



2026년 7월 3일

Decode the QR Code

(Quant Research)

벌거벗은 변동성

Quant | 조창민 chocm@hmsec.com

Executive Summary

흔들릴지언정 꺾이지 않았다

- 2026년 상반기 KOSPI는 4,300pt에서 9,000pt를 돌파했으나, 서킷브레이커 5회를 동반한 격렬한 변동성이 상승 내내 동행
- KOSPI와 VKOSPI가 함께 우상향하는 이례적 국면. 그럼에도 급락은 매번 빠르게 되돌려지며 추세 자체는 한 번도 꺾이지 않음
- 격렬한 가격 변동에도 기업 이익에는 훼손이 확인되지 않아, 12개월 선행 영업이익이 1,089조원까지 우상향. 이익의 '레벨'뿐 아니라 이익수정비율(ERR)이 상향 우위를 보이며 '방향'도 견조. 가격'만' 흔들린 국면
- 소수 종목으로의 극단적 쏠림이라는 구조적 요인이 여전히 지배적. 반도체 시가총액 비중은 60%까지 상승. 외국인의 순매도세 역시 지속되는 중

벌거벗은 변동성

- VKOSPI는 6월 95 부근까지 치솟으며 $+3\sigma$ 를 넘는 사상 최고를 기록했으나, 그 정체는 공포가 아닌 쏠림과 수급에 의한 기계적 과열
- 옵션 스큐(Skew)가 0 부근에 머물고(과거 위기는 $+9\sim+14$), VIX/CDS 등 다른 위험 신호와도 디커플링. 하락 공포나 시스템 리스크가 아님
- 변동성의 진원은 소수 주도주로의 쏠림. 반도체 시총 비중이 60%에 이르러, 한 업종의 변동성이 지수 전체를 좌우
- 여기에 파생시장의 거래 활성화와 단일종목 레버리지 ETF의 일일 리밸런싱이 더해져, 양방향 변동성을 기계적으로 증폭

흔들림은 다스리고, 실적은 고르기

- 6월 지수는 월중 약 24%p를 오갔으나 월말은 제자리로 돌아온 반면, 업종 간 성과 격차는 월간 38.7%p로 확대
- 변동성 구조로 보면 주도주(반도체 · IT하드웨어)는 고베타이면서도 위험조정 수익률이 가장 높은 효율적 주도주라 배제할 이유가 없음. 다만 여전히 높은 수준의 변동성에 대응할 필요는 있음
- 2분기 실적시즌은 서프라이즈 확률이 높은 종목 중심 대응을 제안. 과거 이익 분포의 왜도가 높은 종목의 컨센서스 상회 가능성을 참고할 필요
- 실적이 확인되는 효율적 주도주와, 지수 쏠림에 덜 흔들리며 실적 모멘텀을 갖춘 저변동 실적주를 함께 담은 바벨 구성으로 Top Picks를 도출



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

Contents

Executive Summary	02
Part 1. 흔들릴지언정 꺾이지 않았다	05
Part 2. 별거벗은 변동성	13
Part 3. 흔들림은 다스리고, 실적은 고르기	20
H to Z Model Portfolio	29



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

7월 Model Portfolio

WI26	제안 비중	코드	종목	구분	제안 비중	시가총액	Earnings	Valuation	Macro	Style	Score
에너지	3.51	A034730	SK	KS	3.51	604,673	1.92	1.52	1.67	1.74	6.85
화학	1.74	A010060	OCI홀딩스	KS	0.93	40,048	1.56	1.84	0.46	1.60	5.46
		A006650	대한유화	KS	0.81	7,384	1.76	1.40	0.88	1.26	5.30
비철,목재등	1.76	A010130	고려아연	KS	1.76	225,428	1.28	1.54	1.55	1.09	5.47
기계	2.50	A178320	서진시스템	KQ	2.50	33,417	1.72	2.00	1.36	1.50	6.57
조선	1.29	A042660	한화오션	KS	1.29	307,333	0.95	1.49	0.86	1.34	4.65
상사,자본채	2.43	A099320	세트렉아이	KQ	2.43	9,878	1.36	1.66	1.41	1.61	6.03
운송	1.15	A003490	대한항공	KS	0.67	101,445	1.38	1.28	1.44	1.37	5.47
		A272450	진에어	KS	0.48	2,960	1.22	1.29	1.49	1.14	5.13
자동차	4.92	A005380	현대차	KS	1.66	1,013,551	0.42	1.73	1.37	1.40	4.92
		A000270	기아	KS	0.98	538,770	0.77	1.54	1.48	0.81	4.61
		A012330	현대모비스	KS	1.30	453,663	0.52	1.79	1.57	1.29	5.18
		A018880	한온시스템	KS	0.98	39,357	0.40	1.72	1.63	1.55	5.29
건강관리	1.72	A128940	한미약품	KS	0.36	50,924	1.21	1.49	1.59	1.08	5.36
		A290650	엘앤씨바이오	KQ	0.60	24,381	1.86	0.73	1.79	2.00	6.39
		A042520	한스바이오메드	KQ	0.76	3,223	1.82	1.99	1.56	1.71	7.08
증권	1.49	A006800	미래에셋증권	KS	1.49	239,215	1.20	1.67	0.74	1.30	4.92
보험	2.76	A032830	삼성생명	KS	2.76	802,000	1.27	0.72	1.67	1.58	5.23
소프트웨어	1.55	A018260	삼성에스디에스	KS	0.77	147,637	1.07	1.77	1.35	1.19	5.38
		A307950	현대오토에버	KS	0.79	145,347	1.04	1.57	1.29	1.54	5.44
IT하드웨어	4.62	A009150	삼성전기	KS	1.06	1,631,310	1.19	0.43	1.73	1.75	5.10
		A011070	LG이노텍	KS	0.86	232,174	1.43	1.85	1.62	1.49	6.39
		A353200	대덕전자	KS	0.62	75,904	1.55	1.51	1.19	1.59	5.84
		A222800	심텍	KQ	0.57	55,709	1.74	0.70	1.38	1.89	5.71
		A007810	코리아써키트	KS	0.70	22,903	1.44	1.97	1.13	1.62	6.16
		A078600	대주전자재료	KQ	0.36	15,268	1.49	1.73	0.21	1.68	5.11
		A050890	솔리드	KQ	0.46	6,622	1.16	1.70	0.93	1.63	5.43
반도체	65.05	A005930	삼성전자	KS	29.33	19,526,571	1.68	1.90	1.80	0.89	6.27
		A000660	SK하이닉스	KS	27.65	18,886,613	1.61	1.38	1.62	0.88	5.49
		A319660	피에스케이	KQ	1.37	56,804	1.80	0.32	1.87	1.26	5.25
		A067310	하나마이크론	KQ	1.46	33,140	1.47	0.50	1.64	1.76	5.37
		A420770	기가비스	KQ	1.16	24,363	1.96	0.09	1.47	1.57	5.08
		A356860	티엘비	KQ	1.54	8,092	1.24	1.51	1.45	1.29	5.49
		A348210	넥스틴	KQ	1.24	5,170	1.26	1.79	0.87	1.27	5.18
		A077360	덕산하이메탈	KQ	1.29	4,930	1.37	1.50	0.44	1.93	5.23
IT가전	3.50	A373220	LG에너지솔루션	KS	0.67	847,080	1.41	0.85	0.75	1.56	4.58
		A006400	삼성SDI	KS	0.53	392,452	1.51	1.02	0.62	1.69	4.84
		A066570	LG전자	KS	0.92	330,656	0.94	1.69	1.73	1.60	5.96
		A066970	엘앤에프	KS	0.79	45,233	1.64	1.88	0.63	1.84	5.99
		A365340	성일하이텍	KQ	0.59	5,375	1.76	1.77	0.30	1.70	5.53

흔들리지언정 꺾이지 않았다



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

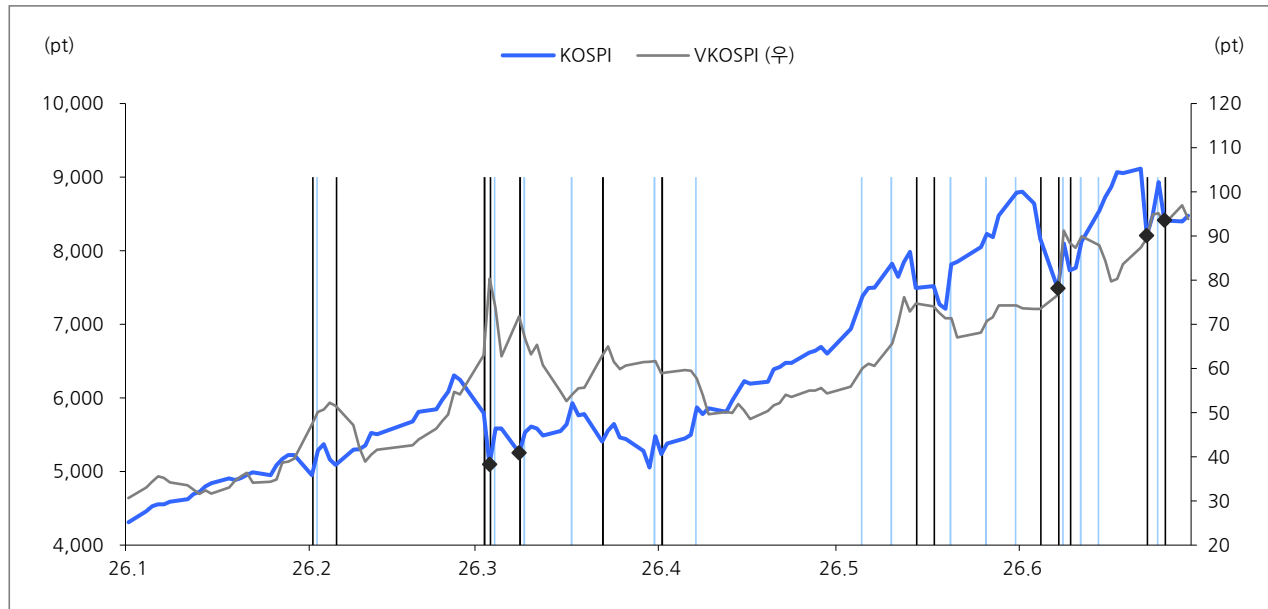


GLOBALITY

Fluctuat nec mergitur (흔들릴지언정 꺾이지 않는다)

- 2026년 상반기 KOSPI가 4,300pt에서 출발해 9,000pt를 돌파하는 과정은 결코 순탄치 않았음
- 상반기에만 서킷브레이커 5회, 사이드카가 20회 이상 발동되며 지수 레벨업과 격렬한 변동성이 끊임없이 동행
- 통상 지수 상승기에는 변동성이 가라앉지만, 올해는 KOSPI와 VKOSPI가 함께 우상향하는 이례적 국면이 상반기 내내 관찰
- 결국 상반기의 급락은 매번 빠르게 되돌려졌고, 추세는 쉽게 꺾이지 않았음. 흔들릴지언정 꺾이지 않았던 KOSPI

2026년 KOSPI와 VKOSPI 경로



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

주: 하늘색 선은 매수 사이드카, 검정색 선은 매도 사이드카, ◆는 서킷브레이커 발동일



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

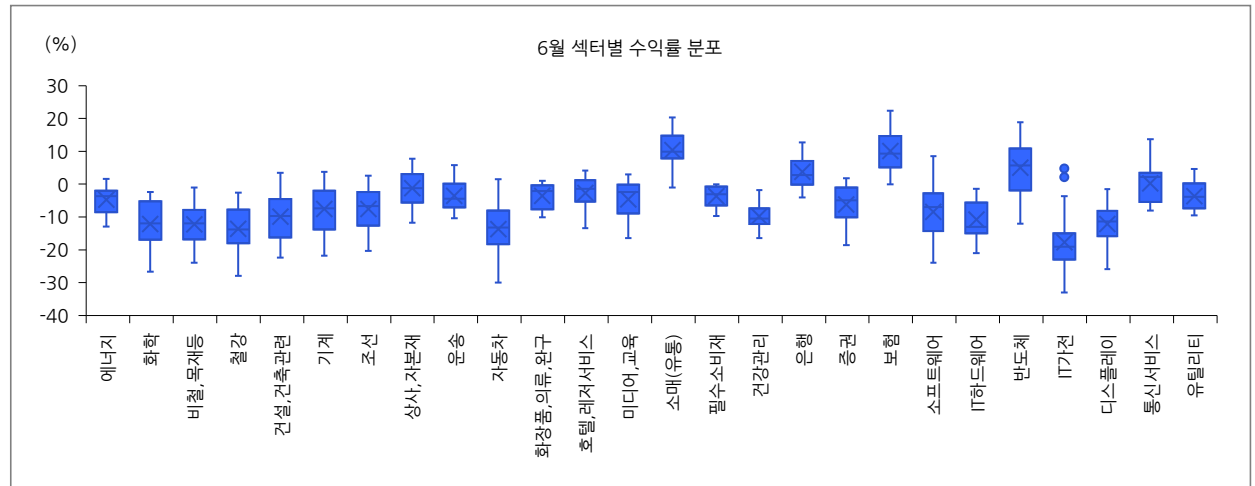


GLOBALITY

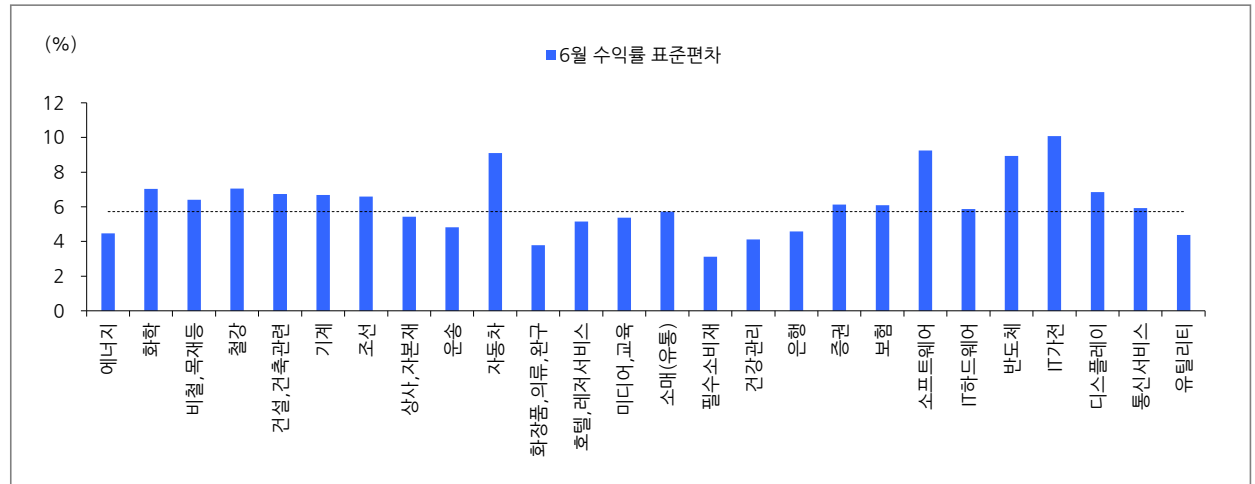
업종별 성과와 변동성 Review

- 6월 한 달 변동성을 업종 단위로 분해하면, 수익률 분포의 폭과 변동성 모두에서 반도체·IT가전·자동차·소프트웨어 등 고베타/모멘텀 업종이 상위를 차지
- 자동차·반도체·IT가전·소프트웨어 업종은 수익률 Range가 $\pm 30\%$ 이상 확대
- 중요한 것은 이들 고변동 업종이 지수 내 비중까지 절대적이라는 점. 특히 반도체는 KOSPI 시총의 59.8%로, 한 달 만에 50.2%에서 +9.6%p 추가 확대되며 쓸림이 심화
- 이 외에도, 위의 월간 수익률 최고-최저 Range가 컸던 업종들의 시가총액 비중 합산은 67.7%에 달함. 변동성이 가장 큰 업종들이 비중까지 큰 구조이기 때문에 주도 업종의 출렁임이 희석되지 못하고 지수 전체의 변동성으로 그대로 증폭·전이

6월 업종별 수익률 분포



6월 업종별 변동성 (일간수익률 표준편차)

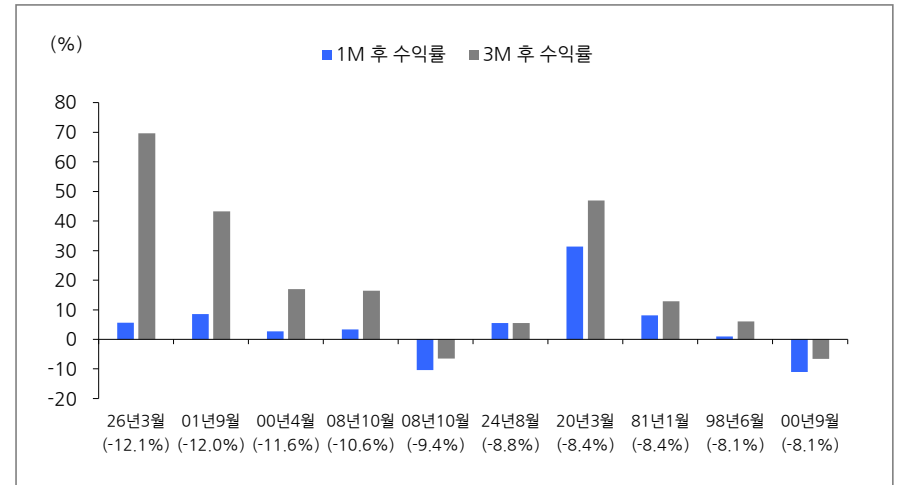


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권
 주 : 점선은 KOSPI의 6월 수익률 표준편차

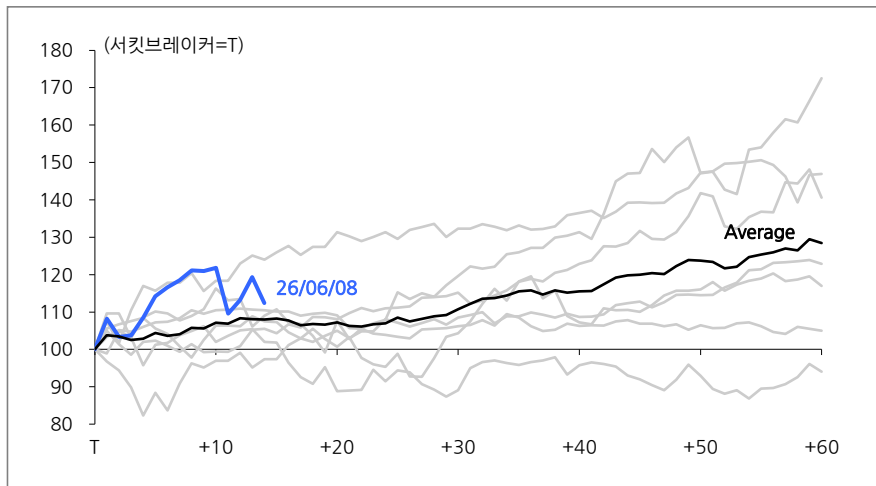
회복 탄력

- 변동성 확대 국면에서 지수 급락 이벤트도 빈번하게 발생. 올해 서킷브레이커가 5회 발동될 만큼 지수 급락이 잦았으며, 6월 한 달에만 최대 낙폭 순위 5, 10위가 경신되기도 함.
- 역사적으로 급락 이후 지수는 시간이 지날수록 되돌려지는 패턴이 일관되게 확인
- 급락뿐 아니라 '고변동 국면' 자체를 기준으로 봐도 결론은 동일. 월평균 VKOSPI가 30을 상회한 달의 익월 평균 경로 역시 우상향하며, 변동성 확대가 곧 매도의 근거는 아니었음을 입증

과거 일간 최대 낙폭 순위 및 1M/3M 후 수익률

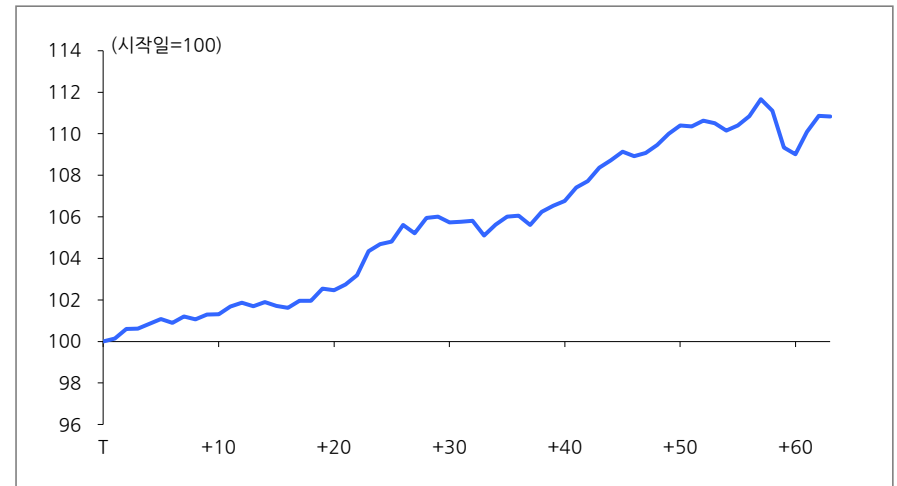


서킷브레이커 발동 이후 평균 지수 흐름



자료 : FnGuide Quantwise, 현대차증권

고변동 국면 이후 증시 회복 경로



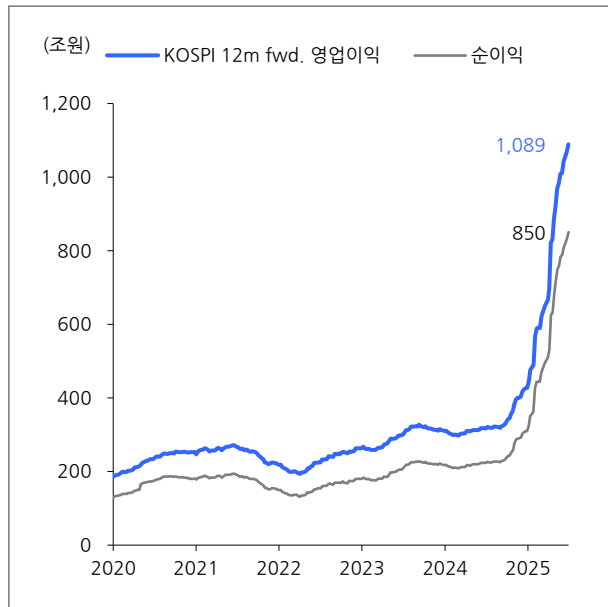
자료 : FnGuide Quantwise, 현대차증권
주: 월평균 VKOSPI가 30을 상회한 달의 익월 KOSPI 평균 누적경로



몇 달째 가격 '만' 흔들리는 중

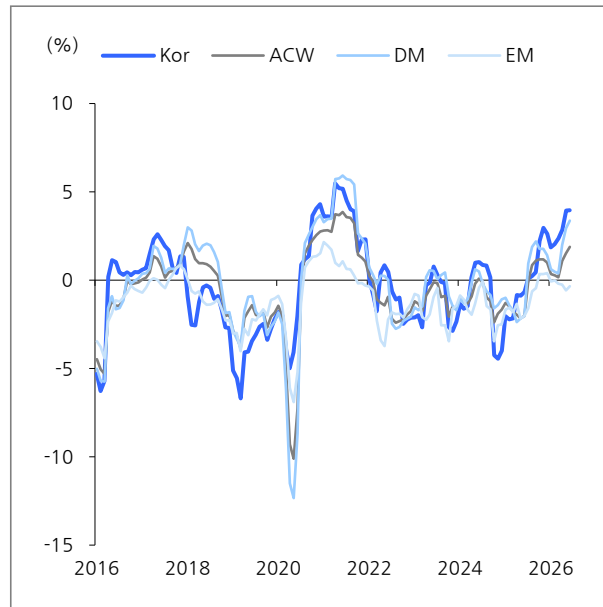
- 상반기 내내 지수는 격렬하게 출렁였으나, 정작 기업 이익에는 훼손이 확인되지 않으며 가격'만' 흔들리는 국면이 지속
- KOSPI 12개월 선행 영업이익은 1,089조원, 순이익은 850조원까지 우상향하며, 급락 구간에서도 이익 레벨의 추세 유지
- 이익의 '레벨'뿐 아니라 '방향'도 견조. 이익수정비율(ERR)이 상향 우위를 유지하며, 이익에 대한 기대가 견조하게 유지되고 있음을 확인
- 이익은 우상향하는 가운데 가격이 반복적으로 조정받으면서, 밸류에이션은 여전히 부담이 크지 않은 레벨
- 현재 KOSPI 12m fwd. P/E는 7.69배 수준이며, 삼성전자, SK하이닉스를 제외한 P/E 역시 고점 대비 완화된 수준

KOSPI 펀더멘털은 상향 조정 지속



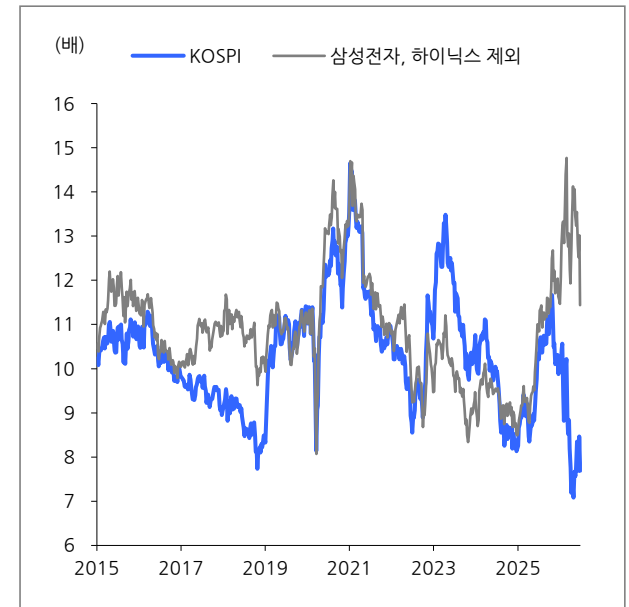
자료 : FnGuide Quantwise, 현대차증권

이익 수정비율도 양호한 흐름



자료 : LSEG, 현대차증권

밸류에이션 부담은 여전히 낮은 수준



자료 : FnGuide Quantwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

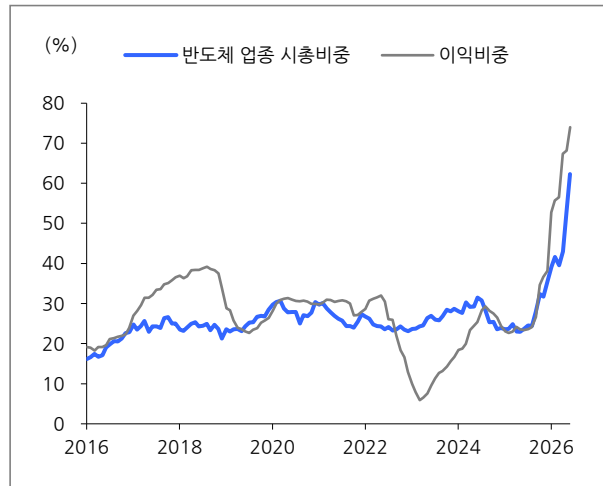


GLOBALITY

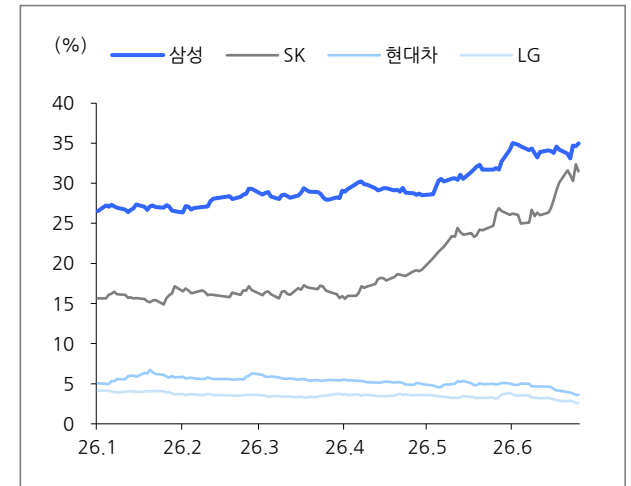
쏟림은 여전

- 소수 종목으로의 극단적 쏠림이라는 구조적 요인이 여전히 지배적
- 반도체 업종의 시가총액 비중은 60% 부근까지 확대됐으며, 이익 비중은 70%를 상회하고 있음
- 쏠림은 시장의 '폭(breadth)' 약화로도 확인. 지수는 신고가 경신을 계속해서 도전하는 가운데 상승종목 비율(ADR)은 오히려 하락하며, 소수 종목이 지수를 끌어올리는 차별화 장세가 심화
- 집중도를 정량지표로 보면 더 분명하게 나타남. KOSPI의 HHI는 최고 수준으로 급등했으며, 그 역수인 유효종목 수(=1/HHI, 지수를 구성하는 '실질 종목 수')는 5.75로 급감. KOSPI가 실질적으로는 6종목 안팎으로 구성된 지수처럼 작동하고 있음을 의미

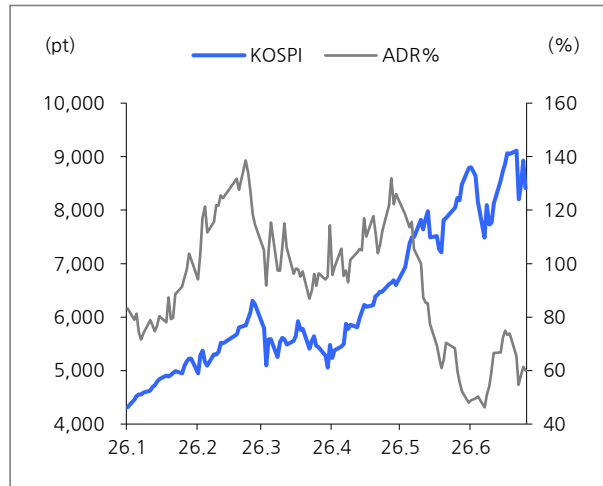
반도체 업종의 시가총액 비중과 이익 비중



주요 그룹사별 시가총액 비중 추이

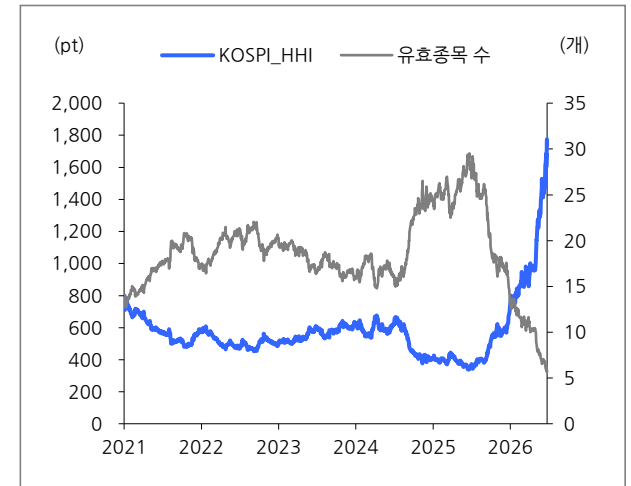


KOSPI 상승종목 비율(ADR)



자료 : FnGuide Quantwise, 현대차증권

KOSPI HHI 추이



자료 : FnGuide Quantwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

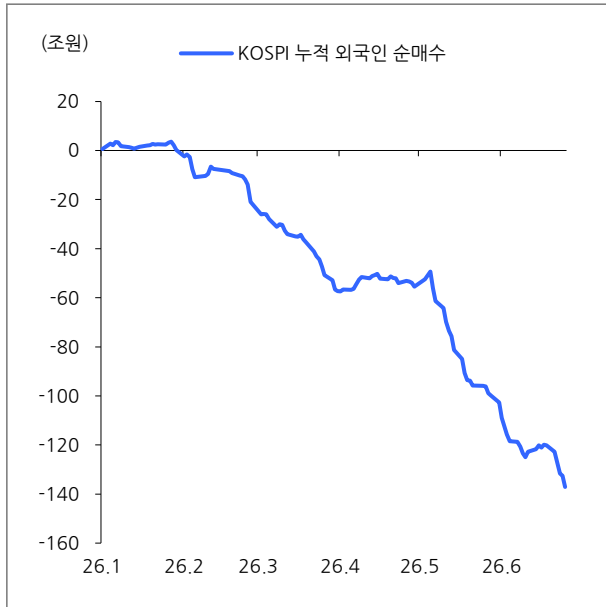


GLOBALITY

멈출 줄 모르는 외국인 순매도

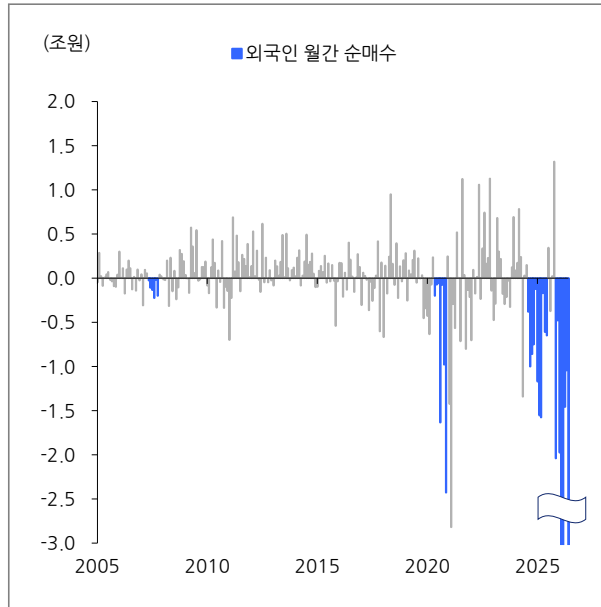
- 상반기 중시의 가장 큰 부담 요인은 외국인의 멈출 줄 모르는 순매도. 2026년 들어 누적 순매도 규모 140조원에 육박하며 수급을 짓누름
- 매도의 강도뿐 아니라 지속성 측면에서도 이례적. 외국인은 사실상 상반기 내내 순매도를 이어가며 6개월 연속 매도 흐름을 기록. 외국인이 6개월 연속으로 KOSPI를 순매도한 적은 2000년 이후 4번에 불과
- 대외 여건도 수급 환경에는 부정적. 원/달러 환율이 1,550원 부근까지 상승하며, 환차손 부담이 외국인의 한국 주식 매도 유인으로 작용

2026년 KOSPI 외국인 누적순매수



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

6개월 연속 순매도는 흔하지 않음



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

높은 환율도 수급 환경에는 부정적

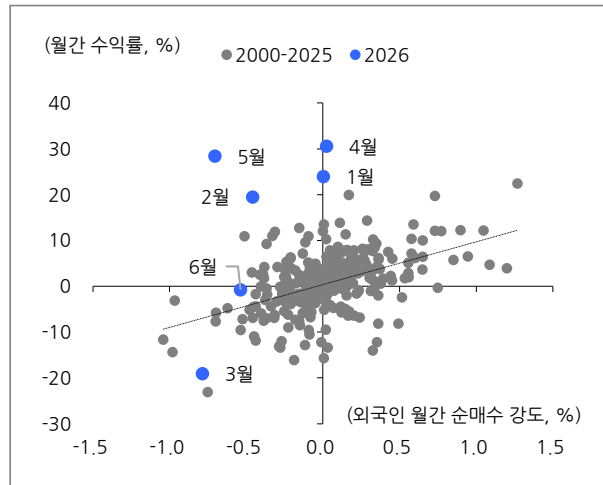


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

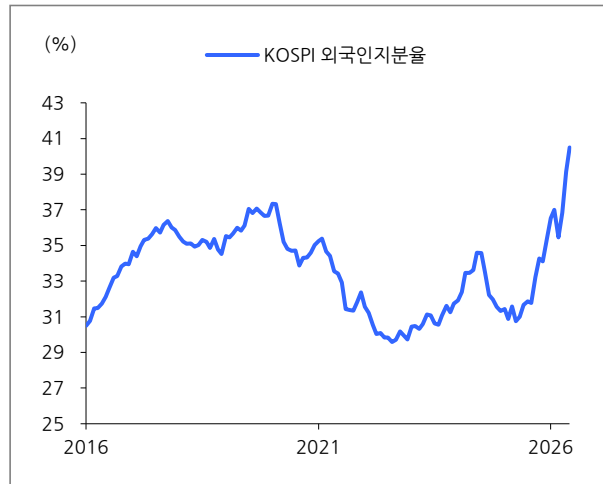
팔았지만 잃지 않았다

- 외국인이 140조원을 순매도했음에도 지수가 무너지지 않은 배경은 외국인 매도가 곧 지수 하락으로 이어지던 과거의 등식이 흐려졌고, 외국인의 한국 주식 비중 역시 줄지 않았기 때문
- 과거 외국인 월간 순매수 강도와 KOSPI 수익률은 뚜렷한 양(+)의 상관 관계였으나, 2026년은 이를 이탈. 외국인 순매수와 수익률의 60개월 상관관계는 최근 0.21까지 급락하며, 시장의 외국인 의존도가 추세적으로 하락
- 대규모 순매도에도 외국인 지분율은 하락하지 않고 오히려 41%까지 상승. 평가액 기준으로는 보유분율 잃지 않았음을 의미
- 업종 단위로 봐도 대부분 지분율은 확대. 외국인은 한국 시장을 전방위로 이탈한 것이 아니라, 순매도 와중에도 한국 주식에 대한 익스포저는 유지한 셈

외국인 순매수강도와 KOSPI 수익률

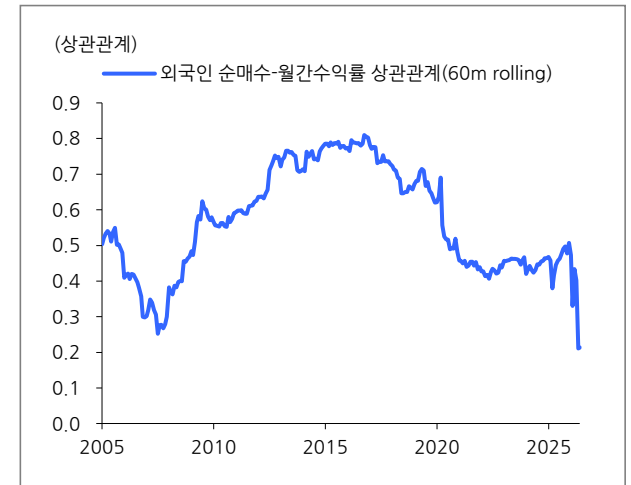


KOSPI 외국인 지분율

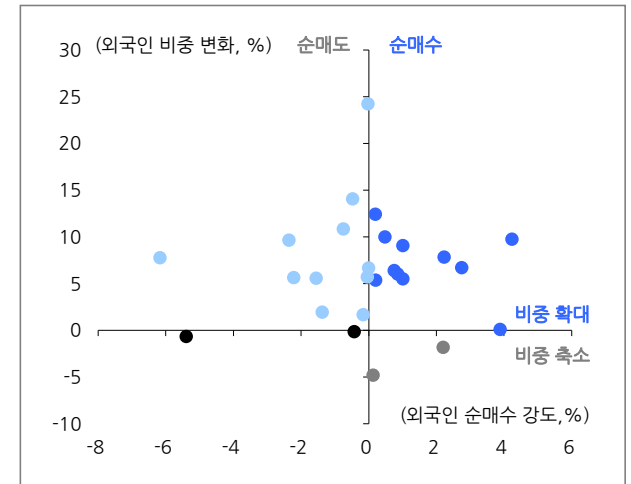


자료 : FnGuide Quantwise, 현대차증권

2026년 들어 상관관계 약화



업종별 외국인 순매수 및 지분율 변화



자료 : FnGuide Quantwise, 현대차증권

벌거벗은 변동성



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

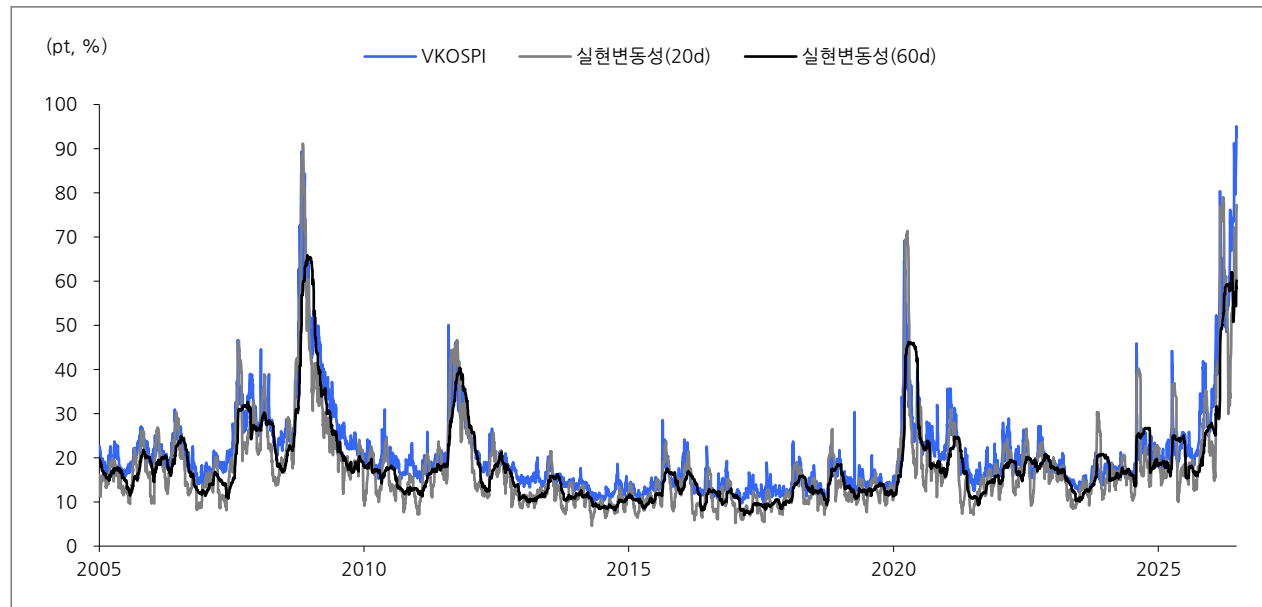


GLOBALITY

변동성을 ‘측정’ 한다는 것

- 변동성은 직접 관측되는 값이 아니라 계산해야 하는 값. 같은 '변동성'이라도 무엇을 측정하느냐에 따라 성격이 전혀 다름
- 큰 틀에서 변동성은 두 가지로 나뉨
 - 1) 실현변동성(Realized Volatility): 과거 일정 기간 수익률의 표준편차로, 이미 일어난 움직임을 사후적으로 측정한 값
 - 2) 내재변동성(Implied Volatility): 옵션 가격에 내재되어 있는 시장이 예상하는 미래 변동성. 아직 일어나지 않은 움직임에 대한 기대치
- VKOSPI는 후자에 해당. 과거를 되돌아본 값이 아니라, 옵션시장 참여자들이 향후 30일간의 변동성을 얼마로 보는지를 가격으로 집약한 지표
- 따라서 VKOSPI를 읽는다는 것은 '시장이 미래 위험에 매긴 가격'을 읽는 것

실현변동성과 내재변동성(VKOSPI)



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

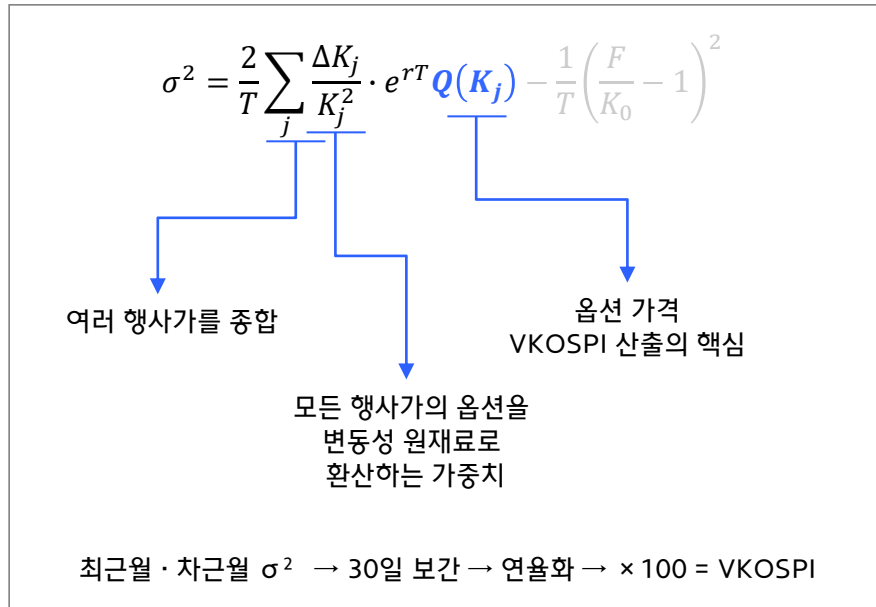


GLOBALITY

VKOSPI는 무엇을 계산하는가

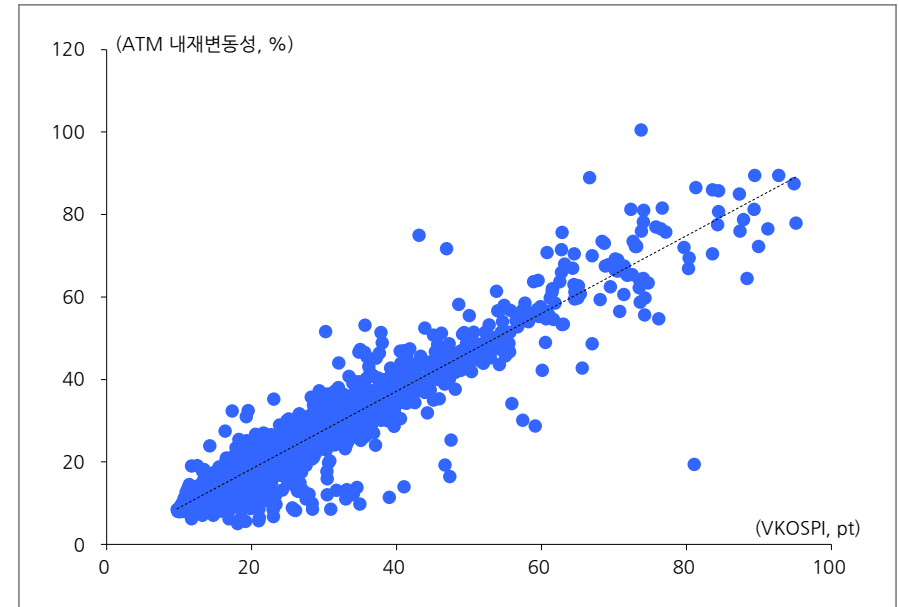
- VKOSPI는 특정 옵션 하나가 아니라, 여러 행사가에 걸친 옵션 가격을 종합해 산출
- 한 줄로 요약하면, VKOSPI² 는 '향후 30일간 기대되는 분산(변동성의 제곱)'이며, 이를 연율화 · 제곱근한 값이 VKOSPI
- 산식의 핵심은 행사가별 옵션 가격 Q(K)의 가중합. 각 옵션 가격에 1/K² 을 곱해 더하는데, 이는 모든 행사가의 옵션을 변동성 원재료로 환산하는 과정
- 결국 VKOSPI를 좌우하는 것은 '옵션 가격이 얼마나 비싼가'로 수렴. 특히 거래가 집중되는 등가격(ATM) 부근 옵션이 그 수준을 사실상 대표
- 실제로 ATM 부근 내재변동성만으로도 VKOSPI가 거의 그대로 재현. ATM IV와 실제 VKOSPI는 0.95의 상관관계를 보임

VKOSPI 산출 공식



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

ATM IV만으로도 재현되는 VKOSPI



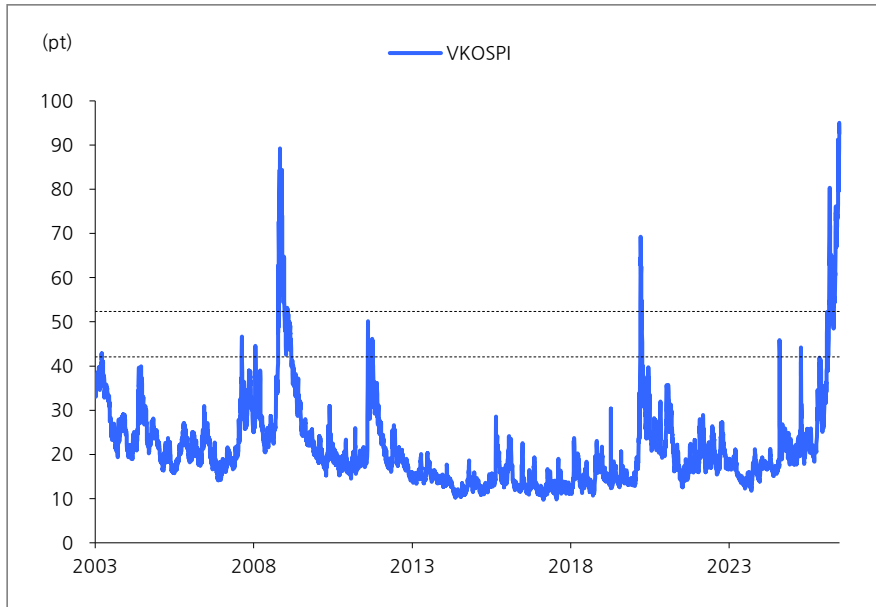
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권



사상 최고 변동성, 조금은 다른 모습

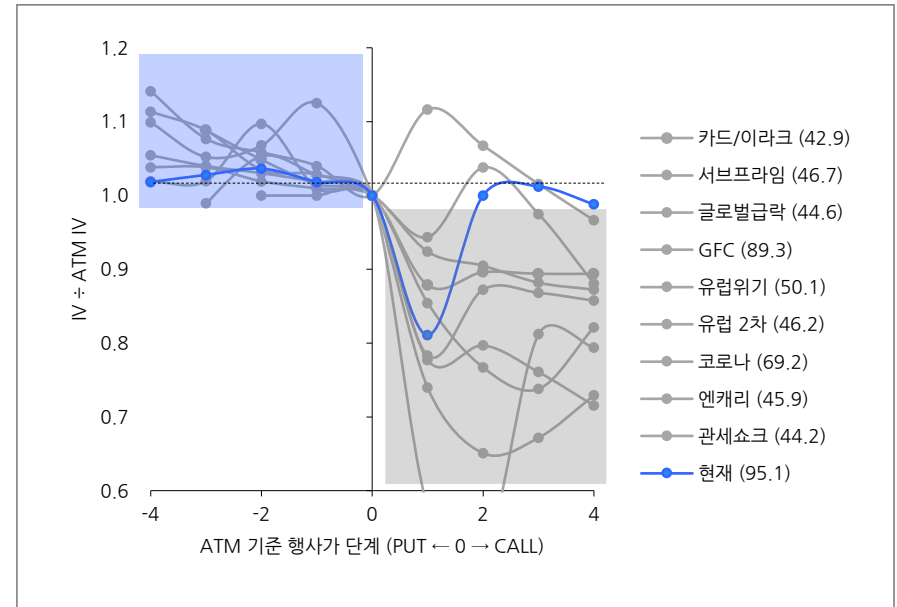
- VKOSPI는 6월 95 부근까지 치솟으며 $+3\sigma$ 를 넘는 사상 최고 수준을 기록. 다만 레벨의 높이만으로는 그것이 '공포'인지 '과열'인지 구분 불가
- 성격을 판별하기 위해, 위기 국면별 정규화 변동성 곡선(행사가별 IV \div ATM IV)을 겹쳐 비교
- 과거 위기(금융위기 · 코로나 등)는 곡선이 우하향하는 경향. 좌측(풋)이 ATM을 웃돌고 우측(콜)은 밑도는, 전형적 하락 공포(풋 쏠림) 형태
- 반면 역대 최고 변동성을 기록한 2026년 6월은 곡선이 거의 Flat. 풋이 과도하게 비싸지 않고, 콜 IV마저 ATM과 유사한 수준을 유지
- 즉 사상 최고의 변동성에도 공포 쏠림(Skew)은 부재한 상황. 풋 · 콜 양 날개가 함께 들린 양방향 과열이며, 시스템 리스크가 아니라는 증거

VKOSPI, $+3\sigma$ 를 넘어선 사상 최고 변동성



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권
주 : 검정색 점선은 각각 $+2\sigma$, $+3\sigma$ 레벨을 표시

주요 VKOSPI 고점 국면의 Put-Call 행사가격 분포



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

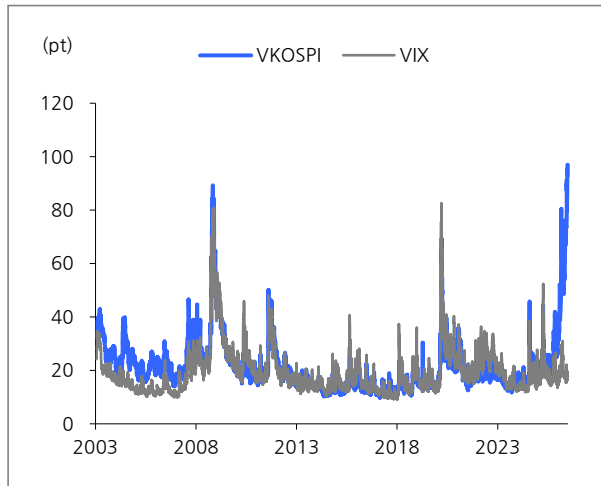


GLOBALITY

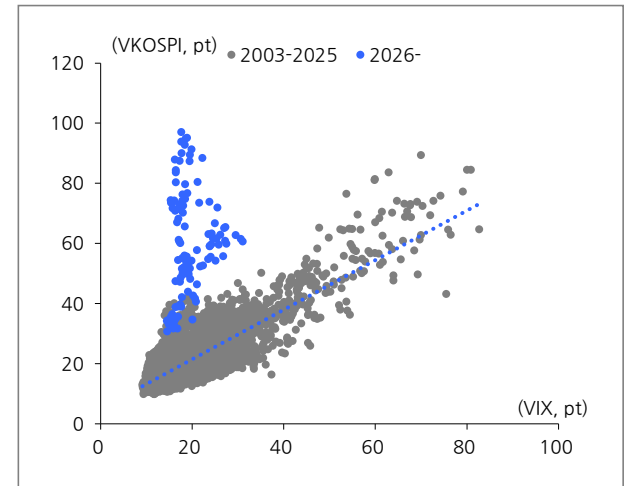
한국 고유의 변동성

- 글로벌 변동성(VIX)과 비교하면 2026년은 뚜렷한 디커플링. 과거 VKOSPI와 VIX는 동행했으나, 올해는 VIX가 평온한 수준에 머무는데도 VKOSPI만 단독으로 급등
- 2003~2025년의 변동성 지표는 우상향 추세선에 정렬되는 반면, 2026년은 추세선을 크게 이탈해 같은 VIX 수준 대비 VKOSPI가 이례적으로 높음
- 신용위험(한국 CDS 프리미엄)도 변동성에 반응하지 않음. 과거 위기에는 CDS가 VKOSPI와 동반 급등했으나, 2026년은 VKOSPI가 치솟는데도 CDS는 낮은 수준에서 안정
- 종합하면 현재의 변동성은 글로벌 공포(VIX)도, 시스템·신용위험(CDS)도 아닌 한국 고유의 국지적 현상

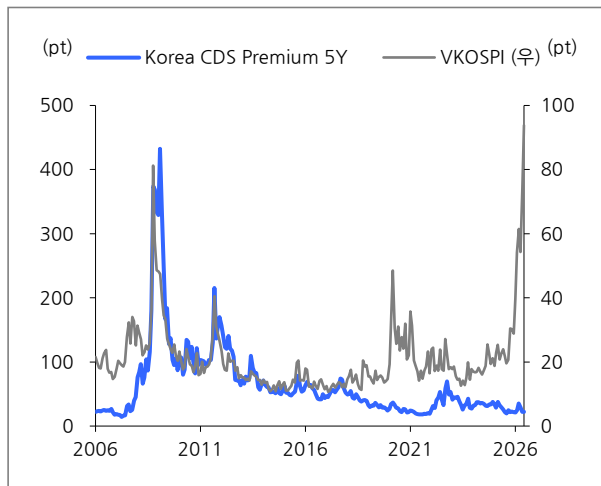
VKOSPI와 VIX의 디커플링



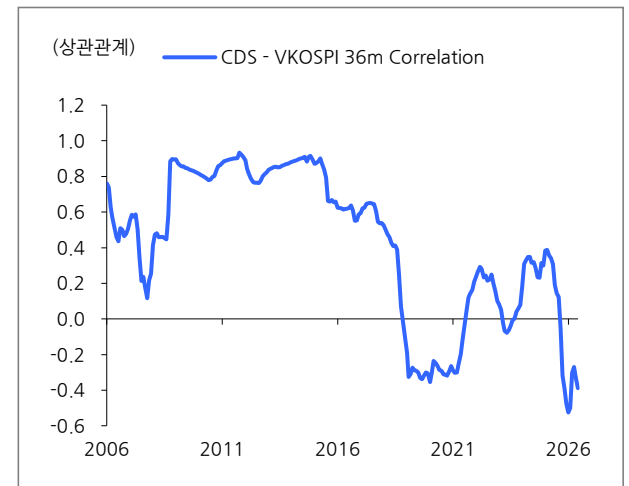
추세를 이탈한 한국의 변동성지표



기존 동행했던 CDS와 VKOSPI도...



...올해 역의 상관관계를 기록 중



자료 : FnGuide Quantwise, 현대차증권

자료 : FnGuide Quantwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

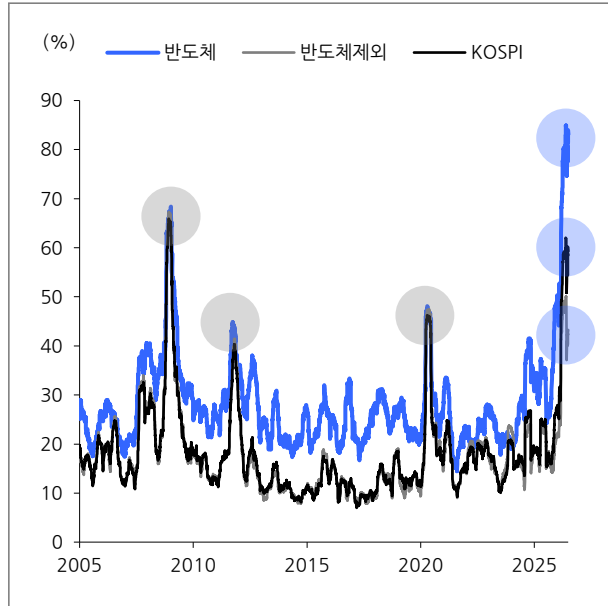


GLOBALITY

변동성을 키운 세 가지 구조

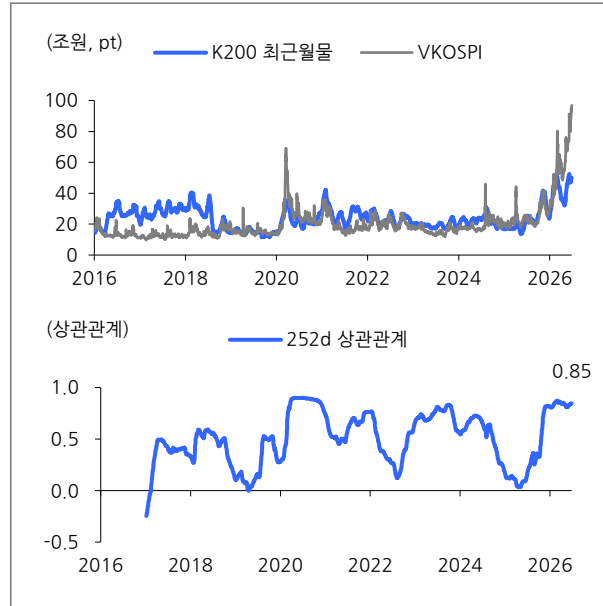
- 과거 위기에는 반도체 · 비반도체 · KOSPI 변동성이 한 수준으로 수렴(전방위 동반 변동)했으나, 2026년은 반도체만 80을 넘어 폭발하고 나머지는 40대에 머무는 뚜렷한 분기가 관찰
- 즉 변동성이 시장 전반이 아닌 소수 주도주에 집중됐으며, 반도체의 절대적 비중이 그 출렁임을 지수로 증폭
- 선물 거래와 VKOSPI는 0.85의 높은 상관을 기록. 파생시장이 변동성 확대와 맞물려 작동하고 있음을 시사
- 삼성전자 · SK하이닉스 단일종목 레버리지 높은 변동성의 증폭 요인. 단일종목 레버리지 상품의 거래대금 비중이 6월 중 20%대에서 최고 40%까지 급증. 가격이 오르면 더 사고 내리면 더 파는 일일 리밸런싱이 양방향 변동성을 기계적으로 증폭

위기는 전방위적으로 오는 것



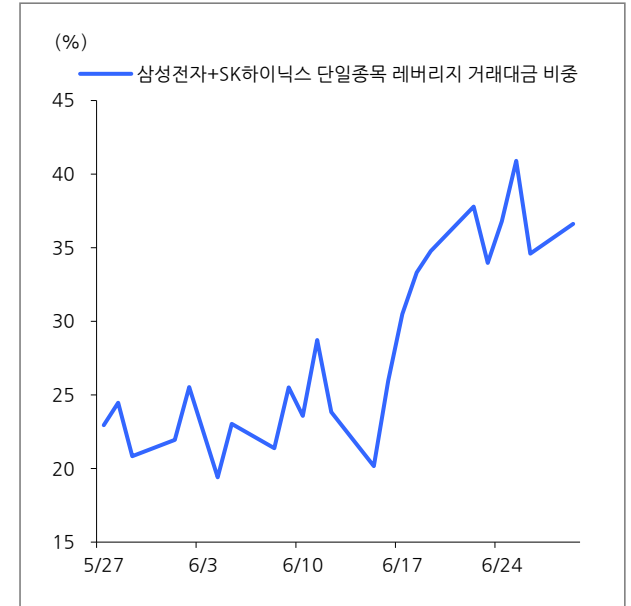
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

선물 거래 활성화도 변동성 확대에 영향



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

단일종목 레버리지 거래대금 비중



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

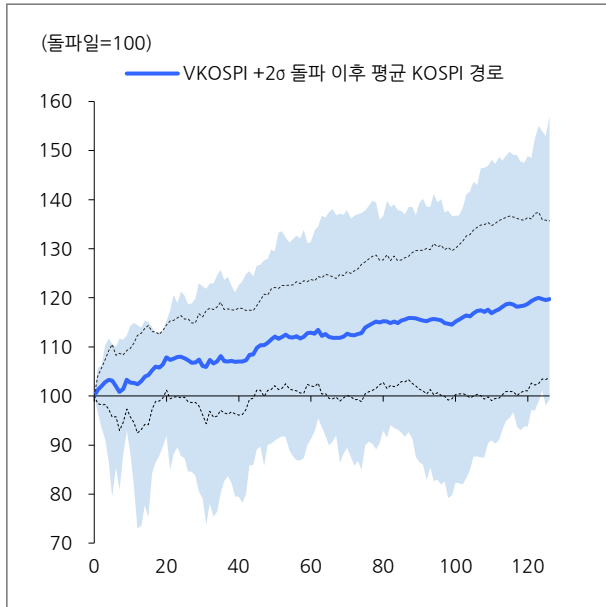


GLOBALITY

공포 없는 변동성? 오히려 좋아!

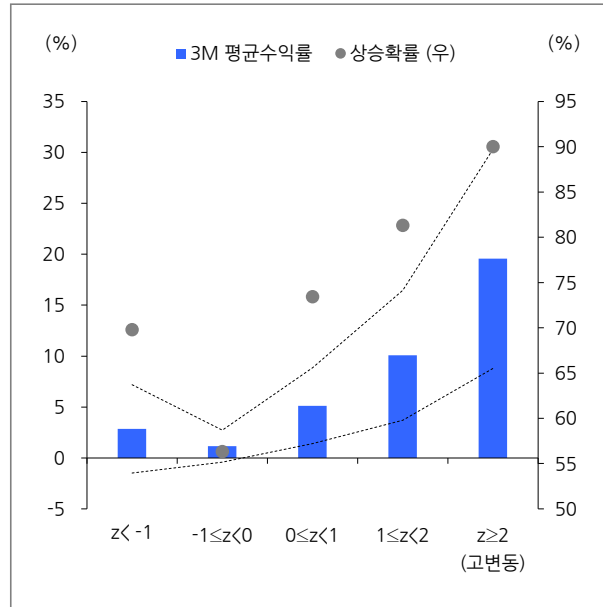
- 2026년의 변동성이 공포가 아닌 기계적 과열이라면, 변동성 급등은 위험 신호가 아니라 오히려 매수 기회일 수 있음
- 과거 VKOSPI가 $+2\sigma$ 를 돌파한 고변동 국면 이후 KOSPI의 평균 경로는 우상향하는 것을 확인할 수 있음
- 변동성 수준별로 나눠 보면 관계는 더 분명하게 나타남. VKOSPI가 높은 구간일수록 이후 평균수익률과 상승확률이 계단식으로 상승
- 고변동 국면을 역사적으로 높은 기대수익 구간으로 해석할 필요. 특히나 현재 VKOSPI가 공포나 우려 시그널 없이 사상 최고 수준을 기록하고 있다는 점은 그만큼 높은 기대수익을 예상할 수 있다는 의미
- 결론적으로 변동성의 정체(기계적 과열)와 그 후행 성과(높은 기대수익)를 종합하면, 사상 최고의 변동성은 공포의 대상이 아니라 매수의 근거

고변동성 이후 KOSPI 평균 경로



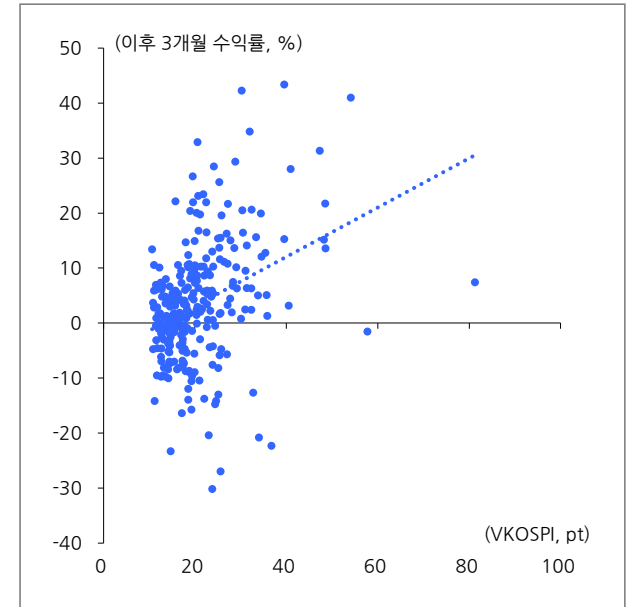
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

VKOSPI 범위별 3개월 평균수익률



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

고변동 국면을 매수 기회로 활용할 필요



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

흔들림은 다스리고, 실적은 고르기



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

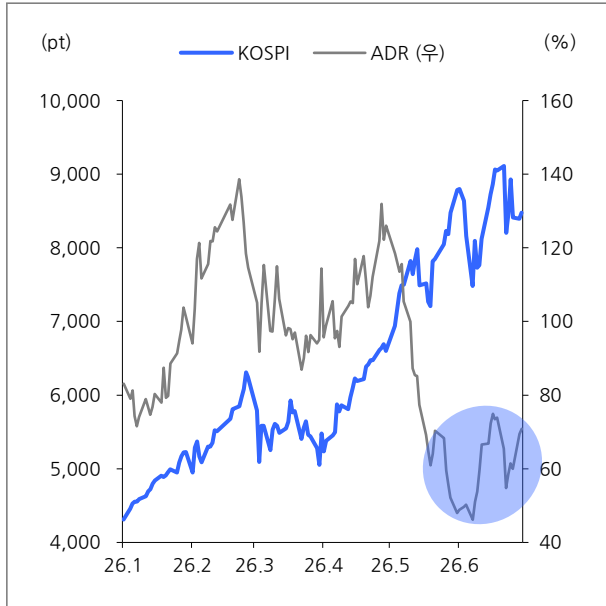


GLOBALITY

좁아진 시장, 넓어진 편차

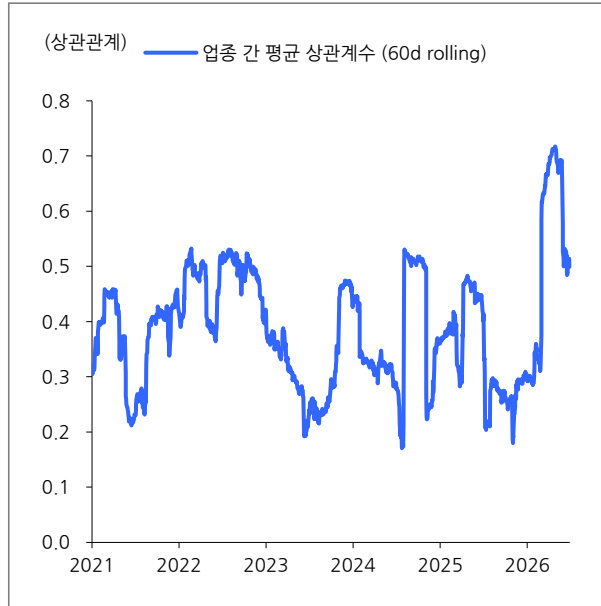
- 변동성은 시장의 구조에도 영향. 지수는 오르지만 함께 오르는 종목은 줄어드는 차별화 장세가 심화
- 업종 간 동조화도 약화. 60일 평균상관이 추세적으로 낮아지며, '다 같이 움직이는' 장세에서 '따로 움직이는' 장세로 전환
- 동시에 업종 간 수익률 편차는 확대. 같은 시장 안에서도 잘 가는 업종과 부진한 업종의 격차가 벌어지며, 종목·업종 선택의 중요성이 커짐
- 즉 상관은 낮아지고 편차는 벌어지는 국면. 지수에 베팅하는 것보다 '무엇을 고르느냐'가 7월 성과를 가르는 기준이 될 수 있는 국면

지수 상승에도 상승 종목 비율은 낮은 상황



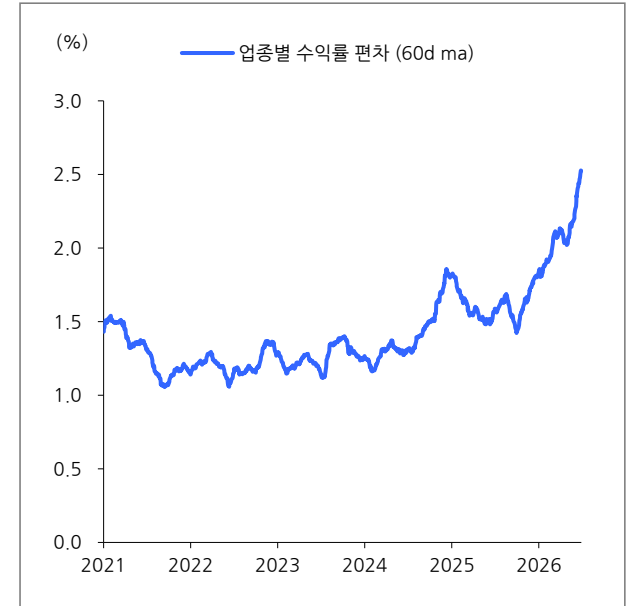
자료 : FnGuide Quantwise, 현대차증권

업종 간 동조화는 최고점에서 약화되는 중



자료 : FnGuide Quantwise, 현대차증권

벌어지는 업종 간 수익률 편차



자료 : FnGuide Quantwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

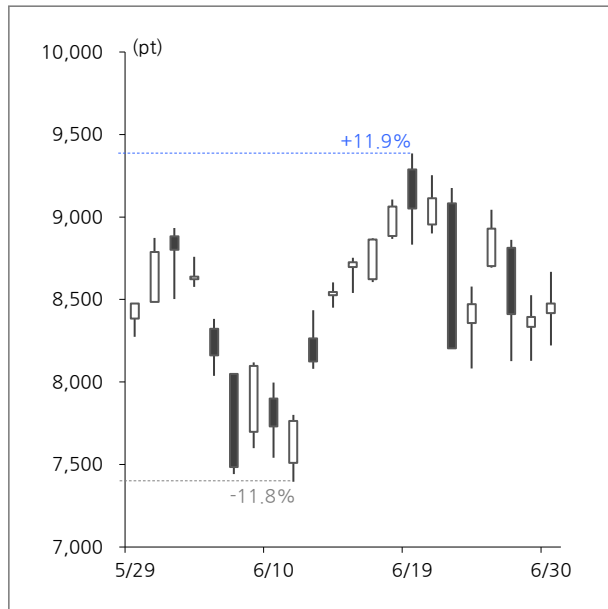


GLOBALITY

지수는 돌고 돌아 제자리

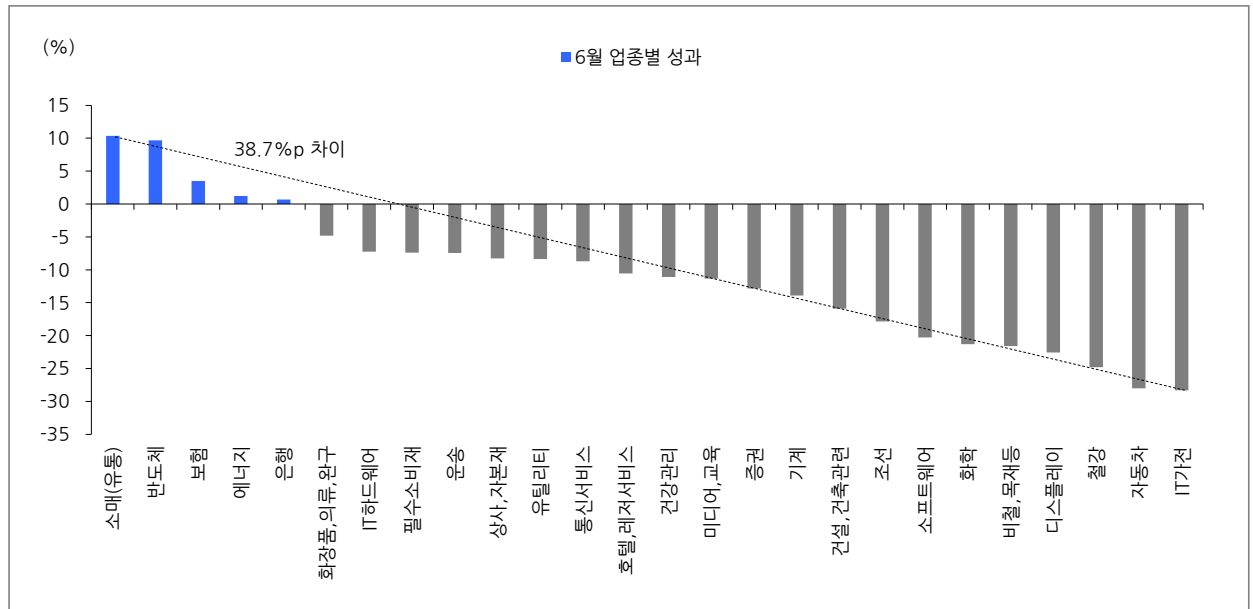
- 6월 KOSPI는 월중 -11.8%에서 +11.9%까지 약 24%p 범위를 오갔으나, 정작 월말 지수는 지난달 말과 거의 같은 수준. 방향 없이 진폭만 컸던, 돌고 돌아 제자리로 돌아온 한 달
- 이런 무방향·고변동 국면에서는 지수 방향에 베팅하는 전략이 실익을 갖기 어려움. 지수는 오르지도 내리지도 않은 채 변동성만 소진
- 그러나 같은 기간 업종 단위로 보면 상황은 전혀 달랐음. 6월 업종별 성과는 최상위와 최하위 간 격차가 38.7%p에 달하며 뚜렷이 갈림
- 지수 이면에서는 업종 간 차별화가 극심하게 진행. 결국 지수에 올라타는 것이 아니라 무엇을 고르느냐가 관건인 국면

월간 -12% ~ +12%의 변동 후 결국 보합



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

지수는 제자리였지만 업종 편차는 확대

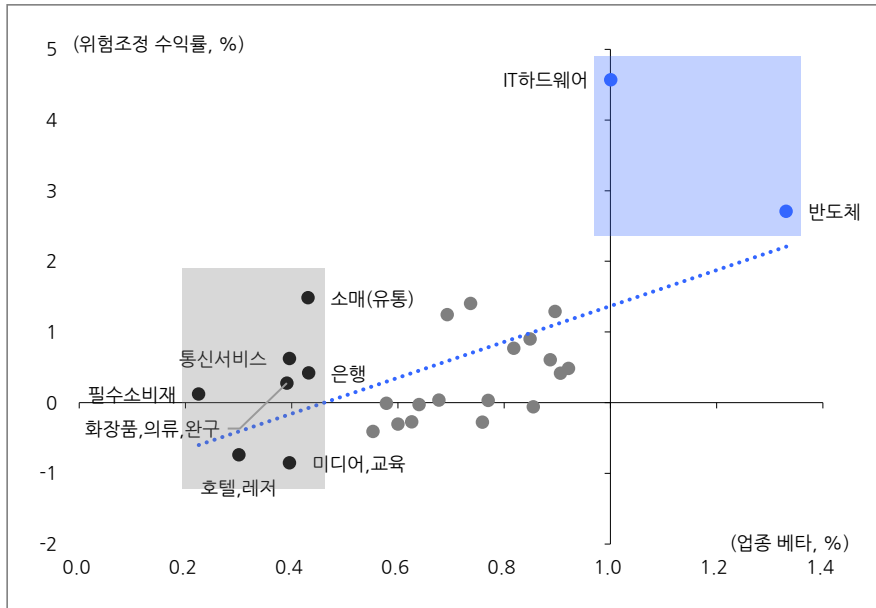


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

주도주를 버릴 이유는 없다

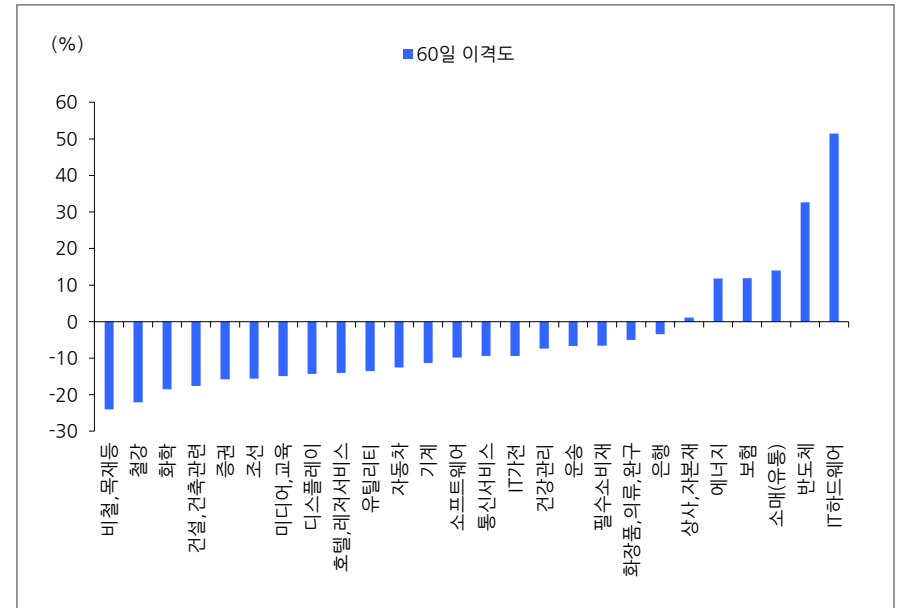
- 지수가 아니라 종목을 골라야 하는 국면에서, 변동성 구조로 보면 주도주를 배제할 이유는 없음
- 베타와 위험조정 수익률로 보면, 반도체 · IT하드웨어는 고베타(고변동)이면서도 위험조정 수익률이 가장 높은 영역에 위치
- 반면 같은 저베타 방어 업종(필수소비재 · 통신 등)은 변동성은 낮으나 성과 효율은 제한적
- 전략은 '회피' 보다는 '관리하며 동행'. 효율 높은 주도주를 중심에 두되, 이격 부담을 감안해 분할 대응 및 비중 조절로 변동성을 관리하는 접근이 유효

지수 대비 베타와 효율을 고려할 필요



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

부담이 없는 업종에도 관심



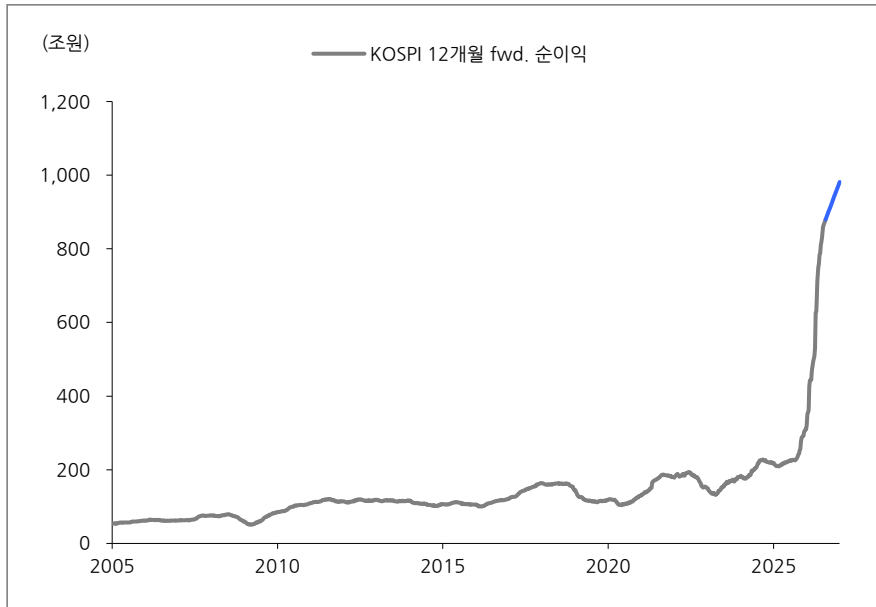
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권



10,000pt로의 경로는 여전히 유효

- KOSPI 12m fwd PER는 현재 7.67배로, 역사적 저점 수준의 디스카운트 구간. 장기 평균 (약 10배) 대비로도 -23% 수준의 디스카운트를 적용 중. 추가 상승 여력 측면에서 밸류에이션 자체가 동력이 될 수 있음
- 밸류에이션 평균 회귀만으로 KOSPI 10,000pt 도달 가능 (연말 이익 추정치 기준, PER 10배 가정). 현재의 이익 전망치가 유지되기만 해도, PER 정상화만으로 상승 여력 확인

KOSPI 12m fwd. 순이익 추이



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI 순이익 x P/E band

Fwd. P/E		순이익 추정					장기평균
		26년 저점	현재	연말 추정치	+5%	+10%	
		7.19	7.5	7.67	8	9	10
-20%	785	6,957	7,225	7,372	7,658	8,523	9,389
-15%	834	7,346	7,631	7,787	8,091	9,010	9,930
-10%	883	7,735	8,036	8,202	8,523	9,497	10,471
-5%	932	8,124	8,442	8,617	8,956	9,984	11,012
연말 추정치	981	8,513	8,848	9,032	9,389	10,471	11,553
+5%	1,031	8,902	9,254	9,447	9,822	10,958	12,094
+10%	1,080	9,291	9,660	9,862	10,255	11,445	12,635
+15%	1,129	9,680	10,065	10,277	10,688	11,932	13,176
+20%	1,178	10,069	10,471	10,692	11,120	12,419	13,717

자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

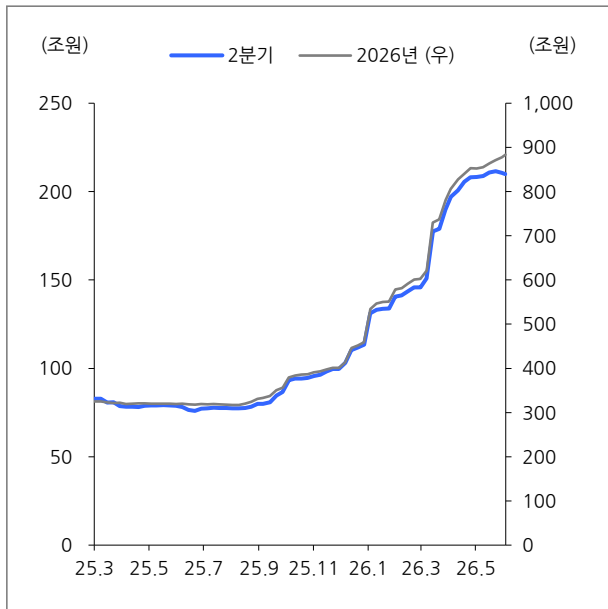


GLOBALITY

2분기 실적시즌은 확실한 이벤트

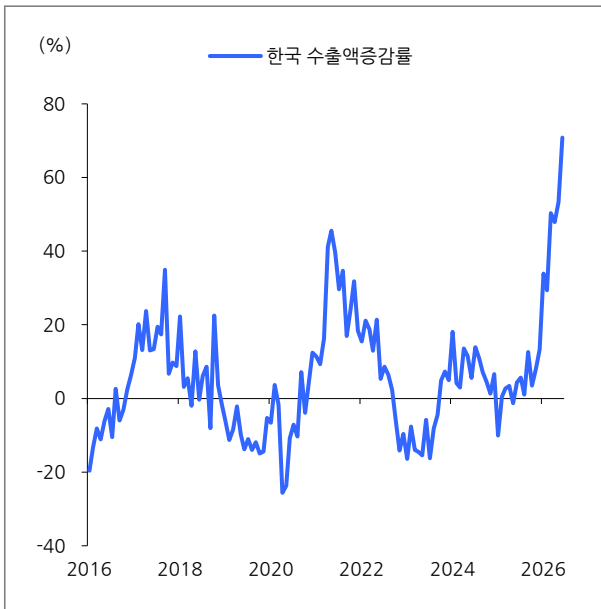
- 변동성 국면에서 방향을 되찾는 촉매는 실적. 2분기 실적시즌 진입을 앞두고 있는 상황에서 이익 모멘텀은 그 방향성이 여전히 우호적
- 2분기 및 2026년 연간 영업이익 전망이 견조하게 상향되며, 실적 개선 추세가 꺾이지 않고 유지되는 중
- 이익 개선의 근본 동력인 수출 모멘텀도 강건. 한국 수출액 증감률이 최근 가파르게 반등하며, 실적 상향의 펀더멘털 근거를 뒷받침

이익전망치 우상향 기조는 지속



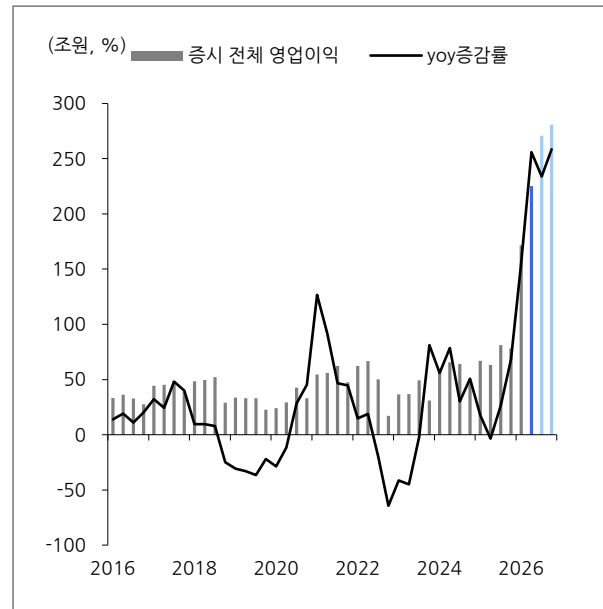
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

수출 모멘텀의 강건성도 유지되는 중



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

2분기 실적시즌도 호조 기대

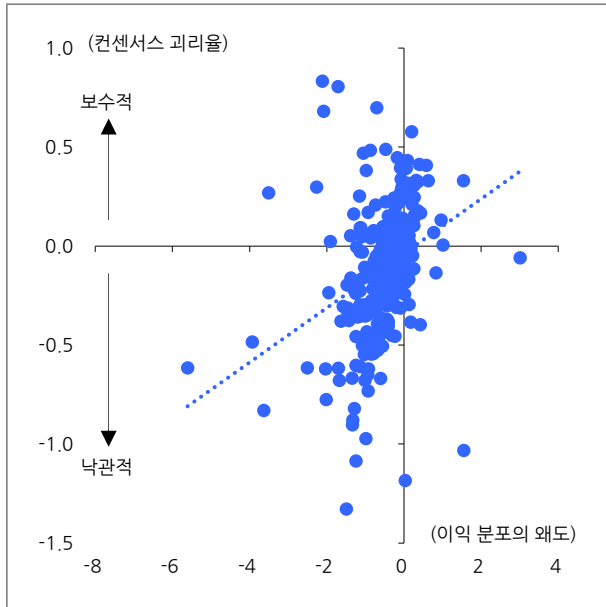


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

종목 스크리닝 전략 - 과거 실적 분포로 서프라이즈를 예측

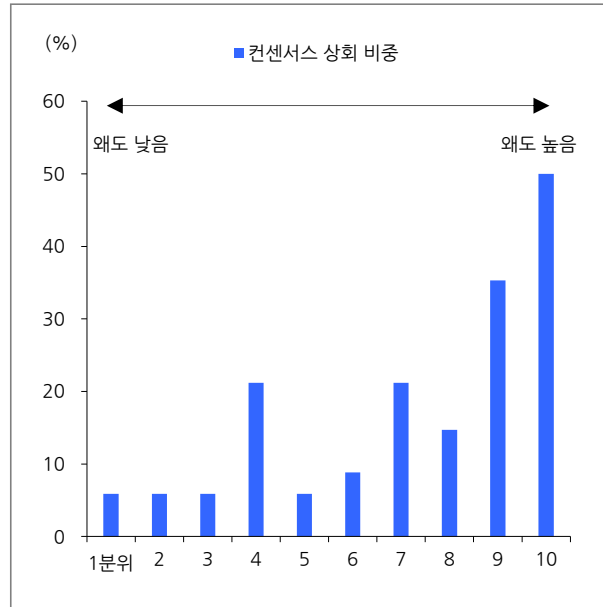
- 방향 없는 고변동 국면을 돌파하는 촉매가 실적이라면, 관건은 어느 종목이 서프라이즈를 낼 것인가를 점검할 필요. 이를 과거 이익 분포의 형태 (왜도)로 가늠하는 접근을 제시
- 애널리스트 추정치는 이익의 평균이 아닌 중앙값에 가깝게 형성되는 경향. 이익 분포가 우측으로 치우친(양의 왜도) 기업일수록 추정치가 구조적으로 낮게 잡혀, 실제 실적이 컨센서스를 상회할 가능성이 높아짐 (Gu & Wu, 2000)
- 실제 한국 시장에서도 이익 왜도가 높은 분위일수록 낙관 편향은 완화되고 컨센서스 상회 확률이 체계적으로 상승하는 경향

왜도가 높을수록 전망치는 보수적



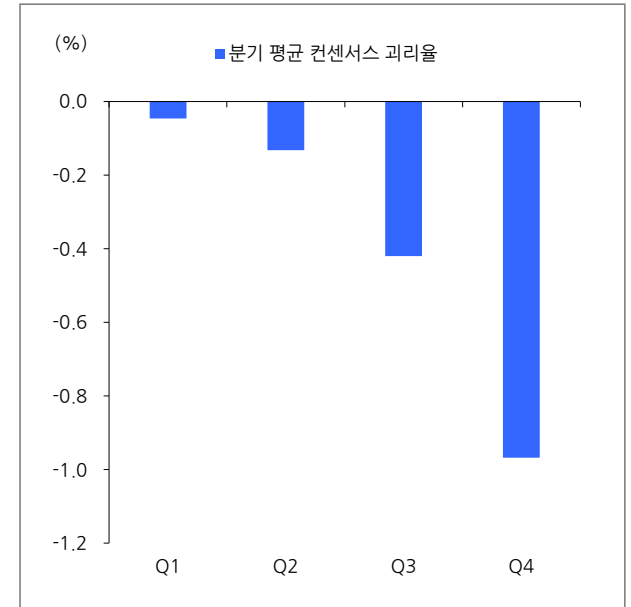
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

이익 왜도가 높을수록 서프라이즈 확률 높음



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

전망치 신뢰도가 상대적으로 높은 상반기



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

2분기 실적 관심주 스크리닝

2분기 실적 관심주 (이익 왜도 (+) / 전망치 상향조정)

코드	종목	구분	업종	시가총액(억원)	26년 2분기 이익전망치 (억원, %)			이익 분포 Score
					현재	5월말	변화율 (%)	
A000660	SK하이닉스	KS	반도체	18,245,181	639,524	622,832	2.68	0.5074
A012450	한화에어로스페이스	KS	상사,자본재	562,557	10,224	10,118	1.04	0.3428
A034730	SK	KS	에너지	553,196	22,181	17,410	27.41	2.0706
A010120	LS ELECTRIC	KS	기계	395,250	1,580	1,551	1.89	0.2418
A066570	LG전자	KS	IT가전	314,856	10,184	9,976	2.09	0.2038
A011200	HMM	KS	운송	176,008	2,990	2,669	12.02	0.0045
A096770	SK이노베이션	KS	에너지	165,672	12,950	12,397	4.46	0.0001
A024110	기업은행	KS	은행	161,479	9,584	9,481	1.09	0.0890
A016360	삼성증권	KS	증권	100,641	5,891	5,763	2.22	0.3435
A353200	대덕전자	KS	IT하드웨어	76,300	593	581	2.12	0.1866
A004170	신세계	KS	소매(유통)	73,295	1,463	1,319	10.94	0.0782
A001440	대한전선	KS	기계	72,125	434	424	2.44	0.1172
A319660	피에스케이	KQ	반도체	61,265	464	397	16.83	0.2214
A267270	HD건설기계	KS	기계	60,190	1,940	1,897	2.29	0.4797
A029780	삼성카드	KS	은행	54,685	2,197	2,127	3.32	0.1681
A066970	엘앤에프	KS	IT가전	44,625	505	490	3.19	0.0077
A095610	테스	KQ	반도체	41,237	259	255	1.68	0.1523
A103590	일진전기	KS	기계	39,770	515	505	1.98	0.0029
A028670	팬오션	KS	운송	25,659	1,440	1,412	2.01	0.0372
A161890	한국콜마	KS	화장품,의류,완구	25,210	938	920	1.99	0.0952
A420770	기가비스	KQ	반도체	23,983	38	27	40.74	0.0134
A098460	고영	KQ	IT하드웨어	22,951	100	98	2.12	0.0031
A001800	오리온홀딩스	KS	필수소비재	15,787	1,224	1,148	6.62	0.4672
A001120	LX인터내셔널	KS	상사,자본재	14,651	1,138	1,107	2.85	0.3902
A003540	대신증권	KS	증권	13,732	1,040	940	10.64	0.9504
A034230	파라다이스	KS	호텔,레저서비스	13,376	520	500	4.03	0.3634
A166090	하나머티리얼즈	KQ	반도체	13,251	236	209	13.19	0.0119
A298020	효성티앤씨	KS	상사,자본재	12,572	1,279	1,226	4.36	0.1061
A300720	한일시멘트	KS	건설,건축관련	10,451	400	368	8.70	0.5233

자료 : FnGuide Quantwise, 현대차증권

주 : 시가총액 1조원 이상 기업 중, 이익 분포 Score가 +이면서 동시에 1개월 이익전망치 변화율이 1% 이상인 종목 스크리닝



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

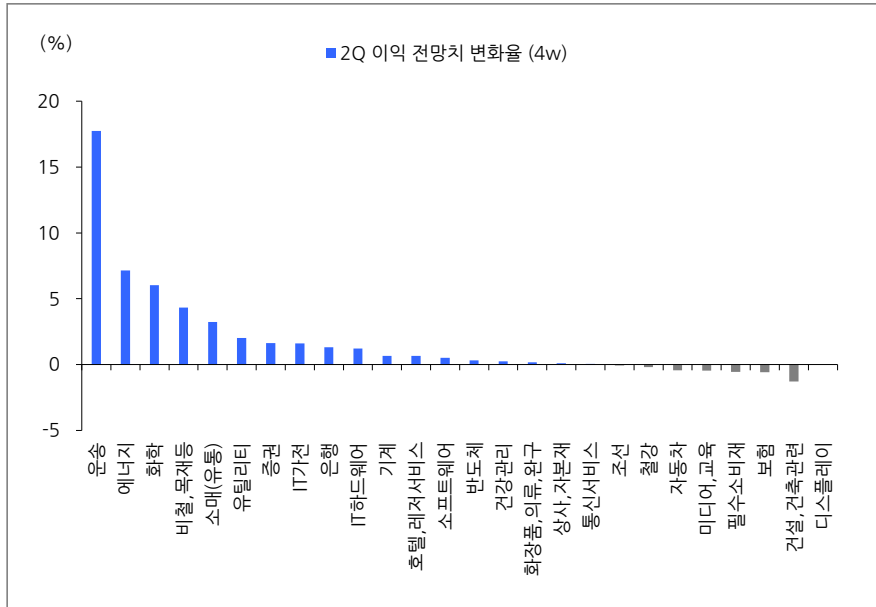


GLOBALITY

실적이 확인되는 주도주 + 변동성을 관리해줄 실적주

- 지금까지의 분석을 종합하면, 최종 선별 기준은 두 축으로 구성. 변동성 구조(주도주 여부 · 효율 · 과열)와 실적(전망 방향 · 이익 모멘텀)을 결합해 '실적이 확인되는 주도주'와 '변동성을 관리해줄 실적주'를 함께 담은 전략을 제안
- 변동성 축은 베타(지수 민감도)와 위험조정 수익률(변동성 대비 성과)의 두 축으로 진단
- 이때 베타는 Z-score 제곱(Z^2)으로 스코어링. 지수민감도가 어중간한 중목을 배제하고 고베타(효율적 주도주)와 저베타(변동성을 낮춰줄 실적주) 양 극단을 함께 취하는 바벨(barbell) 구성
- 이에 추가로 2분기 실적시즌 기대감과 이익 모멘텀의 강건성을 종합적으로 고려
- 반도체, 에너지, IT하드웨어, 운송, 소매(유통)을 7월 Top-Picks로 제시

2분기 이익 전망치, 운송 · 에너지 중심 상향



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권
주 : 디스플레이 업종은 적자전환

변동성 구조 × 실적 = 7월 Top-Picks

업종 / Z-Score	변동성 및 현재 추가 위치		전망치 변화율		이익 증감률	
	베타	위험조정수익	2Q26	12m fwd.	2Q26	2026년
반도체	1.33	2.71	0.31	18.69	910.94	576.65
에너지	0.74	1.41	7.15	9.34	흑전	473.41
IT하드웨어	1.00	4.57	1.22	-2.10	132.80	94.34
운송	0.58	-0.01	17.75	4.73	-38.14	-5.88
소매(유통)	0.43	1.48	3.24	3.32	61.68	46.84
IT가전	0.85	0.90	1.59	7.06	흑전	흑전

자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

H to Z Model Portfolio



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

7월 Model Portfolio

W126	제안 비중	코드	종목	구분	제안 비중	시가총액	Earnings	Valuation	Macro	Style	Score
에너지	3.51	A034730	SK	KS	3.51	604,673	1.92	1.52	1.67	1.74	6.85
화학	1.74	A010060	OCI홀딩스	KS	0.93	40,048	1.56	1.84	0.46	1.60	5.46
		A006650	대한유화	KS	0.81	7,384	1.76	1.40	0.88	1.26	5.30
비철,목재등	1.76	A010130	고려아연	KS	1.76	225,428	1.28	1.54	1.55	1.09	5.47
기계	2.50	A178320	서진시스템	KQ	2.50	33,417	1.72	2.00	1.36	1.50	6.57
조선	1.29	A042660	한화오션	KS	1.29	307,333	0.95	1.49	0.86	1.34	4.65
상사,자본재	2.43	A099320	세트렉아이	KQ	2.43	9,878	1.36	1.66	1.41	1.61	6.03
운송	1.15	A003490	대한항공	KS	0.67	101,445	1.38	1.28	1.44	1.37	5.47
		A272450	진에어	KS	0.48	2,960	1.22	1.29	1.49	1.14	5.13
자동차	4.92	A005380	현대차	KS	1.66	1,013,551	0.42	1.73	1.37	1.40	4.92
		A000270	기아	KS	0.98	538,770	0.77	1.54	1.48	0.81	4.61
		A012330	현대모비스	KS	1.30	453,663	0.52	1.79	1.57	1.29	5.18
		A018880	한온시스템	KS	0.98	39,357	0.40	1.72	1.63	1.55	5.29
건강관리	1.72	A128940	한미약품	KS	0.36	50,924	1.21	1.49	1.59	1.08	5.36
		A290650	엘앤씨바이오	KQ	0.60	24,381	1.86	0.73	1.79	2.00	6.39
		A042520	한스바이오메드	KQ	0.76	3,223	1.82	1.99	1.56	1.71	7.08
증권	1.49	A006800	미래에셋증권	KS	1.49	239,215	1.20	1.67	0.74	1.30	4.92
보험	2.76	A032830	삼성생명	KS	2.76	802,000	1.27	0.72	1.67	1.58	5.23
소프트웨어	1.55	A018260	삼성에스디에스	KS	0.77	147,637	1.07	1.77	1.35	1.19	5.38
		A307950	현대오토에버	KS	0.79	145,347	1.04	1.57	1.29	1.54	5.44
IT하드웨어	4.62	A009150	삼성전기	KS	1.06	1,631,310	1.19	0.43	1.73	1.75	5.10
		A011070	LG이노텍	KS	0.86	232,174	1.43	1.85	1.62	1.49	6.39
		A353200	대덕전자	KS	0.62	75,904	1.55	1.51	1.19	1.59	5.84
		A222800	심텍	KQ	0.57	55,709	1.74	0.70	1.38	1.89	5.71
		A007810	코리아써키트	KS	0.70	22,903	1.44	1.97	1.13	1.62	6.16
		A078600	대주전자재료	KQ	0.36	15,268	1.49	1.73	0.21	1.68	5.11
		A050890	솔리드	KQ	0.46	6,622	1.16	1.70	0.93	1.63	5.43
반도체	65.05	A005930	삼성전자	KS	29.33	19,526,571	1.68	1.90	1.80	0.89	6.27
		A000660	SK하이닉스	KS	27.65	18,886,613	1.61	1.38	1.62	0.88	5.49
		A319660	피에스케이	KQ	1.37	56,804	1.80	0.32	1.87	1.26	5.25
		A067310	하나마이크론	KQ	1.46	33,140	1.47	0.50	1.64	1.76	5.37
		A420770	기가비스	KQ	1.16	24,363	1.96	0.09	1.47	1.57	5.08
		A356860	티엘비	KQ	1.54	8,092	1.24	1.51	1.45	1.29	5.49
		A348210	넥스틴	KQ	1.24	5,170	1.26	1.79	0.87	1.27	5.18
		A077360	덕산하이메탈	KQ	1.29	4,930	1.37	1.50	0.44	1.93	5.23
IT가전	3.50	A373220	LG에너지솔루션	KS	0.67	847,080	1.41	0.85	0.75	1.56	4.58
		A006400	삼성SDI	KS	0.53	392,452	1.51	1.02	0.62	1.69	4.84
		A066570	LG전자	KS	0.92	330,656	0.94	1.69	1.73	1.60	5.96
		A066970	엘앤에프	KS	0.79	45,233	1.64	1.88	0.63	1.84	5.99
		A365340	성일하이텍	KQ	0.59	5,375	1.76	1.77	0.30	1.70	5.53

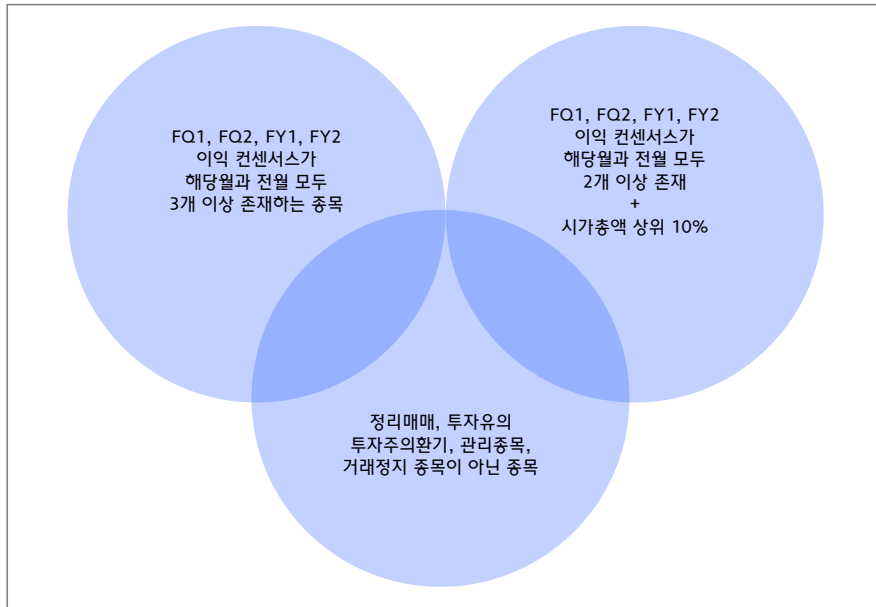
7월 Top-Score Portfolio

WI26	제안 비중	코드	종목	구분	제안 비중	시가총액	Earnings	Valuation	Macro	Style	Score		
에너지	2.98	A034730	SK	KS	2.98	604,673	1.92	1.52	1.67	1.74	6.85		
화학	2.32	A010060	OCI홀딩스	KS	1.24	40,048	1.56	1.84	0.46	1.60	5.46		
		A006650	대한유화	KS	1.08	7,384	1.76	1.40	0.88	1.26	5.30		
비철,목재등	1.45	A010130	고려아연	KS	1.45	225,428	1.28	1.54	1.55	1.09	5.47		
건설,건축관련	1.02	A047040	대우건설	KS	1.02	77,415	1.25	1.70	0.22	1.95	5.13		
기계	2.13	A178320	서진시스템	KQ	2.13	33,417	1.72	2.00	1.36	1.50	6.57		
상사,자본재	1.67	A099320	세트렉아이	KQ	1.67	9,878	1.36	1.66	1.41	1.61	6.03		
운송	2.26	A003490	대한항공	KS	1.32	101,445	1.38	1.28	1.44	1.37	5.47		
		A272450	진에어	KS	0.94	2,960	1.22	1.29	1.49	1.14	5.13		
자동차	2.58	A012330	현대모비스	KS	1.47	453,663	0.52	1.79	1.57	1.29	5.18		
		A018880	한온시스템	KS	1.11	39,357	0.40	1.72	1.63	1.55	5.29		
소매(유통)	2.21	A004170	신세계	KS	1.21	71,311	1.55	0.32	1.87	1.63	5.38		
		A069960	현대백화점	KS	1.00	41,771	1.48	0.24	1.98	1.45	5.15		
건강관리	5.65	A128940	한미약품	KS	1.18	50,924	1.21	1.49	1.59	1.08	5.36		
		A290650	엘앤씨바이오	KQ	1.97	24,381	1.86	0.73	1.79	2.00	6.39		
		A042520	한스바이오메드	KQ	2.50	3,223	1.82	1.99	1.56	1.71	7.08		
보험	1.90	A032830	삼성생명	KS	1.90	802,000	1.27	0.72	1.67	1.58	5.23		
소프트웨어	3.53	A018260	삼성에스디에스	KS	1.30	147,637	1.07	1.77	1.35	1.19	5.38		
		A307950	현대오토에버	KS	1.34	145,347	1.04	1.57	1.29	1.54	5.44		
		A064400	LG씨엔에스	KS	0.89	76,346	0.59	1.74	1.36	1.28	4.97		
		A009150	삼성전기	KS	2.71	1,631,310	1.19	0.43	1.73	1.75	5.10		
IT하드웨어	12.74	A011070	LG이노텍	KS	2.20	232,174	1.43	1.85	1.62	1.49	6.39		
		A353200	대덕전자	KS	1.59	75,904	1.55	1.51	1.19	1.59	5.84		
		A222800	심텍	KQ	1.46	55,709	1.74	0.70	1.38	1.89	5.71		
		A007810	코리아써킷	KS	1.79	22,903	1.44	1.97	1.13	1.62	6.16		
		A078600	대주전자재료	KQ	0.93	15,268	1.49	1.73	0.21	1.68	5.11		
		A189300	인텔리안테크	KQ	0.88	8,343	1.25	1.88	0.50	1.42	5.05		
		A050890	솔리드	KQ	1.18	6,622	1.16	1.70	0.93	1.63	5.43		
		반도체	52.67	A005930	삼성전자	KS	23.35	19,526,571	1.68	1.90	1.80	0.89	6.27
				A000660	SK하이닉스	KS	22.02	18,886,613	1.61	1.38	1.62	0.88	5.49
A319660	피에스케이			KQ	1.09	56,804	1.80	0.32	1.87	1.26	5.25		
A095610	테스			KQ	0.88	40,269	1.35	0.23	1.92	1.50	5.01		
A067310	하나마이크론			KQ	1.17	33,140	1.47	0.50	1.64	1.76	5.37		
A420770	기가비스			KQ	0.92	24,363	1.96	0.09	1.47	1.57	5.08		
A356860	티엘비			KQ	1.23	8,092	1.24	1.51	1.45	1.29	5.49		
A348210	넥스틴			KQ	0.98	5,170	1.26	1.79	0.87	1.27	5.18		
A077360	덕산하이메탈			KQ	1.02	4,930	1.37	1.50	0.44	1.93	5.23		
IT가전	4.89	A066570	LG전자	KS	1.96	330,656	0.94	1.69	1.73	1.60	5.96		
		A066970	엘앤에프	KS	1.68	45,233	1.64	1.88	0.63	1.84	5.99		
		A365340	성일하이텍	KQ	1.26	5,375	1.76	1.77	0.30	1.70	5.53		

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



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

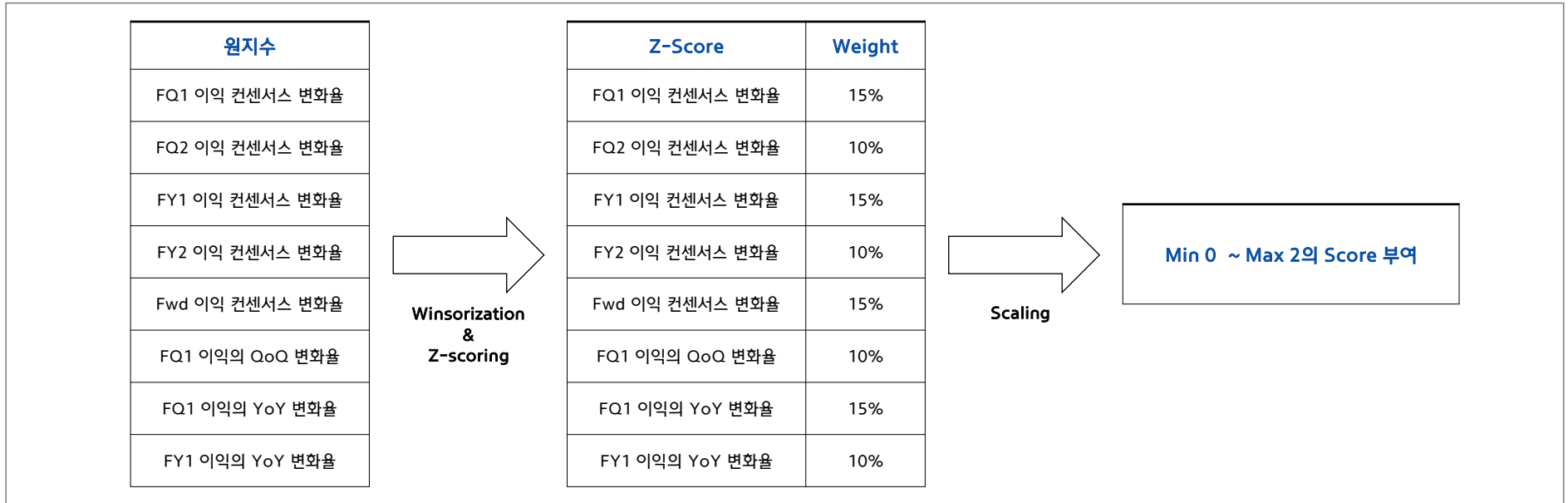


GLOBALITY

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



자료 : Quantwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

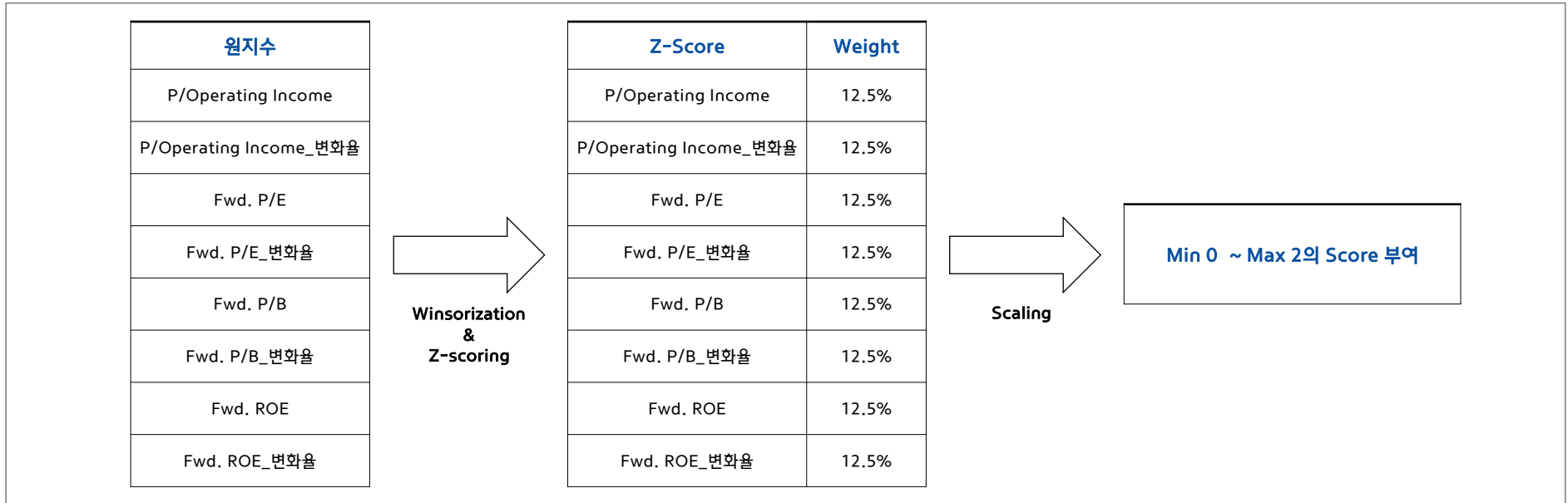


GLOBALITY

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



자료 : Quantiwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

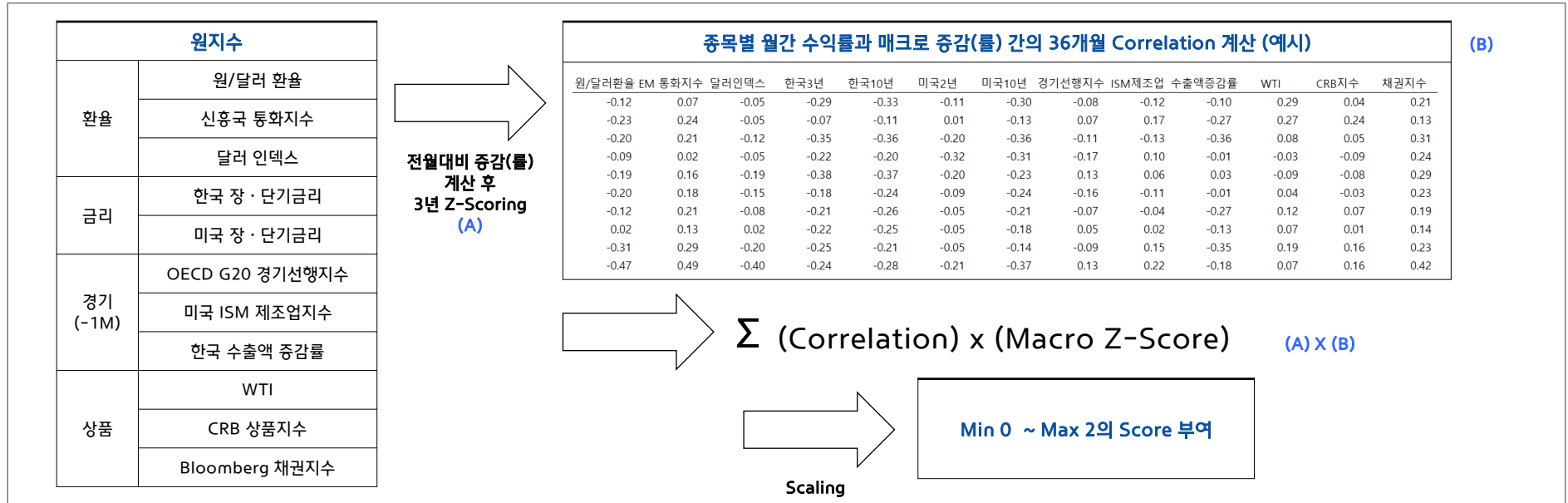


GLOBALITY

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



자료 : Quantiwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

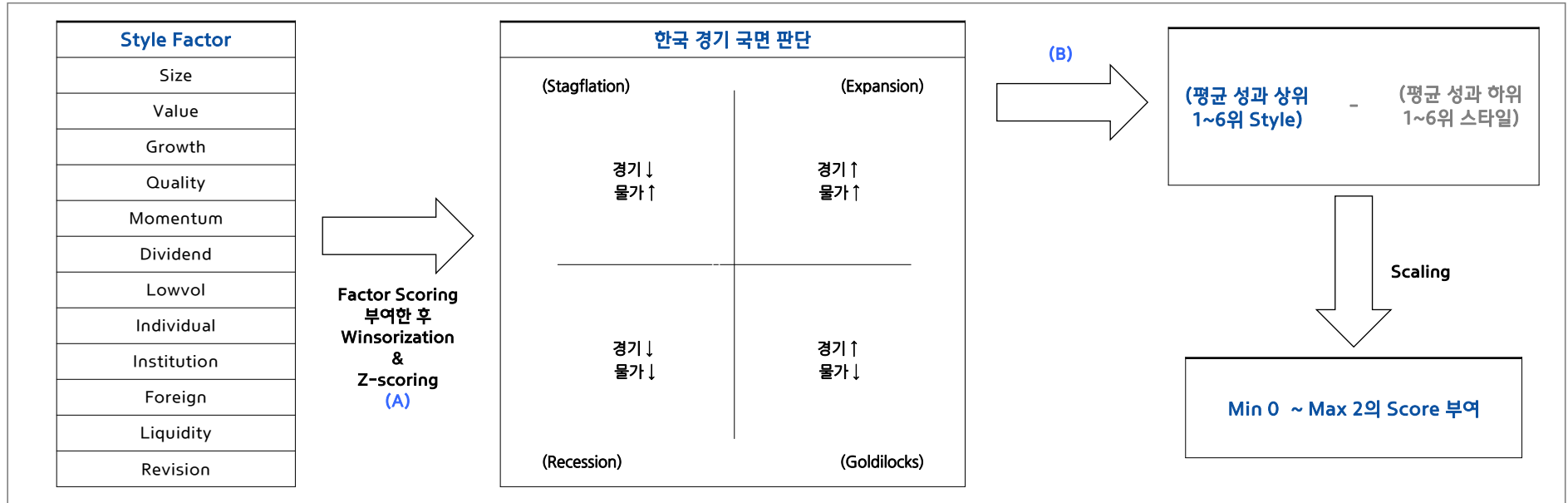


GLOBALITY

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



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

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)	Momentum	ROA(TTM, yoy)	Institution	개인거래비중(1m)	Revision	매출액(fq1)	
	ev/ebitda(ttm)		ROE(TTM, yoy)		개인거래비중(60d)		매출액(fq2)	
	pbr(fwd)		월간수익률		개인거래비중(120d)		매출액(fy1)	
	pbr(ttm)	3개월전대비수익률	개인거래비중(52w)		매출액(fy2)			
	pcr(fwd)	Dividend	6개월전대비수익률	기관순매수(1m)	영업이익(fq1)	Revision	영업이익(fq2)	
	pcr(ttm)		12개월전대비수익률	기관순매수(60d)	영업이익(fy1)		영업이익(fy2)	
	per(fwd)		12M수익률-1M수익률	기관순매수(120d)	기관거래비중(1m)		당기순이익(fq1)	당기순이익(fq2)
	per(ttm)	LowVol	DPS증감률(전년대비)	기관순매수(52w)	기관거래비중(60d)		당기순이익(fy1)	당기순이익(fy2)
	pfcf(ttm)		DPS증감률(컨센서스)	기관거래비중(120d)	기관거래비중(120d)			
	psr(fwd)		5년평균배당수익률	기관거래비중(52w)				
	psr(ttm)		DY변화율(3년평균대비)					
	Growth	당기순이익(fwd)	LowVol	배당수익률(3년평균)	Foreign		외국인순매수(1m)	Revision
당기순이익(qoq)		배당수익률(5년평균)		외국인순매수(60d)				
당기순이익(yoy)		배당수익률(fwd)		외국인순매수(120d)				
영업이익(fwd)		베타(60d)		외국인순매수(52w)				
영업이익(qoq)		베타(52w)	외국인거래비중(1m)					
영업이익(yoy)		베타(60m)	외국인거래비중(60d)					
매출액(fwd)		변동성(60d)	외국인거래비중(120d)					
매출액(qoq)		변동성(52w)	외국인거래비중(52w)					
매출액(yoy)	변동성(60m)							

자료 : Quantwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

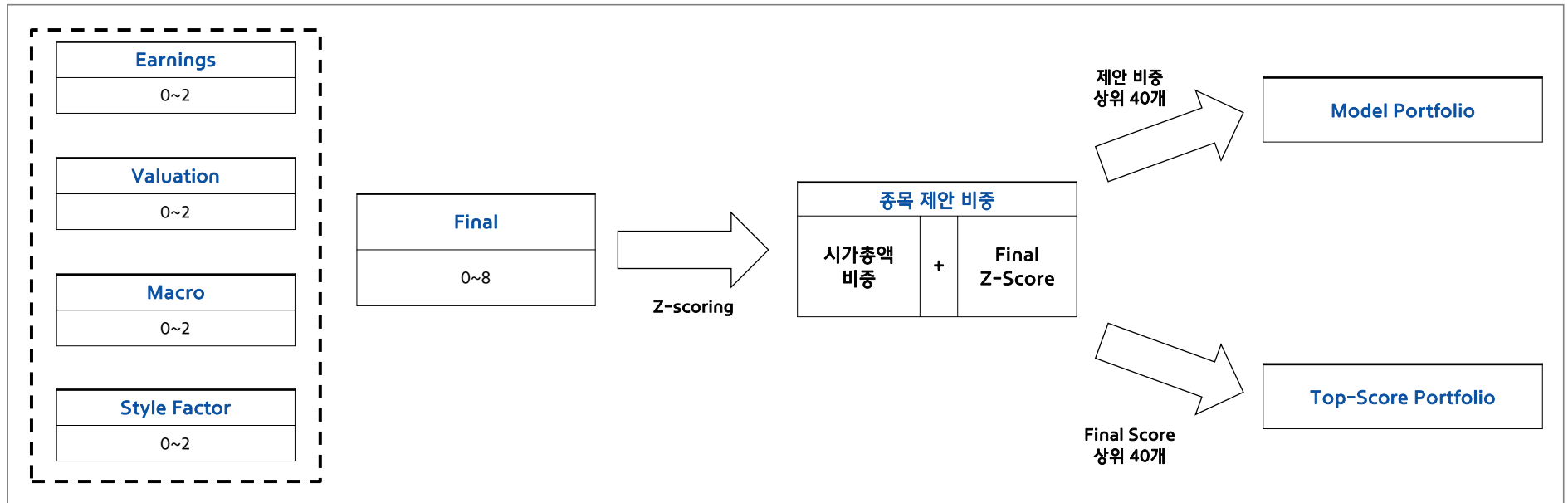


GLOBALITY

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



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

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	반도체	1.76	1.59	1.95	0.49	5.80	14	소프트웨어	0.49	1.43	0.31	1.25	3.47
2	에너지	2.00	1.34	0.50	1.64	5.48	15	상사, 자본재	0.51	0.79	0.94	1.20	3.44
3	자동차	0.40	2.00	1.62	1.13	5.14	16	철강	0.44	1.86	0.00	1.07	3.37
4	비철, 목재등	1.08	1.64	1.44	0.96	5.13	17	조선	0.37	1.54	0.54	0.86	3.31
5	IT하드웨어	1.14	0.00	1.77	2.00	4.91	18	유틸리티	0.14	1.19	1.04	0.92	3.30
6	보험	0.73	0.40	2.00	1.51	4.64	19	기계	0.81	0.35	0.41	1.38	2.96
7	화학	1.46	1.15	0.35	1.60	4.56	20	통신서비스	0.46	0.93	1.16	0.39	2.93
8	IT가전	1.22	0.75	0.70	1.74	4.41	21	미디어, 교육	0.67	0.99	0.83	0.44	2.93
9	디스플레이	0.00	1.69	0.77	1.92	4.37	22	은행	0.58	0.61	1.09	0.64	2.92
10	운송	0.86	1.24	1.25	0.82	4.17	23	건강관리	0.62	0.23	1.39	0.58	2.81
11	건설, 건축관련	0.34	1.74	0.15	1.79	4.03	24	화장품, 의류, 완구	0.64	0.65	0.98	0.29	2.56
12	증권	0.89	1.48	0.88	0.70	3.95	25	호텔, 레저서비스	0.60	1.09	0.59	0.07	2.35
13	소매(유통)	1.04	0.17	1.30	1.30	3.81	26	필수소비재	0.41	0.88	0.65	0.00	1.94

자료 : Quantwise, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

6월 Model Portfolio 성과

WI26	제안 비중	기여도	코드	종목	구분	제안 비중	시가총액	Score	수익률	기여도
에너지	3.95	0.52	A034730	SK	KS	3.12	490,118	7.11	23.37	0.73
			A083650	비에이치아이	KQ	0.83	22,558	5.05	-25.10	-0.21
화학	3.42	-0.76	A051910	LG화학	KS	1.28	259,074	6.24	-23.71	-0.30
			A010060	OCI홀딩스	KS	0.72	65,252	5.42	-38.63	-0.28
			A011780	금호석유화학	KS	0.69	33,283	5.40	-14.36	-0.10
			A006650	대한유화	KS	0.73	8,340	5.52	-11.46	-0.08
건설, 건축관련	1.47	-0.25	A047040	대우건설	KS	0.42	107,658	5.65	-28.09	-0.12
			A097230	HJ중공업	KS	0.43	18,556	5.77	-1.95	-0.01
			A010780	아이에스동서	KS	0.39	8,694	5.65	-23.96	-0.09
			A014790	HL D&I	KS	0.23	1,098	5.02	-13.79	-0.03
기계	2.34	-0.42	A006260	LS	KS	1.17	139,152	4.84	-18.05	-0.21
			A103590	일진전기	KS	1.16	44,300	4.96	-17.87	-0.21
조선	3.53	-0.76	A329180	HD현대중공업	KS	1.23	730,530	4.48	-14.94	-0.18
			A267250	HD현대	KS	1.34	219,206	5.27	-28.11	-0.38
			A082740	한화엔진	KS	0.96	53,573	5.07	-20.56	-0.20
상사, 자본재	1.31	0.11	A028260	삼성물산	KS	1.31	701,375	4.22	8.32	0.11
자동차	5.62	-1.69	A005380	현대차	KS	2.35	1,480,399	4.55	-31.54	-0.74
			A012330	현대모비스	KS	1.27	696,826	4.48	-34.90	-0.44
			A000270	기아	KS	0.96	660,579	4.22	-18.44	-0.18
			A018880	한온시스템	KS	1.05	57,779	5.09	-31.88	-0.33
증권	2.23	-0.39	A006800	미래에셋증권	KS	0.95	343,574	5.24	-30.37	-0.29
			A071050	한국금융지주	KS	0.64	132,349	5.01	-6.95	-0.04
			A016360	삼성증권	KS	0.63	106,981	5.02	-9.43	-0.06
보험	3.43	-0.08	A032830	삼성생명	KS	1.55	777,000	5.59	3.22	0.05
			A088350	한화생명	KS	0.97	42,384	5.62	-6.97	-0.07
			A000370	한화손해보험	KS	0.91	7,378	5.56	-6.65	-0.06
소프트웨어	1.30	-0.22	A263750	필터비스	KQ	1.30	28,044	5.99	-17.07	-0.22
IT하드웨어	4.83	-0.45	A009150	삼성전기	KS	2.86	1,588,735	5.21	2.68	0.08
			A011070	LG이노텍	KS	1.12	345,066	4.91	-32.72	-0.37
			A489790	한화비전	KS	0.85	33,878	5.01	-19.23	-0.16
반도체	60.37	7.51	A005930	삼성전자	KS	29.51	18,532,703	5.52	5.36	1.58
			A000660	SK하이닉스	KS	25.32	16,627,346	4.37	13.59	3.44
			A031980	피에스케이홀딩스	KQ	1.53	22,986	5.41	50.09	0.77
			A089970	브이엠	KQ	2.49	14,591	6.25	85.57	2.13
			A356860	티엘비	KQ	1.51	11,091	5.40	-27.04	-0.41
IT가전	4.71	-1.32	A373220	LG에너지솔루션	KS	1.39	1,071,720	4.76	-20.96	-0.29
			A006400	삼성SDI	KS	1.32	554,428	5.32	-29.22	-0.38
			A066570	LG전자	KS	1.02	477,252	4.98	-30.72	-0.31
			A066970	엘앤에프	KS	0.99	68,087	5.47	-33.75	-0.33
디스플레이	1.48	-0.42	A034220	LG디스플레이	KS	1.48	80,450	5.46	-28.34	-0.42
합계		1.37%	KOSPI			0.00%		상대성과	1.36%p	

6월 Top-Score Portfolio

WI26	제안 비중	기여도	코드	종목	구분	제안 비중	시가총액	Score	수익률	기여도
에너지	5.44	0.72	A034730	SK	KS	4.29	490,118	7.11	23.37	1.00
			A083650	비에이치아이	KQ	1.14	22,558	5.05	-25.10	-0.29
화학	8.86	-1.96	A051910	LG화학	KS	2.92	259,074	6.24	-23.71	-0.69
			A010060	OCI홀딩스	KS	1.65	65,252	5.42	-38.63	-0.64
			A011170	롯데케미칼	KS	1.06	34,520	4.96	-20.69	-0.22
			A011780	금호석유화학	KS	1.57	33,283	5.40	-14.36	-0.22
			A006650	대한유화	KS	1.67	8,340	5.52	-11.46	-0.19
비철,목재등	1.22	-0.58	A295310	에이치브이엠	KQ	1.22	13,206	5.13	-47.27	-0.58
철강	1.01	-0.35	A001430	세아베스틸지주	KS	1.01	19,186	4.94	-34.95	-0.35
건설,건축관련	6.88	-1.18	A047040	대우건설	KS	1.98	107,658	5.65	-28.09	-0.56
			A097230	HJ중공업	KS	1.98	18,556	5.77	-1.95	-0.04
			A010780	아이에스동서	KS	1.84	8,694	5.65	-23.96	-0.44
			A014790	HL D&I	KS	1.08	1,098	5.02	-13.79	-0.15
기계	1.07	-0.19	A103590	일진전기	KS	1.07	44,300	4.96	-17.87	-0.19
조선	2.91	-0.73	A267250	HD현대	KS	1.70	219,206	5.27	-28.11	-0.48
			A082740	한화엔진	KS	1.21	53,573	5.07	-20.56	-0.25
자동차	1.24	-0.40	A018880	한온시스템	KS	1.24	57,779	5.09	-31.88	-0.40
화장품,의류,완구	1.69	-0.16	A031430	신세계인터내셔널	KS	1.69	4,898	5.54	-9.43	-0.16
소매(유통)	1.46	0.68	A004170	신세계	KS	1.46	48,643	5.29	46.60	0.68
건강관리	5.95	-0.39	A326030	SK바이오팜	KS	1.11	70,247	4.96	-3.46	-0.04
			A290650	엘앤씨바이오	KQ	1.75	20,443	5.56	19.26	0.34
			A042520	한스바이오메드	KQ	3.10	4,150	6.73	-22.34	-0.69
증권	4.36	-0.77	A006800	미래에셋증권	KS	1.86	343,574	5.24	-30.37	-0.56
			A071050	한국금융지주	KS	1.26	132,349	5.01	-6.95	-0.09
			A016360	삼성증권	KS	1.24	106,981	5.02	-9.43	-0.12
보험	6.49	-0.15	A032830	삼성생명	KS	2.94	777,000	5.59	3.22	0.09
			A088350	한화생명	KS	1.84	42,384	5.62	-6.97	-0.13
			A000370	한화손해보험	KS	1.72	7,378	5.56	-6.65	-0.11
소프트웨어	2.26	-0.38	A263750	풀어비스	KQ	2.26	28,044	5.99	-17.07	-0.38
IT하드웨어	4.86	-0.11	A009150	삼성전기	KS	3.74	1,588,735	5.21	2.68	0.10
			A489790	한화비전	KS	1.12	33,878	5.01	-19.23	-0.21
반도체	35.79	4.16	A005930	삼성전자	KS	30.14	18,532,703	5.52	5.36	1.62
			A031980	피에스케이홀딩스	KQ	1.56	22,986	5.41	50.09	0.78
			A089970	브이엠	KQ	2.54	14,591	6.25	85.57	2.18
			A356860	티엘비	KQ	1.54	11,091	5.40	-27.04	-0.42
IT가전	5.74	-1.78	A006400	삼성SDI	KS	2.27	554,428	5.32	-29.22	-0.66
			A066570	LG전자	KS	1.76	477,252	4.98	-30.72	-0.54
			A066970	엘앤에프	KS	1.71	68,087	5.47	-33.75	-0.58
디스플레이	1.72	-0.49	A034220	LG디스플레이	KS	1.72	80,450	5.46	-28.34	-0.49
유틸리티	1.05	-0.12	A018670	SK가스	KS	1.05	21,940	4.97	-11.81	-0.12
합계		-4.20%		KOSPI		0.00%		상대성과		-4.20%p

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 하시기를 바랍니다.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
-



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY