크로 증감(률) 간의 36개월 Correlation 계산 (예시) (B)

원/달러환율	EM 통화지수	달러인덱스	한국3년	한국10년	미국2년	미국10년	경기선행지수	ISM제조업	수출액증감률	WTI	CRB지수	채권지수
-0.12	0.07	-0.05	-0.29	-0.33	-0.11	-0.30	-0.08	-0.12	-0.10	0.29	0.04	0.21
-0.23	0.24	-0.05	-0.07	-0.11	0.01	-0.13	0.07	0.17	-0.27	0.27	0.24	0.13
-0.20	0.21	-0.12	-0.35	-0.36	-0.20	-0.36	-0.11	-0.13	-0.36	0.08	0.05	0.31
-0.09	0.02	-0.05	-0.22	-0.20	-0.32	-0.31	-0.17	0.10	-0.01	-0.03	-0.09	0.24
-0.19	0.16	-0.19	-0.38	-0.37	-0.20	-0.23	0.13	0.06	0.03	-0.09	-0.08	0.29
-0.20	0.18	-0.15	-0.18	-0.24	-0.09	-0.24	-0.16	-0.11	-0.01	0.04	-0.03	0.23
-0.12	0.21	-0.08	-0.21	-0.26	-0.05	-0.21	-0.07	-0.04	-0.27	0.12	0.07	0.19
0.02	0.13	0.02	-0.22	-0.25	-0.05	-0.18	0.05	0.02	-0.13	0.07	0.01	0.14
-0.31	0.29	-0.20	-0.25	-0.21	-0.05	-0.14	-0.09	0.15	-0.35	0.19	0.16	0.23
-0.47	0.49	-0.40	-0.24	-0.28	-0.21	-0.37	0.13	0.22	-0.18	0.07	0.16	0.42

Σ (Correlation) x (Macro Z-Score) (A) X (B)

Scaling

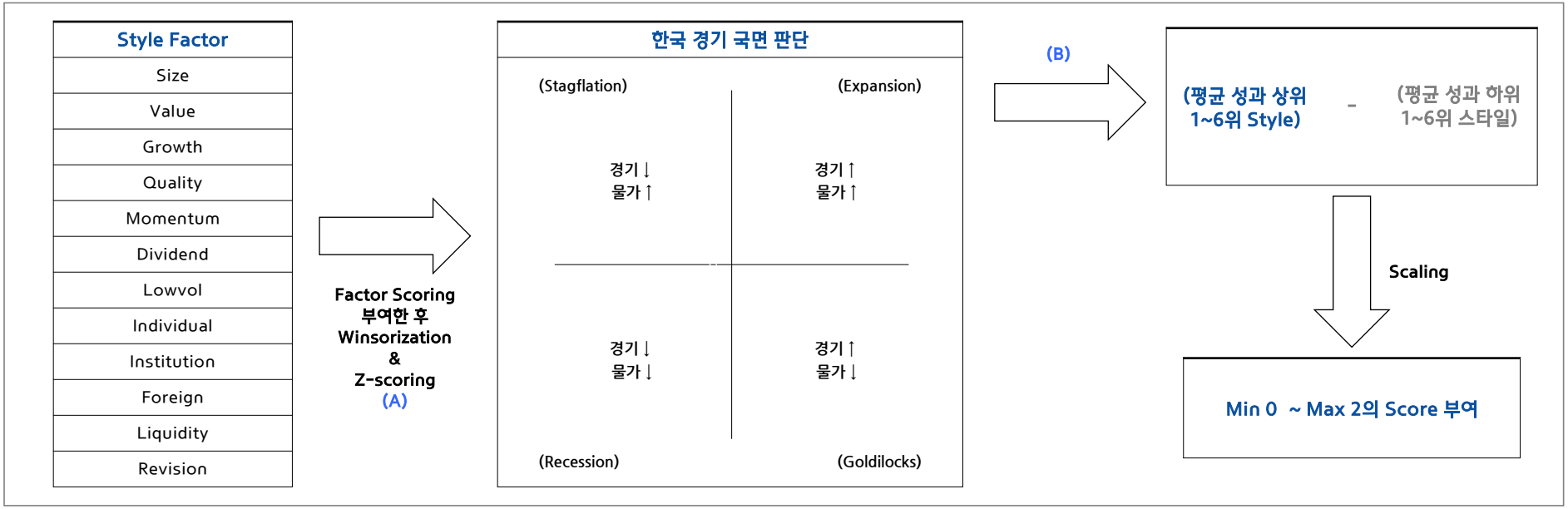
Min 0 ~ Max 2의 Score 부여

자료 : Quantiwise, 현대차증권

방법론 5) Style Factor 스코어링 방법

- Size, Value, Growth, Quality, momentum, dividend, Lowvol, individual, institution, foreign, Liquidity, Revision 스타일 팩터
- 해당 Style의 하위 팩터 각각에 대한 스코어를 부여하고, 각 하위 팩터 값의 백분위 값을 합산해 Style Factor Score를 산출 (A)
- 한국 선행지수 순환변동치와 CPI를 활용해 4개 국면을 구분 → 스타일 팩터의 국면별 수익률 backtest를 통해 각 국면에서 평균 성과가 좋은 팩터 6개와, 나쁜 팩터 6개를 추출 (B)
- 종목별로 할당되어 있는 팩터 스코어를 가져와서 (유리한 6개 스코어의 합) - (불리한 6개 스코어의 합) 을 계산, Style Factor Score를 산출
- 최종 Score와 해당 Score의 Rank 값을 각각 0~1 Scaling한 후 재합산
- **최종적으로 Score + Rank = 0~2 사이의 값이 부여되는 원리**

Style Factor 스코어링 방법



자료 : Quantiwise, 현대차증권

Style Factor 방법론

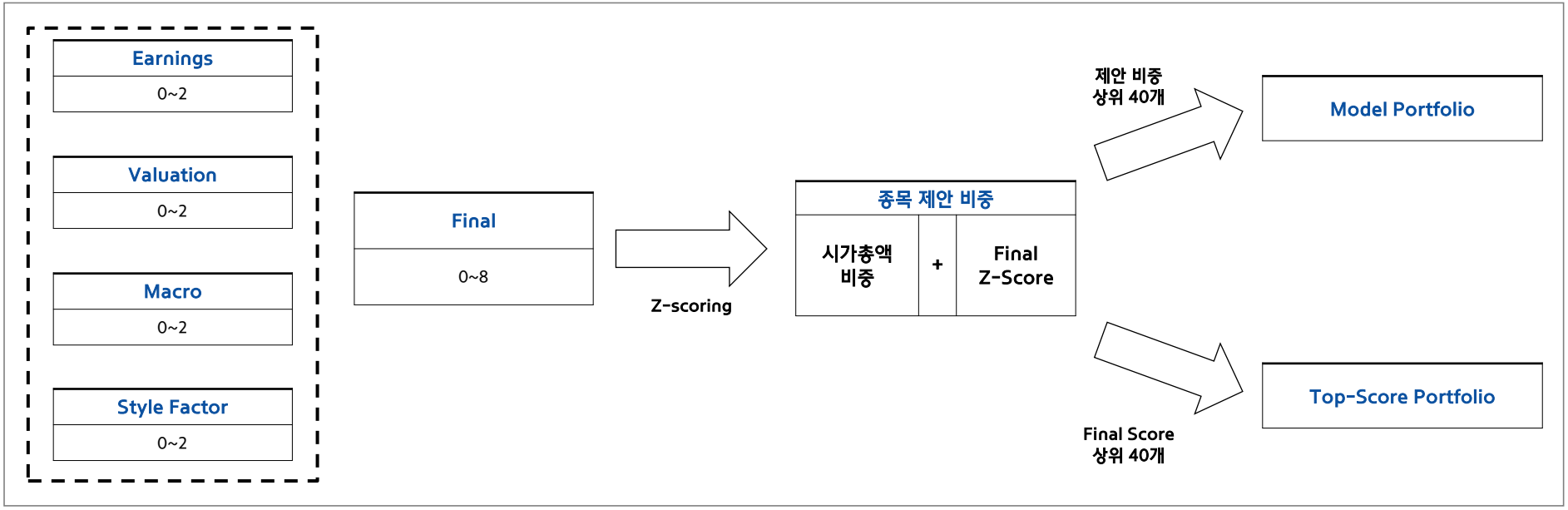
팩터	하위 구성팩터	팩터	하위 구성팩터	팩터	하위 구성팩터	팩터	하위 구성팩터
Size	월간평균시총	Quality	부채비율(TTM, yoy)	Individual	개인순매수(1m)	Liquidity	거래대금(1m)
	60일평균시총		영업이익률(TTM, yoy)		개인순매수(60d)		거래대금(60d)
	120일평균시총		순이익률(TTM, yoy)		개인순매수(120d)		거래대금(120d)
	52주평균시총		총자산회전율(TTM, yoy)		개인순매수(52w)		거래대금(52w)
Value	ev/ebitda(fwd)		ROA(TTM, yoy)		개인거래비중(1m)	Revision	매출액(fq1)
	ev/ebitda(ttm)		ROE(TTM, yoy)		개인거래비중(60d)		매출액(fq2)
	pbr(fwd)	Momentum	월간수익률		개인거래비중(120d)		매출액(fy1)
	pbr(ttm)		3개월전대비수익률		개인거래비중(52w)		매출액(fy2)
	pcr(fwd)		6개월전대비수익률	Institution	기관순매수(1m)		영업이익(fq1)
	pcr(ttm)		12개월전대비수익률		기관순매수(60d)		영업이익(fq2)
	per(fwd)		12M수익률-1M수익률		기관순매수(120d)		영업이익(fy1)
	per(ttm)	Dividend	DPS증감률(전년대비)		기관순매수(52w)		영업이익(fy2)
	pfcf(ttm)		DPS증감률(컨센서스)		기관거래비중(1m)		당기순이익(fq1)
	psr(fwd)		5년평균배당수익률		기관거래비중(60d)		당기순이익(fq2)
	psr(ttm)		DY변화율(3년평균대비)		기관거래비중(120d)		당기순이익(fy1)
Growth	당기순이익(fwd)		배당수익률(3년평균)		기관거래비중(52w)		당기순이익(fy2)
	당기순이익(qoq)		배당수익률(5년평균)	Foreign	외국인순매수(1m)		
	당기순이익(yoy)		배당수익률(fwd)		외국인순매수(60d)		
	영업이익(fwd)	LowVol	베타(60d)		외국인순매수(120d)		
	영업이익(qoq)		베타(52w)		외국인순매수(52w)		
	영업이익(yoy)		베타(60m)		외국인거래비중(1m)		
	매출액(fwd)		변동성(60d)		외국인거래비중(60d)		
	매출액(qoq)		변동성(52w)		외국인거래비중(120d)		
	매출액(yoy)		변동성(60m)		외국인거래비중(52w)		

자료 : Quantiwise, 현대차증권

Earnings + Valuation + Macro + Style = Final Score

- 각각의 영역에서 부여한 0~2점의 Score를 최종 합산해 종목의 최종 Score를 산출
- **합산한 Score를 다시 한번 Z-Score로 변환 → Outperform & Underperform의 기준 설정**
- 기존 종목의 유니버스 내 시가총액 비중 + 변환한 Z-Score = 최종 제안 비중
- 제안 비중이 가장 높은 상위 40개의 종목을 선별 → Model Portfolio 편입
- 최종 Score가 가장 높은 상위 40개의 종목을 선별 → Top-Score Portfolio 편입

Final Score 산출 방법



자료 : Quantiwise, 현대차증권

업종으로도 같은 작업을 진행

- 업종 데이터는 유니버스 내 종목 데이터의 총합으로 설정
- 해당 데이터를 활용해 Earnings, Valuation, Macro, Style Factor Scoring 작업을 진행
- 같은 과정(유니버스 내 업종 시가총액 비중 + Z-Score)을 통해 업종 단에서의 제안 비중 계산
- 종목의 Bottom-up 합산 제안 비중과 업종의 Top-down 제안 비중 중 더 작은 값을 Model Portfolio의 최종 제안 비중으로 채택
  → Min(종목 제안 비중, 업종 제안 비중)
- 최종 제안 비중에 맞게 종목별 최종 비중 재분배 (최종적으로, 종목 합산 제안 비중 = 업종 제안 비중)

업종 Score 순위

순위	업종	Earnings	Valuation	Macro	Style Factor	Score	순위	업종	Earnings	Valuation	Macro	Style Factor	Score
1	에너지	1.84	1.62	1.34	2.00	6.80	14	IT하드웨어	0.92	0.06	1.08	1.68	3.75
2	소매(유통)	0.57	0.97	2.00	1.50	5.04	15	소프트웨어	0.32	1.06	1.70	0.67	3.74
3	반도체	2.00	2.00	0.98	0.00	4.98	16	은행	0.47	1.54	0.49	0.83	3.32
4	화장품,의류,완구	0.67	1.47	1.51	0.89	4.54	17	기계	0.61	0.00	1.40	1.29	3.30
5	증권	1.05	1.70	1.13	0.63	4.51	18	통신서비스	0.36	1.29	1.23	0.36	3.24
6	건설,건축관련	0.49	0.87	1.66	1.39	4.40	19	호텔,레저서비스	0.29	1.38	0.81	0.49	2.97
7	비철,목재등	0.95	1.10	1.18	1.17	4.40	20	조선	0.54	0.60	0.75	0.93	2.82
8	디스플레이	0.64	1.24	0.57	1.89	4.35	21	필수소비재	0.39	1.34	0.90	0.07	2.69
9	IT가전	1.37	0.30	1.28	1.35	4.30	22	자동차	0.19	1.20	0.53	0.54	2.46
10	상사,자본재	0.41	0.71	1.96	1.11	4.19	23	유틸리티	0.00	0.83	0.67	0.73	2.23
11	화학	0.90	0.44	1.03	1.77	4.15	24	건강관리	0.44	1.15	0.00	0.30	1.89
12	철강	0.59	0.54	1.58	1.07	3.78	25	운송	0.05	1.02	0.33	0.45	1.85
13	보험	0.34	1.42	0.39	1.62	3.77	26	미디어,교육	0.12	0.92	0.24	0.25	1.53

자료 : Quantiwise, 현대차증권

4월 Model Portfolio 성과

WI26	제안 비중	기여도	코드	종목	구분	제안 비중	시가총액	Score	수익률	기여도
에너지	2.46	0.79	A096770	SK이노베이션	KS	0.71	183,760	4.89	34.50	0.25
			A010950	S-Oil	KS	1.05	118,550	5.70	27.73	0.29
			A009830	한화솔루션	KS	0.71	63,858	5.19	36.47	0.26
화학	4.61	3.04	A010060	OCI홀딩스	KS	2.04	35,063	5.43	95.95	1.95
			A004000	롯데정밀화학	KS	2.57	12,603	5.89	42.07	1.08
비철,목재등	1.76	0.19	A010130	고려아연	KS	1.76	296,814	4.50	11.04	0.19
건설,건축관련	1.75	2.19	A047040	대우건설	KS	1.75	64,629	5.10	125.08	2.19
기계	5.64	4.40	A298040	효성중공업	KS	1.89	229,011	5.45	59.28	1.12
			A001440	대한전선	KS	1.23	49,781	5.20	110.86	1.36
			A103590	일진전기	KS	2.52	33,141	6.64	76.26	1.92
자동차	2.70	0.52	A005380	현대차	KS	2.70	912,196	3.57	19.19	0.52
화장품,의류,완구	2.07	0.71	A483650	달바글로벌	KS	0.93	17,598	5.20	59.15	0.55
			A020000	한섬	KS	1.14	5,217	5.50	14.19	0.16
증권	4.21	0.04	A006800	미래에셋증권	KS	2.03	342,075	5.13	5.19	0.11
			A039490	키움증권	KS	2.18	107,599	5.89	-3.05	-0.07
소프트웨어	3.54	0.11	A036570	엔씨소프트	KS	0.85	48,259	5.14	20.76	0.18
			A263750	펄어비스	KQ	1.29	44,331	5.81	-14.64	-0.19
			A181710	NHN	KS	1.40	12,315	6.06	9.04	0.13
IT하드웨어	4.23	2.52	A009150	삼성전기	KS	0.52	304,377	5.09	104.17	0.54
			A007660	이수페타시스	KS	0.41	71,941	5.33	53.37	0.22
			A011070	LG이노텍	KS	0.38	69,463	5.19	95.23	0.36
			A353200	대덕전자	KS	0.59	37,903	6.06	47.07	0.28
			A218410	RFHIC	KQ	0.41	19,915	5.46	25.73	0.11
			A222800	심텍	KQ	0.70	17,719	6.52	83.35	0.59
			A007810	코리아써키트	KS	0.36	16,788	5.27	32.43	0.12
			A098460	고영	KQ	0.35	16,786	5.24	64.62	0.23
			A248070	솔루엠	KS	0.50	7,842	5.82	18.29	0.09
반도체	59.95	23.56	A005930	삼성전자	KS	28.51	9,897,635	5.31	31.88	9.09
			A000660	SK하이닉스	KS	16.67	5,751,508	4.86	59.36	9.89
			A240810	원익IPS	KQ	2.01	53,060	5.78	8.33	0.17
			A064760	티씨케이	KQ	1.32	25,545	5.19	28.67	0.38
			A319660	피에스케이	KQ	2.00	23,029	5.85	11.57	0.23
			A131970	두산테스나	KQ	1.47	19,578	5.34	29.02	0.43
			A166090	하나머티리얼즈	KQ	2.38	12,045	6.24	23.97	0.57
			A089970	브이엠	KQ	1.70	9,460	5.59	37.81	0.64
			A195870	해성디에스	KS	1.96	7,948	5.84	71.55	1.40
			A356860	티엘비	KQ	1.92	6,175	5.81	39.33	0.75
IT가전	7.09	2.84	A373220	LG에너지솔루션	KS	2.65	923,130	3.57	16.73	0.44
			A006400	삼성SDI	KS	2.34	328,789	4.89	70.34	1.65
			A066970	엘앤에프	KS	2.10	58,028	5.41	35.58	0.75
합계		40.92%		KOSPI		30.61%		상대성과	10.31%p	

내일의 차이 현대차증권

4월 Top-Score Portfolio

WI26	제안 비중	기여도	코드	종목	구분	제안 비중	시가총액	Score	수익률	기여도
에너지	3.67	1.15	A010950	S-Oil	KS	2.19	118,550	5.70	27.73	0.61
			A009830	한화솔루션	KS	1.48	63,858	5.19	36.47	0.54
화학	5.07	2.86	A010060	OCI홀딩스	KS	1.67	35,063	5.43	95.95	1.60
			A120110	코오롱인더	KS	1.30	20,089	5.14	28.90	0.38
			A004000	롯데정밀화학	KS	2.11	12,603	5.89	42.07	0.89
건설,건축관련	1.38	1.73	A047040	대우건설	KS	1.38	64,629	5.10	125.08	1.73
기계	6.68	5.22	A298040	효성중공업	KS	2.24	229,011	5.45	59.28	1.33
			A001440	대한전선	KS	1.46	49,781	5.20	110.86	1.61
			A103590	일진전기	KS	2.99	33,141	6.64	76.26	2.28
화장품,의류,완구	4.26	1.11	A111770	영원무역	KS	1.25	34,785	5.05	5.61	0.07
			A483650	달바글로벌	KS	1.36	17,598	5.20	59.15	0.80
			A020000	한섬	KS	1.65	5,217	5.50	14.19	0.23
호텔,레저서비스	1.30	0.25	A032350	롯데관광개발	KS	1.30	13,811	5.15	19.31	0.25
증권	4.59	0.04	A006800	미래에셋증권	KS	2.21	342,075	5.13	5.19	0.11
			A039490	키움증권	KS	2.38	107,599	5.89	-3.05	-0.07
소프트웨어	5.77	0.19	A036570	엔씨소프트	KS	1.39	48,259	5.14	20.76	0.29
			A263750	펄어비스	KQ	2.11	44,331	5.81	-14.64	-0.31
			A181710	NHN	KS	2.28	12,315	6.06	9.04	0.21
IT하드웨어	18.08	10.94	A009150	삼성전기	KS	2.06	304,377	5.09	104.17	2.15
			A007660	이수페타시스	KS	1.66	71,941	5.33	53.37	0.88
			A011070	LG이노텍	KS	1.50	69,463	5.19	95.23	1.43
			A353200	대덕전자	KS	2.36	37,903	6.06	47.07	1.11
			A218410	RFHIC	KQ	1.65	19,915	5.46	25.73	0.42
			A222800	심텍	KQ	2.81	17,719	6.52	83.35	2.34
			A007810	코리아써키트	KS	1.43	16,788	5.27	32.43	0.46
			A098460	고영	KQ	1.40	16,786	5.24	64.62	0.91
			A248070	솔루엠	KS	2.01	7,842	5.82	18.29	0.37
			A090460	비에이치	KS	1.20	6,759	5.08	72.07	0.86
반도체	45.04	14.22	A005930	삼성전자	KS	29.67	9,897,635	5.31	31.88	9.46
			A240810	원익IPS	KQ	2.10	53,060	5.78	8.33	0.17
			A064760	티씨케이	KQ	1.38	25,545	5.19	28.67	0.39
			A319660	피에스케이	KQ	2.09	23,029	5.85	11.57	0.24
			A131970	두산테스나	KQ	1.53	19,578	5.34	29.02	0.44
			A166090	하나머티리얼즈	KQ	2.48	12,045	6.24	23.97	0.59
			A089970	브이엠	KQ	1.77	9,460	5.59	37.81	0.67
			A195870	해성디에스	KS	2.04	7,948	5.84	71.55	1.46
			A356860	티엘비	KQ	2.00	6,175	5.81	39.33	0.79
IT가전	2.94	1.07	A066970	엘앤에프	KS	1.71	58,028	5.41	35.58	0.61
			A393890	더블유씨피	KQ	1.23	4,789	5.11	37.95	0.47
디스플레이	1.22	0.27	A171090	선익시스템	KQ	1.22	8,459	5.09	22.32	0.27
합계		39.05%		KOSPI		30.61%		상대성과	8.44%p	

내일의 차이 현대차증권

Compliance Notice

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 조창민의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.