

2019년 6월 11일



IBK기업은행 금융그룹

IBK투자증권

IBKS QUANT

어닝 서프라이즈 모델 사용 설명서

Quant

이정빈

02) 6915-5654

jblee3280@ibks.com



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

요약 및 결론.....	3
최선호 포트폴리오.....	4
어닝 서프라이즈 분석의 함의.....	6
3팩터 - 컨센서스 순이익 상승, 어닝 서프라이즈, 주가 모멘텀.....	9
어닝 서프라이즈 지표 : 서프라이즈 강도를 표준화한 SUE_1	10
어닝 서프라이즈 지표 : 실적증가율을 표준화한 SUE_2	14
ROE 서프라이즈 비율.....	19
스마트컨센서스.....	24
1Q19 서프라이즈 예상 종목 Review.....	25
2Q19 서프라이즈 예상 종목 Preview.....	29
트레이딩 전략 요약.....	38
포지티브 서프라이즈 (고확률 : 70% ↑).....	56
포지티브 서프라이즈 (중확률 : 50%~70%).....	57

요약 및 결론

- 우리의 모든 어닝서프라이즈 백테스트 시나리오 중에 최선호 포트폴리오는 실적시즌 한달 전인 지금 전체기업에서 2Q19 영업이익 서프라이즈 예상 종목들을 포트폴리오에 담는 것이다.
- 주가는 기업이익의 함수다. 그러나, 일반적으로 컨센서스 전망치는 주가에 후행하기 때문에 대부분의 시장참여자들이 어닝 서프라이즈가 나오고 나서 주가 프리미엄을 주고 진입한다.
- 중장기적으로 연속 서프라이즈를 기록하는 경우를 빅사이클로 단기적인 서프라이즈에 그치는 경우를 숏텀 트레이딩으로 구분했다. 두 경우 모두 기간의 차이는 있지만 주가와 이익의 변곡점을 이용하기 때문에 무릎에서 사서 어깨에 팔 수 있다.
- 따라서, 서프라이즈 모멘텀을 파악하는 것이 중요하고 전제조건 3팩터는 컨센서스 순이익 상승, 어닝 서프라이즈, 주가 모멘텀이다.
- SUE, ROE서프라이즈, 스마트컨센서스 등 다양한 관점에서 백테스트를 진행했고 유의미한 팩터전략은 실적증가율, ROE와 PBR의 결합팩터, 영업이익 서프라이즈이다.
- 한국시장에서 어닝 서프라이즈 이후에 진입하면 초과수익률의 기회비용은 상당히 커진다. 따라서, 스마트 컨센서스를 활용해 사전적으로 어닝 서프라이즈 예상 종목을 발굴하고 초과수익률을 극대화하는 전략을 제시한다.
- 우리의 백테스트는 10년, 5년, 3년, 1년으로 진행했으며 매출액, 영업이익, 순이익 관점에서 다각도로 시나리오를 설정했다. 해당 방법론은 중장기적인 수익성과 현재의 트렌드를 파악하는데 이점이 있다.

최선호 포트폴리오

영업이익 팩터 포트폴리오

우리의 모든 어닝 서프라이즈 백테스트 시나리오 중에 실적시즌 한달 전인 지금 수익률을 극대화할 수 있는 최선호 포트폴리오는 영업이익 팩터 포트폴리오이다. 영업이익 팩터 포트폴리오는 스마트 컨센서스를 통해 2019년 2분기 예상 서프라이즈 종목들을 추출한다. 유니버스는 전체기업이 있고 KOSPI200을 대상으로 정했다. 둘 중 전체기업으로 하는 경우가 수익률이 훨씬 양호하다. 고무적인 것은 영업이익 서프라이즈 예상 종목군들은 중장기적으로도 양호한 수익률을 낸다는 점이다.

수익률 극대화 구간

- 1) 실적시즌 한달 전
- 2) 실적발표 한달 전

최근에 수익률이 양호하게 나타나고 있는 포트폴리오는 영업이익 실적발표 한달 전 시나리오다. 실적발표가 마무리되는 2, 5, 8, 11월 말일자 한달 전에 포트폴리오를 구성하는 경우이다. 매출액 서프라이즈가 예상되는 포트폴리오도 백테스트에서 양호한 수익률을 기록했으나 영업이익보다는 못하다. 즉, 서프라이즈 관점에서 접근할 때는 탑라인 보다 원가를 고려한 마진을 봐야 한다는 얘기다. 그 외 실적발표 후(PEAD) 시나리오는 영업이익과 순이익 모두 수익률이 좋았다. 그러나, 아직 2019년 2분기 실적이 마무리되는 8월까지의 시간이 남아있고 전체적인 백테스트 시나리오를 봤을 때 수익률이 극대화 되는 구간은 실적시즌 한달 전 또는 실적발표 한달 전이다.

표 1. 현 시점에서 수익률을 극대화 할 수 있는 방안은 2Q19 영업이익 서프라이즈 예상 종목들을 담은 것

유니버스	시점		5Y	3Y	1Y	초과수익률(1Y)
전체	실적시즌 (-1M)	영업이익	159.91	121.2	94.24	10.52
		순이익	115.29	95.53	81.14	-2.58
		KOSPI	106.58	108.43	83.72	
	실적시즌	영업이익	107.47	92.51	78.63	-4.35
		순이익	101.34	90.04	81.68	-1.3
		KOSPI	106.39	104.18	82.98	
KOSPI200	PEAD	매출액	99.96	92.68	74.07	-10.18
		영업이익	145.68	116.87	88.41	4.16
		순이익	175.20	112.88	90.09	5.84
		KOSPI	118.18	112.87	84.25	
	실적발표 (-1M)	매출액	108.21	83.38	86.28	6.81
		영업이익	109.61	95.89	91.24	11.77
		순이익	85.06	75.30	61.55	-17.92
		KOSPI	103.93	105.28	79.47	
	실적시즌 (-1M)	매출액	110.16	88.41	71.27	-14.26
		영업이익	132.67	102.97	80.90	-4.63
		순이익	126.72	104.21	80.46	-5.07
		KOSPI	119.46	114.14	85.53	

자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 2. 2019년 2분기 영업이익 서프라이즈 예상종목

Period		2Q19E	2Q19E	2Q19E	(1M)	(1M)
Name	업종	P, Surp. 확률(%)	예상 SUE	예상 Surp.(%)	주가	12MF EPS
파트론	IT하드웨어	93.19	2.36	16.06	16.5	10.2
매일유업	필수소비재	85.58	1.61	4.90	3.8	3.3
송원산업	화학	73.8	0.94	8.49	3.3	0.4
롯데정밀화학	화학	70.39	0.78	4.16	5.1	1.4
오이솔루션	IT하드웨어	69.7	0.75	29.73	59.2	137.5
효성화학	화학	69.36	0.74	4.64	3.1	3.0
제일기획	미디어, 교육	67.61	0.66	2.57	2.1	0.7
오스템임플란트	건강관리	64.94	0.56	5.65	23.5	24.7
F&F	화장품, 의류, 완구	63.21	0.49	3.41	1.3	3.9
대림산업	건설, 건축관련	60.22	0.37	2.80	6.9	1.6
씨젠	건강관리	59.84	0.36	6.60	22.4	27.9
케이엠더블유	IT하드웨어	57.27	0.26	4.57	65.3	103.2
KT	통신서비스	56.26	0.23	2.13	1.6	0.2
현대글로비스	운송	55.49	0.20	1.18	0.9	0.7
한국금융지주	증권	52.36	0.09	0.88	5.4	5.7

주 : 영업이익 서프라이즈 확률 50% 이상 종목 중 최근 1개월 주가와 이익 모두 (+)인 종목
 자료 : Quantiwise, IBK투자증권

어닝 서프라이즈 분석의 함의

어닝 서프라이즈 시나리오

- 1) 연속적 서프라이즈
- 2) 단기간 서프라이즈

주가는 기업이익의 함수라는 것은 시장참여자 누구나 이해하고 있는 얘기다. 그러나, 일반적으로 컨센서스 전망치는 주가에 후행하기 때문에 어떻게 주가 상승을 전망할 수 있을지가 시장 참여자 모두의 고민이다. 주가와 이익의 관계에 있어서 주가 모멘텀 시그널로 보는 첫번째가 어닝 서프라이즈 지표일 것이다. 어닝 서프라이즈 시나리오는 크게 두 가지로 정의할 수 있다. 1) 연속적인 서프라이즈를 기록하는 경우와 2) 단기간에 실적 서프라이즈로 종료되는 경우이다.

서프라이즈 지속기간

- 1) 빅사이클
- 2) 숏텀트레이딩

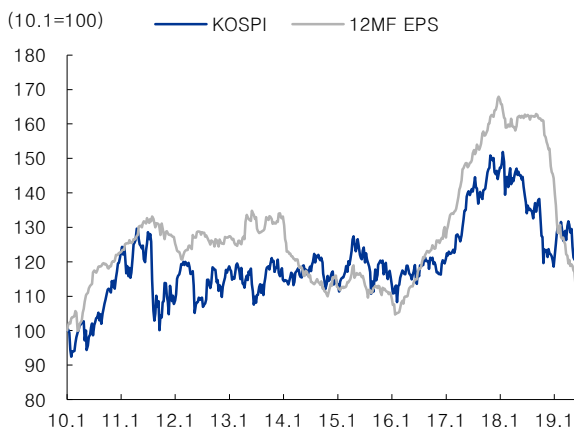
중장기적으로 연속 서프라이즈를 기록하는 경우를 빅사이클로 단기적인 서프라이즈에 그치는 경우를 숏텀 트레이딩으로 구분하였다. 두 경우 모두 주가가 먼저 선반영되고 이익이 후행해서 따라온다. 그러나, 어느 정도 추세적인 기간이 있고 두 가지 지표가 동반 상승하는 구간을 잡아낸다면 충분히 초과수익률을 낼 수 있다. 지난 2017년 유망주였던 삼성전자와 OCI의 사례를 들어 빅사이클과 숏텀 트레이딩의 관점에서 설명할 수 있다.

표 3. 삼성전자와 OCI는 서프라이즈로 초과수익률이 극대화되었던 종목

종목	구분	날짜	수정주가(a)	수익률	KOSPI(b)	KOSPI 수익률	초과수익률(a-b)
삼성전자	빅사이클	2016.01	23,420		1,917.62		
		2017.11	56,380	140.7	2,557.97	33.4	107.3
OCI	숏텀 트레이딩	2017.07	87,600		2,379.87		
		2018.01	161,500	84.4	2,497.52	4.9	79.4

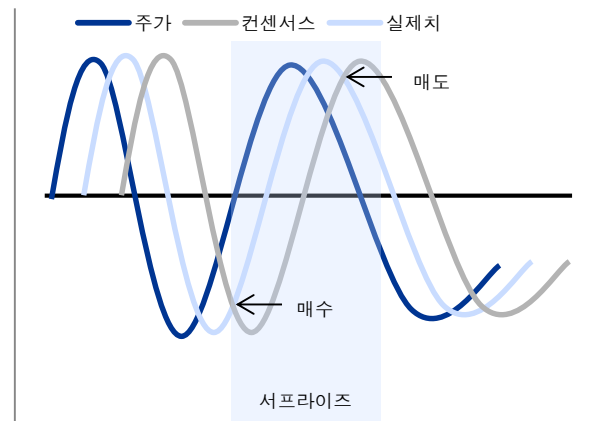
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 1. 컨센서스 순이익은 주가에 래깅



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 2. 사후적으로 진입해도 초과수익을 낼 수 있음



자료: Quantiwise, IBK투자증권

빅사이클 사례분석 – 삼성전자

어닝 서프라이즈 구간에
초과수익률 극대화

삼성전자는 2016년부터 이익 모멘텀이 부각되기 시작하면서 지속적인 서프라이즈가 나와주었다. 특히, 삼성전자 주가는 2016년 1월부터 먼저 움직였고 컨센서스 순이익 상승과 함께 초과수익률이 극대화되는 구간이 도래하였다. 즉, 어닝 서프라이즈 사이클 초입기에 포지셔닝한다면 투자자들은 중장기적으로 초과수익을 향유할 수 있었다는 의미이다.

주가와 이익이 동반 상승하는 구간에서는 추세적인 모멘텀 플레이가 가능하다. 과거 사례를 보면 삼성전자의 매수 타이밍은 서프라이즈가 나와주면서 미래에 대한 기업의 스토리텔링이 되기 시작한 시점이고 매도 타이밍은 주가가 먼저 변곡점을 맞이하고 애널리스트들의 비관적인 뷰가 출현하기 시작하면서 컨센서스 이익 모멘텀이 둔화되기 시작할 때이다.

표 4. 삼성전자의 매수와 매도 타이밍

종목	날짜	수정주가(a)	수익률	KOSPI(b)	KOSPI 수익률	초과수익률(a-b)
삼성전자	2016-01-08	23,420		1,917.62		
	2017-11-03	56,380	140.7	2,557.97	33.4	107.3

자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 3. 삼성전자 어닝 서프라이즈와 초과수익률 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

숏텀 트레이딩 사례분석 - OCI

씨클리컬 종목은
서프라이즈 괴리율이 큼

OCI의 사례를 살펴보면 삼성전자와 달리 어닝 서프라이즈 사이클이 짧다. OCI는 2017년 10월에 3분기 실적 서프라이즈를 기록했고 컨센서스 영업이익과의 실적 괴리율은 상당히 컸다. 해당 종목의 특징을 분석해보면 주가가 먼저 상승하고 있었으며 서프라이즈 이후 강력한 주가 모멘텀이 부각되었다.

단기 트레이딩이 적절

OCI와 같은 실적과 컨센서스의 괴리율이 큰 종목 같은 씨클리컬 종목의 경우에는 중장기적인 관점에서 접근하기 보다는 서프라이즈를 이용한 단기 트레이딩이 적합하다. 따라서, 매수와 매도 타이밍을 고려했을 때 서프라이즈가 나와준 시점부터 주가와 컨센서스 영업이익의 변곡점이 나오기 전까지 주식을 홀딩하는 전략이 적합하다.

표 5. OCI의 매수와 매도 타이밍

종목	날짜	수정주가(a)	수익률	KOSPI(b)	KOSPI 수익률	초과수익률(a-b)
OCI	2017-07-07	87,600		2,379.87		
	2018-01-05	161,500	84.4	2,497.52	4.9	79.4

자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 4. OCI 어닝 서프라이즈와 초과수익률 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

서프라이즈 모멘텀의 전제조건

3팩터 – 컨센서스 순이익 상승, 어닝 서프라이즈, 주가 모멘텀

주가수익률 Top종목 특징

- 1) 컨센서스 순이익 증가
- 2) 어닝 서프라이즈

최근 1년간 주가상승률 상위 종목들을 살펴보면 대부분이 12개월 선행 EPS가 상승했다. 특히, 주가와 이익이 상승한 9종목 중 6종목이 두 자릿수 이상의 컨센서스 영업이익의 증가율을 보였다. 해당 종목들은 적어도 한 번은 실적치가 컨센서스를 상회했고 대림산업 같은 경우 연속적으로 5개 분기 연속 서프라이즈를 기록했다. 즉, 주가상승률이 좋은 기업의 특징은 1) 애널리스트들의 추정치 상향으로 컨센서스 순이익 증가가 이루어지고 2) 어닝 서프라이즈가 적어도 한 번 이상은 나와줘서 주가상승으로 이어져야 한다는 것이다.

표 6. 최근 1년간 주가수익률 상위 종목 Review

(%, 원)	(1Y)	(1Y)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Name	주가 수익률	12MF EPS	영업이익 서프라이즈 강도	영업이익 서프라이즈 강도	영업이익 서프라이즈 강도	영업이익 서프라이즈 강도	영업이익 서프라이즈 강도
한세실업	42.9	65.2	적전	96.3	-3.2	3.4	-52.6
대림산업	36.5	16.9	85.0	25.7	7.6	3.8	37.4
제일기획	30.8	13.7	-1.3	2.6	7.5	3.4	7.2
기아차	24.7	2.0	1.6	-3.1	-64.1	-2.9	28.4
현대글로비스	20.9	3.3	-17.9	4.8	0.4	5.3	2.3
보령제약	17.9	49.1	54.1	-10.9	17.5	-6.0	40.6
메리츠증권	16.3	26.0		9.9	25.5	10.7	5.3
LG유플러스	15.7	1.1	-10.7	0.3	6.1	-47.0	5.1
빙그레	12.9	22.0	-19.1	71.1	1.6	적지	69.5

주 : 유니버스는 KOSPI200

자료: Quantiwise, IBK투자증권

어닝 서프라이즈 지표 : 서프라이즈 강도를 표준화한 SUE₁

표준화 이익측정지표

SUE₁ (Standardized Unexpected Earnings)란 어닝 서프라이즈 강도를 표준화한 순이익 측정지표 중에 하나이다. SUE₁는 기업들마다 이익의 규모와 크기가 다르다는 점을 고려하여 어닝 서프라이즈 강도를 표준화한 개념이다. 즉, 실적치와 컨센서스의 차이를 표준편차로 한번 더 나뉘줌으로써 값을 표준화하고 어닝 서프라이즈 강도를 기업들간에 비교하기 용이하게 하기 위해 사용하는 지표이다.

$$SUE_1 = \frac{\text{Actual } EPS_{i,q,t} - \text{Expected } EPS_{i,q,t}}{\sigma \text{ of Expected } EPS_{i,q,t,Analyst}}$$

주: i: 개별종목을 의미, q: 분기를 의미, Analyst: 개별 애널리스트의 예상치를 의미

표 7. SUE₁ 예시

	기업A	기업B	기업C	기업D
애널리스트1	-100	-1000	-2000	80
애널리스트2	0	0	-500	90
애널리스트3	100	1000	-100	100
애널리스트4	200	2000	800	110
애널리스트5	300	3000	2100	120
컨센서스	100	1000	60	100
실제이익발표치	200	2000	200	200
어닝 서프라이즈 금액	100	1000	140	100
어닝 서프라이즈 비율	100	100	233	100
SUE	0.707	0.707	0.103	7.071

자료: IBK투자증권

기업A와 기업D의 어닝 서프라이즈 비율은 100으로 같으나 기업A의 추정값은 변동이 심한 반면 기업D의 추정치는 편차가 적다. 따라서 이익의 질 측면에서는 기업D가 더 우수하다는 결론이 나오고 SUE₁ 지표도 기업D가 더욱 양호하게 나온다. SUE₁의 핵심은 어닝 서프라이즈 강도가 같다면 애널리스트들의 추정치 변동이 작은 기업의 어닝 서프라이즈가 질적으로 더 우수하다는 것이다.

기업D의 경우에는 애널리스트들의 의견이 수렴해있는 반면 기업A는 추정치의 변동성이 크다. 따라서 어닝 서프라이즈를 기록하게 될 경우, 기업D를 추정하는 애널리스트 모두가 서프라이즈를 경험하기 때문에 어닝 서프라이즈의 질이 기업D가 기업A보다 더 우수하다고 얘기할 수 있다. 또한 이익의 변동성 대비 어닝 서프라이즈 강도 지표인 SUE₁ 측면에서도 기업D가 월등히 앞선다. 따라서 단순히 어닝 서프라이즈 비율로만 바라볼 것이 아니라 이익의 변동성으로 표준화한 지표를 다시 한번 측정하여 비교분석하는 것이 바람직하다.

SUE₁ 사후검증(Back – test)

SUE는 실적장세에 강함

SUE₁ 최상위 포트폴리오는 지난 5년간 전체 5개 그룹에서 예상외로 2등을 기록했다. 호 실적을 기록하는 종목들의 수익률이 더 이상 지속가능하지 않다는 의미이다. 2016년, 2017년 실적장세까지는 어닝 서프라이즈 최상위 그룹인 G1 포트폴리오의 수익률이 압도적이었는데 2018년 5월부터 G4에게 역전당했다. 2018년 하반기부터는 KOSPI 전체 감익장세가 펼쳐졌는데 주가의 선행성을 고려했을 때 실적하향이 이루어지기 전에 주가가 먼저 빠졌을 가능성이 크다.

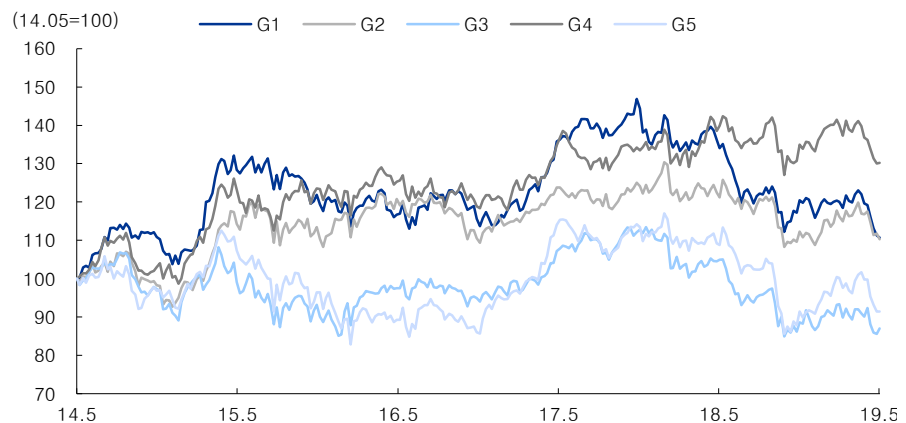
즉, SUE₁를 통한 최상위 그룹 포트폴리오는 실적장세에서 강한 특징이 있으며 감익장세에서 취약하다. 2018년 하반기부터 미-중 무역분쟁 이슈가 불거지고 국내 반도체 업종의 감익이 시작되면서 어닝스 모델의 신뢰도가 떨어졌다. 따라서 실적 서프라이즈 개수보다 쇼크 개수가 많아 어닝 서프라이즈로 인한 주가의 지속성이 떨어졌다고 얘기할 수 있다.

표 8. 포트폴리오 구성방법

구분	설명
유니버스	KOSPI200
포트폴리오 구성방법	20개씩 순위대로 5그룹으로 분류 (SUE 1위~100위만을 대상으로 함)
리밸런싱 주기	분기별로 매수 (5, 8, 11, 2월 말일)
벤치마크	KOSPI

자료: IBK투자증권

그림 5. SUE₁ 5분위 그룹별 과거 5년 수익률 추이

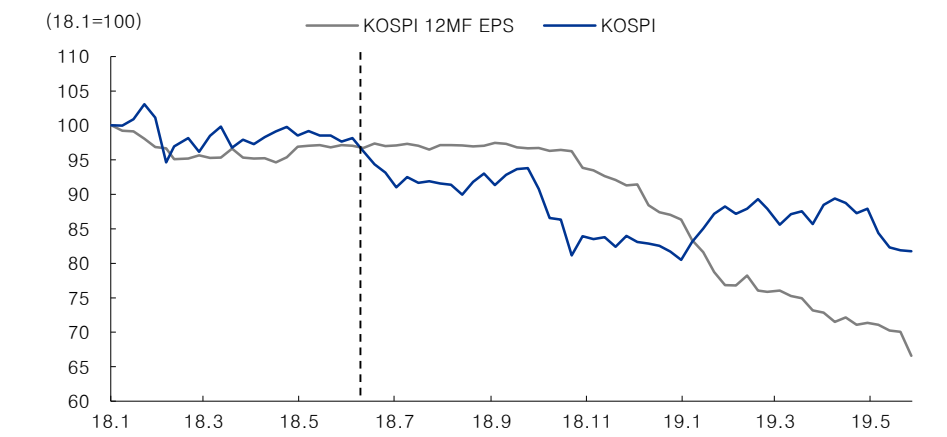


자료: Quantiwise, IBK투자증권

감익장세에서 SUE_1 실효성 감소

전반적으로 어닝 서프라이즈 모델인 SUE_1 가 맞지 않게 된 배경을 살펴본다면 가장 큰 요인은 KOSPI의 순이익 예상치 하향조정일 것이다. 주가가 이익에 선행하는 특성상 2018년 하반기부터 주가는 먼저 빠졌고 KOSPI 순이익은 2018년 10월 미-중 무역분쟁 이후 큰 폭의 하향조정이 있었다. 감익장세에서는 보통 애널리스트들이 낙관적으로 추정치를 상향하지 않기 때문에 어닝 서프라이즈 비율도 적기 때문에 SUE_1 의 실효성이 감소하는 것이다.

그림 6. KOSPI는 2018년 하반기부터 이익 보다 주가가 선행해서 하락



자료: Quantiwise, IBK투자증권

애널리스트 숫자가
부족하다

국내 시장에서 SUE_1 적용의 한계

〈표9〉를 보면 기업별 시가총액에 따라 애널리스트 추정치 숫자가 정비례하는 모습을 나타낸다. 애널리스트 숫자가 많을수록 표본의 신뢰도가 높아지고 컨센서스 데이터와 실적치의 오차가 적다라고 일반적으로 얘기할 수 있다. 그러나, 한국시장에서는 시가총액 상위 기업들도 커버하는 애널리스트 숫자가 부족하다. 한 기업에 대하여 추정하는 애널리스트가 많은 선진국처럼 표본의 수가 많으면 다행이지만 우리나라에서는 SUE_1 를 적용하는데 한계가 있다고 볼 수 있다.

표 9. 전체기업중에서 시가총액 Rank별 애널리스트 추정치 숫자

시가총액 Rank	EPS참여증권사 수	평균 시가총액 (십억원)
1~100	14.0	10,919
101~200	8.8	1,417
201~300	6.0	724
301~400	3.7	483
401~500	3.3	354
501~600	2.5	274

자료: Quantiwise, IBK투자증권

어닝 서프라이즈 지표 : 실적증가율을 표준화한 SUE₂

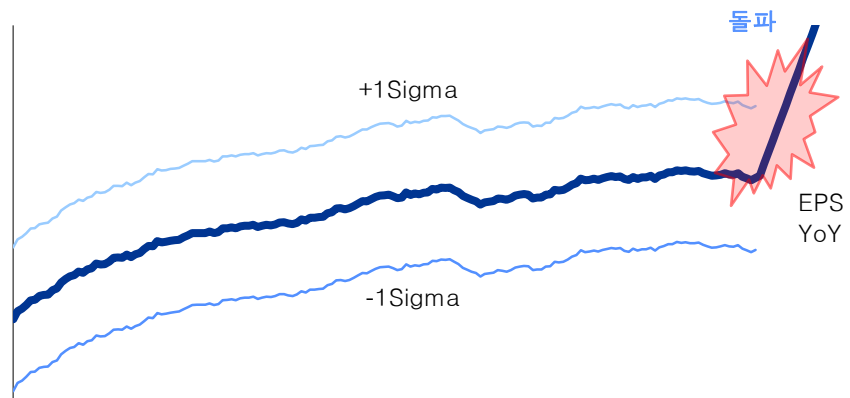
실적증가율을 표준화

두번째 SUE₂는 특정 기업의 과거 전년동기대비 EPS증가율 평균치 대비 당기값이 얼마나 증가했는지를 나타내는 지표이다. 예를 들어, 과거 1%씩 성장하던 기업이 갑자기 이번 분기에 10% 성장하면 놀라운 일이 아닐 수 없다. 실적증가율이 큰 폭으로 상승했다는 의미는 특정 제품의 수요증가로 인한 매출상승이 이루어졌거나 비용절감요인이 있을 수 있다. 또는 일회성 수익으로 인해 일시적인 순이익 상승일 수도 있지만 우선 SUE₂가 큰 폭으로 개선된 종목들을 우선적으로 살펴볼 필요성이 있다. 왜냐하면 펀더멘탈 측면에서 순이익이 크게 올라오는 종목들의 주가수익률이 상대적으로 양호할 가능성이 크기 때문이다.

$$SUE_2 = \frac{EPS(YoY)_{i,q,t} - \text{Average } EPS(YoY)_{i,q,t}}{\sigma \text{ of } EPS(YoY)_{i,q,t}}$$

주: i: 개별종목을 의미, q: 분기를 의미, 평균값은 최근 5개년 평균

그림 7. SUE₂를 통해 순이익이 급증하는 종목을 발굴하는데 유의미



자료: IBK투자증권

실적증가율 포트폴리오 감익장세에서도 양호

SUE₂ 사후검증(Back – test)

SUE₂ 최상위 포트폴리오는 2002년부터 중장기적으로 양호한 누적수익률을 기록했다. 장기 시계열로 봤을 때 벤치마크를 대부분 아웃퍼폼하는 퀀트 모델의 특징을 제거하고 보기 위해 단기 시계열로도 테스트를 진행했다. 최근 1년간 KOSPI 감익이 진행되고 있는 가운데 실적증가율 최상위 G1 포트폴리오의 수익률이 1등을 하였다. 감익장세에서도 1등을 한다는 것은 유의미한 결과이다.

따라서 2019년 1분기에도 실적증가율이 고무적인 종목들 위주로 포트폴리오를 담은 전략이 유효해 보인다. 주가는 이익의 함수라는 기본 전제가 깨지지 않는 한 어떤 방식으로 어닝 서프라이즈를 접근할 것인가를 고민해봐야 하는 시점이다. 따라서 위 SUE₁과 SUE₂를 비교해봤을 때 현재 감익장세이고 애널리스트 숫자가 많지 않은 한국시장을 고려했을 때 실적증가율 방식을 사용하는 것이 더 적합하다.

그림 8. SUE₂ 최상위 포트폴리오 G1 수익률이 중장기적으로 아웃퍼폼

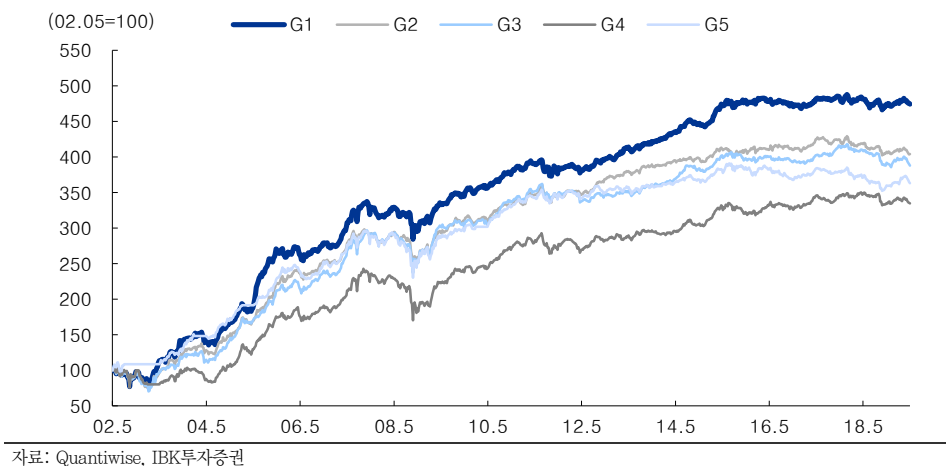
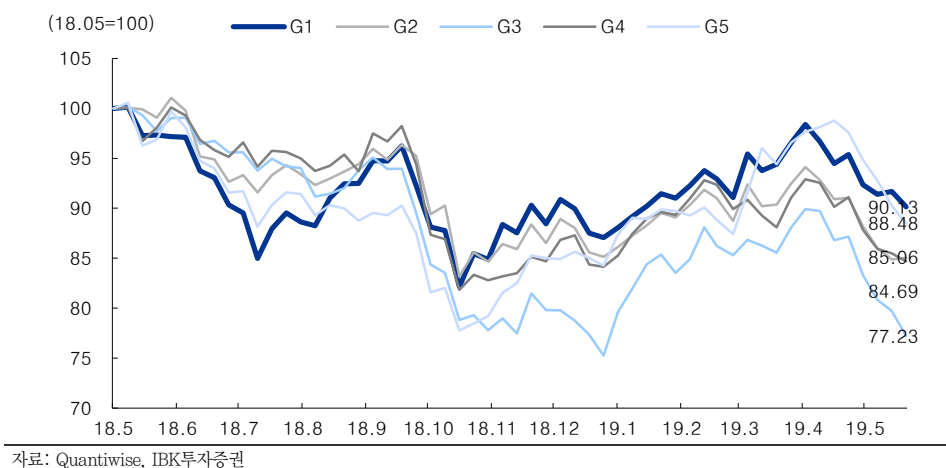


그림 9. 최근 감익장세에서도 SUE₂ 최상위 포트폴리오 아웃퍼폼



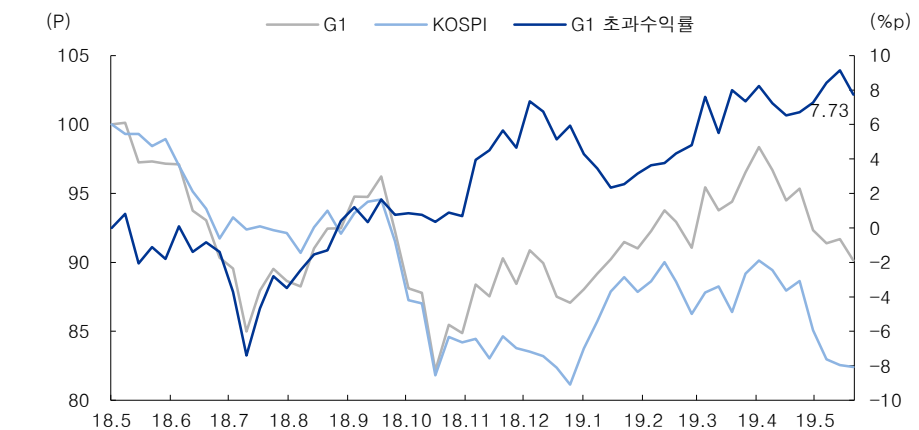
SUE₂ 초과수익률 감익장세에서도 양호

초과수익률 관점에서 SUE₂

실적증가율을 5분위로 나누어서 테스트해보는 것도 유의미하지만 정작 중요한 것은 실적증가율 최상위 그룹이 벤치마크를 상회할 수 있느냐는 것이다. 벤치마크를 KOSPI로 설정한 뒤 백테스트를 진행해보면 최상위 그룹의 초과수익률은 지난 1년간 약 8%p로 상당히 고무적이라고 할 수 있다. 무엇보다 중요한 것은 초과수익률이 극대화되기 시작한 시점은 2018년 하반기부터인데 감익추세에서도 강력한 수익률을 기록한 것이다. 즉, 시장이 안 좋더라도 기업실적이 전년동기대비 증가하는 기업의 주가수익률이 지난 1년간 양호했다고 볼 수 있다.

여기서 얻을 수 있는 결론은 실적장세와 감익장세 모두 양호한 수익률을 기록하는 것은 실적증가율이 전년동기대비 증가하는 기업이고 5월 말 기준으로 2019년 1분기 실적이 마무리가 되어가는 시점에서 SUE₂ 기업을 바라보지 않을 이유가 없다. 현재 실적이 튀고 있는 종목들을 스크리닝하고 해당 종목군들의 주가수익률의 지속성을 모니터링 해야 한다.

그림 10. SUE 최상위 포트폴리오는 감익장세에서도 초과수익률 양호 (7.7%p)



자료: Quantiwise, IBK투자증권

2019년 1분기 SUE₂ 최상위 포트폴리오

실적증가율 이후
주가의 지속성이 관건

과거 5년 평균대비 2019년 1분기 실적증가율이 눈에 띄게 나타나고 있는 종목들을 동일 가중방식으로 운용하는 경우 앞의 백테스트 결과와 같이 초과수익률 관점에서도 긍정적이다. 그러나, 20개 종목의 실적증가율에는 일회성 이익이 포함되어 있을 수도 있고 2019년 2분기부터는 실적증가율이 둔화될 것이 주가에 선반영되어 주가가 부진한 종목도 있을 수 있다. 따라서, 다른 어닝 서프라이즈 모델들을 동원하여 지속적으로 주가와 이익에 대한 연구를 진행하고자 한다.

표 10. 2019년 1분기 SUE₂ 최상위 포트폴리오 표준화 스코어

기업코드	기업명	201903	201803	201703	201603	201503	201403	201303	201203	201103	201003
A005380	현대차	1.6	-1.8	-1.5	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.4	-0.1	2.0
A000270	기아차	1.7	-1.7	-0.7	0.1	-0.4	-0.6	-1.1	-1.1	-1.0	1.0
A030200	KT	1.2	0.5	1.2	0.9			-1.0	-0.6	0.3	1.9
A028050	삼성엔지니어링	1.4			-0.3	-1.3			-0.7	1.4	-0.8
A004170	신세계	1.9	1.9	-0.6	-0.4	0.9	0.5	-0.1	-1.9	-0.1	0.8
A069620	대웅제약	1.7	1.6	-0.6	-2.0	-0.1	-0.4	-0.3	-0.5	-0.5	1.8
A020150	일진머티리얼즈	0.8	-0.4	-0.7	-1.0						
A000150	두산	1.2	1.2	-1.1			-0.5	0.1	-0.6	1.0	
A034020	두산중공업	1.4	0.9	0.2			-0.6	-0.7	-1.0	1.0	
A049770	동원F&B	1.6	-1.5	0.0	-0.5	0.2	-0.1	-0.3	-0.6	-0.3	1.9
A003520	영진약품	1.7	-1.1	1.0							
A185750	종근당	1.8	-1.0	1.4	1.0						
A001680	대상	1.1	-0.7	0.0	0.1	-1.3	1.7	-1.4	-0.7	-1.0	
A170900	동아에스티	1.4			-1.0						
A052690	한전기술	1.6	0.0	-0.7	1.7	-0.8	-0.5	-0.7	1.0		
A005180	빙그레	1.0	-0.8	0.8	-0.8	0.5	0.8	-1.3	1.4	-1.4	0.2
A000990	DB하이텍	1.7	-1.1	1.0							
A025540	한국단자	1.6	-1.8	-1.1	-0.5	0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	2.0
A004490	세방전지	1.1	1.8	0.1	-0.7	0.1	0.0	-1.4	-0.3	-0.6	-0.4
A003920	남양유업	1.6	-0.7	-0.7	1.4			-1.0	-0.7	1.1	-1.0

주 : 시가총액 순
자료: IBK투자증권

표 11. 2019년 1분기 SUE₂ 최상위 포트폴리오 재무데이터

(십억원, %, 배)			2019E	2019E	2019E	2019,1Q	2019E	2019E	2019E
Name	업종명	시가총액	매출액	영업이익	당기순이익	당기순이익	ROE(지배)	P/E	P/B
현대차	자동차	29,914	101,342	3,826	3,852	30	5.12	10.95	0.52
기아차	자동차	21,318	55,477	1,827	2,032	50	7.29	8.21	0.58
KT	은행	21,292	23,814	1,312	839	16	5.79	9.46	0.51
삼성엔지니어링	자동차	17,167	6,233	361	283	778	23.1	11.24	2.32
신세계	통신서비스	7,350	6,242	443	927	715	22.1	3.38	0.68
대웅제약	호텔,레저	6,921	1,019	58	33	161	6.8	50.53	2.87
일진머티리얼즈	건강관리	4,784	604	64	51	83	9.48	32.68	2.98
두산	건설,건축관련	3,224	18,778	1,360	332	30	6.29	17.2	0.9
두산중공업	소매(유통)	3,160	15,531	1,051	124	128	-0.22	-166.55	0.39
동원F&B	미디어,교육	2,974	3,017	105	71	59	10.71	15.31	1.57
영진약품	건설,건축관련	2,014	-	-	-	415	-	-	-
종근당	상사,자본재	1,851	1,017	76	51	291	11.39	18.85	2.04
대상	건강관리	1,149	3,039	142	92	25	9.66	9.83	0.92
동아에스티	필수소비재	988	585	47	40	167	6.64	20.91	1.35
한전기술	유틸리티	881	422	32	32	433	6.7	25.55	1.67
빙그레	기계	759	894	46	40	61	6.94	18.22	1.11
DB하이텍	건강관리	568	705	124	85	668	14.28	7.94	1.04
한국단자	미디어,교육	516	-	-	-	86	-	-	-
세방전지	화학	424	-	-	-	41	-	-	-
남양유업	건설,건축관련	402	-	-	-	2,032	-	-	-

자료: Quantiwise, IBK투자증권

ROE 서프라이즈 비율

ROE 서프라이즈 정의

ROE 서프라이즈 비율은 실제발표이익과 컨센서스 순이익의 차이를 BPS로 나눈 값이다. 즉, 얼마나 컨센서스 대비 순이익 서프라이즈가 나왔는지에 대한 자본의 효율성 개념이다. ROE 서프라이즈 비율의 장점은 분모가 BPS이기 때문에 수치 자체가 변동적이지 않고 순이익/자기자본의 개념이기 때문에 직관적이다.

$$\text{ROE Surprise Ratio} = \frac{\text{Actual EPS}_{i,q,t} - \text{Expected EPS}_{i,q,t}}{\text{Actual BPS}_{i,q,t-1}}$$

주: i: 개별종목을 의미, q: 분기를 의미, t-1: 지난 분기

ROE를 풀어 쓰면 다음과 같다. 우선적으로 ROE와 PBR의 관계를 파악하는 것이 중요하다.

$$\text{ROE} = \frac{\text{PBR}}{\text{PER}} = \frac{\text{주가/BPS}}{\text{주가/EPS}}$$

ROE가 높은 기업

- 1) 가치주
- 2) 성장주

ROE가 높은 기업은 PBR이 높은 것이 일반적이다. 왜냐하면 성장에 대한 이익 모멘텀을 받으면서 성장 프리미엄이 주가에 붙기 때문이다. 위 ROE와 PBR의 관계식을 보면 ROE가 높은 기업은 이익 대비 주가가 저평가 되어있어 PER이 낮거나 자본 대비 주가 수준이 높아 PBR이 높은 기업들이다. PER이 낮은 기업은 비즈니스가 잘돼서 이익을 많이 벌어들이는 기업인데 주가가 저평가되어 있는 가치주일 가능성이 높고 PBR이 높은 기업은 이익성장률이 지속적으로 나오는 성장주일 가능성이 높다.

ROE가 높다는 의미

- 1) 이익모멘텀
- 2) 자본의 효율성

그렇다면 ROE 서프라이즈가 나와주는 기업들의 함의는 어떤 것일까? 우선 ROE 서프라이즈가 나왔다는 의미는 1) 이익모멘텀을 받을 가능성이 큰 기업이고 2) 자본의 효율성이 좋다는 의미이다. 여기서 주가가 되느냐의 여부는 ROE 서프라이즈의 지속성에 달려있다. 즉, 컨센서스 순이익이 지속적으로 상승하고 애널리스트들이 이익상향 조정을 계속해서 해간다면 펀더멘탈에 대한 기대감이 많은 기업일 것이고 여기에 실적과 주가까지 기대치에 부응해준다면 더할 나위 없이 좋을 것이다.

ROE 대비 저평가 기업

위 과제를 수행하기 위해 두 가지를 테스트해보기로 한다. 첫째는 분기별로 ROE 서프라이즈 비율을 점수화해서 최상위 종목들의 수익률이 좋은지에 대한 테스트이고 둘째는 ROE 서프라이즈가 지속적으로 나면서 PBR이 저평가 되어있는 종목들의 수익률이다. 쉽게 얘기해서 높은 ROE를 유지하는 기업인데 주가가 저평가 되어있는 종목들이 주가가 좋다는 얘기다.

ROE 서프라이즈 비율 사후검증(Back-test)

ROE 서프라이즈의 실효성

ROE 서프라이즈 비율은 KOSPI200 유니버스 내 최상위 포트폴리오의 수익률은 2018년 연초부터 부진했다. ROE 서프라이즈 비율로 옥석가리기를 하는 것은 크게 의미 없다는 뜻이다. ROE 서프라이즈 비율의 실효성이 떨어지는 이유는 크게 두 가지이다. 1) 실적발표 한달 전 주가 선반영과 2) 어닝 서프라이즈 지속성의 감소가 부진한 원인이다.

PEAD에 관한 내용

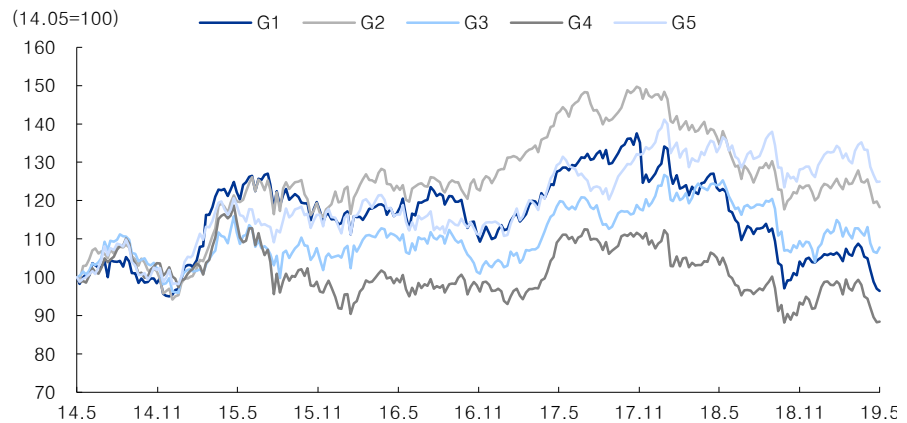
특히, 실적발표 이전에 놓쳐버리는 초과수익률에 대한 기회비용은 상당히 크다. 주가는 서프라이즈 종목들의 실적발표 한달 전에 선반영되는 경우가 많다. 따라서, 현재 제시하는 트레이딩 전략은 실적발표 이후 어닝 서프라이즈 종목들을 담는 전략이다. 즉, PEAD(Post Earnings Announcement Drift)를 활용하는 기법이다. 하지만, 요즘 같은 감익장세에서는 PEAD를 활용한다 하더라도 어닝 서프라이즈의 지속성도 떨어지고 어닝 서프라이즈 종목수가 적기 때문에 초과수익률을 얻기가 어렵다.

표 12. 포트폴리오 구성방법

구분	설명
유니버스	KOSPI200
포트폴리오 구성방법	20개씩 순위대로 5그룹으로 분류 (ROE 서프라이즈 비율 100위까지)
리밸런싱 주기	분기별로 매수 (5, 8, 11, 2월 말일)
벤치마크	KOSPI

자료: IBK투자증권

그림 11. ROE 서프라이즈 비율 5분위 그룹별 과거 5년 수익률 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

ROE 서프라이즈 비율의 대안

ROE 흑자+PBR 1배 이하
⇒최선호 팩터 포트폴리오

현재 누적수익률 관점에서 가장 수익률이 고무적인 포트폴리오는 ROE가 0보다 크면서 PBR이 1배 이하인 종목군들로 구성된 포트폴리오이다. 일반적으로 ROE가 높으면 PBR도 높기 때문에 서로 상반된 종목을 찾기가 어려웠다. 또한 KOSPI200 유니버스 종목들은 대형주이기 때문에 ROE 10% 이상 PBR 1배이하 종목군들은 거의 없었다. 따라서 시행착오(trial and error) 방법을 통해 ROE > 0이면서 PBR 1배 이하인 종목들을 분기 리밸런싱하여 백테스트한 결과 해당 포트폴리오의 수익률이 좋다는 것을 발견했다.

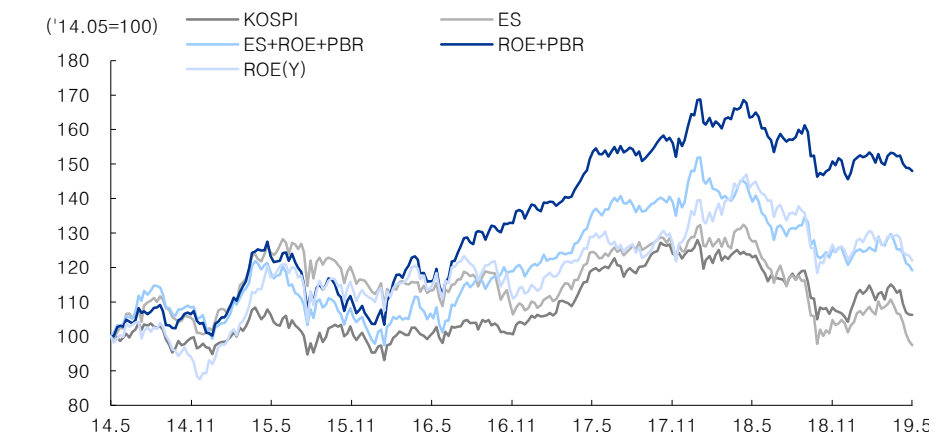
ROE 서프라이즈 부진
1) 실적발표전 주가선반영
2) 어닝 서프라이즈 감소

반면, 수익률이 가장 부진한 팩터 포트폴리오는 ROE 서프라이즈 비율로 구성된 포트폴리오이다. 최근 감익장세가 도래하면서 누적수익률 관점에서도 벤치마크인 KOSPI를 하회했다. ROE 서프라이즈 비율이 잘 맞지 않는 이유는 1) 실적발표 한달 전에 주가가 선반영되는 것과 2) 어닝 서프라이즈 지속성 감소이다. 매크로 불확실성과 경기둔화로 인한 시장전체의 순이익 하향조정은 실적을 기반으로 한 퀀트 모델의 실효성을 떨어뜨린다.

현재 시장의 Key는
실적이 전년동기대비 증가
하고 있는 종목에 집중

ROE 서프라이즈가 나와주면서 ROE가 전년동기대비 개선되는 종목들로 포트폴리오를 구성하면 수익률이 어떨지에 대한 의문이 들었다. 하지만 해당 포트폴리오는 수익률은 부진했고 ROE가 전년동기대비 증가하는 팩터 포트폴리오의 수익률은 양호했다. 현재 시장의 Key는 어닝 서프라이즈보다 전년동기대비 실적증가가 이루어지고 있는 종목들을 주목해야 한다는 점이다.

그림 12. ROE 서프라이즈 비율 5분위 그룹별 과거 5년 수익률 추이



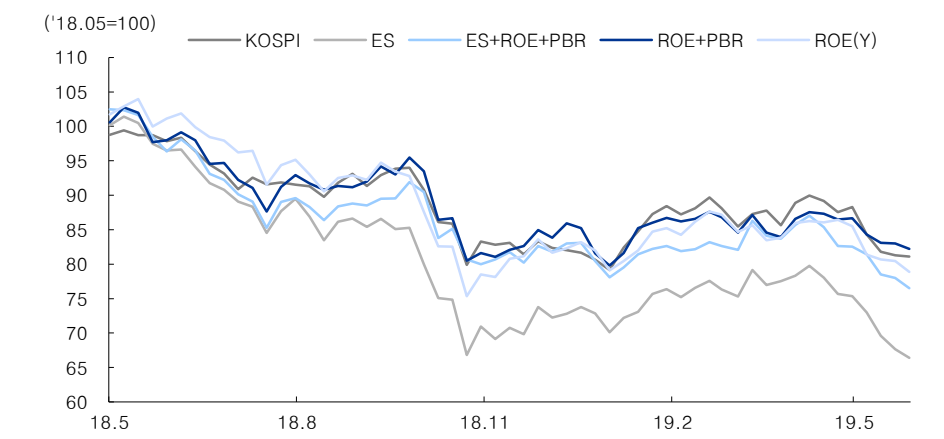
주1 : ES = ROE 서프라이즈
주2 : ROE = ROE가 0보다 큼
주3 : PBR = PBR 1배 이하
주4 : ROE(Y) = ROE 전년동기대비 증가
자료: Quantiwise, IBK투자증권

실적증가율이 이루어지고
있는 소수종목에 집중

현재 시장은 ROE와 PBR 결합 팩터가 대세

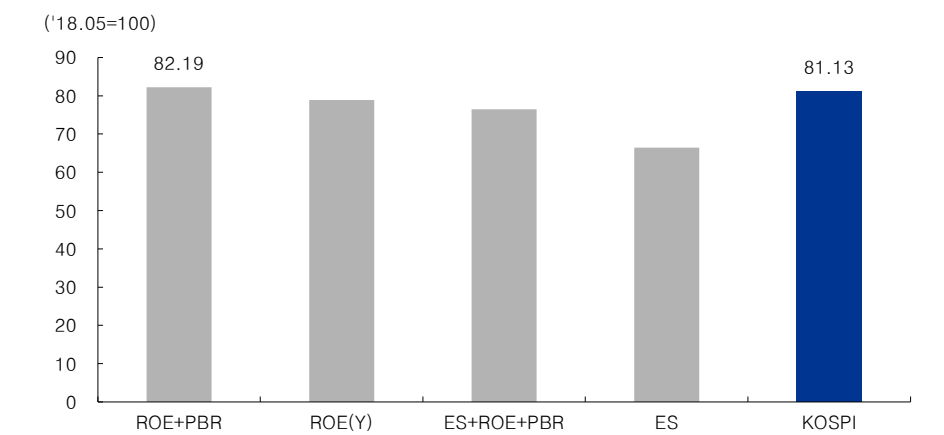
ROE > 0 이면서 PBR 1배 이하인 포트폴리오가 1등이다. 반면 가장 부진한 팩터는 ROE 서프라이즈 비율이다. 현재 시장에서 사후적인 어닝 서프라이즈 전략은 잘 맞지 않는 것 같다. 어닝 서프라이즈가 나와주면서 ROE가 전년동기대비 개선되는 포트폴리오의 수익률이 좋을 것으로 예상하고 결합 포트폴리오를 구축해보았는데 실적은 벤치마크를 하회했다. 반면, 어닝 서프라이즈가 잘 작동하지 않는다는 것을 감안했을 때 ROE가 전년동기대비 개선되는 포트폴리오는 수익률이 양호할 것으로 예상된다. 즉, 현재 시장은 실적증가율이 이루어지고 있는 소수종목에 집중해야 할 때이다.

그림 13. ROE 서프라이즈 비율 5분위 그룹별 과거 1년 수익률 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 14. ROE 서프라이즈 비율 5분위 그룹별 과거 1년 수익률 추이



주1 : ES = ROE 서프라이즈
주2 : ROE = ROE가 0보다 큼
주3 : PBR = PBR 1배 이하
주4 : ROE(Y) = ROE 전년동기대비 증가
자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 13. ROE 0 이상 PBR 1배 이하 종목군

(십억원, %, 배)			2019E	2019E	2019E	2Q19E	2019E	2019E	2019E
Name	업종명	시가총액	매출액	영업이익	당기순이익	당기순이익	ROE(지배)	P/E	P/B
현대차	자동차	29,914	101,342	3,826	3,852	969	5.12	10.95	0.52
현대모비스	자동차	20,967	36,874	2,259	2,288	589	7.23	9.24	0.63
삼성물산	상사, 자본재	17,603	31,015	1,011	1,029	256	4.46	16.57	0.73
삼성생명	보험	16,280	16,332	212	1,337	313	4.19	12.71	0.48
롯데쇼핑	소매(유통)	4,498	18,112	735	339	49	2.73	14.97	0.39
메리츠증권	증권	3,084	8,129	618	489	121	13.34	7.28	0.88
신세계	소매(유통)	2,890	6,242	443	927	56	17.11	3.38	0.68
두산중공업	기계	1,276	15,531	1,051	124	-	1.87	-166.55	0.39
현대위아	자동차	1,160	7,999	113	67	13	2.19	17.34	0.37
에스엘	자동차	1,070	2,466	89	95	26	8.86	10.61	0.92
한섬	화장품, 의류	991	1,333	111	90	15	8.73	11.15	0.82
DB하이텍	반도체	673	705	124	85	-	14.28	7.94	1.04
한국단자	자동차	661	-	-	-	-	-	-	-
LG상사	상사, 자본재	632	10,555	205	197	87	11.97	3.92	0.48
동국제강	철강	609	5,851	206	45	10	2.19	14.31	0.31
세방전지	자동차	586	-	-	-	-	-	-	-
유니드	화학	443	970	100	68	21	9.65	6.48	-
남양유업	필수소비재	405	-	-	-	-	-	-	-
효성중공업	기계	318	4,006	158	51	6	5.49	6.99	0.34
무학	필수소비재	311	199	5	-	-	-	14.12	-

주 : 분기별 ROE와 분기별 PBR을 기준으로 함, 분기별 리밸런싱

자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 14. ROE 전년동기대비 증가 종목군

(십억원, %, 배)			2019E	2019E	2019E	2Q19E	2019E	2019E	2019E
Name	업종명	시가총액	매출액	영업이익	당기순이익	당기순이익	ROE(지배)	P/E	P/B
호텔신라	호텔, 레저	3,669.70	5,477	308	206	57	23.95	18.24	3.70
한국항공우주	상사, 자본재	3,358	3,021	213	161	46	14.20	20.82	2.85
삼성엔지니어링	건설, 건축관련	3,106.60	6,233	361	283	57	24.09	11.24	2.32
메리츠증권	증권	3,084.47	8,129	618	489	121	13.34	7.28	0.88
신세계	소매(유통)	2,889.56	6,242	443	927	56	17.11	3.38	0.68
현대엘리베이	기계	2,273.15	1,891	148	100	32	10.22	26.06	2.25
HDC현대산업개발	건설, 건축관련	1,894	4,162	474	370	133	18.37	5.12	0.87
현대로템	기계	1,640.50	2,666	68	27	6	2.38	63.65	1.53
한화에어로스페이스	상사, 자본재	1,618.98	5,086	126	74	18	2.75	27.42	0.66
한올바이오파마	건강관리	1,436.62	102	11	12	-	9.87	119.72	11.33
영진약품	건강관리	1,005.91	-	-	-	-	-	-	-
한세실업	화장품, 의류	916.00	1,887	87	63	17	12.21	14.22	1.93
동아에스티	건강관리	840	585	47	40	7	6.64	20.91	1.35
한전기술	유틸리티	808	422	32	32	6	6.70	25.55	1.67
DB하이텍	반도체	673	705	124	85	-	14.28	7.94	1.04
LG상사	상사, 자본재	631.79	10,555	205	197	87	11.97	3.92	0.48
쌍용차	자동차	621.09	4,195	-37	-34	-1	-4.95	-18.28	0.92
동국제강	철강	608.86	5,851	206	45	10	2.19	14.31	0.31
SK디스커버리	에너지	467	-	-	-	-	-	-	-
무학	필수소비재	311	199	5	-	-	-	14.12	-

자료: Quantiwise, IBK투자증권

스마트컨센서스

스마트컨센서스 개념

스마트컨센서스는 일반 컨센서스보다 실적에 대한 적응률이 더 높은 데이터이다. 스마트컨센서스는 적시성을 반영해서 최근 추정데이터에 가중치를 더 주고 애널리스트의 과거 추정 정확도를 반영한다. 즉, 최근 탐방을 다녀온 애널리스트의 추정치가 더 신뢰성이 있고 과거 잘 맞추던 애널리스트가 이번에도 잘 맞출 것이라는 가정이다.

$$\text{Expected Surprise} = \frac{\text{Smart Consensus EPS}_{i,q,t} - \text{Consensus EPS}_{i,q,t}}{\text{ABS}(\text{Consensus EPS}_{i,q,t})}$$

주: i: 개별종목을 의미, q: 분기를 의미

위 산식에 따라 예상 서프라이즈 비율이 커지는 종목이 어닝 서프라이즈가 나올 가능성이 크다. 서프라이즈 비율의 기준점이 되는 스마트컨센서스의 세부항목을 살펴보자.

표 15. 스마트컨센서스 변수

분류	세부 변수
애널리스트 추정 관련	개별 애널리스트의 추정 정확도 과거의 과대추정 성향 애널리스트들의 상호 의존성
추정치 정확도/관계	과거 추정치와 실적치의 시간적/양적 관계 추정치 상호간의 관계 Outlier 등 컨센서스 왜곡 속성

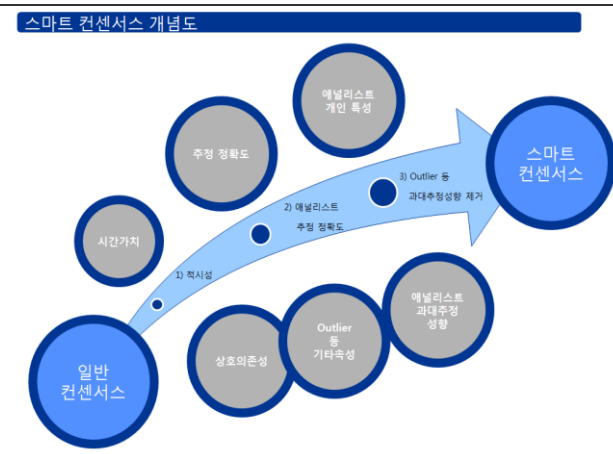
자료: Fnguide, IBK투자증권

스마트컨센서스 핵심변수

- 1) 추정 정확도
- 2) 적시성

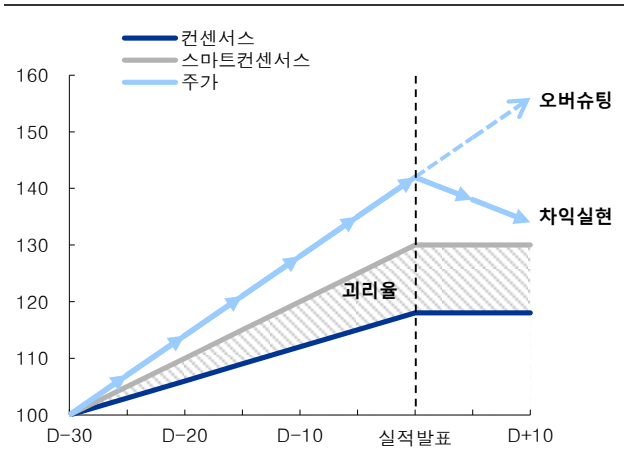
스마트컨센서스의 핵심적인 변수는 크게 1) 추정 정확도와 2) 적시성이다. 즉, 애널리스트가 과거에 얼마나 잘 맞췄는지와 최근 업로드된 컨센서스 데이터가 얼마나 적시성있게 반영되었는지가 실적과 근접할 수 있는 핵심변수라는 의미이다. 이러한 논리를 바탕으로 [그림16]와 같이 서프라이즈 예상 종목들은 실적발표 한달 전에 주가가 선반영된다(알파 요인). 또한, 실적발표 후 주가는 오버슈팅이 나오거나 차익실현이 나온다.

그림 15. 스마트컨센서스 개념도



자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 16. 어닝 서프라이즈 시나리오



자료: Fnguide, IBK투자증권

1Q19 서프라이즈 예상 종목 Review

서프라이즈 예상 종목들
높은 적중률 달성

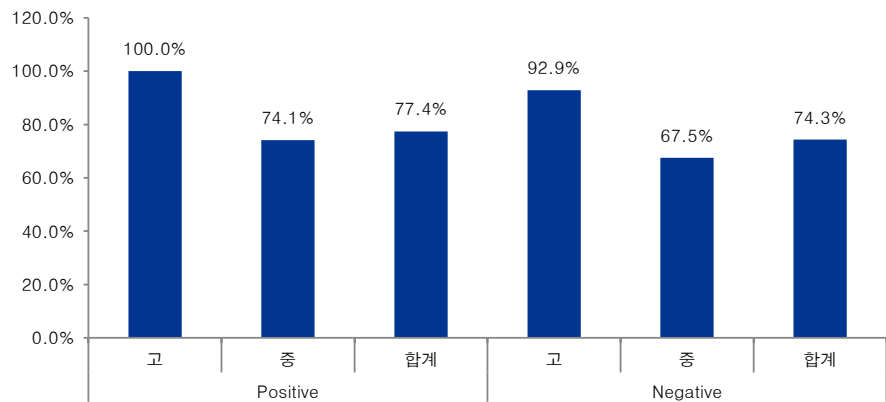
서프라이즈 예상 종목 중에서 고확률 종목은 이번 분기에 100% 적중률을 보였다. 포지티브 서프라이즈나 네거티브 서프라이즈 모두 높은 적중률을 보였다. 이번에 어닝 서프라이즈 확률이 높았던 10종목을 스크리닝해보았다(표16). 해당 종목 중에서 3개월 동안 주가 모멘텀이 강하게 나타나는 종목은 5종목이다. 어닝 서프라이즈 전체 종목의 평균 수익률도 높다.

어닝 서프라이즈 종목

- 1) 차익실현
- 2) 오버슈팅

주가수익률이 양호한 서프라이즈 예상 종목은 실적발표 후 두 가지 케이스로 나뉜다. 첫째는 실적발표 후 차익실현이 나오는 경우이고 둘째는 오버슈팅인 경우다. 사실, 두 가지의 경우 모두 실적발표 전에 초과수익률을 향유할 수 있다는 점에서 큰 장점을 지닌다. 서프라이즈 트레이딩의 핵심은 실적이 주가에 래깅한다는 점을 가정했을 때 사전적으로 얻을 수 있는 초과수익률을 위해 언제 어느 시점에 진입해야 하는지를 파악하는 것이다.

그림 17. 1Q19 어닝 서프라이즈 적중률



자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 16. 어닝 서프라이즈 고확률 10종목

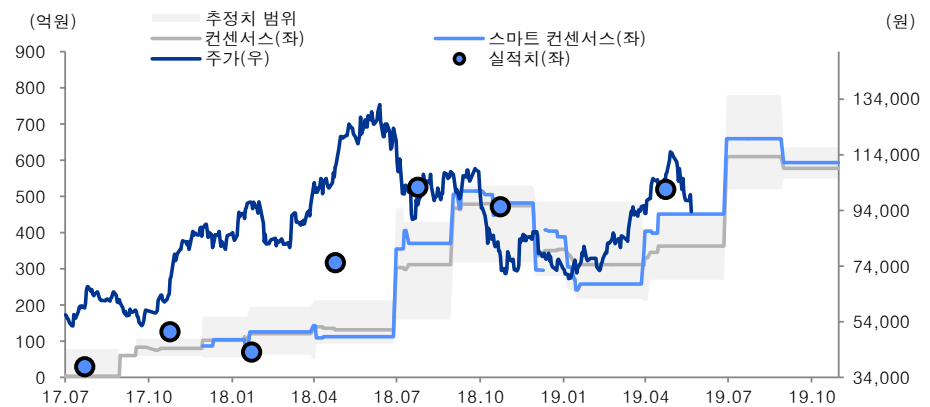
	%	(십억원)	%	(십억원)	(십억원)	(십억원)	%	%	R	%	%	%
				실적	스마트 컨센서스	컨센서스	실적-컨센	스마트-컨센		(1W)	(1M)	(3M)
종목명	업종	시가총액	확률	EPS	EPS	EPS	Surp비율	Surp과리율	SUE	주가	주가	주가
기아차	자동차	16,681	79.1	594.1	625.0	462.7	28.38	35.06	1.20	4.57	-2.83	21.39
현대글로비스	운송	6,038	79.9	185.3	191.9	181.1	2.27	5.93	1.25	-0.92	5.57	22.90
대림산업	건설,건축	4,089	78.6	240.9	199.0	175.3	37.43	13.55	1.18	13.53	21.89	24.73
호텔신라	호텔,레저	3,670	84.1	81.7	69.0	55.5	47.06	24.28	1.51	-1.16	-14.22	11.31
삼성증권	증권	3,126	87.6	117.2	103.9	99.0	18.43	5.05	2.10	-0.99	2.19	4.63
한성	화장품	991	83.9	33.9	34.1	31.0	9.44	9.80	1.49	-1.83	-9.14	4.82
파트론	IT	972	77.7	26.1	25.5	22.2	17.45	14.60	1.13	8.46	25.09	66.20
제주항공	운송	970	96.1	57.0	59.0	54.4	4.78	8.58	2.91	8.39	-1.21	-4.17
휴켄스	화학	865	75.7	28.8	23.4	21.8	32.00	7.12	1.03	2.67	-2.08	5.75
매일유업	필수소비재	689	75.4	20.7	18.8	18.5	12.19	1.70	1.01	-2.34	-4.04	0.92
평균			-	-	-	-	20.95	12.57	1.48	3.04	2.12	15.85

자료: Quantiwise, IBK투자증권

차익실현이 나오는 경우

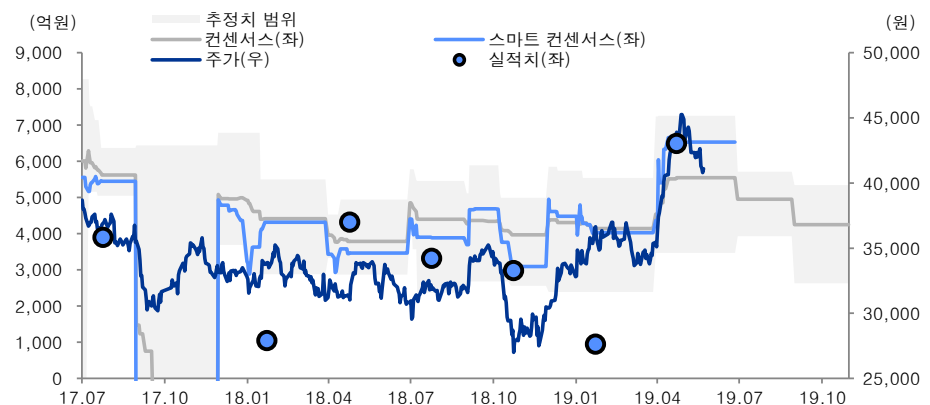
최근 어닝 서프라이즈 고확률 예상 10종목 중에서 호텔신라와 기아차는 실적발표 후 차익실현이 나온 경우다. 해당 종목들의 공통점은 지난 분기실적에 쇼크를 기록했다는 것이다. 즉, 지난 분기에 실적이 컨센서스를 하회하고 이번 분기에 서프라이즈가 나와준 것인데 투자자들의 기존 믿음에 대한 고착현상(Anchoring Bias)으로 2Q19 실적에 대한 의구심이 남아있기 때문에 차익실현이 나온 것이다. 투자자들은 최소 2개분기 정도는 서프라이즈가 나와주고 기업의 성장스토리가 지속적으로 이어져야 의심을 줄이고 주가 모멘텀에 동반할 수 있을 것이다.

그림 18. 호텔신라



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 19. 기아차



자료: Quantiwise, IBK투자증권

오버슈팅이 나오는 경우

파트론이 1Q19 실적발표 이후 오버슈팅의 대표적인 예이다. 파트론은 최근 3개 분기 연속 서프라이즈가 발생한 경우이다. 이런 경우에는 투자자들은 의심을 풀고 주가 모멘텀에 동반할 가능성이 높다. 즉, 주가의 추세가 형성이 되고 시장에 커버하는 애널리스트 대부분의 실적상향 조정이 일어날 가능성이 크다.

파트론의 경우, 주가의 모멘텀이 제대로 받기 시작한 기점은 2개분기 연속 서프라이즈 나와줬을 때이다. 이때는 투자자들은 무릎이 형성되었다고 믿고 다음 변곡점이 나오기 전까지 주식을 홀딩하거나 추가 매수하는 경향이 강하다. 즉, ‘무릎에 사서 목에 팔자’는 논리가 납득이 가는 구간이 온 것이다. 결론적으로, 오버슈팅이 나오는 기업은 2개 분기 연속 서프라이즈 시점에 진입해서 변곡점이 나오기 전까지 모멘텀을 누리는 전략이 유효하다.

그림 20. 파트론

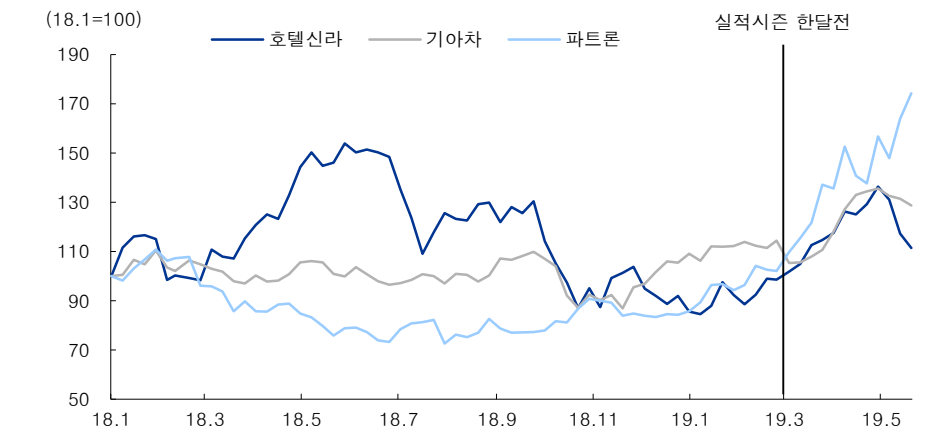


자료: Quantiwise, IBK투자증권

주가와 이익에 관하여

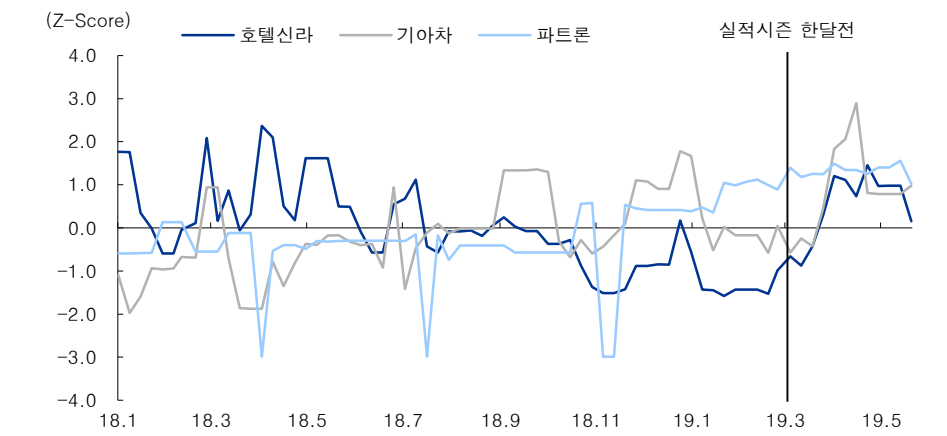
앞에 기업들의 경우 사전적인 초과수익률을 얻을 수 있는 시점은 실적시즌 한달 전이었다. 왜냐하면 서프라이즈 예상종목에 대한 컨빅션이 든 투자자들은 실적발표 전부터 주식을 살 것이고 이는 바로 주가에 반영이 되기 때문이다. 주가에 모멘텀이 붙으면서 스마트 컨센서스가 상향되고 일반 컨센서스와 괴리율이 벌어진다. 이 때 서프라이즈 예상종목군으로 분류되며 주가가 되고 있다면 실적발표 한달 전 초과수익률은 의미 있는 전략이 된다.

그림 21. 1Q19 서프라이즈 예상 종목 주가 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 22. 1Q19 서프라이즈 예상 종목 순이익 추이



주 : 순이익은 12개월 전행 순이익, 스마트 컨센서스 기준

자료: Quantiwise, IBK투자증권

2Q19 서프라이즈 예상 종목 Preview

어닝 서프라이즈 예상
종목

- 1) 영업이익
- 2) 순이익

2019년 2분기 서프라이즈 예상 종목을 영업이익과 순이익 관점에서 스크리닝해보았다. 영업이익과 순이익 모두 수익성 지표이지만 중간의 비용항목이 기업마다 상이하기 때문에 팩터스크리닝 관점에서는 큰 차이가 있을 수 있다. 따라서, 두 가지 관점에서 모두 스크리닝해서 지속적으로 모니터링하는 것이 바람직하다.

두 가지 추가 팩터

- 1) 추가
- 2) 이익

서프라이즈 예상 확률이 높다고 해서 무조건 좋다고 할 수는 없다. 왜냐하면 서프라이즈가 나와준다고 하더라도 주가가 되지 않으면 의미가 없기 때문이다. 따라서 서프라이즈 고확률인 종목군중에서 1) 최근 1개월간 주가가 상승하고 있고 2) 컨센서스 순이익도 증가하고 있는 기업들로 한번 더 스크리닝을 진행했다.

실적발표 1~3개월전
초과수익률 극대화

일반적으로 어닝 서프라이즈 예상종목들은 실적발표 1~3개월 전에 초과수익률은 극대화된다. 따라서, 7월부터 2Q19 실적시즌이 시작되고 8월 말에 마무리된다고 보았을 때 지금부터 추가와 이익이 올라주고 있는 종목들의 수익률이 양호할 가능성이 크다.

표 17. 2019년 2분기 영업이익의 서프라이즈 예상종목

Period		2Q19E	2Q19E	2Q19E	(1M)	(1M)
Name	업종	P.Surp. 확률(%)	예상 SUE	예상 Surp.(%)	주가	12MF EPS
파트론	IT하드웨어	93.19	2.36	16.06	16.5	10.2
매일유업	필수소비재	85.58	1.61	4.90	3.8	3.3
송원산업	화학	73.8	0.94	8.49	3.3	0.4
롯데정밀화학	화학	70.39	0.78	4.16	5.1	1.4
오이솔루션	IT하드웨어	69.7	0.75	29.73	59.2	137.5
효성화학	화학	69.36	0.74	4.64	3.1	3.0
제일기획	미디어,교육	67.61	0.66	2.57	2.1	0.7
오스템임플란트	건강관리	64.94	0.56	5.65	23.5	24.7
F&F	화장품,의류,완구	63.21	0.49	3.41	1.3	3.9
대림산업	건설,건축관련	60.22	0.37	2.80	6.9	1.6
씨젠	건강관리	59.84	0.36	6.60	22.4	27.9
케이엠더블유	IT하드웨어	57.27	0.26	4.57	65.3	103.2
KT	통신서비스	56.26	0.23	2.13	1.6	0.2
현대글로비스	운송	55.49	0.20	1.18	0.9	0.7
한국금융지주	증권	52.36	0.09	0.88	5.4	5.7

주 : 영업이익의 서프라이즈 확률 50% 이상 종목중 최근 1개월 주가와 이익 모두 (+)인 종목
자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 18. 2019년 2분기 순이익의 서프라이즈 예상종목

Period		2Q19E	2Q19E	2Q19E	(1M)	(1M)
Name	업종	P.Surp. 확률(%)	예상 SUE	예상 Surp.(%)	주가	12MF EPS
KT	통신서비스	78.31	1.38	4.67	1.6	0.2
송원산업	화학	74.44	1.15	11.48	3.3	0.4
한국금융지주	증권	63.48	0.59	4.92	5.4	5.7
F&F	화장품,의류,완구	57.07	0.31	1.3	1.3	3.9
카카오	소프트웨어	55.95	0.26	4.02	1.2	18.5

주 : 순이익의 서프라이즈 확률 50% 이상 종목중 최근 1개월 주가와 이익 모두 (+)인 종목
자료: Quantiwise, IBK투자증권

스마트 컨센서스 사후검증(Back-test)

어닝 서프라이즈 종목
사전적 접근

최근 1년간 KOSPI 컨센서스 순이익이 둔화되는 상황에서 초과수익률을 낼 수 있는 마땅한 퀀트 모델이 부재한 상황이었다. ROE 서프라이즈 종목들을 담은 전략은 초과수익률을 내지 못한 다는 결론이 나왔다. 그러나 어닝 서프라이즈 확률이 높은 예상 종목들을 사전적으로 담으면 어떨지에 대한 의문에서 백테스트를 실행해보았다.

두 가지 관점에서 접근
1) 실적시즌 한달 전
2) 실적시즌 이후

2019년 2분기 실적시즌이 7월부터 시작한다고 감안했을 때, 현재는 실적시즌 한달 전인 셈이다. 물론 스마트 컨센서스의 데이터 신뢰성은 실적시즌 이후에 더욱더 올라가지만 현재시점에서도 2분기를 준비할 필요성은 있다. 즉, 1) 실적시즌 한달 전의 관점과 2) 실적시즌 이후의 관점에서 두 갈래로 나눠서 백테스트를 진행해서 어느 시점이 더 잘맞는지에 대해 분석해보았다.

실적시즌 한달 전 매수 시나리오 - 영업이익 관점

실적시즌 한달 전
스마트 컨센서스 유의미
(영업이익)

영업이익 스마트 컨센서스로 스크리닝 한 종목들로 포트폴리오를 구성하였다. 해당 팩터 포트폴리오로 5년, 3년, 1년을 백테스트 해보았는데 모두 KOSPI를 상회했다. 특히, 고무적인 점은 최근 감익장세가 진행되었음에도 불구하고 KOSPI를 10.5%p나 아웃퍼폼했다는 점이다. 실적시즌이 진행되기 한달 전에도 스마트 컨센서스로 사전적으로 종목을 스크리닝하는 작업이 의미 있다고 판단한다.

표 19. 포트폴리오 구성방법

구분	설명
유니버스	전체기업
포트폴리오 구성방법	어닝 서프라이즈 확률 50% 이상 + 최근 1개월 주가와 컨센서스 이익 상승
리밸런싱 주기	분기별로 매수 (3, 6, 9, 12월 초일)
벤치마크	KOSPI

자료: IBK투자증권

그림 23. 실적시즌 한달 전 - 영업이익 팩터 포트폴리오 (초과수익률 10.52%p)



주: 유니버스는 전체기업(KOSPI + KOSDAQ)

자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 24. 실적시즌 한달 전 - 영업이익 팩터 포트폴리오 5년 (초과수익률 53.33%p)



그림 25. 실적시즌 한달 전 - 영업이익 팩터 포트폴리오 3년 (초과수익률 12.77%p)



그림 26. 실적시즌 한달 전 - 스마트 영업이익 팩터 포트폴리오 (초과수익률 10.52%p)



실적시즌 한달 전 매수 시나리오 – 순이익 관점

실적시즌 한달 전
스마트 컨센서스 무의미
(순이익)

최근 1년간 스마트 컨센서스 순이익으로 구성된 포트폴리오는 KOSPI를 2.5%p 하회했다. 현재 감익장에서 실적시즌 한달 전에 순이익을 기준으로 포트폴리오를 구성하는 것은 바람직하지 못하다는 결론이 나왔다. 해당 팩터 포트폴리오는 5년간 누적수익률 관점에서만 유의미했다. 해당 포트폴리오는 중장기적으로는 고무적인 수익률을 기록했으나 최근 시장의 트렌드에 맞지 않다.

표 20. 포트폴리오 구성방법

구분	설명
유니버스	전체기업
포트폴리오 구성방법	어닝 서프라이즈 확률 50% 이상 + 최근 1개월 주가와 컨센서스 이익 상승
리밸런싱 주기	분기별로 매수 (3, 6, 9, 12월 초일)
벤치마크	KOSPI

자료: IBK투자증권

그림 27. 실적시즌 한달 전 – 순이익 팩터 포트폴리오 (초과수익률 -2.49%p)



주: 유니버스는 전체기업(KOSPI + KOSDAQ)

자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 28. 실적시즌 한달 전 - 순이익 팩터 포트폴리오 5년 (초과수익률 8.71%p)



주 : 유니버스는 전체기업(KOSPI + KOSDAQ)
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 29. 실적시즌 한달 전 - 순이익 팩터 포트폴리오 3년 (초과수익률 -12.9%p)



주 : 유니버스는 전체기업(KOSPI + KOSDAQ)
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 30. 실적시즌 한달 전 - 순이익 팩터 포트폴리오 1년 (초과수익률 -2.49%p)



주 : 유니버스는 전체기업(KOSPI + KOSDAQ)
자료: Quantiwise, IBK투자증권

실적시즌 이후 매수 시나리오 – 영업이익 관점

실적시즌 이후
스마트 컨센서스 무의미
(영업이익)

실적시즌이 시작한 이후에 영업이익 서프라이즈 예상 종목을 포트폴리오에 반영하는 것은 크게 실익이 없어 보인다. 실적시즌이 진행되기 전에 반영되는 초과수익률의 기회비용이 상당히 크다고 판단한다.

표 21. 포트폴리오 구성방법

구분	설명
유니버스	전체기업
포트폴리오 구성방법	어닝 서프라이즈 확률 50% 이상 + 최근 1개월 주가와 컨센서스 이익 상승
리밸런싱 주기	분기별로 매수 (3, 6, 9, 12월 말일)
벤치마크	KOSPI

자료: IBK투자증권

그림 31. 영업이익의 팩터 포트폴리오 (초과수익률 -4.35%p)



주: 유니버스는 전체기업(KOSPI + KOSDAQ)

자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 32. 영업이익 팩터 포트폴리오 5년 (초과수익률 1.08%p)



주 : 유니버스는 전체기업(KOSPI + KOSDAQ)
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 33. 영업이익 팩터 포트폴리오 3년 (초과수익률 -11.67%p)



주 : 유니버스는 전체기업(KOSPI + KOSDAQ)
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 34. 영업이익 팩터 포트폴리오 1년 (초과수익률 -4.35%p)



주 : 유니버스는 전체기업(KOSPI + KOSDAQ)
자료: Quantwise, IBK투자증권

실적시즌 이후 매수 시나리오 – 순이익 관점

실적시즌 이후
스마트 컨센서스 무의미
(순이익)

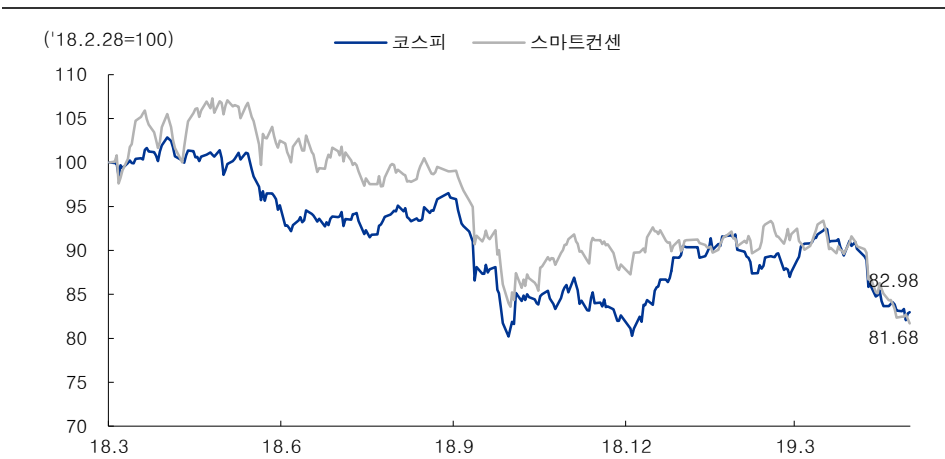
실적시즌 이후 순이익 팩터 포트폴리오는 KOSPI를 소폭 하회했다. 중장기적으로도 부진한 수익률을 기록했다. 실적시즌 이후 순이익 포트폴리오는 영업이익과 마찬가지로 실적 발표 이전에 매수하는 것보다 초과수익률이 부진했다.

표 22. 포트폴리오 구성방법

구분	설명
유니버스	전체기업
포트폴리오 구성방법	어닝 서프라이즈 확률 50% 이상 + 최근 1개월 주가와 컨센서스 이익 상승
리밸런싱 주기	분기별로 매수 (3, 6, 9, 12월 말일)
벤치마크	KOSPI

자료: IBK투자증권

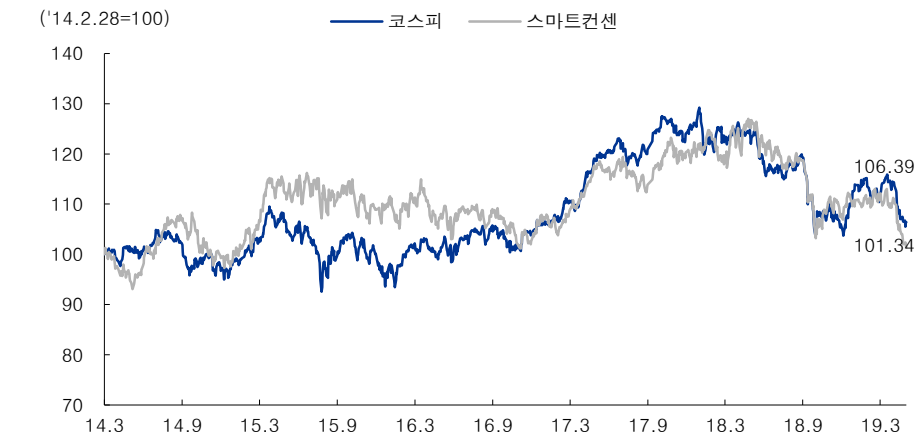
그림 35. 순이익 팩터 포트폴리오 (초과수익률 1.3%p)



주: 유니버스는 전체기업(KOSPI + KOSDAQ)

자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 36. 순이익 팩터 포트폴리오 5년 (초과수익률 5.05%p)



주 : 유니버스는 전체기업(KOSPI + KOSDAQ)
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 37. 순이익 팩터 포트폴리오 3년 (초과수익률 14.14%p)



주 : 유니버스는 전체기업(KOSPI + KOSDAQ)
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 38. 순이익 팩터 포트폴리오 1년 (초과수익률 1.3%p)



주 : 순이익의 스마트 컨센서스로 팩터 스크리닝
자료: Quantwise, IBK투자증권

트레이딩 전략 요약

실적발표 한달 전
영업이익 팩터가 최선호

실적시즌에 대응하기 위해 어닝 서프라이즈가 예상되는 종목들과 실제로 지난 분기에 서프라이즈가 발표된 종목들을 대상으로 백테스트를 진행해보았다. 기간은 10년, 5년, 3년, 1년으로 누적수익률 관점에서 각 팩터들을 비교했다. 그 결과, 최근 1년은 실적발표 한달 전 시나리오가 가장 우수한 것으로 나왔다. 모든 기업들의 실적발표가 마무리되는 시점 한달 전에 영업이익 팩터로 포트폴리오를 구성하는 것이 가장 초과수익률이 좋았다.

표 23. 실적시즌 시나리오별 + 각 팩터별 누적수익률

(%p)		10Y	5Y	3Y	1Y
PEAD	매출액	136.38	99.96	92.68	74.07
	영업이익	160.13	145.68	116.87	88.41
	순이익	204.10	175.20	112.88	90.09
	KOSPI	112.42	118.18	112.87	84.25
실적발표 (-1M)	매출액	183.20	108.21	83.38	86.28
	영업이익	184.16	109.61	95.89	91.24
	순이익	154.84	85.06	75.30	61.55
	KOSPI	118.98	103.93	105.28	79.47
실적시즌 (-1M)	매출액	148.34	110.16	88.41	71.27
	영업이익	161.38	132.67	102.97	80.90
	순이익	166.41	126.72	104.21	80.46
	KOSPI	113.70	119.46	114.14	85.53

자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 24. 순이익 팩터 포트폴리오 - 실적발표 후(PEAD) 시나리오

Period	(십억원)	1Q19	1Q19	1Q19	2Q19E	(YoY)
Name	업종명	시가총액	서프라이즈 비율	당기순이익(실적)	당기순이익(컨센)	증가율
현대차	자동차	28,738	30.53	954	731	19.5
삼성생명	보험	16,160	31.79	470	356	-70.9
미래에셋대우	증권	4,911	32.53	168	127	-5.5
한국금융지주	증권	4,035	69.51	261.34	154	-4.8
NH투자증권	증권	3,799	37.52	172	125	-5.4
대림산업	건설,건축관련	3,602	51.75	236	156	-18.8
삼성엔지니어링	건설,건축관련	3,273	170.32	104.03	38	226.7
대우조선해양	조선	3,195	286.49	195	51	-70.6
신세계	소매(유통)	2,934	894.84	686.01	69	7.8
메리츠증권	증권	2,876	38.98	141.35	102	11.0
두산	상사,자본재	1,711	192.91	54.92	19	-24.0
두산인프라코어	기계	1,363	35.03	130.68	97	2.1
부광약품	건강관리	1,172	68.48	2.70	2	-20.9
아이에스동서	건설,건축관련	1,089	48.53	18.71	13	-90.3
대한유화	화학	874	35.12	57.84	43	-79.7
휴켄스	화학	842	33.65	21.12	16	-43.4
동아에스티	건강관리	831	213.81	20.16	8	-67.1
한전기술	유틸리티	818	87.84	9.16	5	430.2
빙그레	필수소비재	714	45.48	6.11	4	5.9
LG상사	상사,자본재	610	67.51	89.25	53	214.2
일양약품	건강관리	483	161.92	7.33	3	12.3

자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 25. 영업이익 팩터 포트폴리오 – 실적발표 한달 전 시나리오

Period		(십억원)	1Q19	1Q19	1Q19	2Q19E	(YoY)
Name	업종명	시가총액	Surp. 확률	당기순이익(실적)	당기순이익(컨센)	당기순이익(컨센)	증가율
신한지주	은행	21,078	62.19	965.83	907	967	1.9
LG생활건강	화장품,의류,완구	19,960	59.62	225.75	232	211	12.4
기아차	자동차	15,951	79.1	649	537	505	52.1
LG전자	IT가전	12,863	75.11	577.97	481	416	27.3
기업은행	은행	7,963	66.32	557.04	528	464	9.2
LG디스플레이	디스플레이	6,119	71.48	-62.64	-103	-249	적지
미래에셋대우	증권	4,911	60.91	168.18	127	149	-5.5
한국금융지주	증권	4,035	73.07	261.34	154	159	-4.8
NH투자증권	증권	3,799	67.11	172	125	111	-5.4
호텔신라	호텔,레저서비스	3,713	84.12	52	43	57	8.5
삼성엔지니어링	건설,건축관련	3,273	61.21	104	38	57	226.7
삼성증권	증권	3,157	66.93	117	99	92	-8.3
두산인프라코어	기계	1,363	67.63	130.68	97	146	2.1
롯데정밀화학	화학	1,295	55.2	41	36	40	-41.6
한세실업	화장품,의류,완구	894	68.91	0.58	10	17	흑전

자료: Quantiwise, IBK투자증권

실적발표 후(PEAD) 시나리오

최선호 팩터는 순이익

실적발표 후 PEAD(Post Earnings Announcement Drift) 논리를 적용했을 때 최근 1년간 순이익 팩터가 가장 양호한 수익률을 기록했다. 현재 순이익 팩터는 최근 1년간 KOSPI 대비 5.8%p 초과수익률을 냈다. 과거 백테스트 결과, 매출액 서프라이즈 보다는 영업이익과 순이익 서프라이즈를 기록하는 기업들의 수익률이 더 좋았고 영업이익 보다는 순이익이 더 양호했다.

기준점 설정은 절대치로

즉, 순이익 서프라이즈가 나는 종목들을 실적발표가 끝나는 달 말일에 리밸런싱을 가정했을 때 수익률이 가장 좋다는 의미이다. 현재 감익시장에 따라 실적기반의 퀀트 모델이 잘 맞지 않는다는 내용과는 상반된다. 여기서 중요한 점은 순이익 서프라이즈 비율이 30% 이상이라는 점이다. Quintile로 종목을 구성한 포트폴리오보다 절대치를 바탕으로 기준점을 설정한 포트폴리오의 수익률이 더 양호했다.

표 26. 포트폴리오 구성방법

구분	설명
유니버스	KOSPI200
포트폴리오 구성방법	서프라이즈 비율 : 매출액 5%, 영업이익 20%, 순이익 30% 이상
리밸런싱 주기	분기별로 매수 (2, 5, 8, 11월 말일)
벤치마크	KOSPI

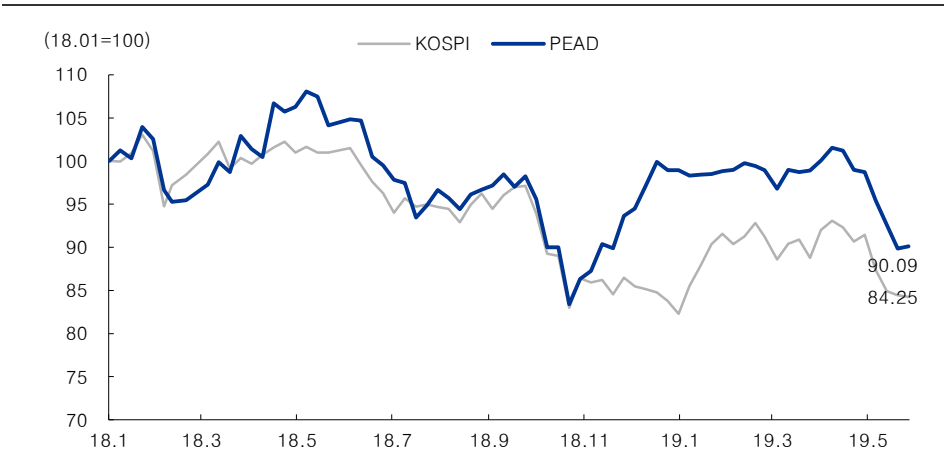
자료: IBK투자증권

표 27. 각 팩터별 누적수익률

(%p)	10Y	5Y	3Y	1Y
매출액	136.38	99.96	92.68	74.07
영업이익	160.13	145.68	116.87	88.41
순이익	204.10	175.20	112.88	90.09
KOSPI	112.42	118.18	112.87	84.25

자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 39. 순이익 팩터가 가장 수익을 양호 (초과수익률 5.84%p)



자료: Quantiwise, IBK투자증권

실적발표 후(PEAD) 시나리오 – 종목

표 28. 순이익 팩터 포트폴리오 – 실적발표 후(PEAD)

Period		(십억원)	1Q19	1Q19	1Q19	2Q19E	(YoY)
Name	업종명	시가총액	서프라이즈 비율	당기순이익(실적)	당기순이익(컨센)	당기순이익(컨센)	증가율
현대차	자동차	28,738	30.53	954	731	969	19.5
삼성생명	보험	16,160	31.79	470	356	313	-70.9
미래에셋대우	증권	4,911	32.53	168	127	149	-5.5
한국금융지주	증권	4,035	69.51	261.34	154	159	-4.8
NH투자증권	증권	3,799	37.52	172	125	111	-5.4
대림산업	건설,건축관련	3,602	51.75	236	156	183	-18.8
삼성엔지니어링	건설,건축관련	3,273	170.32	104.03	38	57	226.7
대우조선해양	조선	3,195	286.49	195	51	61	-70.6
신세계	소매(유통)	2,934	894.84	686.01	69	56	7.8
메리츠증권	증권	2,876	38.98	141.35	102	121	11.0
두산	상사,자본재	1,711	192.91	54.92	19	67	-24.0
두산인프라코어	기계	1,363	35.03	130.68	97	146	2.1
부광약품	건강관리	1,172	68.48	2.70	2	2	-20.9
아이에스동서	건설,건축관련	1,089	48.53	18.71	13	17	-90.3
대한유화	화학	874	35.12	57.84	43	17	-79.7
휴켄스	화학	842	33.65	21.12	16	21	-43.4
동아에스티	건강관리	831	213.81	20.16	8	7	-67.1
한전기술	유틸리티	818	87.84	9.16	5	6	430.2
빙그레	필수소비재	714	45.48	6.11	4	19	5.9
LG상사	상사,자본재	610	67.51	89.25	53	87	214.2
일양약품	건강관리	483	161.92	7.33	3	4	12.3

자료: Quantwise, IBK투자증권

실적발표 한달 전 시나리오

영업이익 팩터가 최선호

실적발표 한달 전 영업이익 팩터로 포트폴리오를 구축하는 것이 모든 시나리오 중에서 수익률이 가장 좋다. 실적발표는 모든 기업들의 실적발표가 종료되는 시점을 의미한다. 따라서, 2019년 1분기 실적발표는 5월 말에 마무리되었고 실적발표 한달 전은 5월 초라고 보면 된다. 즉, 4월말에 영업이익 팩터로 스크리닝된 종목들로 포트폴리오를 구축하면 수익률이 좋다는 의미이다.

현재는 5월 초에 구축된 포트폴리오로 운용중이다. 다음 리밸런싱은 8월 초가 될 것이고 해당 시점에서는 대부분의 종목들의 실적이 스마트 컨센서스를 통해 예측 가능하다. 다음 스크리닝 때까지 실적시즌 이후로 스마트 컨센서스 영업이익이 상승하고 있는 종목들에 주목할 필요성이 있다.

표 29. 포트폴리오 구성방법

구분	설명
유니버스	KOSPI200
포트폴리오 구성방법	스마트 컨센서스 확률 50% 이상 + 주가와 이익 최근 1개월 상승
리밸런싱 주기	분기별로 매수 (2, 5, 8, 11월 초일)
벤치마크	KOSPI

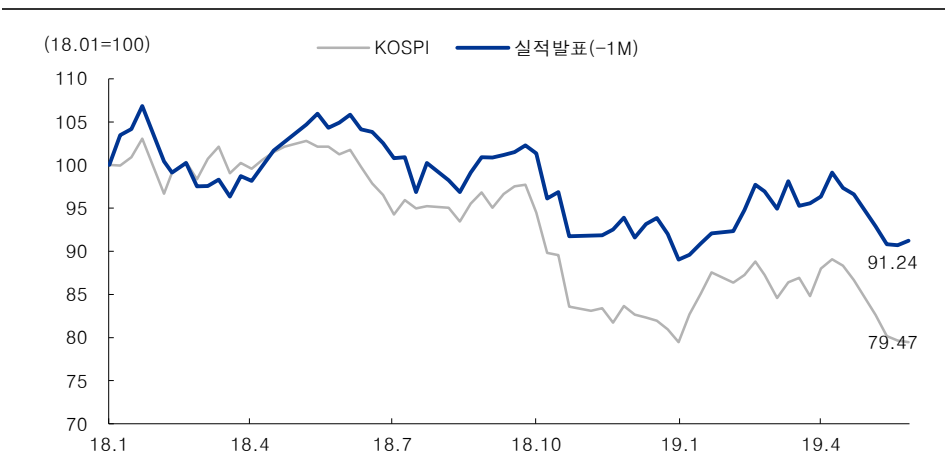
자료: IBK투자증권

표 30. 각 팩터별 누적수익률

(%p)	10Y	5Y	3Y	1Y
매출액	183.20	108.21	83.38	86.28
영업이익	184.16	109.61	95.89	91.24
순이익	154.84	85.06	75.30	61.55
KOSPI	118.98	103.93	105.28	79.47

자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 40. 영업이익 팩터가 가장 수익을 양호 (초과수익률 11.77%p)



자료: Quantiwise, IBK투자증권

실적발표 한달 전 시나리오 - 종목

표 31. 영업이익 팩터 포트폴리오 - 실적발표 한달 전

Period		(십억원)	1Q19	1Q19	1Q19	2Q19E	(YoY)
Name	업종명	시가총액	Surp. 확률	당기순이익(실적)	당기순이익(컨센)	당기순이익(컨센)	증가율
신한지주	은행	21,078	62.19	965.83	907	967	1.9
LG생활건강	화장품,의류,완구	19,960	59.62	225.75	232	211	12.4
기아차	자동차	15,951	79.1	649	537	505	52.1
LG전자	IT가전	12,863	75.11	577.97	481	416	27.3
기업은행	은행	7,963	66.32	557.04	528	464	9.2
LG디스플레이	디스플레이	6,119	71.48	-62.64	-103	-249	적지
미래에셋대우	증권	4,911	60.91	168.18	127	149	-5.5
한국금융지주	증권	4,035	73.07	261.34	154	159	-4.8
NH투자증권	증권	3,799	67.11	172	125	111	-5.4
호텔신라	호텔,레저서비스	3,713	84.12	52	43	57	8.5
삼성엔지니어링	건설,건축관련	3,273	61.21	104	38	57	226.7
삼성증권	증권	3,157	66.93	117	99	92	-8.3
두산인프라코어	기계	1,363	67.63	130.68	97	146	2.1
롯데정밀화학	화학	1,295	55.2	41	36	40	-41.6
한세실업	화장품,의류,완구	894	68.91	0.58	10	17	흑전

자료: Quantwise, IBK투자증권

실적시즌 한달 전 시나리오

매출액부터 영업이익
모든 팩터 부진

실적시즌 한달 전은 각 분기가 종료되는 시점 한달 전이다. 달리 얘기하면 모든 기업들의 실적종료 시점인 2, 5, 8, 11월에서 3달전이라고 보면 된다. 매출액부터 영업이익까지 서프라이즈 확률이 높은 종목들로 해당 시점에 포트폴리오를 구성하는 것은 예상과 달리 수익률이 모두 부진했다(KOSPI200).

표 32. 포트폴리오 구성방법

구분	설명
유니버스	KOSPI200
포트폴리오 구성방법	스마트 컨센서스 확률 50% 이상 + 주가와 이익 최근 1개월 상승
리밸런싱 주기	분기별로 매수 (3, 6, 9, 12월 초일)
벤치마크	KOSPI

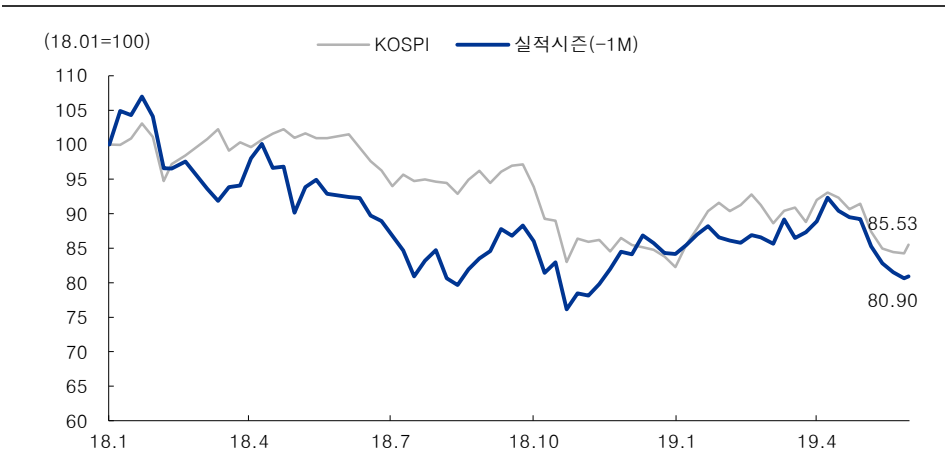
자료: IBK투자증권

표 33. 각 팩터별 누적수익률

(%p)	10Y	5Y	3Y	1Y
매출액	148.34	110.16	88.41	71.27
영업이익	161.38	132.67	102.97	80.90
순이익	166.41	126.72	104.21	80.46
KOSPI	113.70	119.46	114.14	85.53

자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 41. 영업이익 팩터가 가장 수익률 양호 (초과수익률 -4.63%p)



자료: Quantiwise, IBK투자증권

실적시즌 한달 전 시나리오 – 종목

표 34. 순이익 팩터 포트폴리오 – 실적시즌 한달 전

Period		(십억원)	1Q19	1Q19	1Q19	2Q19E	(YoY)
Name	업종명	시가총액	Surp. 확률	당기순이익(실적)	당기순이익(컨센)	당기순이익(컨센)	증가율
KT	통신서비스	7,298	33.51	259.77	225	223.2	-20.5
현대글로비스	운송	6,094	79.9	106.01	128	144.37	315.0
한국금융지주	증권	4,035	73.07	261.34	154	159.4	-4.8
대림산업	건설,건축관련	3,602	78.61	236.38	156	183.3	-18.8
제일기획	미디어,교육	3,037	28.06	22.62	22	46.53	0.8
금호석유	화학	2,919	74.29	114	96	104.07	-40.7
롯데정밀화학	화학	1,295	55.2	40.84	36	40	-41.6

자료: Quantiwise, IBK투자증권

사후 검증(Back-test)

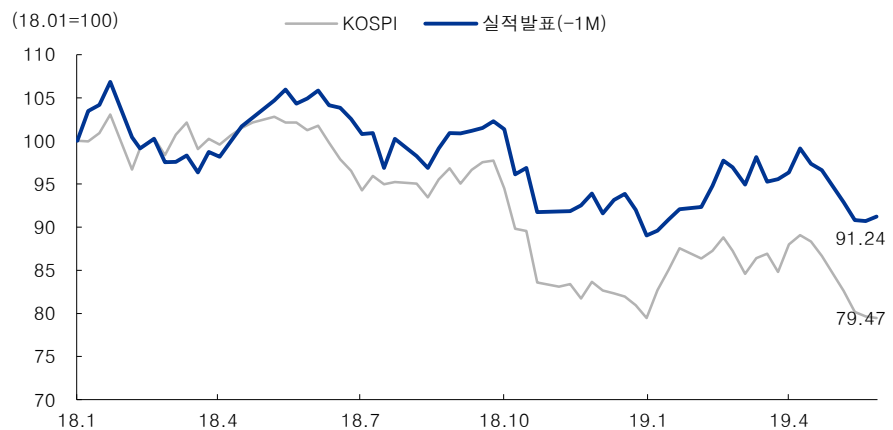
실적발표 한달 전
영업이익 팩터가 최선호

우리의 백테스트 모델을 통해 실적발표 후, 실적발표 한달 전, 실적시즌 한달 전의 시나리오를 매출액, 영업이익, 순이익 팩터를 통해 검증해보았다. 그 결과, 최근 1년간 수익률이 가장 좋았던 팩터는 영업이익으로 실적발표 한달 전에 리밸런싱한 포트폴리오이다. 유니버스가 KOSPI200이라는 점을 감안하면 국내 대형주 중에 서프라이즈 예상 종목들은 실적발표 한달 전에 수익률이 극대화된다고 볼 수 있다.

PEAD 논리가 가장 좋음
(중장기적인 관점)

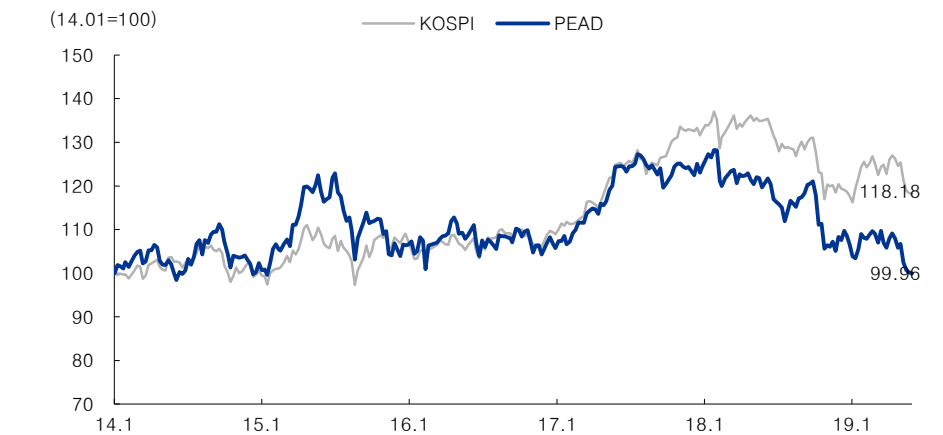
반면, 가장 부진했던 진입시점은 실적시즌 한달 전이었다. 장기적으로는 KOSPI를 아웃퍼폼했으나 최근 3년 이내 수익률은 부진하다. 오히려 현재까지 테스트한 시나리오 중에서 실적발표 후에 서프라이즈가 나와준 종목들을 담은 PEAD 논리가 가장 수익률이 좋았다. 어닝 서프라이즈 확률 50% 이상에 주가와 이익이 상승하고 있는 종목으로는 지속적인 초과수익률을 기대하기에는 부족하다.

그림 42. 영업이익 팩터 포트폴리오 1년 - 실적발표 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 11.77%p)



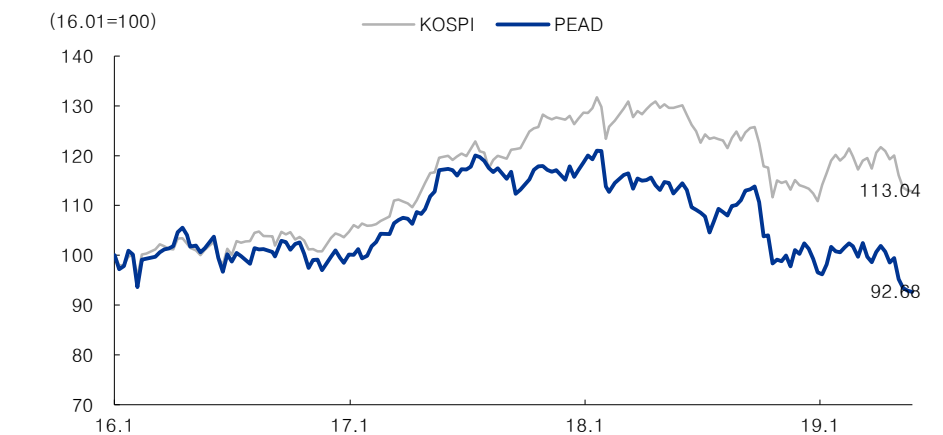
주 : 유니버스는 KOSPI200
자료 : Quantiwise, IBK투자증권

그림 43. 매출액 팩터 포트폴리오 5년 - 실적발표 후 리밸런싱 (초과수익률 -18.22%p)



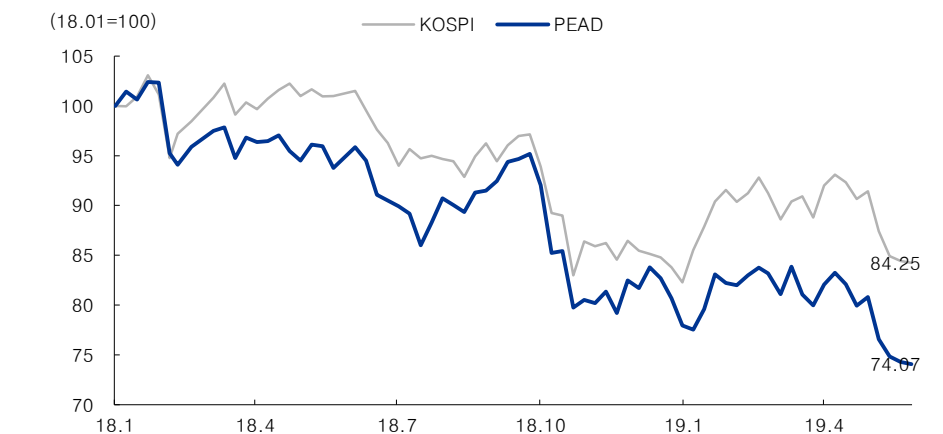
주 : 유니버스는 KOSPI200
 자료 : Quantiwise, IBK투자증권

그림 44. 매출액 팩터 포트폴리오 3년 - 실적발표 후 리밸런싱 (초과수익률 -20.36%p)



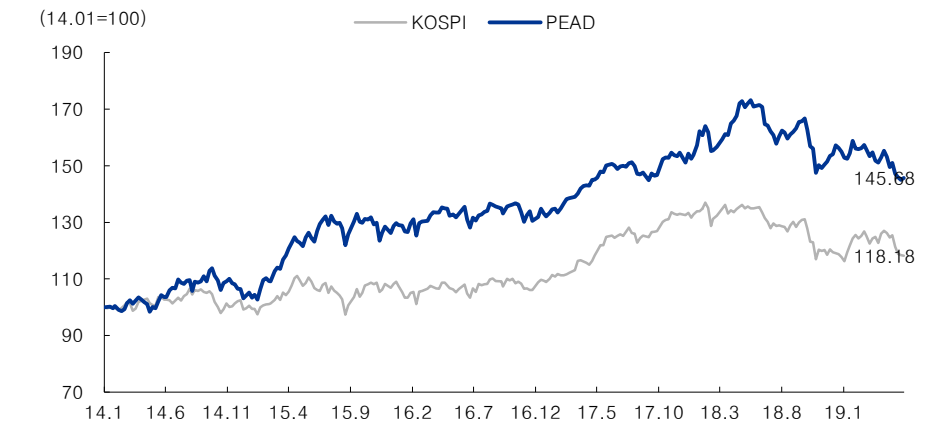
주 : 유니버스는 KOSPI200
 자료 : Quantiwise, IBK투자증권

그림 45. 매출액 팩터 포트폴리오 1년 - 실적발표 후 리밸런싱 (초과수익률 -10.18%p)



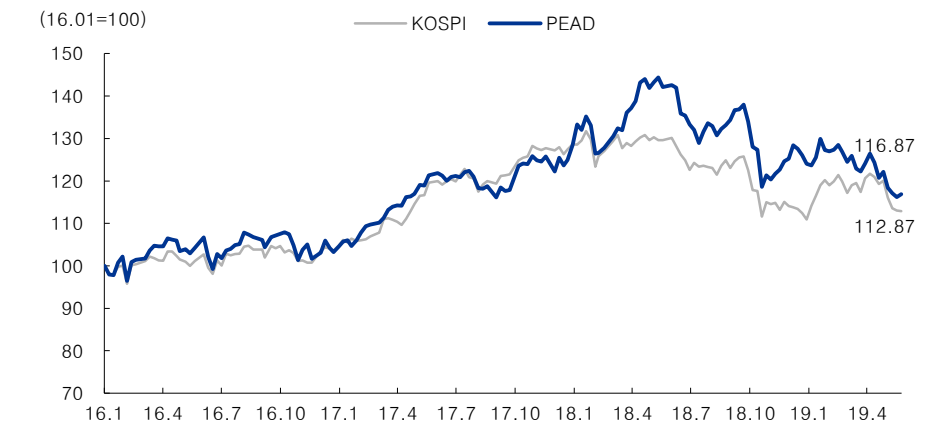
주 : 유니버스는 KOSPI200
 자료 : Quantiwise, IBK투자증권

그림 46. 영업이익 팩터 포트폴리오 5년 - 실적발표 후 리밸런싱 (초과수익률 27.5%p)



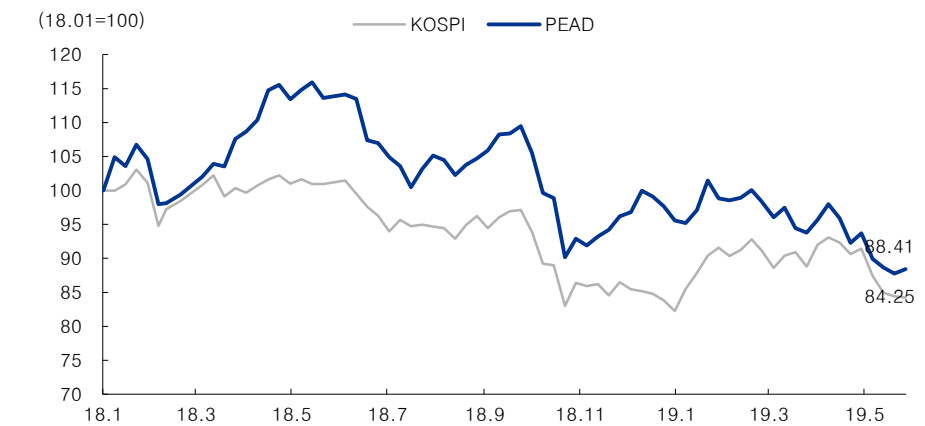
주 : 유니버스는 KOSPI200
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 47. 영업이익 팩터 포트폴리오 3년 - 실적발표 후 리밸런싱 (초과수익률 4.0%p)



주 : 유니버스는 KOSPI200
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 48. 영업이익 팩터 포트폴리오 1년 - 실적발표 후 리밸런싱 (초과수익률 4.16%p)



주 : 유니버스는 KOSPI200
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 49. 순이익 팩터 포트폴리오 5년 - 실적발표 후 리밸런싱 (초과수익률 57.07%p)

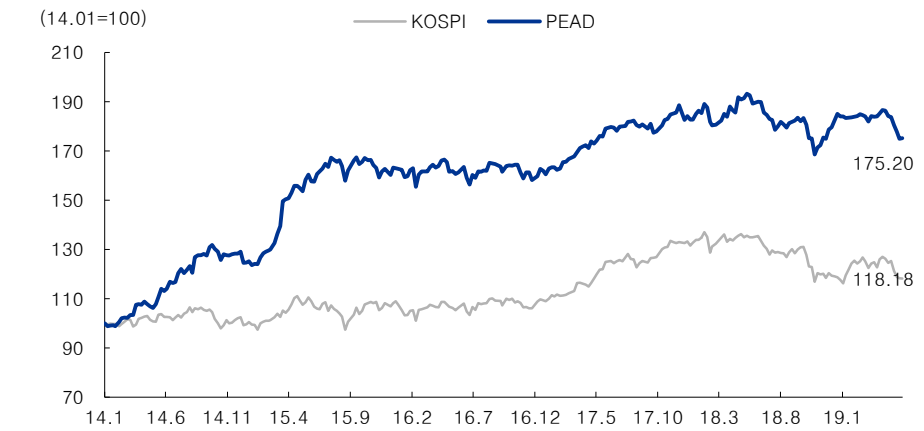


그림 50. 순이익 팩터 포트폴리오 3년 - 실적발표 후 리밸런싱 (초과수익률 0.01%p)

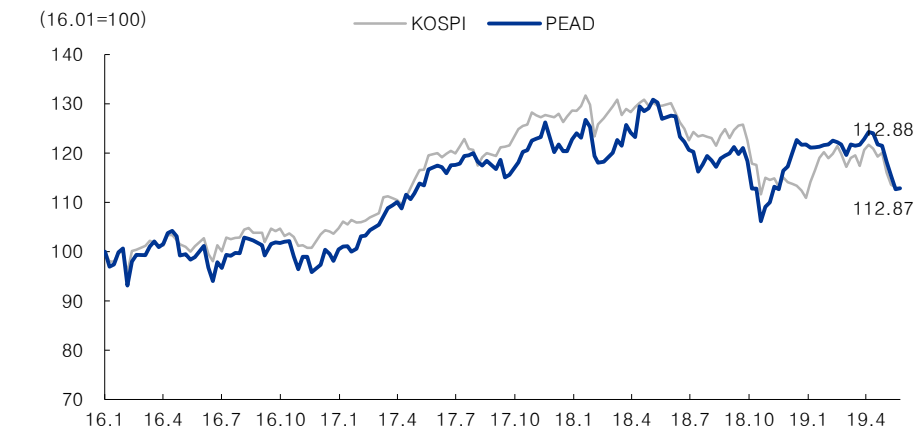


그림 51. 순이익 팩터 포트폴리오 1년 - 실적발표 후 리밸런싱 (초과수익률 5.84%p)

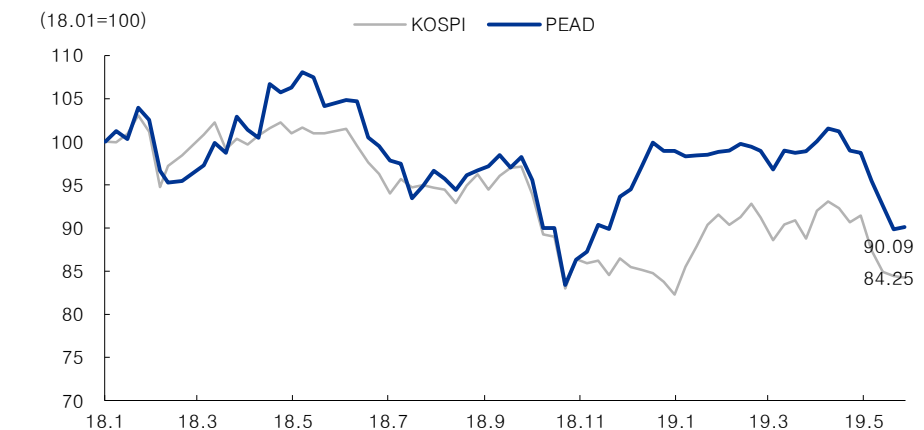


그림 52. 매출액 팩터 포트폴리오 5년 - 실적발표 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 4.28%p)



그림 53. 매출액 팩터 포트폴리오 3년 - 실적발표 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 -21.9%p)

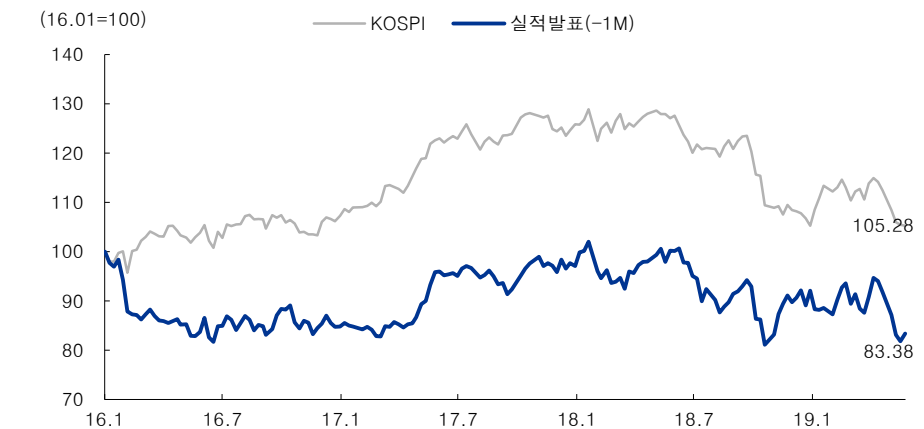


그림 54. 매출액 팩터 포트폴리오 1년 - 실적발표 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 6.81%p)

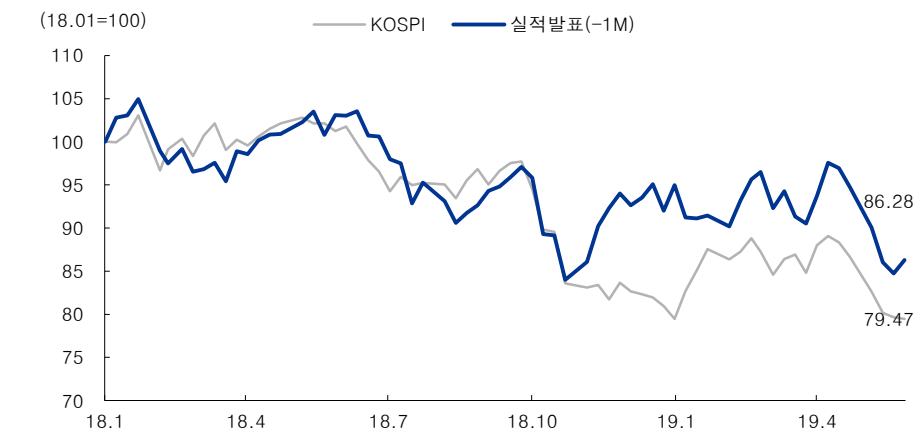
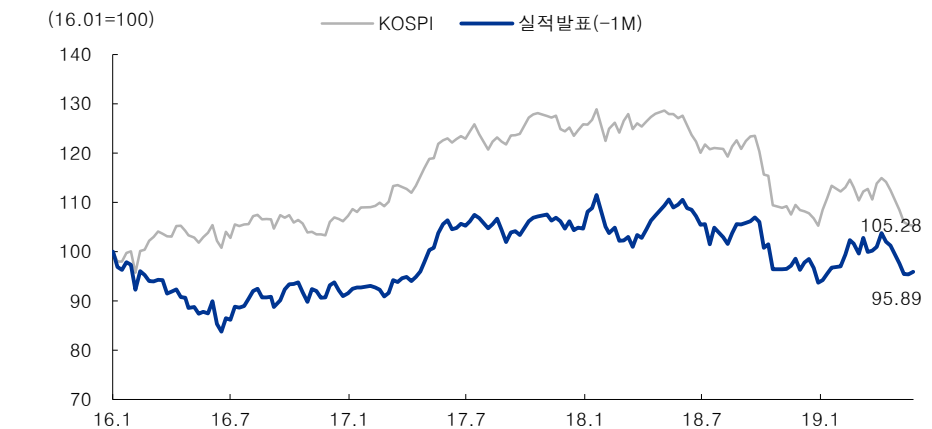


그림 55. 영업이익 팩터 포트폴리오 5년 - 실적발표 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 5.68%p)



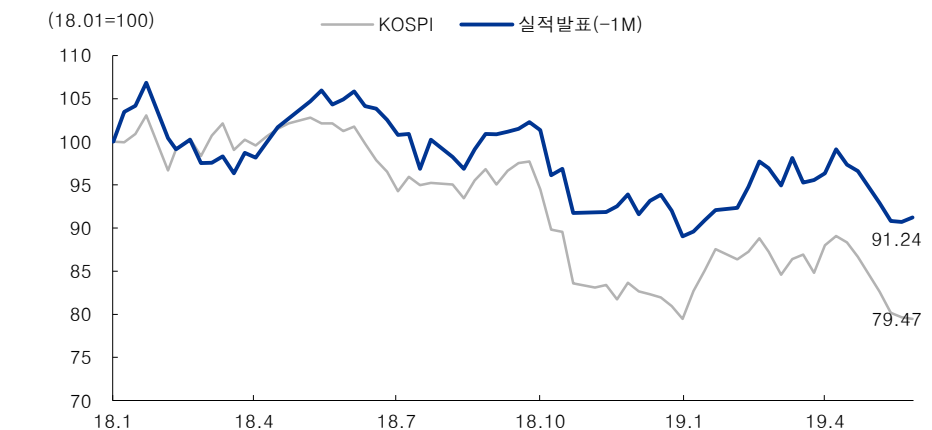
주 : 유니버스는 KOSPI200
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 56. 영업이익 팩터 포트폴리오 3년 - 실적발표 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 -9.39%p)



주 : 유니버스는 KOSPI200
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 57. 영업이익 팩터 포트폴리오 1년 - 실적발표 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 11.77%p)



주 : 유니버스는 KOSPI200
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 58. 순이익 팩터 포트폴리오 5년 - 실적발표 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 -18.85%p)



그림 59. 순이익 팩터 포트폴리오 3년 - 실적발표 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 -29.98%p)

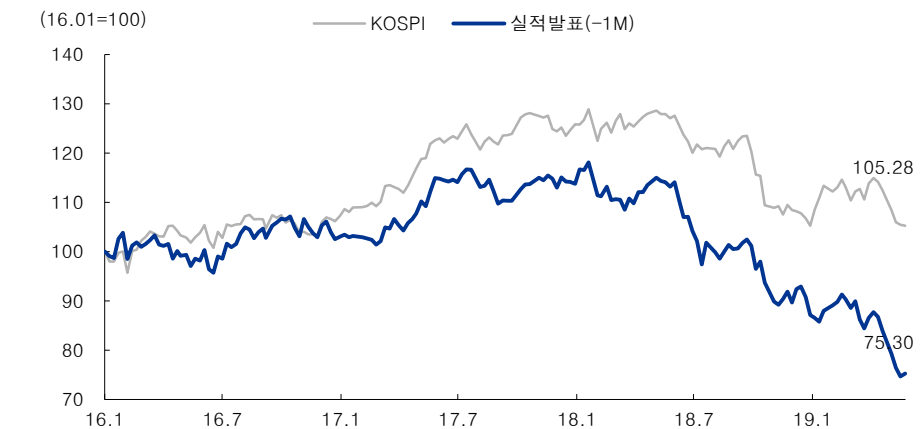


그림 60. 순이익 팩터 포트폴리오 1년 - 실적발표 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 -17.92%p)

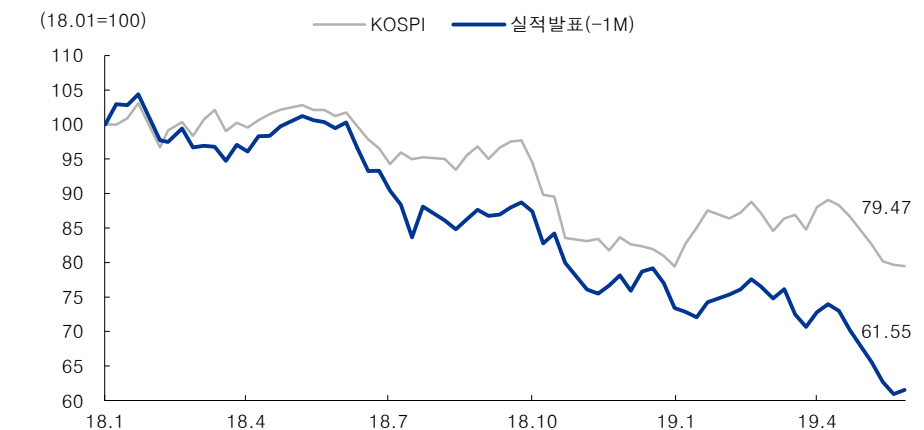


그림 61. 매출액 팩터 포트폴리오 5년 - 실적시즌 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 -8.3%p)



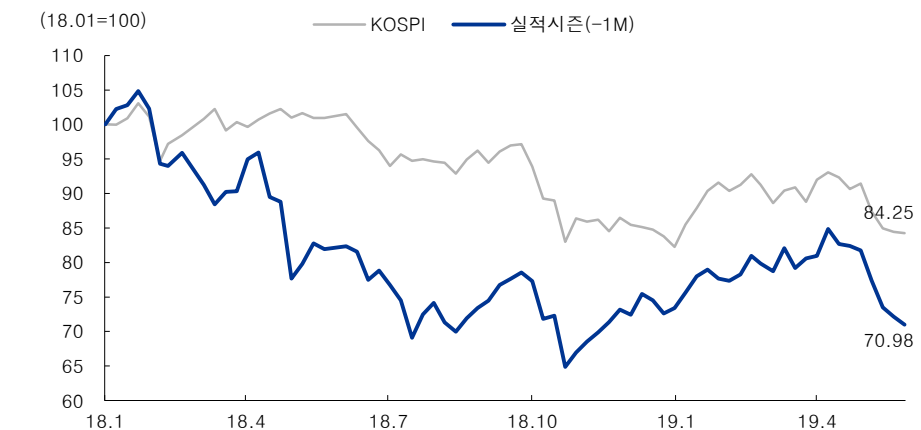
주: 유니버스는 KOSPI200
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 62. 매출액 팩터 포트폴리오 3년 - 실적시즌 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 -24.75%p)



주: 유니버스는 KOSPI200
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 63. 매출액 팩터 포트폴리오 1년 - 실적시즌 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 -13.27%p)



주: 유니버스는 KOSPI200
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 64. 영업이익 팩터 포트폴리오 5년 - 실적시즌 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 13.21%p)

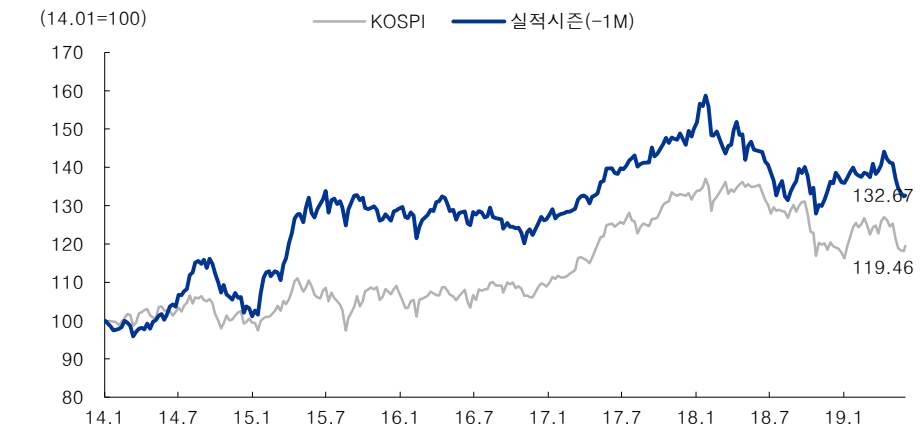


그림 65. 영업이익 팩터 포트폴리오 3년 - 실적시즌 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 -11.17%p)



그림 66. 영업이익 팩터 포트폴리오 1년 - 실적시즌 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 -4.63%p)

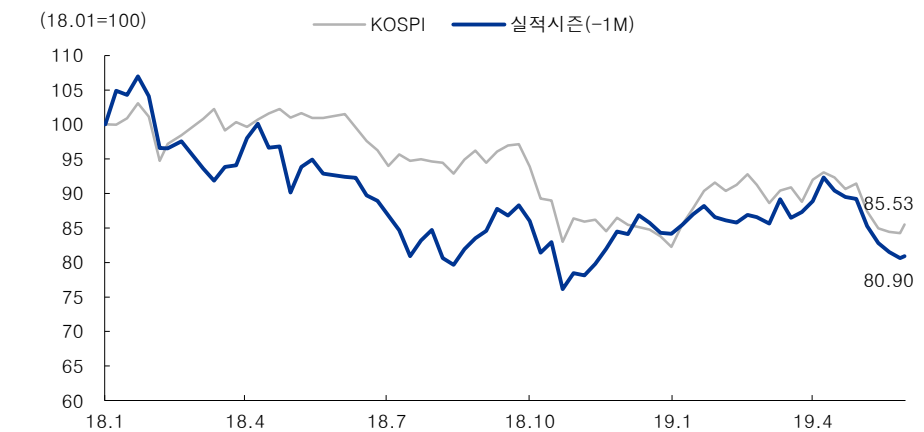
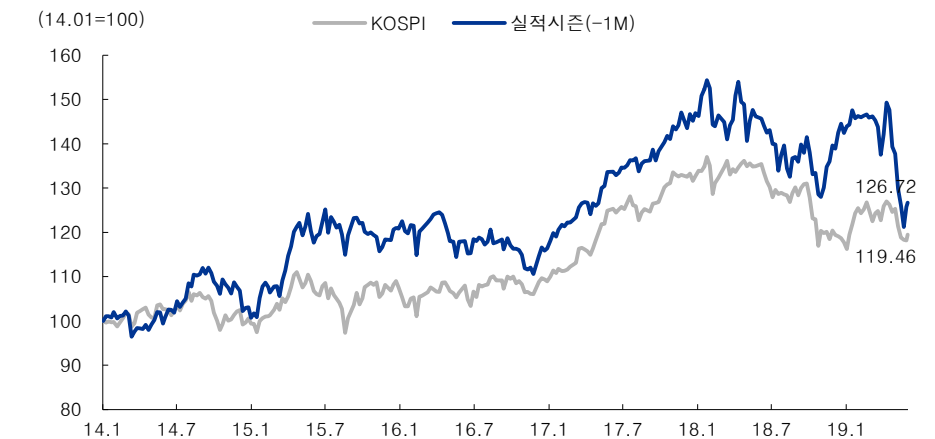
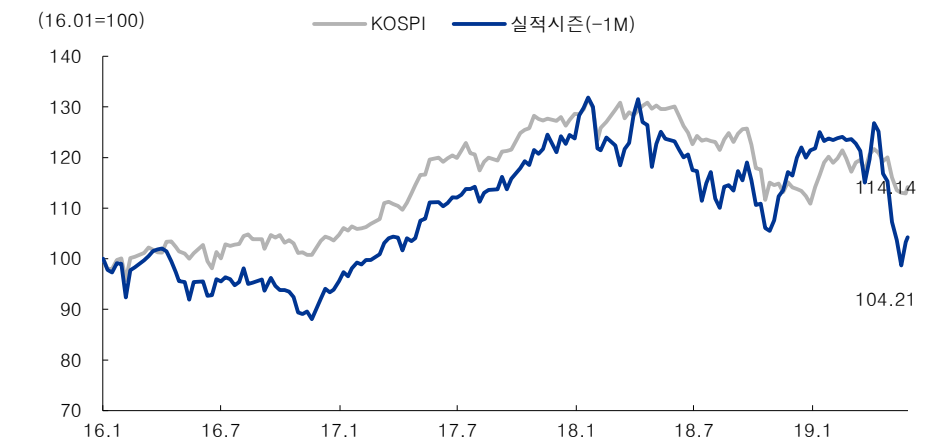


그림 67. 순이익 팩터 포트폴리오 5년 - 실적시즌 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 7.26%p)



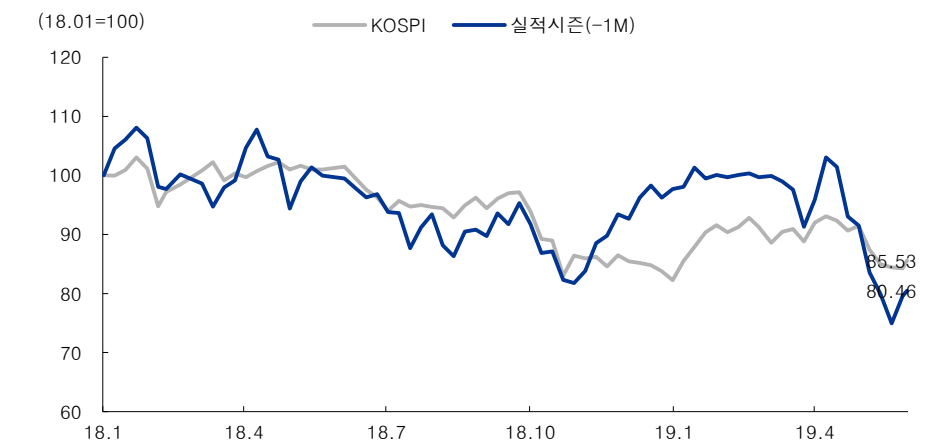
주 : 유니버스는 KOSPI200
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 68. 순이익 팩터 포트폴리오 3년 - 실적시즌 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 -9.93%p)



주 : 유니버스는 KOSPI200
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 69. 순이익 팩터 포트폴리오 1년 - 실적시즌 한달 전 리밸런싱 (초과수익률 -5.07%p)



주 : 유니버스는 KOSPI200
자료: Quantiwise, IBK투자증권

포지티브 서프라이즈 (고확률 : 70% ↑)

고확률 종목들

- 1) 실적발표(-1M) 순이익
- 2) 실적시점(-1M) 매출액

최근 1년간 KOSPI를 상회하며 수익률이 양호한 시나리오는 실적발표 한달 전과 실적시점 한달 전이다. 실적발표 한달 전 시나리오에서 순이익 서프라이즈 확률이 높은 종목들의 누적수익률이 양호했다. 실적시점 한달 전 시나리오는 매출액 서프라이즈 확률이 높은 종목들의 수익률이 지속적으로 좋았다. 고무적인 점은 모든 시나리오들 Composite으로 호텔신라가 있었다는 점이다.

종목 특징

2019년 1분기 실적발표 한달 전에 편입된 호텔신라의 특징은 고 ROE, 레버리지, 성장 프리미엄이다. 증권주들은 저 PBR, 고배당, 이익 모멘텀으로 요약할 수 있다. 단, 증권주의 Risk는 이익의 가변성이 있기 때문에 이익의 변곡점이 나타나는 것을 주의해야 한다. 삼성엔지니어링은 고 ROE, 레버리지, 이익 모멘텀의 팩터를 지녔는데 최근 기업 개별이슈와 주가 모멘텀이 없는 상황이다. 한세실업은 턴어라운드와 이익 모멘텀이 눈에 띈다. 위 종목들 모두 공통 팩터는 이익 모멘텀이고 실적시점 한달 전은 매출액 서프라이즈 확률이 높은 종목들의 수익률이 좋았기 때문에 현 시점에서는 호텔신라와 한세실업이 유망하다.

표 35. 어닝 서프라이즈 고확률(P.surp 70% ↑) 종목들 누적수익률

	고확률	10Y	5Y	3Y	1Y	종목
1) PEAD	매출액	185.32	130.38	67.05	48.40	
	영업이익	156.66	105.85	74.91	43.14	
	순이익	239.12	114.58	81.93	72.83	
	순이익(지배)	174.03	83.55	76.77	67.80	
	KOSPI	113.92	119.68	114.36	85.75	
2) 실적발표(-1M)	매출액	193.39	106.75	78.75	75.24	
	영업이익	182.28	98.10	75.92	72.02	
	순이익	276.88	160.93	129.44	101.10	호텔신라
	순이익(지배)	269.09	154.76	106.06	109.22	삼성증권, 호텔신라, NH투자증권, 삼성엔지니어링
	KOSPI	120.48	105.43	106.78	80.97	
3) 실적시점(-1M)	매출액	219.73	199.74	128.38	99.67	호텔신라, 한세실업
	영업이익	144.11	115.36	93.97	58.43	
	순이익	233.38	170.06	138.28	85.24	
	순이익(지배)	43.11	42.25	52.16	45.80	
	KOSPI	113.92	119.68	114.36	85.75	

주1 : 실적발표 후(PEAD) 리밸런싱 일자는 2, 5, 8, 11 말일

주2 : 실적발표 한달 전은 2, 5, 8, 11 초일

주3 : 실적시점 한달 전은 3, 6, 9, 12 초일

자료: Quantiwise, IBK투자증권

포지티브 서프라이즈 (중확률 : 50%~70%)

중확률 종목들

- 1) PEAD 순이익
- 2) 실적발표(-1M) EBIT
- 3) 실적시즌(-1M) 순이익

어닝 서프라이즈 중확률 종목들 중에서 최근 1년간 수익률이 가장 양호한 시나리오는 PEAD 순이익, 실적발표 한달 전 영업이익, 실적시즌 한달 전 영업이익과 순이익이다. 고확률 종목들 보다 수익률이 양호했고 고확률 대비 종목수가 많은 것이 특징이다. 최근 리밸런싱된 종목들을 보면 화학, 운송, 건설, 증권, 광고, IT 종목들이 많다. 아무래도 소수의 어닝 서프라이즈 고확률 종목에 집중하는 것보다 중확률 서프라이즈 종목들을 묶어서 투자하는 것이 더 높은 초과수익률을 기록했다. 즉, 서프라이즈 예상 종목을 여러 개 가지고 갈수록 후보군 중에서 주도주가 나올 확률이 크다는 의미이다.

종목 특징

성장 프리미엄을 받는 종목은 제일기획, 카카오이다. 고배당 종목은 신한지주, KT이며 대림산업은 저 PBR과 고 ROE 종목으로 요약할 수 있다. 위 종목들 모두 공통된 특징은 이익 모멘텀이 부각되고 있다는 점이다. 리밸런싱 관점에서 현재 적합한 팩터는 영업이익과 순이익(지배) 중확률 종목들이고 대림산업, 제일기획, KT, 한국금융지주, 현대글로비스, 카카오, LG전자, 우리금융지주가 유망하다.

표 36. 어닝 서프라이즈 중확률(P.surp 50%~70%) 종목들 누적수익률

	고확률	10Y	5Y	3Y	1Y	종목
1) PEAD	매출액	115.63	113.50	91.58	83.02	
	영업이익	103.72	136.52	122.60	119.65	롯데정밀화학
	순이익	141.47	142.36	113.64	100.35	현대글로비스
	순이익(지배)	154.31	154.58	132.17	118.52	대림산업, 금호석유, LG전자
	KOSPI	113.92	119.68	114.36	85.75	
2) 실적발표(-1M)	매출액	163.52	105.43	77.06	82.69	
	영업이익	181.60	121.12	112.78	110.13	롯데정밀화학, NH투자증권, 미래에셋대우, 삼성증권, 기업은행, 삼성엔지니어링, 두산인프라코어, 신한지주, 한세실업
	순이익	136.55	80.68	70.55	57.66	
	순이익(지배)	167.79	86.54	79.36	74.83	
	KOSPI	120.48	105.43	106.78	80.97	
3) 실적시즌(-1M)	매출액	121.34	88.79	84.79	68.07	
	영업이익	185.81	139.60	113.41	97.52	대림산업, 제일기획, KT, 한국금융지주, 현대글로비스
	순이익	158.77	120.15	97.86	79.45	
	순이익(지배)	187.91	140.99	116.46	106.42	제일기획, 카카오, LG전자, 한국금융지주, 우리금융지주
	KOSPI	113.92	119.68	114.36	85.75	

주1 : 실적발표 후(PEAD) 리밸런싱 일자는 2, 5, 8, 11 말일

주2 : 실적발표 한달 전은 2, 5, 8, 11 초일

주3 : 실적시즌 한달 전은 3, 6, 9, 12 초일

자료: Quantwise, IBK투자증권