

주식전략

5월, 실적 플레이어의 정석

주가 차별화 장세 지속

관세 리스크가 완전히 해소되었다고 보기는 어렵지만 불확실성의 정점은 지나간 것으로 판단된다. 중국을 제외한 주요국들에 대한 상호관세는 유예됐고, 우선 협상국으로 지정된 국가들 중심으로 무역 협상이 진행 중이다. 미국과 중국의 관세 협상은 결국 진행되겠지만 시간이 걸릴 전망이다. 트럼프 1기 당시에도 합의에 도달하기까지 약 2년이 걸렸다. 경기 침체까진 아니지만 일부 경기 둔화와 인플레이션에 대한 부담은 높아질 수 있다.

국내 증시도 관세 협상이 진전되면서 회복세를 보였지만 업종 간, 종목 간 수익률 차이는 극심했다. 4월 조선, 철강 업종의 주가 상승률 차이는 +34%p다. 당분간 관세 영향이나 이익모멘텀에 따라 차별화 장세는 이어질 가능성이 높다.

어닝 서프라이즈에도 실적 상향폭 제한

국내 기업들의 1분기 실적 발표 진행 중이다. 긍정적인 환율 효과 등으로 실적 발표를 마친 기업들의 합산 영업이익은 컨센서스를 +9.9% 상회했다. 그러나 어닝 서프라이즈에도 불구하고 연간 실적 컨센서스의 상향 조정이 제한적인 모습이다.

2분기 실적은 철강, 자동차를 제외하면 관세 영향이 제한적이기 때문에 현재 컨센서스가 부담스럽지 않지만 3분기, 4분기 실적 개선에 대한 기대가 너무 높다. 하반기로 갈수록 어닝 서프라이즈 비율이 떨어지는 계절성까지 감안할 필요가 있다. 3분기 영업이익 컨센서스를 10% 하향 조정하면 영업이익 증가율은 +25%YoY에서 +12%YoY로 둔화된다(15% 하향 조정시 +6%YoY).

현재 코스피 PER은 낮지만 EPS 하향 조정에 대한 부담이 있다. 반면, PBR 기준으로는 밸류에이션 매력이 높다고 판단된다. 또한, 연말로 갈수록 기업들의 자본총계가 증가함에 따라 지수 저점은 상승할 수 있다. 극단적인 실적 하향 조정을 가정해도 올해 자본총계는 2,490조원까지 증가할 것으로 예상된다(24년: 2,340조원). 이를 PBR 0.8배로 환산한 코스피는 현재 수준과 크게 다르지 않다.

이익모멘텀 전략 성과 개선시키기

이익모멘텀 전략은 장기적으로 우수한 성과를 기록했지만 실적 둔화 국면에서는 부진했다. 애널리스트 컨센서스의 신뢰도가 낮아지기 때문이다. 실적이 크게 둔화됐던 2023년에 이익모멘텀 전략은 벤치마크를 -11%p나 하회했다.

이익모멘텀 전략의 성과를 개선시키기 위해 1) 컨센서스 변화 속도, 2) 컨센서스 최대값 변화, 3) 어닝 서프라이즈 횟수를 고려했다. 컨센서스 변화 속도, 컨센서스 최대값 변화로 이익모멘텀 개선이 지속될 기업을 찾을 수 있다. 어닝 서프라이즈 횟수가 적은 기업은 피크아웃 우려가 상대적으로 낮다. 최근 실적 변화율 상위 기업 중 1), 2), 3)의 기준으로 관심 종목을 선정했다(본문 내 표4 참조).

5월, 실적 플레이어의 정석

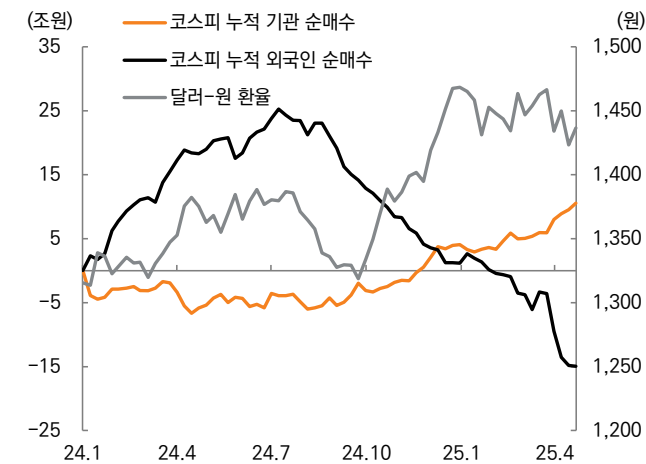
주가 차별화 장세 지속

관세 영향, 이익모멘텀이 주가 차별화 요인

관세 협상이 진전되면서 주식 시장이 회복세다. 4월 9일 저점 대비 코스피, 코스닥은 각각 +11%, +13% 상승해 3월말 수준을 회복했다(4월 성과 각각 +2.6%, +8.4%). 이번 반등 국면의 주요 수급 주체는 기관이었다(4월 코스피, 코스닥 4.0조원, 0.5조원 순매수). 반면, 달러-원 환율 변동성이 낮아졌지만 외국인의 매도세는 지속됐다. 외국인은 코스피를 4월 19거래일 중 17일을 순매도 했다(코스피, 코스닥은 -9.8조원, -0.8조원 순매도).

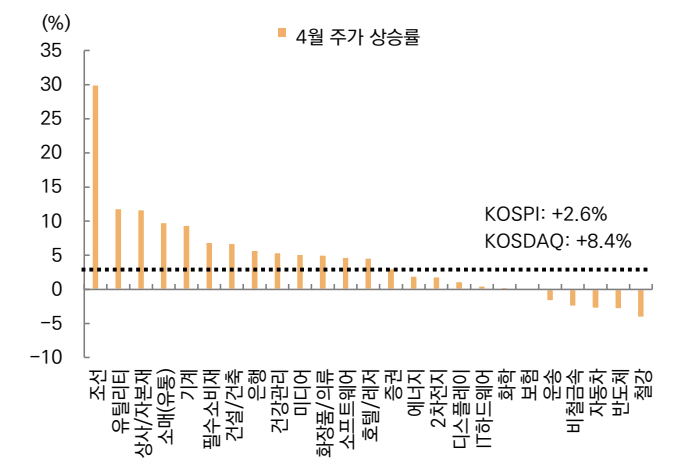
업종별로 4월 주가 상승률은 관세 영향과 이익모멘텀에 따라 차이가 극심했다. 조선, 유틸리티, 방산, 유통, 음식료, 건설, 은행, 헬스케어 업종의 주가 상승률이 높았다. 반면, 철강, 반도체, 자동차, 비철금속, 운송은 (-)의 주가 상승률을 기록했고, 보험, 화학, ITHW, 2차전지도 부진한 주가 흐름이 이어졌다(그림2 참조).

그림 1. 기관, 외국인 수급 및 달러-원 환율



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 4월 업종별 주가 상승률



주: 2025년 4월 25일(금) 종가 기준

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

관세 리스크가 완전히 해소되었다고 보기는 어렵지만 불확실성의 정점은 지나간 것으로 보인다. 중국을 제외한 주요국들에 대한 상호관세는 유예됐고, 우선협상국으로 지정된 국가들 중심으로 무역 협상이 진행 중이다. 한국도 지난 4월 24일 미국과 통상 협의를 진행했다. 상호 관세 유예가 종료되는 7월 8일 이전까지 관세 폐지를 목적으로 한 7월 패키지를 마련할 것에 합의했다. 한국은 에너지 안보 제고, 미국의 조선업 재건을 위한 양국의 기여 방안 등을 제안했다. 산업부-미국 무역대표부(USTR)간의 실무 협의와 5월 APEC 통상장관회의에서 추가 회담이 예정되어있다.

미국, 중국의 관세 협상이 핵심이다. 미국은 중국과 갈등 수위를 낮추려고 노력 중이지만 중국의 선제적인 양보가 필요하다는 입장이다. 중국도 아직 협상에 적극적인 모습을 보여주고 있지 않고, 미국이 먼저 상호관세를 폐지시킬 것을 요구하고 있다.

트럼프의 관세와 관련한 당사의 기본 시나리오는 미-중 간의 협상은 진행되지만 속도가 더딘 시나리오다. 트럼프 1기 당시에도 Phase 1 합의에 도달하기까지 2년에 가까운 시간이 걸렸다. 다른 주요국과도 상호관세 유예 기간을 연장하면서 무역 합의를 도출해 내지만 보편적 관세와 국가 안보와 연계된 업종들의 관세는 유지될 수 있다. 이러한 시나리오에서는 경기 침체까진 아니지만 일부 경기 둔화와 인플레이션에 대한 부담이 높아질 수 있다. 주식 시장도 변동성은 있겠지만 완만한 회복 흐름을 보일 전망이다(표1 참조).

표 1. 트럼프 관세 정책 시나리오별 영향

시나리오	시나리오 전개 방향	경제 영향(미국 GDP, 2034)	인플레이션(PCE)	주식	10년 금리/달러
Base	- 미국-중국 결국 협상에 돌입. 다만 양국간 입장 차이로 인해 협상 진척 속도는 더딘 편. 최종 목표는 트럼프 1기 당시 체결됐던 Phase 1딜과 유사한 형태의 합의 - 다른 주요국들과도 합의하는데 성공. 필요할 경우 90일 유예 기간 연장 - 글로벌 대상 보편적 10% 관세와 섹터별 관세는 유지 - 중국과의 협상 과정에서 변동성 발생할 수 있지만 최종 합의에 도달하고자 하는 양국의 의지 확인이 긍정적 - 정책 불확실성 낮아지며 미국 주식, 국채 등 달러 자산 변동성도 안정화	예상 GDP 영향: -0.3% 관세 부과 이전 2034년 GDP 수치 대비 변화 가정: 섹터, 보편적 관세 유지 글로벌 10% 관세 유지 철강, 자동차 등 섹터 관세 유지	PCE 영향: 0.5%p 가정: 월러 연은 총재는 대부분의 관세가 해제될 경우에는 연중 인플레이션이 3%(현재 2.5%)에 머물 것을 전망	미국: 회복 변동성 잔존하나 정책 불확실성 낮아지며 점진적으로 회복	10년 금리: 횡보
				미국 외 글로벌 > 미국 관세 합의 시점에 따라 퍼포먼스 차별화. 먼저 합의할 수록 유리	달러 인덱스: 횡보
Worst	- 중국과의 마찰이 지속되는 가운데 유예 기간내 일부 주요국들과의 합의에도 실패 - 특히 EU와의 협상이 실패하며 EU와도 갈등 고조. EU는 준비해 뒀던 보복 조치를 시행하고 미국도 대응 - 경기 침체/스태그플레이션 우려 고조 - 4월초 나타났던 미국에서의 자금 유출 현상 재개되며 주식 하락, 금리 상승, 달러 하락 흐름 전개 - 각국의 부양책 규모에 따라 국가별 퍼포먼스 차별화 예상. 경기 부양 규모 클 수록 관세 영향을 최대한 상쇄	예상 GDP 영향: -1.0% 2025년 GDP는 -1.1%p(YBL) 가정: 발표된 모든 관세 발효 중국에 대한 펜타닐 관세 (20%), 상호관세(125%) 유지 각국에 대한 상호관세를 발효, 각국의 보복 조치 영향도 포함 철강, 자동차 등 섹터 관세 유지	PCE 영향: 2.5%p (단기적) 가정: 월러 연은 총재는 지금까지 발표된 관세(실효 관세율 25%)가 모두 적용되면 인플레이션은 단기간내 5%에 근접할 것을 전망	미국: 하락 달러 자산 변동성 증폭되며 약세 압력 강화	10년 금리: 상승 미국 자산에서의 자금 유출 가속화
				미국 외 글로벌 > 미국 약세 압력 강화 각국 부양책 규모에 따라 낙폭 차별화	달러 인덱스: 하락 미국 자산에서의 자금 유출 가속화
Best	- 미국-중국은 협상에 돌입해 연중 구체적인 합의에 도달 - 양국 수입품에 대한 관세율이 30~40%대(펜타닐 관세만 적용)로 낮아지고 중국은 미국산 수입 증진을 약속 - 다른 주요국들과의 합의에 성공. 보편적 관세도 유예 - 관세 관련 불확실성 해소되며 경기 침체 우려 빠르게 완화. 인플레이션도 안정되며 연준의 금리 인하 재개 - 낙폭이 컸던 미국 중심으로 글로벌 시장 빠르게 반등	예상 GDP 영향: -0.1% 미만 가정: 섹터별 관세만 유지 철강, 자동차 등 섹터 관세 유지	PCE 영향: 0.1%p 가정: 관세 영향이 섹터에 한정될 경우 실효 관세율에 미치는 영향은 제한적 2018년 미중 무역 분쟁이 PCE 인플레이에 미치는 영향은 0.1%p 미만	미국: 상승 정책 불확실성 해소되며 빠르게 반등	10년 금리: 하락 미국 자산에 대한 불확실성 해소되며 자금 유입
				미국 외 글로벌 < 미국 관세로 낙폭이 컸던 미국이 빠르게 반등	달러 인덱스: 상승 미국 자산 불확실성 및 경기 침체 우려 해소

주: Base와 Best는 보스턴 연은, Worst Case는 Waller 연준 이사 인용. GDP는 기존 Trend 대비 변화율

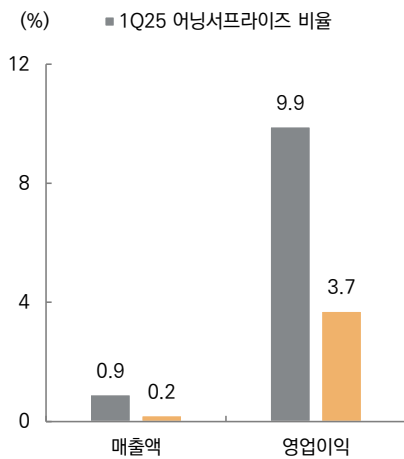
자료: Tax Foundation(GDP), Yale Budget Lab(GDP, Worst), Federal Reserve Bank of Boston(PCE), 미래에셋증권 리서치센터

실적 점검: 1Q25 서프라이즈에도 상향 조정 폭 제한

하반기 실적 기대가 과도

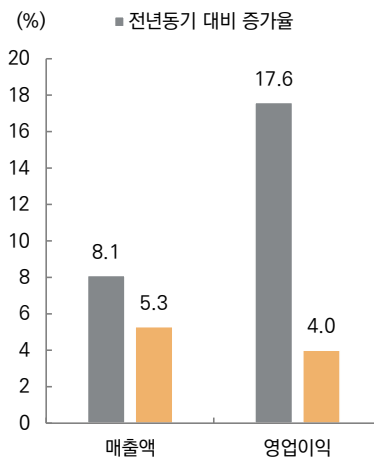
국내 기업들의 1분기 실적 발표 진행 중이다. 현재까지 약 40%(시가총액 기준, 4/25) 진행됐다. 긍정적인 환율 효과 등으로 실적 발표를 마친 기업들의 1Q25 합산 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 +0.9%, +9.9% 상회했다. 반도체를 제외하면 +3.7%의 영업이익의 서프라이즈를 달성했다(그림3~5 참조).

그림 3. 1Q25 어닝서프라이즈 비율



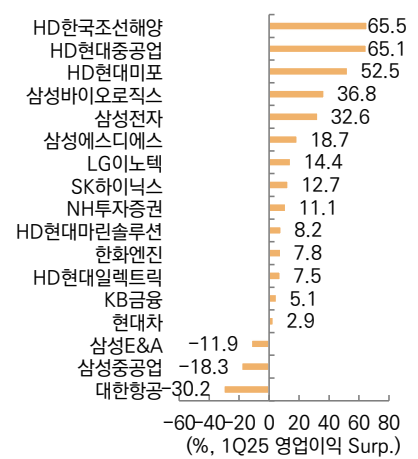
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 1Q25 실적 증가율



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

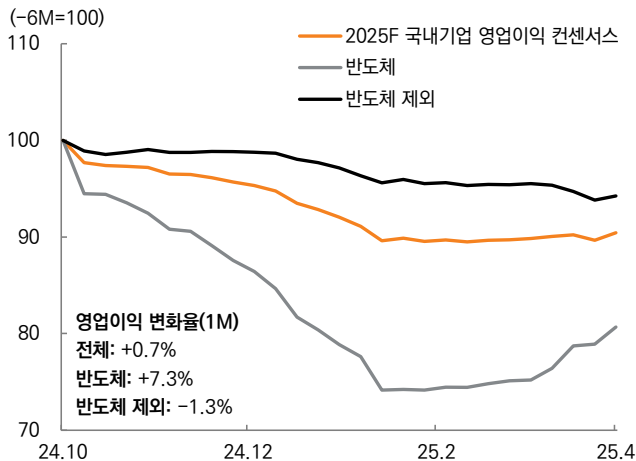
그림 5. 주요 기업 컨센서스 대비 실적치



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

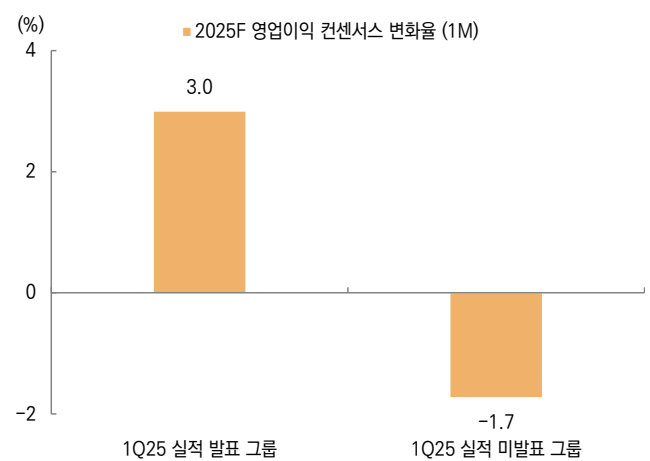
그러나 어닝 서프라이즈에도 불구하고 국내 기업들의 이익모멘텀은 정체되어 있는 모습이다. 트럼프 관세 불확실성 때문이다. 2025년 합산 영업이익은 최근 1개월 간 +0.7% 상향 조정됐는데, 반도체를 제외하면 -1.3% 하향 조정됐다. 또한, 아직 실적 발표를 하지 않은 기업들의 1Q25 영업이익 하향 조정 폭은 -1.7%로 남아있는 실적 발표 기간 동안에 국내 기업들의 실적 상향 조정 폭은 제한될 가능성이 높다(그림6,7 참조).

그림 6. 2025년 영업이익 컨센서스 추이



주: 커버리지 3개 이상, 컨센서스가 전부 존재하는 287개 기업 합산
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 실적 발표 그룹과 미발표 그룹의 이익모멘텀 비교

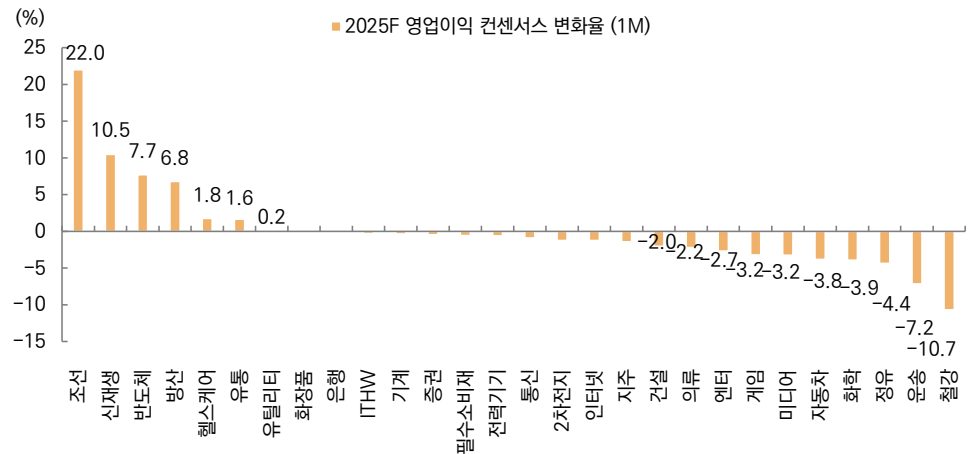


주: 컨센서스 데이터가 존재하는 300개 기업 합산
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

업종별 이익모멘텀은 차별화가 진행됐다. 조선, 신재생, 반도체, 방산, 헬스케어, 유통 업종의 1개월 간 2025년 영업이익 상향 조정 폭이 컸다.

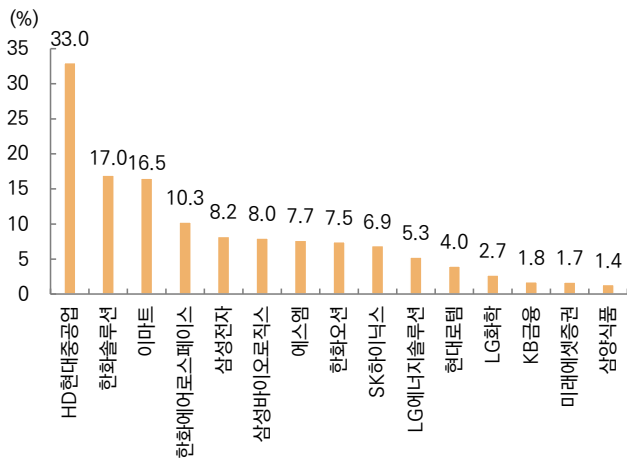
반면, 철강, 운송, 정유, 화학, 자동차, 미디어, 게임, 엔터, 의류 업종의 실적 하향 조정 폭이 컸다. 관세 영향이 직접적이거나 주로 실적이 부진한 업종 들이다(그림8~10 참조).

그림 8. 2025년 영업이익 컨센서스 변화율 (1M)



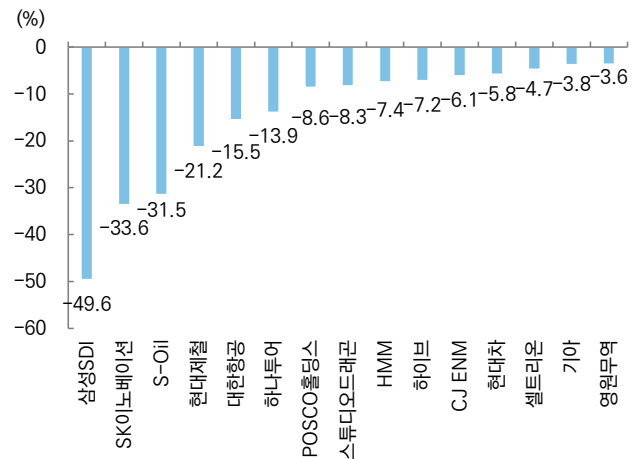
주: 금융 업종은 순이익 변화율(1M)을 사용
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 2025년 영업이익 컨센서스 변화율 상위(업종 대표주 내)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 2025년 영업이익 컨센서스 변화율 하위 (업종 대표주 내)

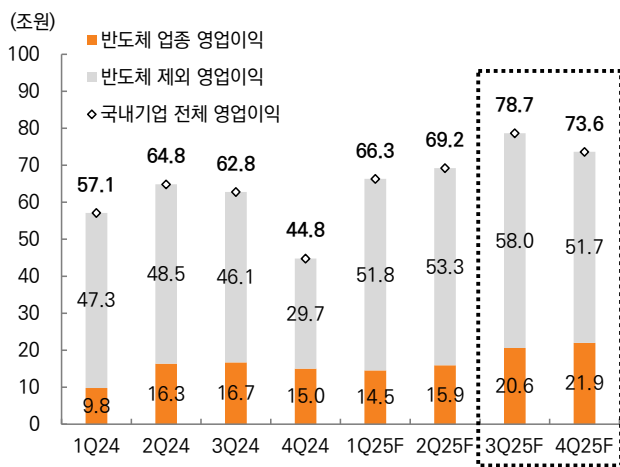


자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

국내 기업들의 분기별 영업이익은 1분기에서 3분기로 갈수록 높아질 것으로 예상된다. 1분기와 마찬가지로 2분기는 철강, 자동차를 제외하면 관세 영향이 제한적이기 때문에 현재 컨센서스가 부담스러운 수준은 아니다.

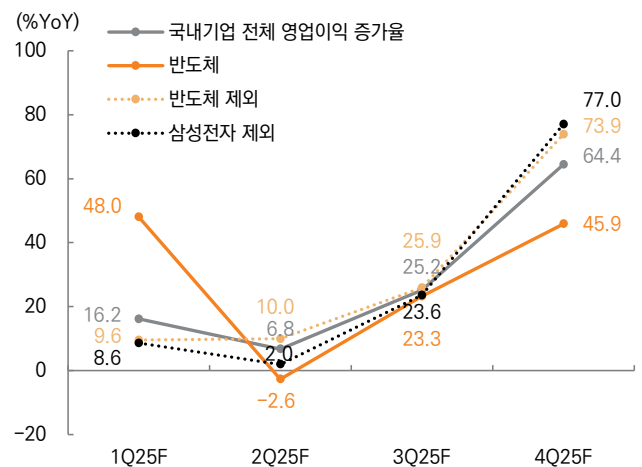
그러나 3분기, 4분기 실적 컨센서스에 대한 기대가 과도하게 높다. 관세 불확실성도 남아있다. 앞서 설명했듯 1분기 어닝서프라이즈에도 2025년 연간 실적에 대한 상향 조정이 제한적인 이유다. 또한, 하반기로 갈수록 어닝 서프라이즈 비율이 떨어지는 계절성까지 감안하면 하반기 실적 턴어라운드의 폭은 크지 않을 수 있다. 3분기 영업이익 컨센서스를 10%, 15% 하향 조정하면 증가율은 +25%YoY에서 각각 +12%YoY, +6%YoY 수준으로 둔화된다(그림11~13 참조).

그림 11. 국내 기업 분기별 영업이익: 3Q, 4Q가 부담



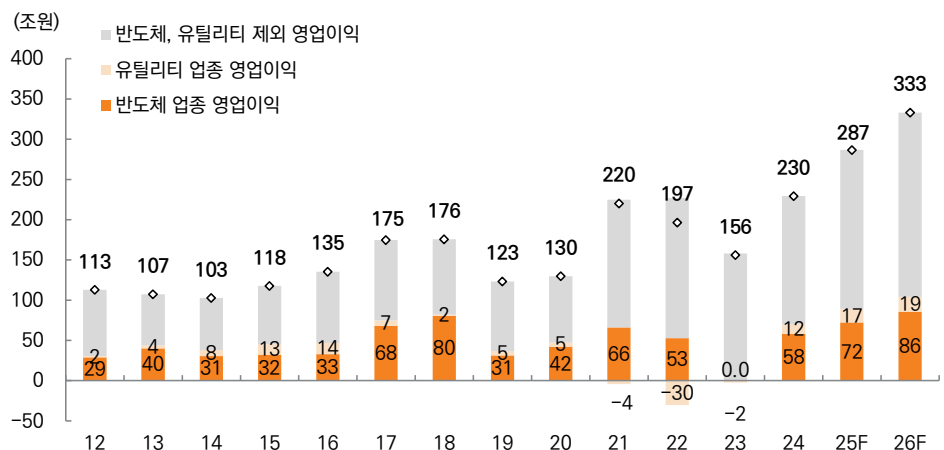
주: 컨센서스 데이터가 존재하는 300개 기업 합산
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 국내 기업 분기별 영업이익 증가율



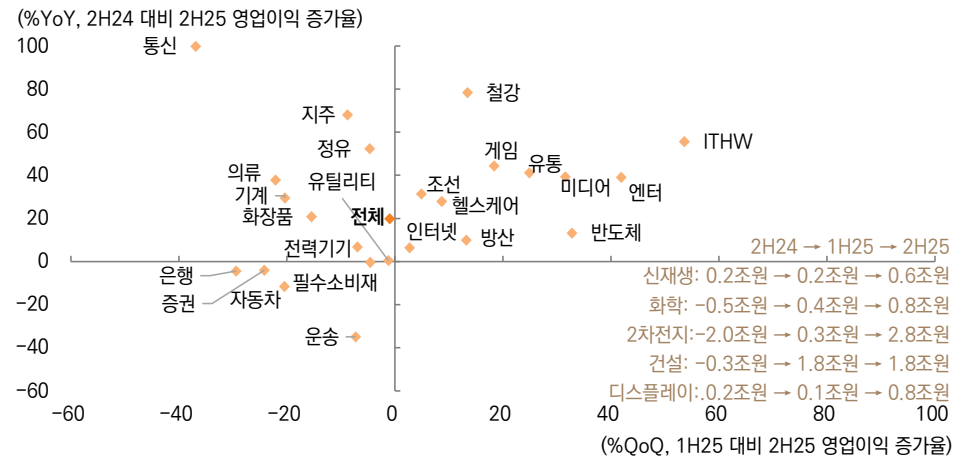
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 국내 기업 연간 영업이익: 3Q25 -15%, 4Q25 -20% 하향 조정시 260조원(+14%YoY)



주: 컨센서스 데이터가 존재하는 300개 기업 합산
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 업종별 하반기 영업이익의 증가율(3Q25, 4Q25 컨센서스 각각 10%, 20% 하향 조정)



주: 3Q25 전망치, 4Q25 전망치 각각 -10%, -20% 하향 조정 가정
 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 점검: PER 8배와 PBR 0.8배

실적 하향 감안하면 PER은 평균 수준

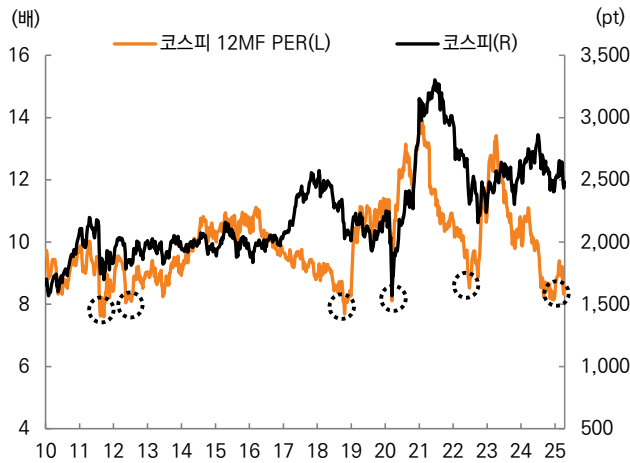
2010년 이후 KOSPI 12개월 선행 PER의 저점은 7.5배~8배 수준이었다(평균 10배, 표준 편차 1.24). 현재 12개월 PER은 8.7배로 하위 13% 수준이다. 여전히 절대적인 밸류에이션 매력은 높다고 판단할 수 있다.

PER이 낮아 투자 매력이 높아 보일 수 있지만, 실제 주가 상승률은 기대에 미치지 못했다. PER 8.4배 이하에서 6개월 코스피 상승률은 평균 -9%였고, 9배 이하에서는 -4.3% 였다. 오히려 PER이 9~10배, 11배 이상에서의 주가 상승률이 높았다(다음페이지 그림15~18 참조).

PER이 낮을 때 주가 상승률이 높지 않은 이유는 기업 실적이 후행적으로 하향 조정되기 때문이다(인플레이션 등 매크로 요인은 제외). 이를 순서화 시키면 1) 주가 상승→2) PER 상승→3) EPS 상승→4) 주가 하락→5) PER 하락→6) EPS 하락으로 나타낼 수 있다.

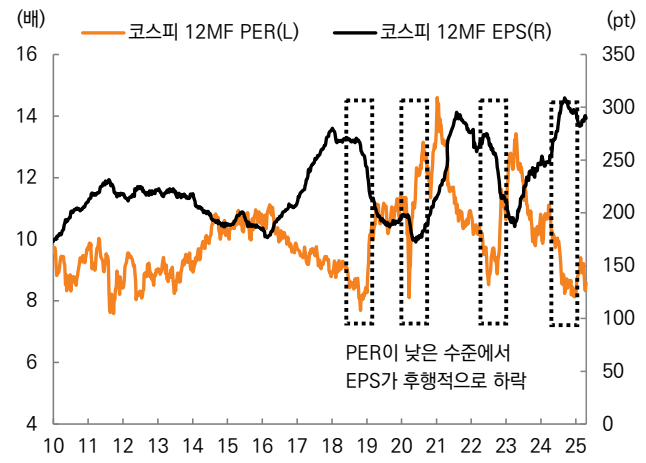
현재는 EPS 상향에도 불구하고 주가 하락으로 PER이 낮아진 상황이다(4,5 구간). 관세 불확실성은 하반기와 내년 EPS 하향 조정 요인이다(6 구간). 이 국면에서 PER은 일시적으로 높아질 수 있다. 25년, 26년 EPS 10% 하향 조정을 가정하면 코스피 12개월 선행 PER은 9.7배, 15% 하향 조정시 10.3배로 과거 평균값과 유사한 수준이다.

그림 15. PER이 낮은 수준에서 주가 매력 높지 않음



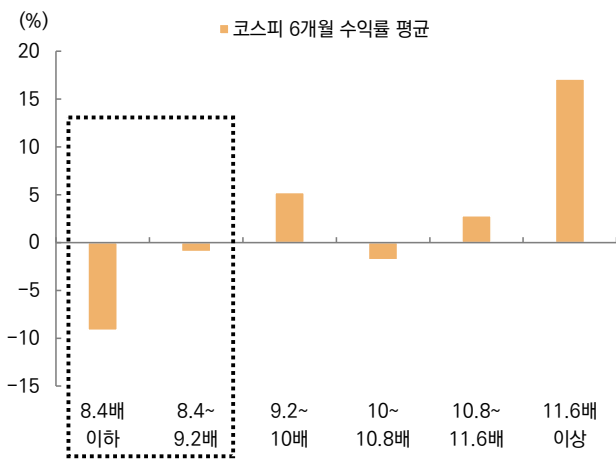
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. EPS가 후행적으로 하향 조정되기 때문



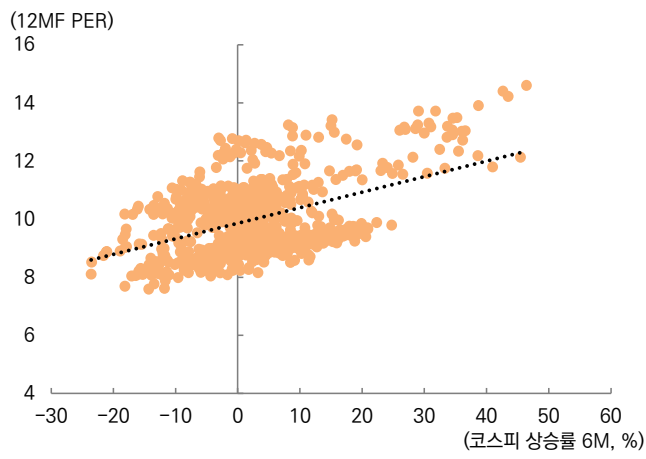
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. KOSPI PER 구간별 6개월 상승률



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. KOSPI PER과 6개월 상승률



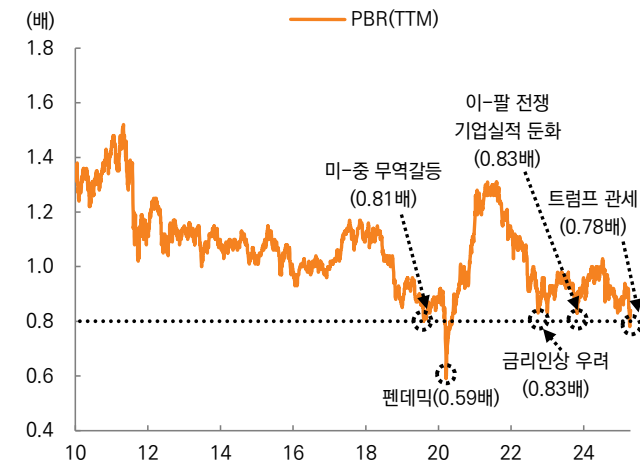
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

PBR 0.8배, 높아지는 지수 저점

PBR은 PER보다 이익 변동성에 덜 민감하다. 4월 초 급락 국면에서도 코스피 PBR 0.8배 (확정실적 기준)는 지지선의 역할을 했다. 과거에도 그랬다는 것 외에 다른 근거는 찾기 어렵지만 팬데믹 사례를 제외하면 PBR 0.8배는 국내 주식 시장에서 의미있는 기준선이다(그림19 참조).

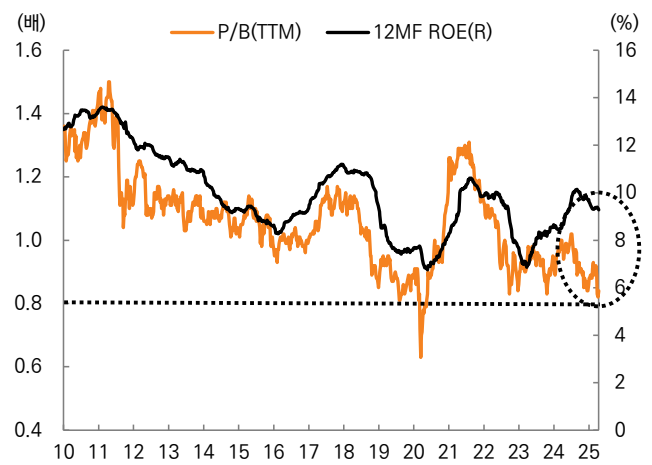
현재 코스피 PBR은 0.87배다. 국내 기업들의 구조적 요인으로 인해 PBR 하락이 지속되고 있다. 그러나 현재 기업들의 수익성 대비로는 저평가 국면이라 판단된다. ROE와 PBR은 상관관계가 높은데, 12개월 선행 ROE는 9.5%로 지난 2019년, 2022년~2023년 PBR 0.8배 수준 기록했던 ROE 7%~7.5%보다 높은 수준이다(그림20 참조).

그림 19. KOSPI PBR 추이: 현재 0.8배는 2,370pt



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. KOSPI PBR과 ROE

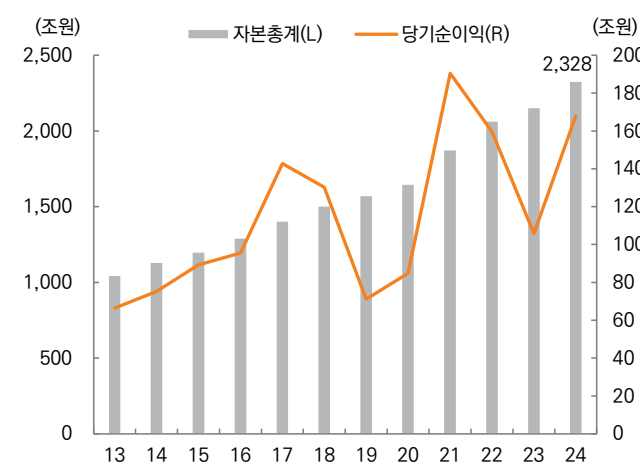


자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

연말로 갈수록 기업들의 자본총계가 증가하면서 지수 저점은 높아질 수 있다. 2024년 코스피 기업들의 자본총계는 2,340조원으로 2023년 대비 171조원 증가했다. 이 중 이익잉여금이 115조원 증가해 자본총계 증가분의 48%를 차지했다.

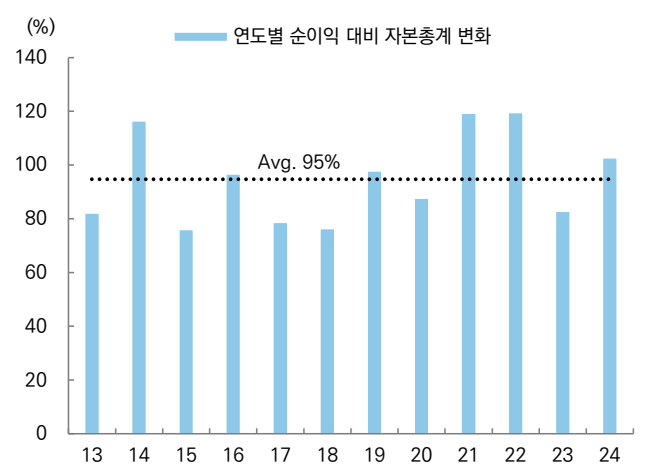
자본총계 증가 폭은 실적과 관련이 있다. 과거 실적 둔화 국면에서 자본총계는 평균 4%, 실적 증가 국면에서는 7% 증가했다(순이익의 평균 95% 증가). 25년 순이익 컨센서스 204조원 기준으로 올해 자본총계는 2,530조원까지 증가할 것으로 기대된다. 극단적인 실적 하향을 감안해도 자본총계는 2,490조원까지 늘어난다(24년 순이익인 168조원 가정). 이를 PBR 0.8배로 환산한 코스피는 2,540pt~2,580pt로 현재 수준과 유사하다. PBR 기준으로 코스피 밸류에이션 매력은 높다고 판단할 수 있다.

그림 21. 코스피 자본총계 및 순이익 추이



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 연도별 순이익 대비 자본총계 변화



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

불확실성 국면, 기업 실적에 집중

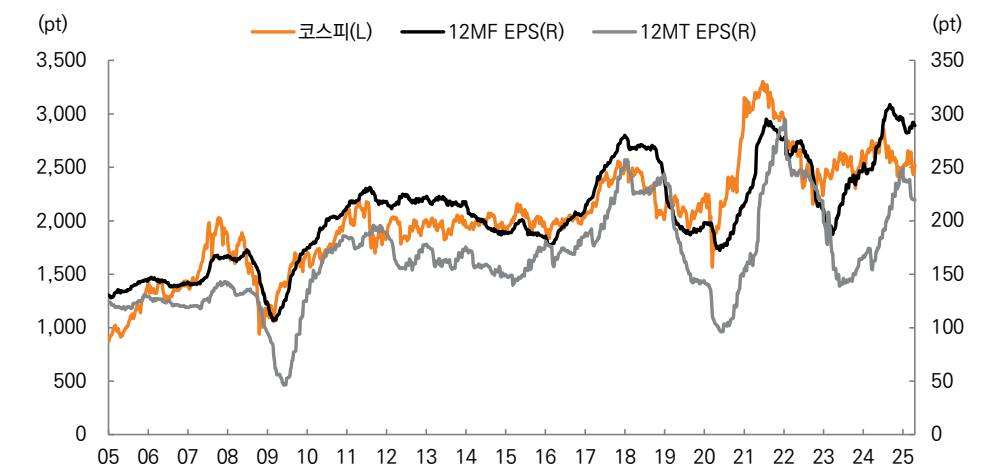
이익모멘텀 스타일이 유리

기업 이익이 부진하더라도 매크로 환경이 긍정적이거나 수급 요인이 발생하면 주가는 상승할 수 있다. 또한, 기업에 구조적인 변화가 발생하거나 금리 하락 등 매크로 환경 변화에 따라 당장의 실적이 부진하더라도 밸류에이션 상승으로 주가가 오를 수 있다.

그러나 현재는 매크로 환경, 수급, 밸류에이션 모두 불확실성이 커져 예측이 쉽지 않다. 이러한 상황에서는 기업 실적에 보다 집중할 필요가 있다.

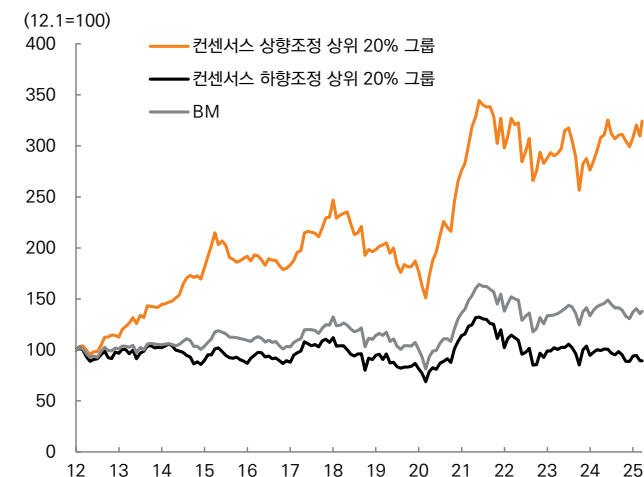
국내 증시에서 이익모멘텀 포트폴리오는 장기적으로 우수한 성과를 기록했다. 매월 말 영업 이익 컨센서스 상향 조정 폭이 큰 상위 20% 기업들로 포트폴리오를 구성했을 때 연평균 주가 상승률은 +9.2%를 기록했다. 벤치마크를 +6.8%p 상회했다. 반면, 하향 조정 폭이 큰 상위 20% 기업들은 연평균 -0.8% 하락해 부진한 성과를 기록했다(그림24,25 참조).

그림 23. 주가와 이익은 장기적으로 동행



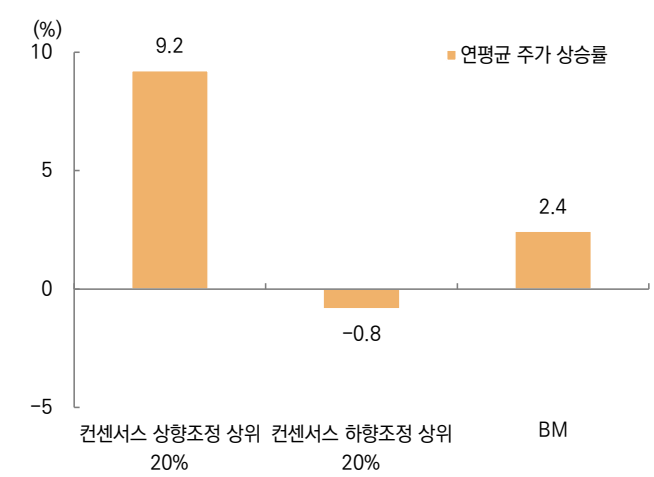
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 이익모멘텀 스타일은 장기적으로 긍정적인 성과



주: FY1 영업이익 컨센서스 1개월 변화를 기준. 월간 리밸런싱
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 그룹별 연평균 주가 상승률



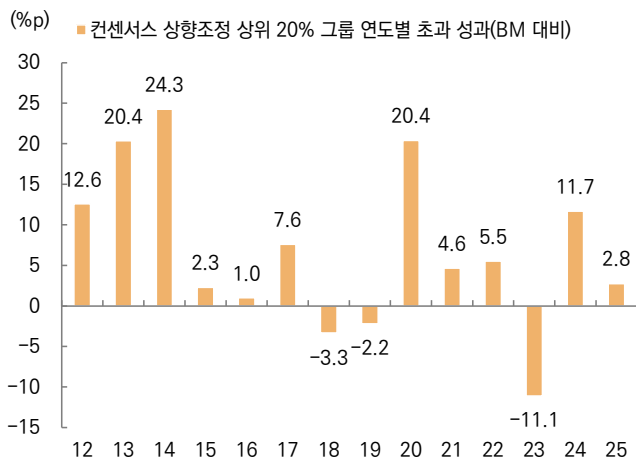
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그러나 이익모멘텀 포트폴리오는 국내 기업 실적 둔화 국면에서 성과가 떨어지는 경향이 있다. 연도별 성과를 보면, 2015년~2016년, 2018년~2019년, 2023년은 이익모멘텀 포트폴리오의 주가가 부진했다(2018년, 2019년, 2023년은 벤치마크를 하회). 공통적으로 국내 기업들의 실적이 크게 둔화됐던 시기였다. 2023년 국내 기업들의 합산 영업이익은 156조 원으로 전년 대비 40조원 감소했는데, 이익모멘텀 포트폴리오의 주가 상승률은 벤치마크를 -11.1%p 나 하회했다(그림27 참조).

〈그림 28〉를 보면, 실적 컨센서스가 상향 조정되는 기업들이 많아질수록 이익모멘텀 포트폴리오의 성과가 개선된 것을 확인할 수 있다. 반대로 시장 전체적으로 이익모멘텀이 부진했던 시기에는 주가가 부정적이었다. 실적 둔화 국면에서 애널리스트 컨센서스에 대한 신뢰도가 낮아지기 때문으로 해석할 수 있다.

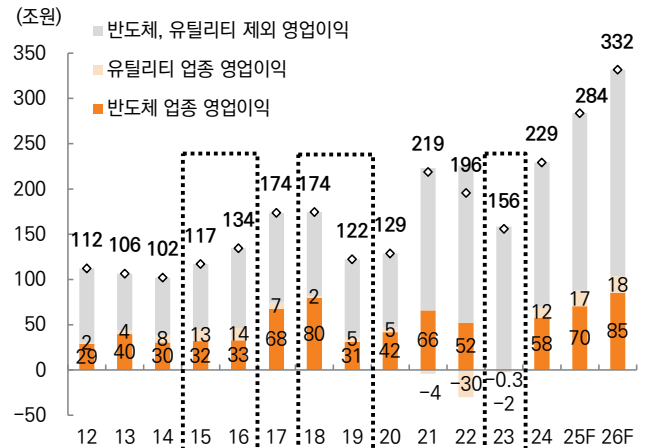
연말로 갈수록 시장 전체적인 이익모멘텀은 둔화될 가능성이 높다. 실적 상향 조정 기업 비중도 낮아질 수 있다. 이익모멘텀이 긍정적인 기업에서도 선별적인 접근이 필요한 시기다.

그림 26. 컨센서스 상향조정 그룹의 연도별 초과성과



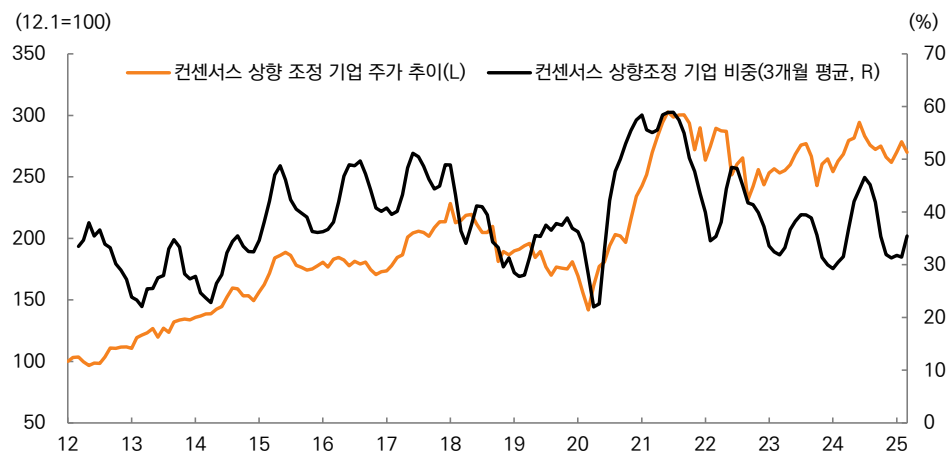
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 이익이 부진할 때 이익모멘텀 성과가 둔화



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 컨센서스 상향 조정 기업 비중 하락시 성과가 둔화



주: FY1 영업이익의 컨센서스 3개월 변화율 기준

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

1) 이익모멘텀 전략 성과 개선: 컨센서스 속도 활용

이익모멘텀 전략의 성과를 개선시킬 수 있는 대표적인 방법은 컨센서스 변화의 속도를 측정하는 방법이다. 컨센서스 상향 조정의 강도를 의미하기도 한다.

이익모멘텀 스타일을 실적 컨센서스가 변화하는 방향과 속도에 따라 6가지 유형으로 세분화할 수 있다. 우선 컨센서스 상향 조정 기업들을 (1)하향 조정→상향 조정, (2)상향 조정 가속, (3) 상향 조정 속도 둔화로 구분할 수 있다. 마찬가지로 컨센서스가 하향 조정되는 기업들도 속도 변화에 따라 3가지로 구분할 수 있다(표2 참조).

표 2. 컨센서스 방향과 속도로 구분한 6가지 유형

방향	속도	유형	설명
(-) → (+)		상향 전환	컨센서스 상향 조정이 시작되는 국면
(++)	(+)	상향 가속	2개월 연속 컨센서스 상향 조정 지속 + 상향 조정 폭 확대
(++)	(-)	상향 둔화	2개월 연속 컨센서스 상향 조정 지속 + 상향 조정 폭 축소
(+) → (-)		하향 전환	컨센서스 하향 조정이 시작되는 국면
(--)	(-)	하향 가속	2개월 연속 컨센서스 하향 조정 지속 + 하향 조정 폭 확대
(--)	(++)	하향 둔화	2개월 연속 컨센서스 하향 조정 지속 + 하향 조정 폭 축소

주: 상향 전환/하향 전환의 경우 속도는 계산하지 않음

자료: 미래에셋증권 리서치센터

위에 설명한 6가지 유형별로 포트폴리오를 구성해 주가 상승률을 분석했다. 2012년부터 매월 동일 가중 포트폴리오로 수익률을 계산했고, 컨센서스 변화와 속도를 확인한 뒤에 투자하는 방식으로 구성했다. 예를 들어 2020년 11월말 컨센서스 변화를 통해 12월말까지 투자하는 방식이다.

이익모멘텀이 개선 포트폴리오 내에서 실적 향상이 가속화되는 기업이 유리한 선택이다. 컨센서스가 상향 조정된 그룹 중에서는 상향 조정 속도가 개선된 그룹이 연평균 +9.9% 주가 상승률을 기록했다. 상향 전환(+5.3%), 상향 조정 속도 둔화(+7.7%)를 모두 상회하는 성과다(그림29,30 참조).

그림 29. 컨센서스 속도를 감안하면 성과가 개선

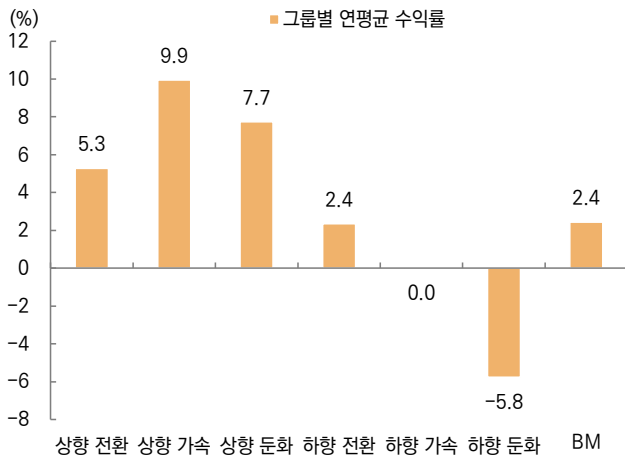
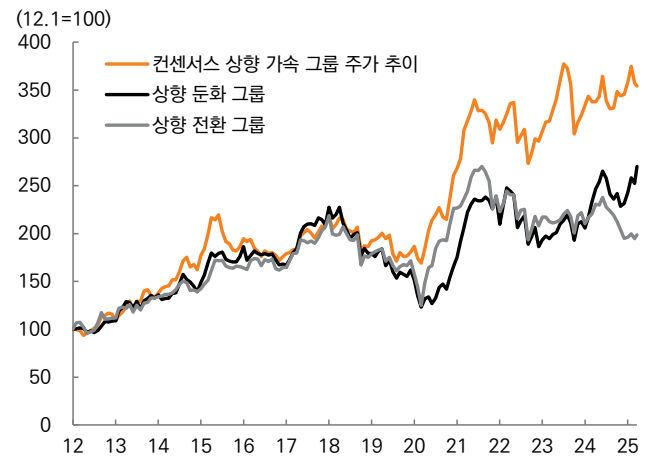


그림 30. 그룹별 연평균 주가 상승률



주1: FY1 영업이익 변화율(1개월 전 대비)로 매월 말 포트폴리오를 구성(동일가중)

주2: 애널리스트 컨센서스가 5개 이상인 기업 대상

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

〈표 3〉에 시가총액 규모별, 업종별로 영업이익 컨센서스 변화율과 속도를 정리했다. 대형주의 이익모멘텀이 긍정적인 모습이다. 중소형주는 실적 컨센서스 하향 조정 속도가 빨라졌다.

실적 상향 조정 속도가 개선되는 업종은 방산, 반도체 업종이다. 신재생, 조선, 유통, 헬스케어는 이익모멘텀이 (-)에서 (+)로 상향 전환됐다. 향후 이익모멘텀이 추가적으로 개선되면 상향 조정 속도가 개선을 기대할 수 있는 업종이다.

표 3. 국내 기업 업종별 컨센서스 변화와 속도

(%, %p)

업종명	25년 컨센서스 변화율 (%)		속도(%p)		방향	속도	유형
	현재	-1M	현재	-1M			
전체	0.8	0.2	0.5	-	(++)	(+)	상향 가속
대형주	1.2	0.3	0.9	-	(++)	(+)	상향 가속
중소형주	-2.0	-0.4	-1.5	2.4	(--)	(-)	하향 가속
정유	-4.4	0.1	-	-	(-)		하향 전환
신재생	10.5	-1.4	-	-	(+)		상향 전환
화학	-3.9	0.0	-	-	(-)		하향 전환
철강	-10.7	-0.1	-10.6	7.5	(--)	(-)	하향 가속
2차전지	-1.2	-14.5	13.3	20.3	(--)	(++)	하향 둔화
기계	-0.3	-0.5	0.1	6.6	(--)	(++)	하향 둔화
전력기기	-0.6	0.0	-0.6	-	(--)	(-)	하향 가속
방산	6.8	3.0	3.7	-22.5	(++)	(+)	상향 가속
조선	22.0	0.0	-	-	(+)		상향 전환
건설	-2.0	-1.9	-0.1	-0.8	(--)	(--)	하향 가속
운송	-7.2	0.8	-	-3.2	(-)		하향 전환
자동차	-3.8	-0.2	-3.7	0.4	(--)	(-)	하향 가속
화장품	-0.2	0.2	-	-	(-)		하향 전환
의류	-2.2	-1.4	-0.8	-0.1	(--)	(--)	하향 가속
엔터	-2.7	-1.1	-1.6	-	(--)	(-)	하향 가속
미디어	-3.2	-1.4	-1.9	3.0	(--)	(-)	하향 가속
유통	1.6	-1.7	-	-	(+)		상향 전환
필수소비재	-0.6	0.4	-	-	(-)		하향 전환
은행	-0.2	-0.2	0.0	-	(--)	(+)	하향 전환
증권	-0.5	0.0	-0.4	-	(--)	(-)	하향 가속
지주	-1.4	1.5	-	-	(-)		하향 전환
헬스케어	1.8	-1.1	-	3.4	(+)		상향 전환
인터넷	-1.2	0.3	-	-	(-)		하향 전환
게임	-3.2	-1.9	-1.3	4.0	(--)	(-)	하향 가속
반도체	7.7	1.0	6.8	-	(++)	(+)	상향 가속
ITHW	-0.3	-1.1	0.8	3.0	(--)	(++)	하향 둔화
통신	13.6	-1.7	-	-0.7	(-)		하향 전환
유틸리티	-0.9	0.3	-2.6	-1.8	(++)	(--)	상향 둔화

주1: 금융 업종은 순이익 컨센서스를 사용

주2: 속도 *-인 경우는 컨센서스 방향이 전환((-)→(+), (+)→(-)된 경우임

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

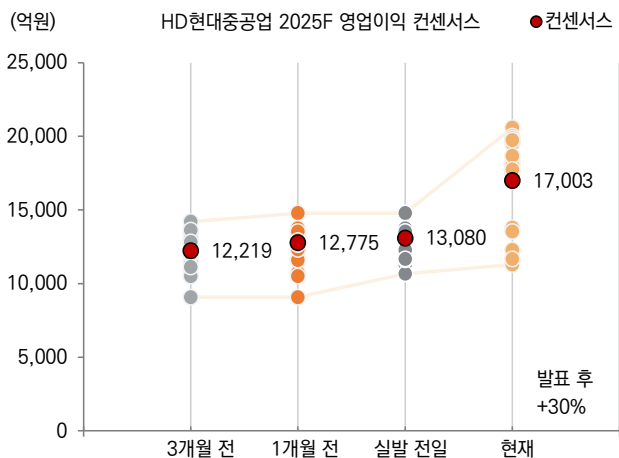
2) 이익모멘텀 전략 성과 개선: 컨센서스 최대값 확인

개별 종목의 이익모멘텀을 판단할 때 컨센서스의 분포 변화를 확인할 필요가 있다. 우리가 사용하는 컨센서스의 개념은 애널리스트 전망치의 평균값이다. 낙관적인 전망치와 보수적인 전망치가 모두 반영되어 있다.

실적이 상향 조정되는 기업 중에서 가장 낙관적인 컨센서스가 상향 조정되는 기업이 유리하다. 긍정적인 실적 발표 시 보수적인 컨센서스에서 상향 조정이 이어져 추가로 이익모멘텀이 개선될 가능성이 높다. 애널리스트들의 추정치가 후행적으로 바뀌는 바이어스를 활용하는 전략이라고 볼 수 있다.

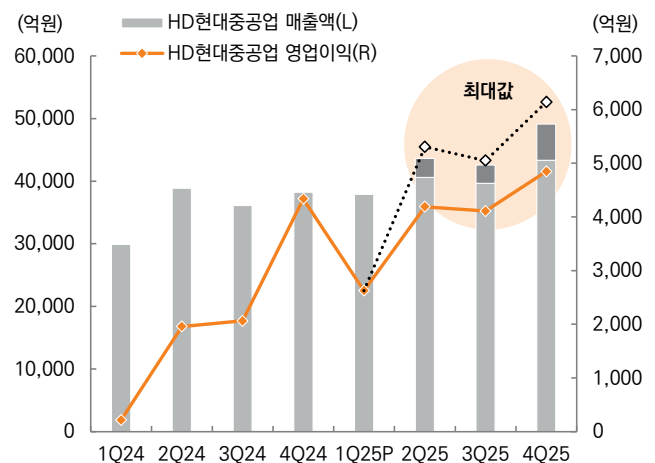
이번 1분기 어닝 서프라이즈를 기록한 HD현대중공업을 예로 들 수 있다. HD현대중공업의 1분기 실적 발표 전 올해 영업이익 컨센서스는 1.3조원 수준이었는데, 실적 발표 후 1.7조로 30% 상향 조정됐다. 또한, 컨센서스의 최대값은 1.5조원→2.1조원, 최소값은 1.07조원→1.13조원으로 상향 조정됐다(컨센서스 분포 확대). 지난 실적 발표 이후 주가도 9.8% 상승했다. 2분기에 호실적을 발표한다면 이후에도 비슷한 패턴으로 실적 상향 조정이 지속될 가능성이 높다.

그림 31. HD현대중공업 영업이익 컨센서스 분포



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. HD현대중공업 실적 추이

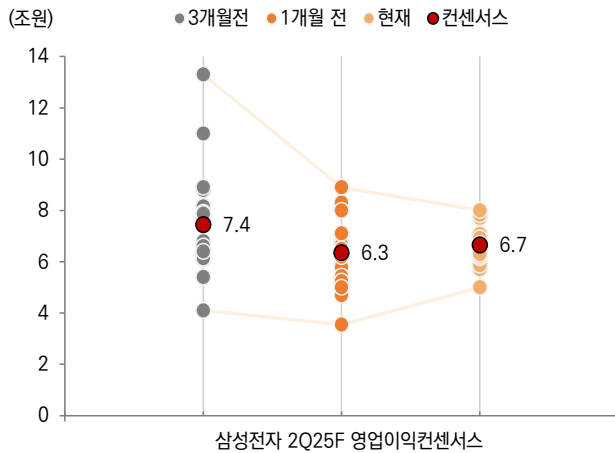


자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

한편, 이익모멘텀이 (-)인 기업들은 컨센서스의 분포가 축소되는 기업이 상대적으로 나은 선택이다. 지난달 자료에서 언급한 삼성전자의 사례를 참고할 필요가 있다. 삼성전자는 1분기 실적 발표 전까지 이익모멘텀이 부진했지만 컨센서스의 분포가 축소됐기 때문에 불확실성이 낮아졌다 판단했다.

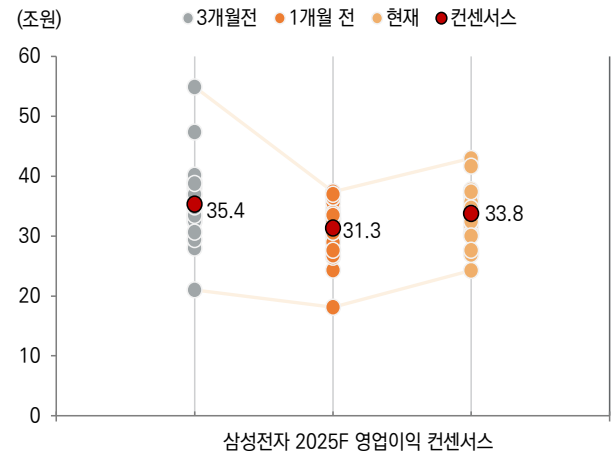
이후 삼성전자는 1분기 어닝 서프라이즈를 기록해 2Q25F, 2025년 영업이익 컨센서스도 상향 조정됐다(실적 발표 전 대비 각각 +8.7%, 7.0%). 그러나 컨센서스의 분포는 오히려 축소되거나 유지되는 모습으로 앞서 설명한 HD현대중공업과 비교하면 이익모멘텀 관점에서 매력이 떨어진다고 판단할 수 있다.

그림 33. 삼성전자 2Q25 영업이익의 컨센서스 분포 변화



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

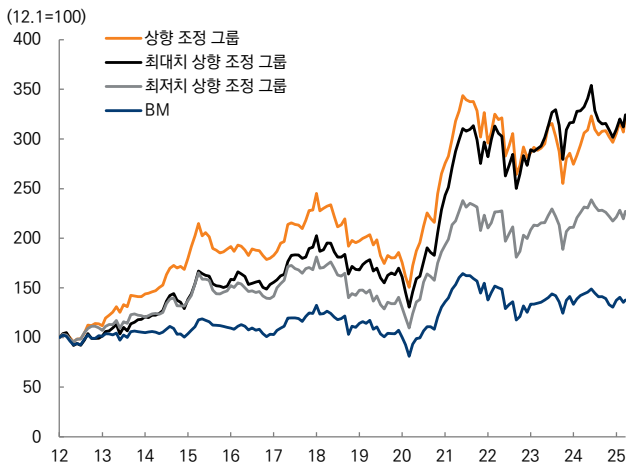
그림 34. 삼성전자 2025년 영업이익의 컨센서스 분포 변화



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

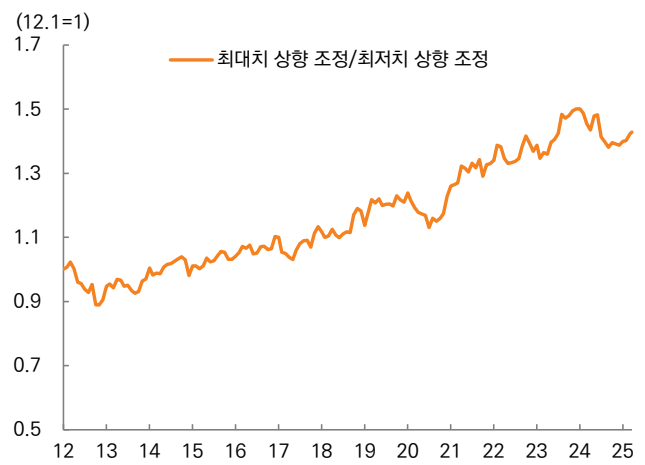
영업이익 컨센서스 최대값이 상향 조정된 그룹과 최소값이 상향 조정된 그룹의 성과를 비교했다. 컨센서스 최대값이 상향 조정되는 그룹의 연평균 주가 상승률은 9.2%로 최소값 상향 조정그룹 6.3%보다 높았다. 또한, 이익모멘텀 포트폴리오의 성과가 부진했던 2015~2016년, 2018년~2019년, 2023년 상대주가도 컨센서스 최대값 상향 조정 그룹이 긍정적이었다(그림35,36 참조).

그림 35. 컨센서스 최대값, 최소값 상향 조정 그룹 주가



주: FY1 영업이익 컨센서스 1개월 변화율 기준 월간 리밸런싱
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

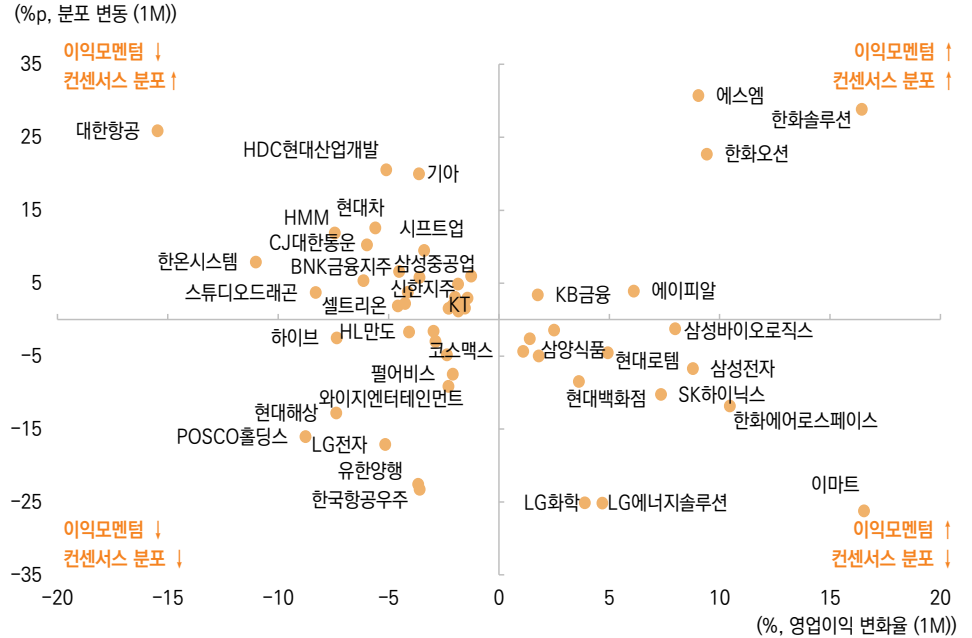
그림 36. 컨센서스 최대값, 최소값 상향 조정 그룹 상대 주가



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

〈그림 37〉에서 실적 변화율과 컨센서스 분포의 변화로 주요 기업들을 구분했다. 이익모멘텀 관점에서 1사분면에 위치한 기업들이 유리한 선택이다.

그림 37. 주요 기업들의 이익모멘텀과 컨센서스 분포 변화



주: 컨센서스 분포는 최대값-최소값/평균으로 계산
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

3) 이익모멘텀 전략 성과 개선: 어닝 서프라이즈 횡수 활용

기업의 어닝 서프라이즈는 실적 상향으로 이어지기 때문에 이익모멘텀 포트폴리오와 유사할 수 있다. 그러나 어닝 서프라이즈가 장기간 이어진 기업이라면 실적에 대한 기대치가 높아져 긍정적인 실적 발표에도 주가 상승은 제한적일 수 있다. 실제로 어닝 서프라이즈 포트폴리오의 연평균 주가 상승률은 +5.5%로 벤치마크를 +1.7%p 상회하는데 그쳤고, 벤치마크 대비 상승 확률도 50%를 하회했다.

어닝 서프라이즈 횡수로 기업들을 구분할 필요가 있다. 과거 성과를 분석해보면 어닝 서프라이즈 횡수에 따라 주가 차별화가 나타났다. 연속적으로 어닝 서프라이즈를 기록한 기업들 중에서 2회 연속 그룹의 성과가 가장 우수했다. 연평균 주가 상승률은 +10.5%를 기록했고, 벤치마크 대비 상승 확률도 62%로 높은 수준을 달성했다. 실적 피크아웃에 대한 우려도 상대적으로 적다고 볼 수 있다.

반면, 어닝 서프라이즈가 연속적으로 일정 횡수를 넘어갔을 때 주가는 부진했다. 3회 연속 어닝 서프라이즈 그룹의 주가 상승률은 상대적으로 양호했지만(연평균 +7.3%) 4회 이상 지속된 기업들의 연평균 주가 상승률은 +1.5%로 벤치마크 수익률을 하회했다.

첫 번째 어닝 서프라이즈를 기록한 그룹의 성과도 +4.4%로 부진했다. 첫 번째 어닝 서프라이즈를 기록한 기업들은 다음 분기 어닝 서프라이즈 유무에 따라 주가 변동성이 컸기 때문이다. 또한, 업황이 개선되면서 어닝 서프라이즈가 발생한 것이 아니라 일회성으로 발생했을 경우도 배제할 수 없다. 첫 번째 서프라이즈를 기록한 기업 중에서는 향후 실적 개선 가능성(정성적 판단)을 고려한 선별적인 접근이 필요하다.

한편, 국내 기업들의 어닝 서프라이즈 연속 횟수는 평균 3개 분기다(4분기는 제외한 수치). 앞선 분석에서 2회 어닝 서프라이즈의 주가 상승률이 가장 높고, 3회 이후부터 주가 상승률이 둔화되는 이유로 볼 수 있다. 이번 1Q25 어닝 서프라이즈 달성한 기업들 중에선 지난해 어닝 서프라이즈가 2회 이하인 기업이 주가 업사이드 관점에서 유리한 선택이다.

그림 38. 어닝 서프라이즈 그룹별 연평균 주가 상승률

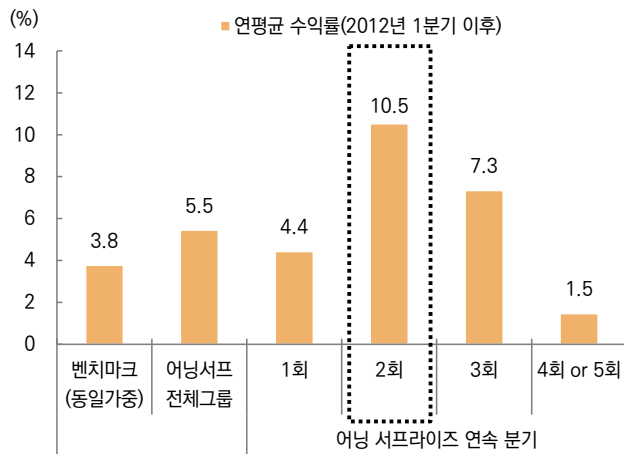
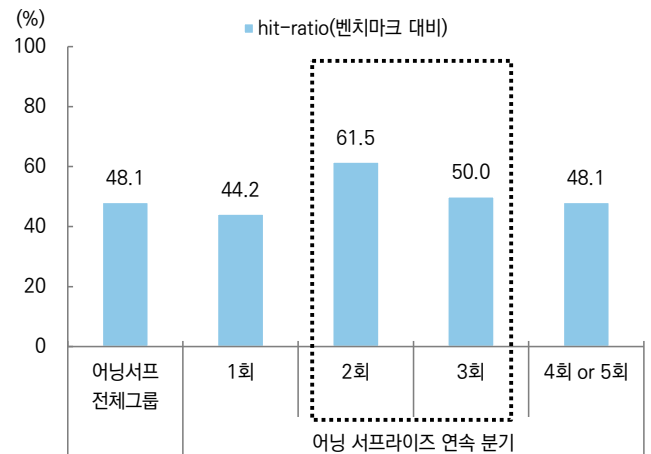
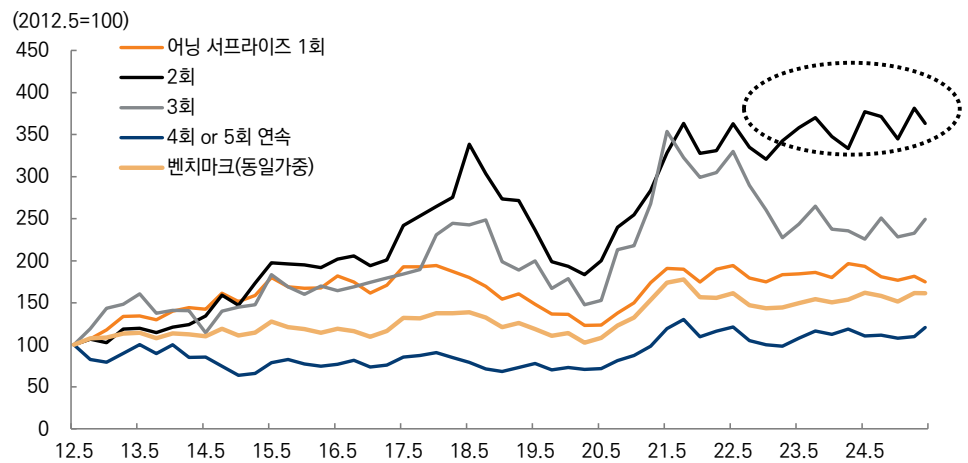


그림 39. 어닝 서프라이즈 그룹별 주가 상승 확률



주1: 분석 기간은 2012년 1분기~2024년 4분기. 분기 실적 데이터를 확인할 수 있는 5월말, 8월말, 11월말, 2월말 리밸런싱(동일 가중)
 주2: 어닝 서프라이즈 기준은 영업이익 실적치와 컨센서스 괴리율 +5% 이상. 금융(은행, 증권, 보험) 업종은 순이익 데이터를 활용
 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 어닝 서프라이즈 그룹별 주가 추이



주: 시가총액 5,000억원 이상, 컨센서스 5개 이상 기업 대상 분기 리밸런싱(동일가중)
 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

실적 플레이어의 정석

1) 컨센서스 변화 속도, 2) 컨센서스 최대값 변화, 3) 어닝 서프라이즈 횟수

이익모멘텀 스타일이 주목받기 좋은 1분기 실적 시즌이다. 경험적으로 1분기 실적 시즌은 이익모멘텀과 주가와의 민감도가 다른 분기 대비 높다. 그러나 관세, 인플레이션 등 매크로 불확실성이 남아있고 하반기 실적 컨센서스에 대한 부담이 높아 이익모멘텀이 긍정적인 기업들 중에서도 선별적인 접근이 필요하다고 판단된다.

시가총액 5,000억원 이상, 애널리스트 컨센서스 5개 이상, 2025년 영업이익 컨센서스가 상향 조정된 기업 중에서 1) 1개월 전 대비 실적 상향 조정 속도, 2) 컨센서스 최대값 변화, 3) 어닝 서프라이즈 횟수(2024년 2회 이하)의 조건을 2개 이상 만족하는 기업들은 <표 4>와 같다.

표 4. 이익모멘텀 상위 기업 내 선호 기업 리스트

(억원, %, 배)

종목코드	종목명	시가총액 (조원)	주가 상승률		25년 영업이익 변화율		컨센서스 변화속도	최대값 변화율	어닝 서프라이즈 횟수	밸류에이션		1Q25 실적발표 결과		
			1M	3M	1M	3M				12MF PER	PBR (TTM)	발표치	컨센서스	Surp%
A139480	이마트	2.5	13.6	44.2	16.5	54.0	V	V	V	10.7	0.2		1,293	
A009830	한화솔루션	5.1	52.5	48.3	16.4	21.3	V	V	V	19.3	0.5	303	-607	흑전
A014830	유니드	0.6	16.6	32.3	11.6	4.0	V	V	V	6.1	0.6	287	224	27.7
A042660	한화오션	27.5	31.2	58.6	9.4	21.8	V	V	V	46.0	5.7	2,586	1,592	62.5
A041510	에스엠	2.7	12.6	39.3	9.0	17.9	V	V	V	24.1	4.0		190	
A005930	삼성전자	329.7	-6.9	3.7	8.8	-4.4	V	V	V	10.8	1.0	66,000	49,763	32.6
A278470	에이피알	2.8	8.9	60.4	6.1	9.5	V	V	V	18.4	8.6		411	
A069960	현대백화점	1.3	2.3	17.0	3.6	6.2	V	V	V	5.9			978	
A145020	휴젤	4.5	6.7	55.8	0.8	1.9	V	V	V	23.7	4.8		404	
A012510	더존비즈온	1.9	5.5	-7.0	0.6	4.2	V	V	V	26.6	3.3		223	
A329180	HD현대중공업	35.8	40.4	33.7	33.1	39.2	V	V		27.0	6.3	4,337	2,627	65.1
A009540	HD한국조선해양	18.8	28.3	16.2	30.1	28.1	V	V		8.6	1.7	8,592	5,192	65.5
A010620	HD현대미포	6.5	58.4	30.8	21.7	11.6	V	V		23.3	3.2	685	449	52.5
A207940	삼성바이오로직스	73.7	-3.6	-4.8	8.0	7.7	V	V		50.8	6.8	4,867	3,558	36.8
A064350	현대로템	12.4	7.8	92.1	4.9	30.7	V		V	17.4	6.1		1,873	
A373220	LG에너지솔루션	80.4	2.4	-2.8	4.7	-25.9	V		V	101.6	3.8	3,747	672	457.6
A336570	원택	0.7	31.3	46.6	4.7	14.0		V	V	17.7	5.7		113	
A377300	카카오페이	4.0	-1.8	15.3	4.2	흑전	V	V		74.3	2.2		14	
A083650	비에이치아이	0.7	9.0	-7.2	4.1	20.3	V		V	24.1	5.8		67	
A051910	LG화학	15.8	-13.5	-6.3	3.9	-37.3	V		V	16.6	0.5		1,668	
A213420	덕산네오룩스	0.8	9.0	9.0	2.3	19.1	V		V	11.0	1.9		91	
A018260	삼성에스디에스	9.5	2.3	8.5	1.8	-1.7	V		V	11.4	1.0	2,685	2,262	18.7
A105560	KB금융	34.2	6.1	-2.3	1.8	2.4	V	V		6.0	0.6	22,930	21,826	5.1
A028260	삼성물산	19.9	-5.7	1.7	1.3	-0.6	V		V	8.9	0.6		7,070	
A214450	파마리서치	3.9	17.5	54.2	1.2	6.6	V	V		28.8	8.1		402	
A023530	롯데쇼핑	1.9	3.9	23.6	0.8	1.2	V		V	7.8	0.1		1,317	

주1: 2025년 4월 25일(금) 종가 기준

주2: 컨센서스 변화 속도 0 이상, 컨센서스 최대값 변화율 0이상, 2024년 분기 어닝 서프라이즈 2회 이하 각각 'V' 표시

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.