

STRATEGY

팬데믹 머니의 굴곡

무엇을 해야 하는가

자산배분/투자전략 신중호

02 3779 8447
jh.shin@ebestsec.co.kr

퀀트/패시브 정다운

02 3779 8923
dw.jung@ebestsec.co.kr



이베스트

2021

매크로

하반기

시리즈 | 주식 |

Part I Key indicator와 한국 고민

Part II 이익이 중요한 시점, 컨센 하향 가능성

Strategist 신중호

02 3779 8447

jh.shin@ebestsec.co.kr



Quant 정다운

02 3779 8923

dw.jung@ebestsec.co.kr



이베스트투자증권 **리서치센터 투자전략팀**입니다.

지난 연말 2021년 연간전망의 제목은 ‘쉽지 않다’였습니다. 시장 강세를 외치는 분위기 속에서 다소 톤다운 된 의견으로 6개월의 시간이 지났습니다.

화려했던 1월 초반 이후 시장은 투자자들의 애간장을 태우고 있습니다. 드디어 박스권 상단을 뚫고 넘어갈 분위기가이기도 합니다.

저희도 하반기에는 박스권 상단 돌파 가능성이 있다고 봅니다.

다만, 추세적 상승의 첫 발이기 보다는 4분기~내년 상반기 변동성을 대비하는 시간으로 보고 있습니다.

Part I Key indicator와 한국 고민

달러, 다른 생각을 품고 있다. 생각보다 강하지 않은 미국 달러로 인해 여러 우려에도 위험자산들의 가격은 유지되고 있습니다. 그러나 하반기에는 달러화가 우군은 아닐 것으로 보입니다. 가장 큰 이유는 바로 미국 서비스업의 회복입니다. 서비스업 회복이 가져올 시장의 역작용에 대한 얘기를 다뤘습니다.

유동성의 힘, 서서히 빠진다. 지난 1년간의 가장 중요한 Key indicator에 대한 얘기입니다. 매월 평균 1.2조 달러의 유동성이 글로벌 시장에 뿌려졌습니다. 모든 자산의 가격이 상승했던 주요 원인이었습니다. 이 유동성 증가율 변화와 한국 시장에 미칠 영향까지 살펴보았습니다.

쉽지 않음의 연장: 주도주 축소와 Quality에서는 달러화와 유동성에 대한 논리를 근거로 KOSPI 시장 경로와 대응전략을 다뤘습니다. 3분기 상승과 4분기 변동성의 시장을 전망합니다. 시장 내 성격은, 메가캡 전반의 상승보다 일부 기업의 주도주 역할과 중소형 가치주의 상대적 선전을 예상하고 있습니다.

Part II 이익이 중요한 시점, 컨센 하향 가능성

이익이 핵심 지표이다. 유동성 장세, 실적 장세라는 말이 유난히 자주 언급되고 있습니다. 시장의 본질 내지는 핵심이 무엇인가에 대한 고민이라고 할 수 있습니다. 2Q21 PER 멀티플 축소 폭이 적었던 국가가 양호한 수익률을 기록하는 환경에서, 이익의 중요성이 더 높아질 것으로 예상하고 있습니다.

이익 증가율 Peak-out을 앞두고 있다. 하반기 글로벌 증시가 마주할 이익 환경입니다. 1Q21 주요국이 전례 없는 이익 서프라이즈를 기록했는데, 기저 효과를 넘어서는 수준이라는 점에서 높이 평가할 수 있습니다. 하지만 높아진 이익 레벨보다는 증가율 Peak-out 관점에서 접근해야 할 것으로 판단하고 있습니다.

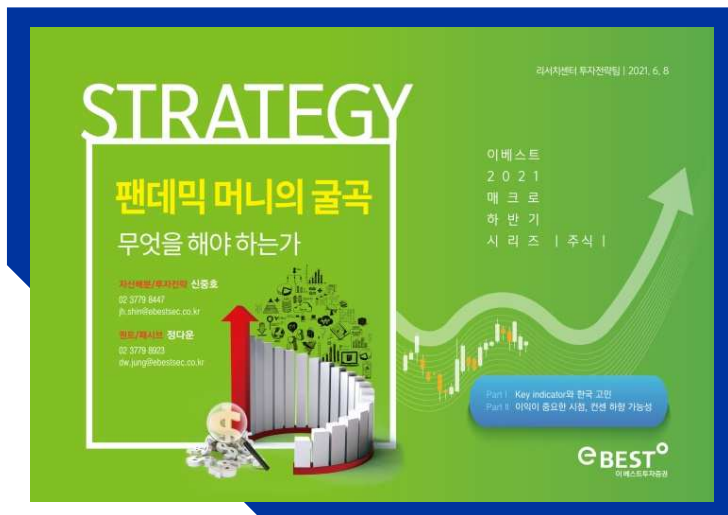
하반기 한국 이익 컨센 하향 가능성이 있다. 한국 역시 1분기는 놀라운 이익 서프라이즈를 기록했습니다. 기저에는 마진율 개선이 있었는데, 한국은 하반기까지 공격적인 추정을 하고 있습니다. 2분기는 이익 가시성이 상대적으로 높다 하더라도, 이후의 마진 축소 가능성을 고려해야 할 것으로 판단하고 있습니다.

감사합니다.

2H21 투자 아이디어

유형		투자 아이디어 설명	대표 종목
Strategist	MegaCap 선택 : 주도주	자동차: 기대인플레이 저점 이후 출현했던 주도섹터 중 PBR-ROE 매력도가 높은 섹터. 신차 비중 최저 수준에서 공급문제의 해결로 인한 하반기 판매량 정상화 기대 반도체: 내년 이후 DRAM 가격 증가율의 하락 리스크 상존. 더불어 높은 PBR과 상대적으로 낮은 ROE 고민은 있지만 DRAM 가격 상승구간에서 출현했던 분기 반등 경험(2006년 사례)	현대차, 삼성전자
	중소형 가치주	한국 수출증가율이 Peak-out 이후 나타났던 특징은 중소형 가치주의 강세 하반기 시장 Crash가 나타난다면 하락 리스크에서 자유로울 수 없지만, 미국의 서비스업 회복과정에서 나타나는 달러화 반등과 인덱스 탄력 둔화는 되려 중소형 가치주의 상대 선전의 배경이 될 것	동국제약, 삼영전자, 서호전기 에이치시티, 서흥
	중장기테마 농업	지속적으로 높아지고 있는 환경 문제, 그 중에서도 탄소배출 제로에 도달하지 못하는 산업이 농업 글로벌 벤처기업들의 자금 유치가 자동차 산업 다음으로 가장 많은 섹터. 다양한 Idea가 도출될 것 대체육: 소비자의 선택이 아닌 공급자의 선택(탄소배출 저감 등)으로 인한 시장의 급격한 성장기대 스마트팜: 고령화, 도시화로 인한 자동화, 환경 문제로 인한 친환경 농업의 개발 등	CJ제일제당, 이지바이오 풀무원, 롯데정밀화학 대동, 그린플러스, 인바이오
Quant	5년 이상 매년 성장기업	스크리닝: 단순하지만 안정적으로 성장해 온 23개 종목 선정 ① 최소 5년 이상 매출액과 영업이익 모두 매년 성장 ② 최소 5년 이상 영업 흑자 기록 ③ 2Q21 과 3Q21, 2021년과 2022년 매출액과 영업이익 컨센서스가 하향되지 않은 종목	리노공업, 티씨케이, 동국제약 등
	시장 마진을 하향 시 우수한 종목	스코어링: KOSPI OP 마진이 하락할 때 성과가 우수한 팩터를 조합하여 20개 종목 선정 - 유형별 팩터 가중치: 배당 32%, 퀄리티 28%, 밸류 26%, 이익 모멘텀 14% - 퀄리티와 배당이 전반적으로 우수하고, 현금흐름 관련 밸류 메리트가 높으며, 매출액 관련 이익 모멘텀이 좋은 종목	Long: KT&G, 현대엘리베이터 등 Short: 아시아나항공, 한전기술 등
	두루두루 종합적으로 우수한 종목 선정	스코어링: 높아진 가격과 만만찮은 시장 환경에서 안정적인 성과가 기대되는, 종합적인 Quant 모델 - 팩터 성과의 추세 추종 & Risk Parity - 유형별 팩터 가중치: 밸류 41%, 이익 모멘텀 36%, 이익 성장 10%, 퀄리티 8% 등	Long: 한국가스공사, 롯데쇼핑 등 Short: 한전기술, 삼성바이오로직스 등

Contents



이베스트 2021 매크로 하반기 시리즈: 주식 | **팬데믹 머니의 굴곡**

Part I

04 Key indicator와 한국 고민

마켓컨디션 점검

Part II

35 이익이 중요한 시점, 컨센 하향 가능성

2H21 마주할 환경

Part I

Key indicator와 한국 고민

마켓컨디션 점검

- 달러, 다른 생각을 품고 있다
- 유동성의 힘, 서서히 빠진다
- 쉽지 않음의 연장: 주도주 축소와 Quality

Part I Key indicator와 한국 고민

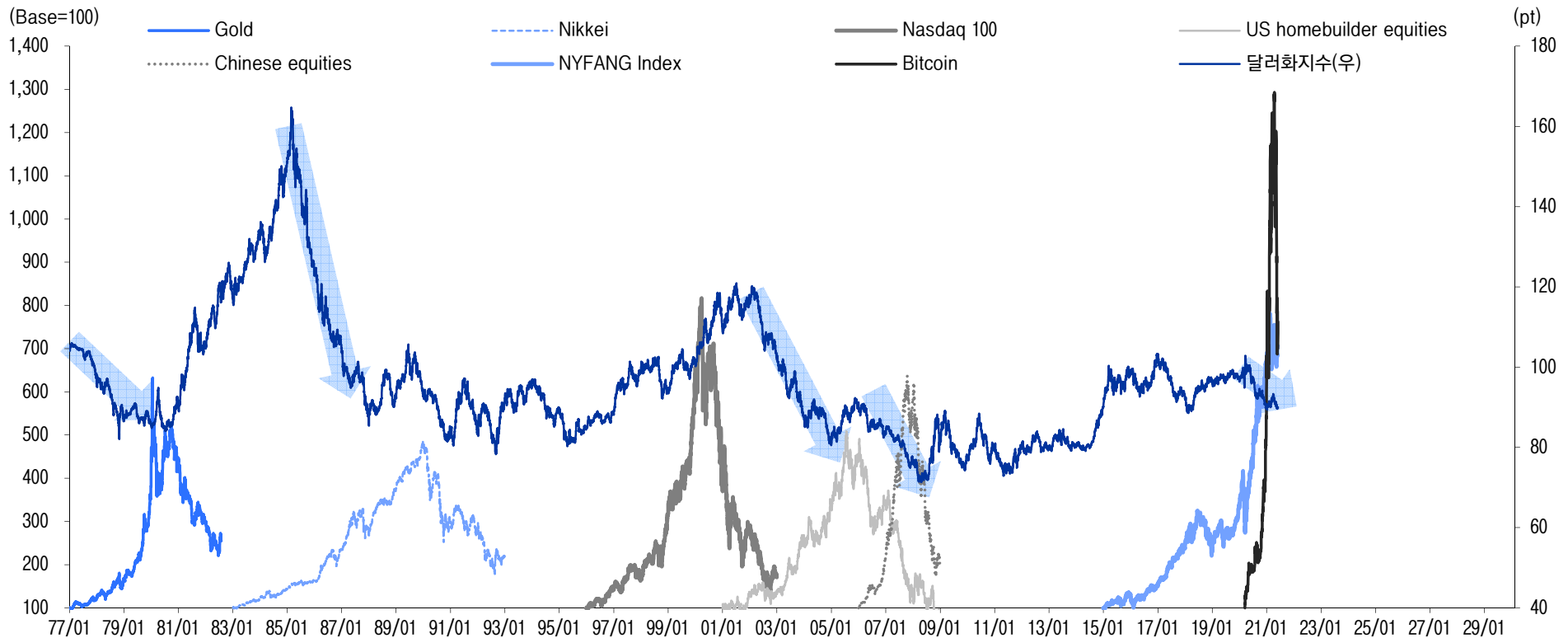
달려
: 다른 생각을 품고 있다

버블의 반복, 가장 화려한 가격의 흔들림

- 달러의 고점에서 꿈에 대한 베팅은 시작된다. 다만, 달러화가 방향을 바꾼다면, 거창한 가격의 움직임도 변화될 수 밖에 없다

- 가격이 지속되면 영원할 것 같고 투자자들의 맹신은 높아짐. 새로운 세상에 대한 갈망과 그 세계는 이후 펼쳐질 수 있음
- 그러나 가격의 지속여부는 다른 얘기. 달러화가 움직여버린다면 화려함도 무너지는 것이 금융시장의 문제
- 비트코인은 엄청난 변동성을 보여주고 있다. 금융시장에 주는 의미는 무엇일까?

→ 지금까지의 모멘텀 요인들의 변화 시그널 (달러화와 유동성)

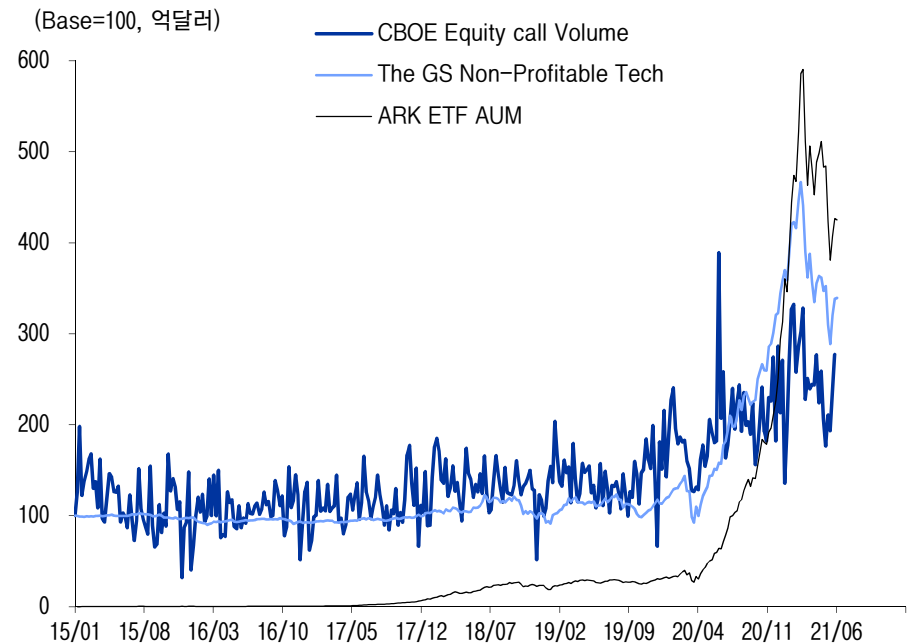
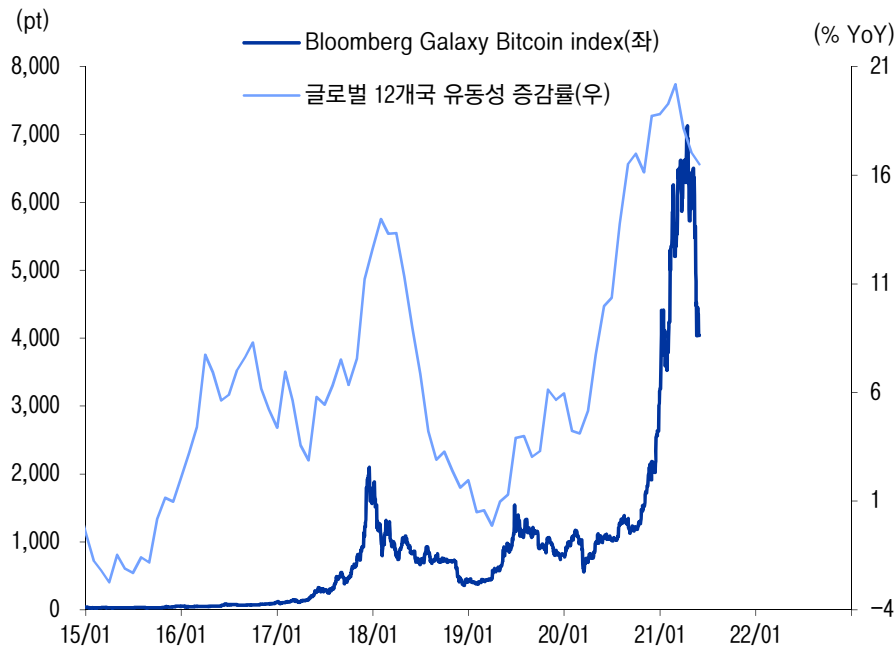


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

결국 유동성 때문이었지 않나?

● 최근 나타났던 과열현상의 부작용, 레버리지의 강도는 약해지는 시점

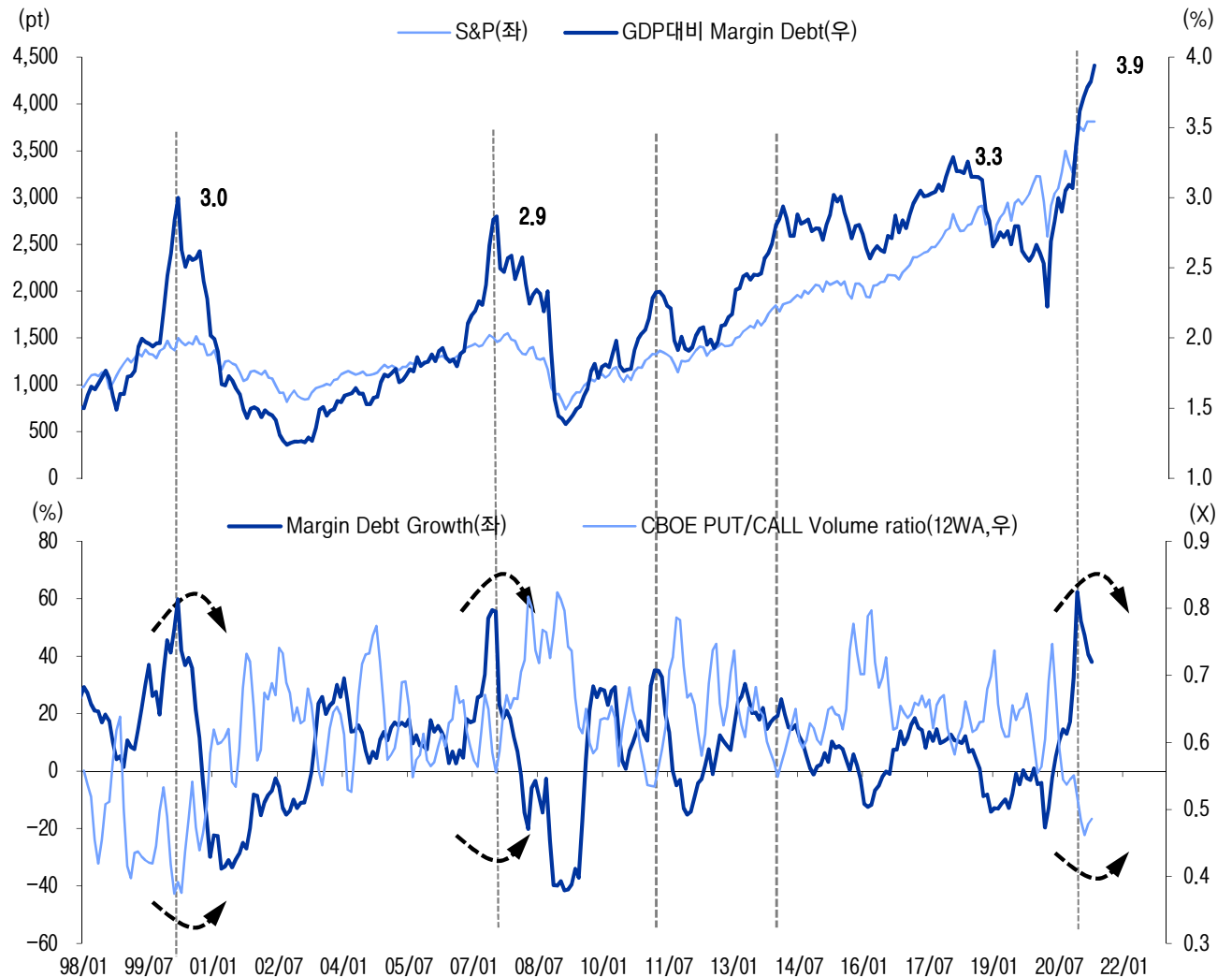
- 역사상 최고수준의 Call 옵션 베팅, 적자테크 기업들의 400% 상승, ARK사 ETF AUM의 2,000% 증가. 모두 코로나 팬데믹 이후 낮아진 금리환경에서 발생한 과도한 레버리지의 한 현상
- 글로벌 유동성 증가율의 Peak-out, 코로나 팬데믹 이후의 유동성 증가(평균 1.2조 달러)를 유지한다 해도 하락하는 유동성 모멘텀
→ 금리상승과 규제로 인해 같은 방식의 베팅 심리가 녹록치 않은 시점으로 전환



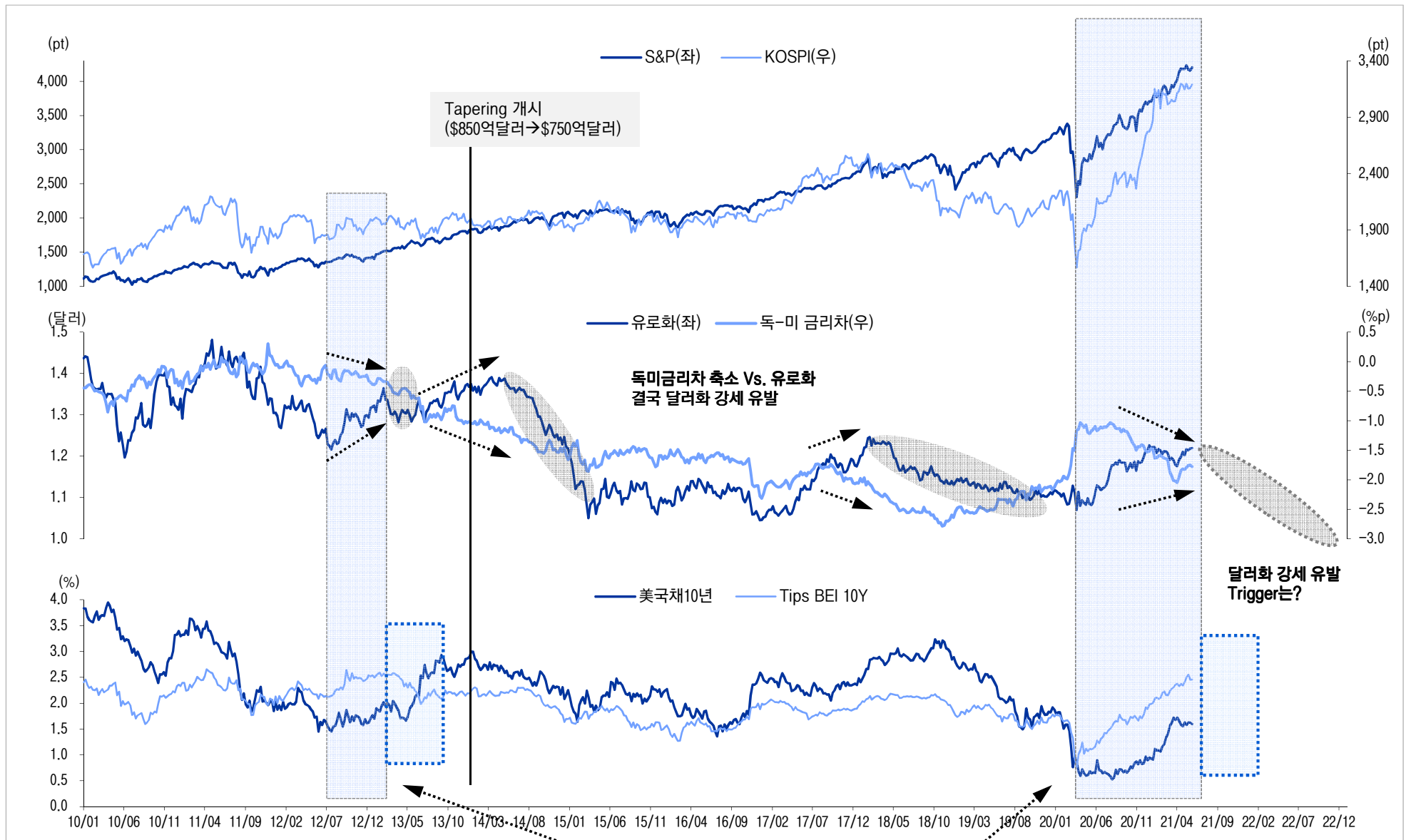
Margin Debt 성장률은 일단 Peak-out

● 상승폭을 높이는 레버리지 Peak-out

- Margin debt(신용증거금, Margin account로 통해 브로커를 통해 빌린 금액) 사상최고치. 2021년 3월 현재 8,470억 달러 GDP대비 3.94% 기록. IT버블, GFC, 2018년 고점보다 높은 수준
- Margin debt 자체는 늘어난다고 해서 꼭 위험한 것은 아님. 다만, 증가속도와 심리의 변화가 중요. 특히, Margin Debt 증가율 속도가 Peak-out 할 경우 주가변동성이 출현했던 경험
- 동시에 Put/Call Volume 비율이 IT버블을 제외하고 가장 낮은 수준에 진입. 상방베팅과 레버리지 강도의 약화



독-미 금리차 축소, 결국 유로/달러는 방향을 보여줬다



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

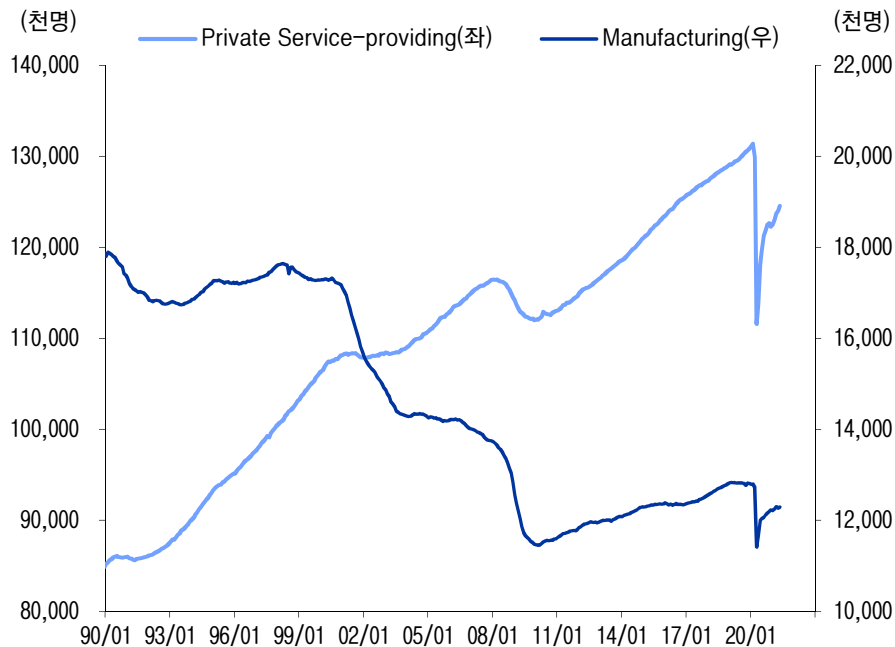
(-)실질금리 下
독-미 금리차 축소에도 유로화 강세
→ 정상화 진행될수록 하방압력

Key indicator들의 변화, 달러화

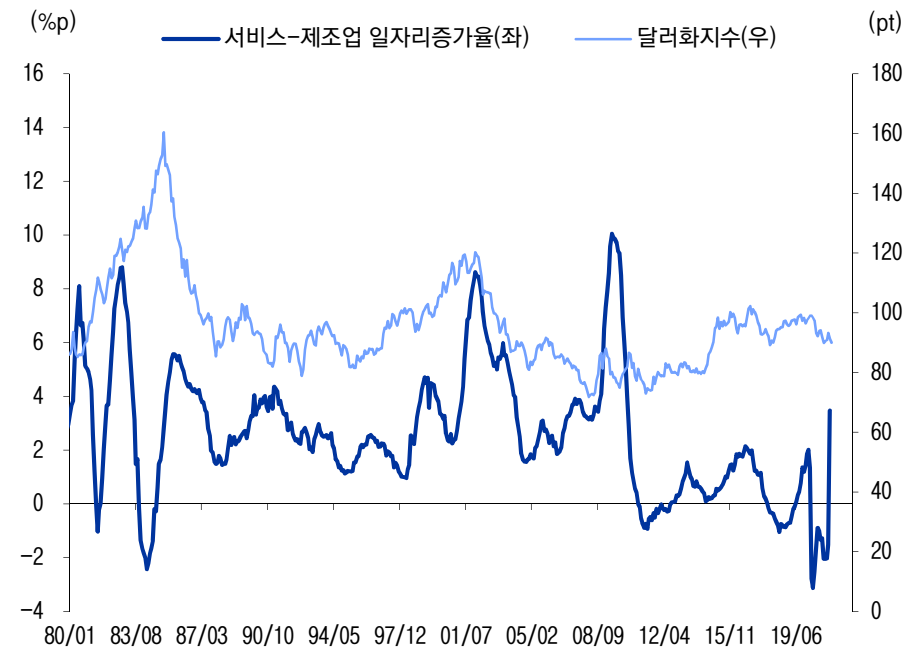
● 서비스업 고용속도가 빨라 지고 있다. 서비스업-제조업 일자리 증가율 상승 → 달러화 상방압력

- 2021년 5월 현재, 미국 비농업고용자수는 1억 4,489만 명. 지난 팬데믹 이후 단기적으로 일자리 감소는 2,236만 명, 팬데믹 이후 1,473만 개의 일자리 회복. 여전히 제조업은 50만 명, 서비스업은 682만 명의 일자리 공백
- 대면 서비스업 중심의 고용 회복과 임금상승, 장기실업자(27주 이상 실업상태) 수가 4월 이후 감소세, 주정부 중심으로 6월부터 지급 중단되는 실업수당으로 3분기 고용 빨라질 것

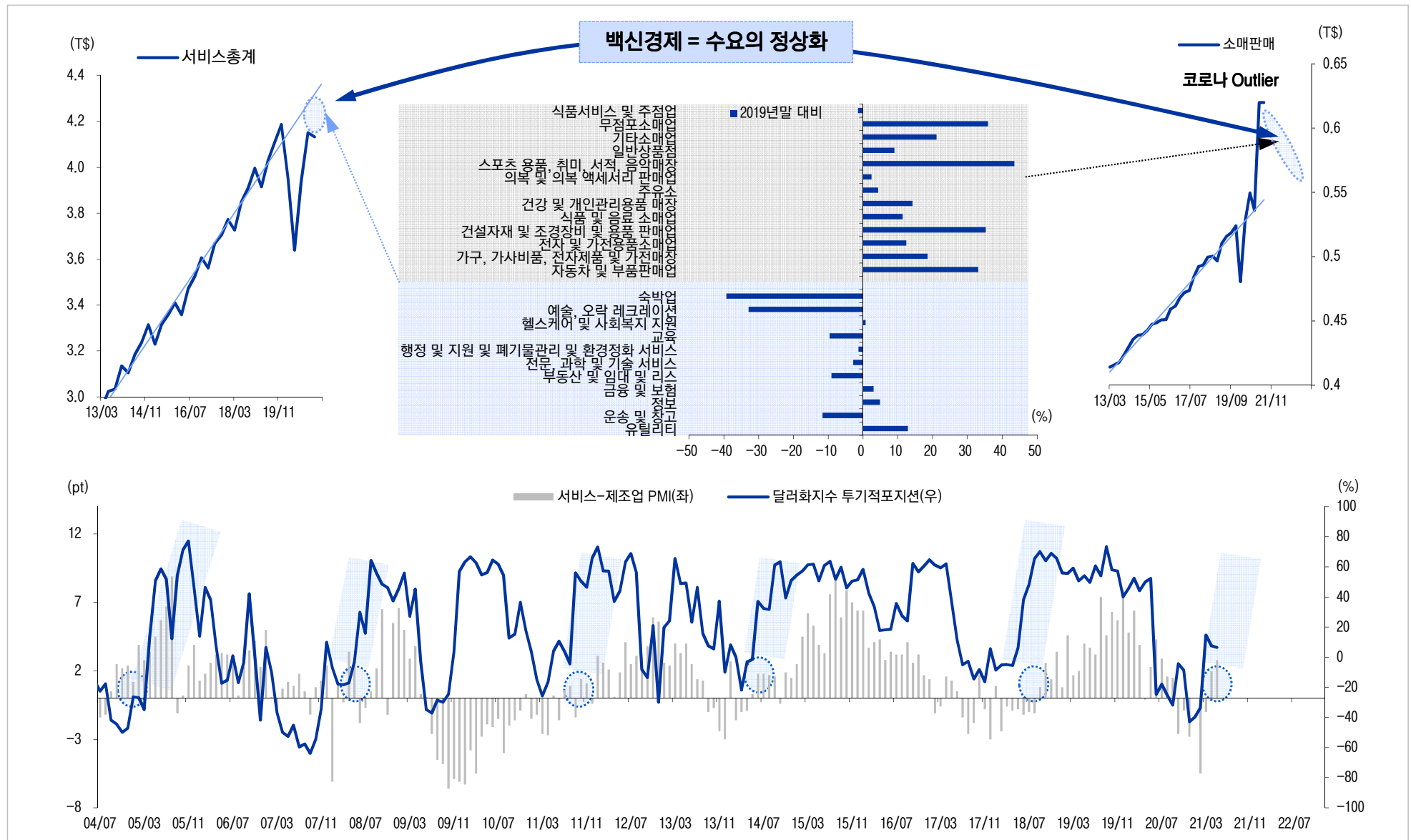
미국 고용의 86%는 서비스, 서비스 고용 증가가 경제정상화



두 달 연속 서비스업 일자리 증가율 > 제조업 일자리 증가율



미국 서비스업 회복 = 달러 상승 = 소매판매액의 둔화



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Part I Key indicator와 한국 고민

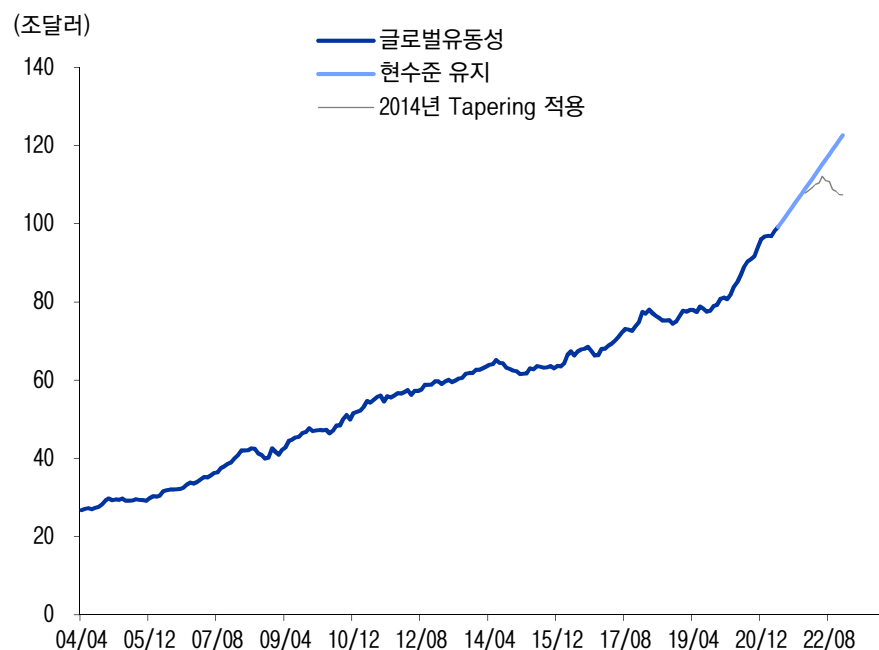
유동성의 힘
: 서서히 바람이 빠진다

가장 중요한 지표: 유동성

● 유동성 증가율은 이미 Peak-out, 지금 수준을 유지하더라도 올해 하반기는 계속 하향추세

- 글로벌 유동성 5월 현재 99.2조 달러. 팬데믹 이후 매월 평균 1.25조 달러가 공급되면서 온갖 자산 시장과 인플레이션 베팅의 근원
- 현 수준의 유동성 증분을 대입한다 해도 올해 연말까지 유동성 증가율은 하락세, 특히 내년초 테이퍼링으로 인한 유동성 증분 감소 (2013~2014년 테이퍼링 적용)를 감안하면 내년 연말이면 유동성 증가율은 (-)로 전환될 수 있음
- 유동성 증가율 하락 → 인플레이션 베팅 쉽지 않음. 물가의 하향안정화라는 뒷면에는 실질금리 상승과 CPI와 PPI 갭의 시차적 부작용 상존

글로벌유동성, 20년 3월 81.9조 달러 → 21년 5월 99.2조 달러



현 수준의 유동성 증분을 감안해도 하반기는 모멘텀 둔화

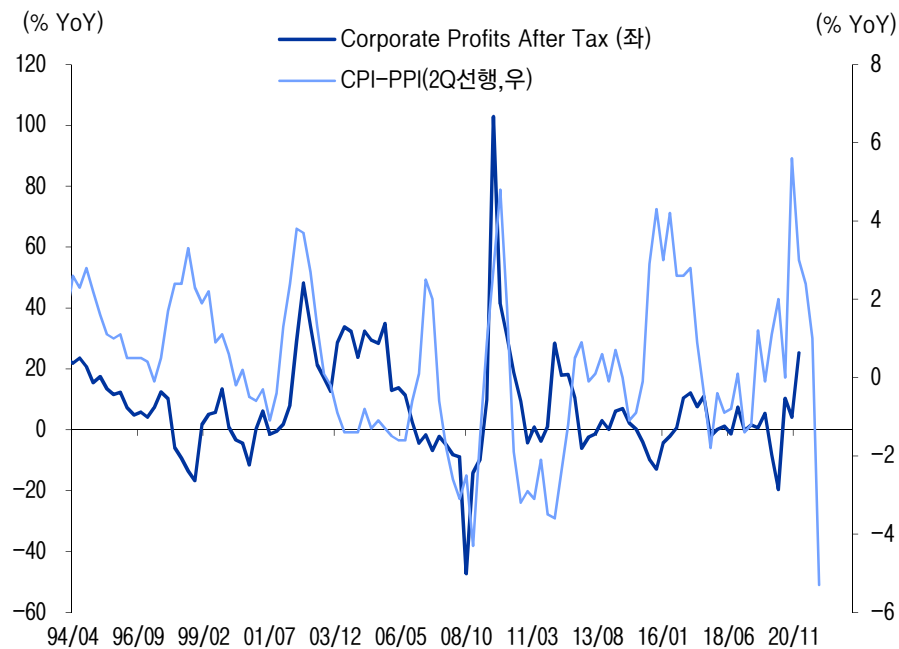


주: 글로벌유동성= 12개 통화 M2의 합계(유로존, 미국, 일본, 호주, 캐나다, 스위스, 한국, 대만, 중국, 브라질, 멕시코, 러시아)
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

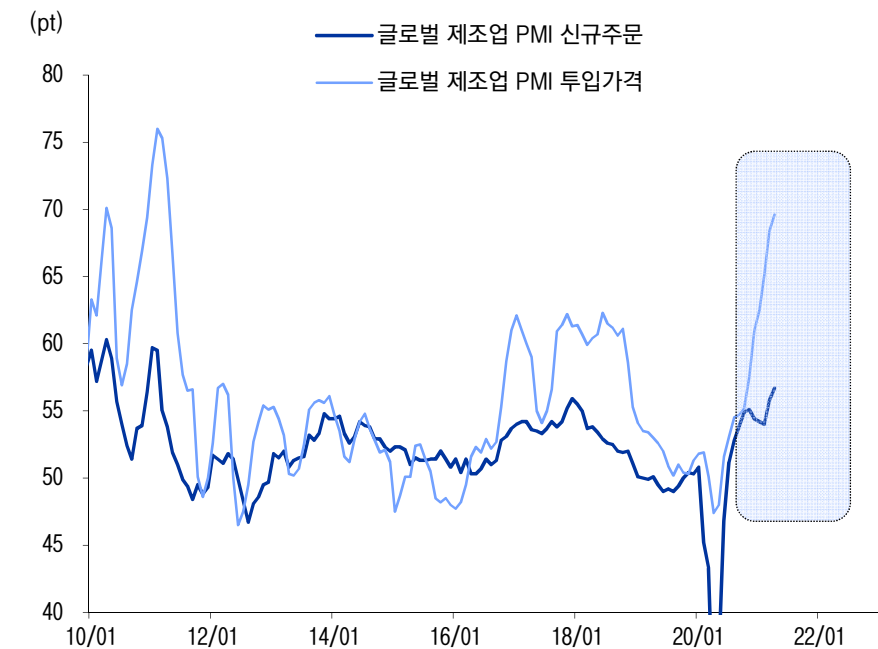
문제는 가격전가가 쉽지 않을 수 있다는 것

- Easy money의 역습, PPI의 가파른 상승은 기업마진 축소 리스크
 - 미국 기업이익증가율은, CPI-PPI 스프레드에 따라 후행적으로 변화되었던 경험
 - 1970년 이후 가장 낮은 수준의 스프레드는 기업입장에서는 원가마진 압박, 수요전가까지의 시차 발생
- 유동성의 힘으로 선반영 된 부담스런 가격, 글로벌 제조업 PMI 투입가격 급등으로 신규주문 둔화 가능성 제기

미국 기업이익 증가율, CPI-PPI 스프레드로 보면 둔화가능성



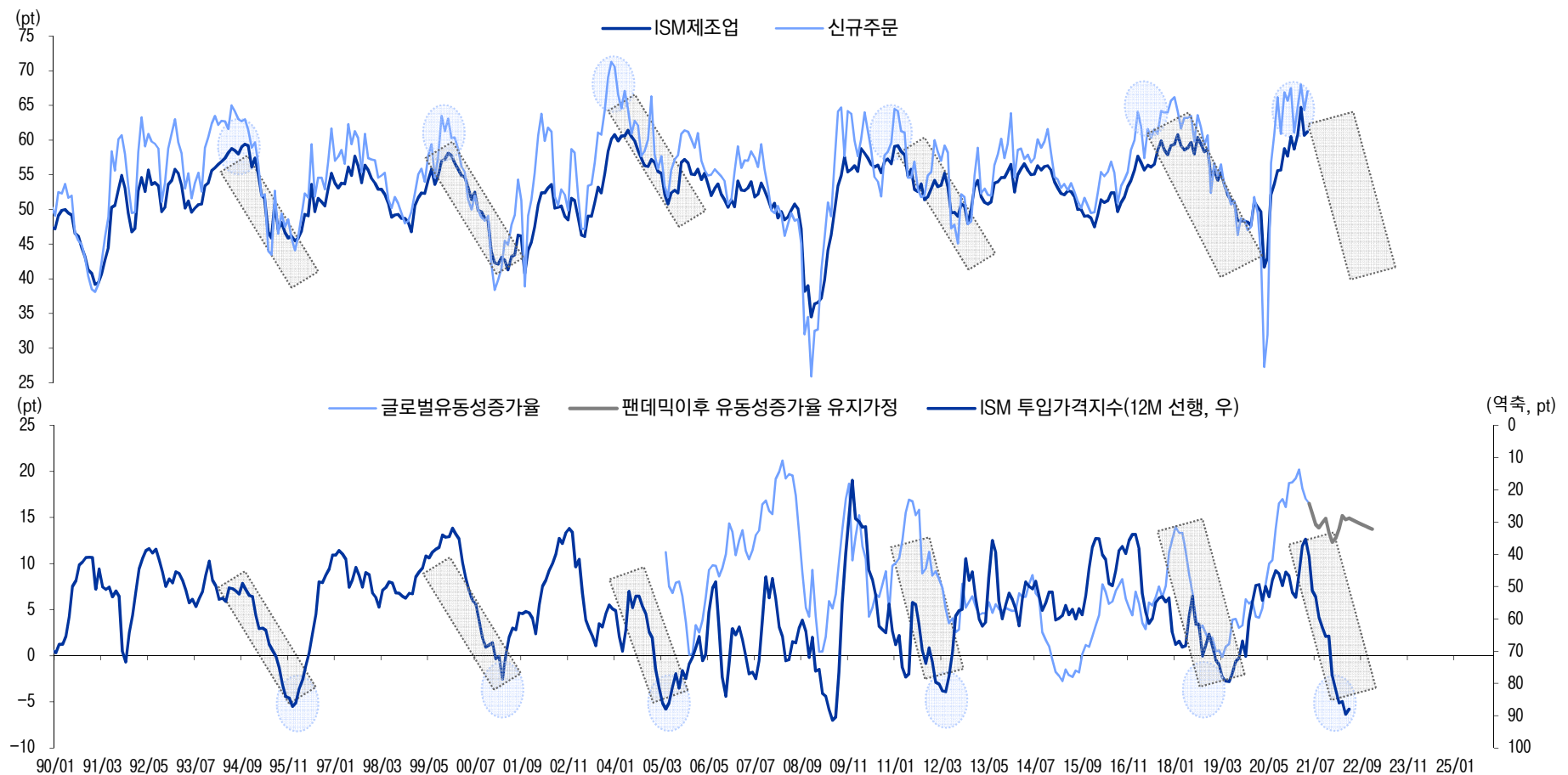
실물에서는 가격전가가 쉽지 않다는 움직임 포착



유동성 증가율 둔화와 투입가격 시차적 압박

● 풀린 돈의 역작용

- 공급병목 현상에 의한 생산자물가지수 상승. 소비가격으로의 전가가 당장은 쉽지 않은 상황
- 수요의 완전한 회복보다 정부지원금과 고객사 재고의 급격한 축소에 의한 리스탁킹 수요에 기반. 지속가능 소비에 대한 불확실성 잔존

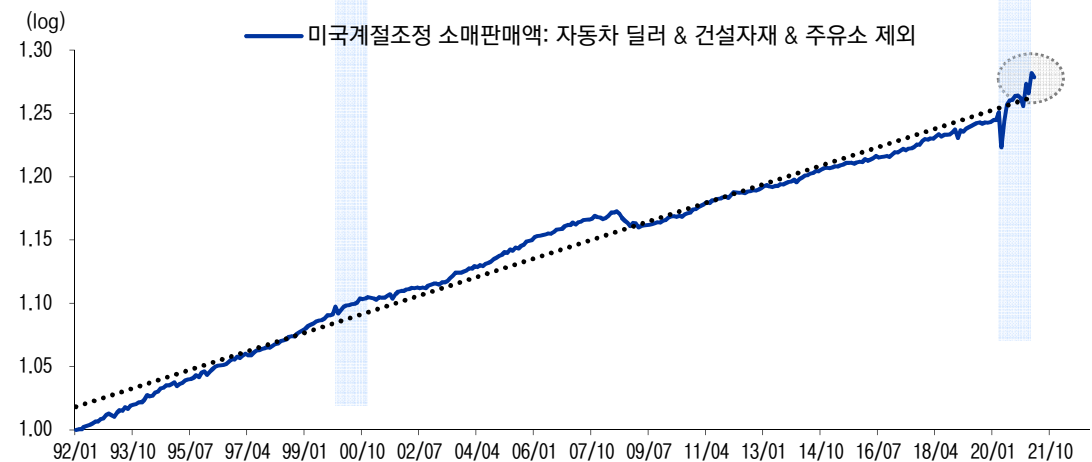
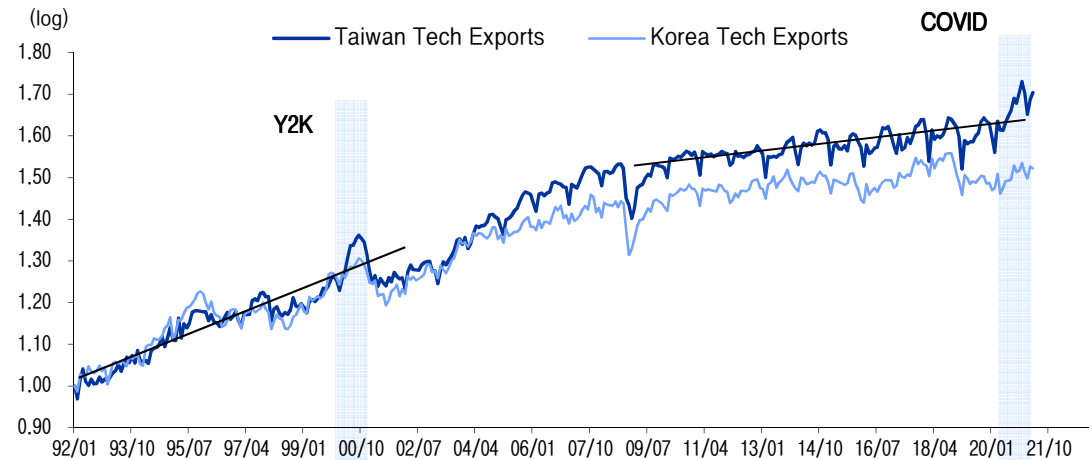


美 서비스판매 \$ -536억, 소매판매 \$ +960억(2019연말 대비)

● 경기정상화의 다른 말은 소매판매 둔화

- ISM 신규주문이 둔화될 가능성은
아이러니하게도 미국 고용 정상화 그리고
서비스업 회복에 있음
- 앞서 서비스업 → 달러화 강세
모멘텀일때도 밝힌 바와 같이 서비스 소비에
지출하는 돈이 늘어나면 반대로 재화소비가
위축될 수 밖에 없기 때문
- 팬데믹 이후 미국 소매판매는 코로나 특수로
인해 장기추세선을 급격히 이탈, 이러한
상승세가 유지된다고 보는 것은 고용회복과
백신에 의한 면역, 서비스업 회복을 바라지
않는 것과 마찬가지로
- 내구재의 사용연수, 단기간의 폭발적 수요로
인한 되돌림 현상이 하반기 내내
우려요인으로 작용. (Y2K 수요폭증 이후
되돌림 과정에서 나타났던 동아시아 Tech
수출 금액 하락)

단기에 너무 많이 팔린 재화들, 연속성에 대한 신뢰가 낮다

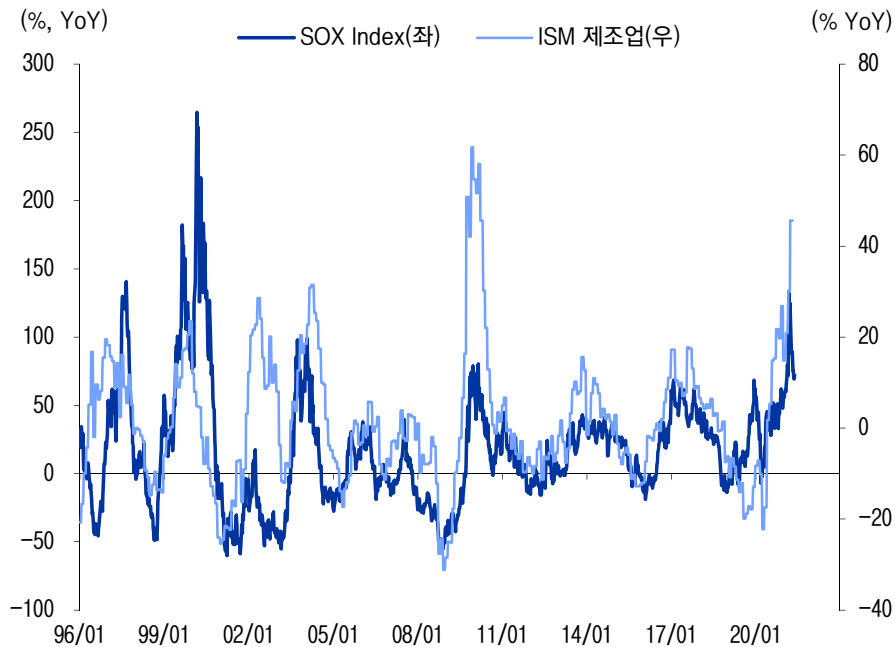


미국 반도체 업종 컨센서스, 이익증가율 둔화를 반영

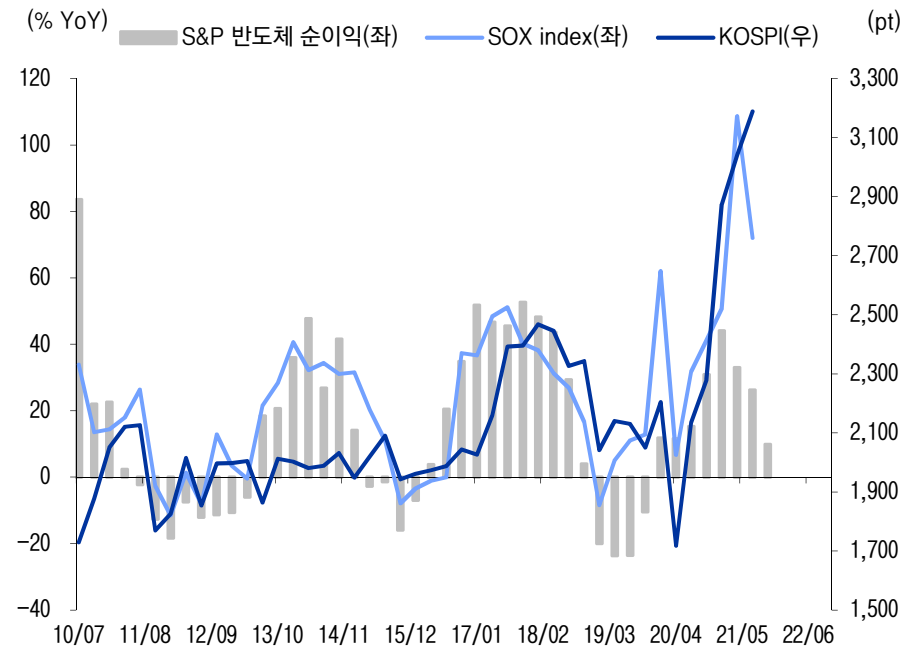
- ISM 제조업 지수의 계속된 상승이 아니라면 반도체 지수의 상승탄력은 둔화 압박에 놓일 수 밖에 없다

- 2분기 중 나타났던 쇼킹했던 사건은 대만 주가지수의 단기 폭락. 방역 우수국가에서의 감염자 급증에 가려져 있었지만, 사실 ISM 제조업의 변화율 둔화를 먼저 반영했던 것은 아니었는지...
- S&P 500 반도체 업종의 이익증가율은 1Q21년 Peak로 4분기까지 하락할 것(Refinitiv 컨센서스 기준)

ISM 제조업 변화율 = 반도체업종 주가변화율



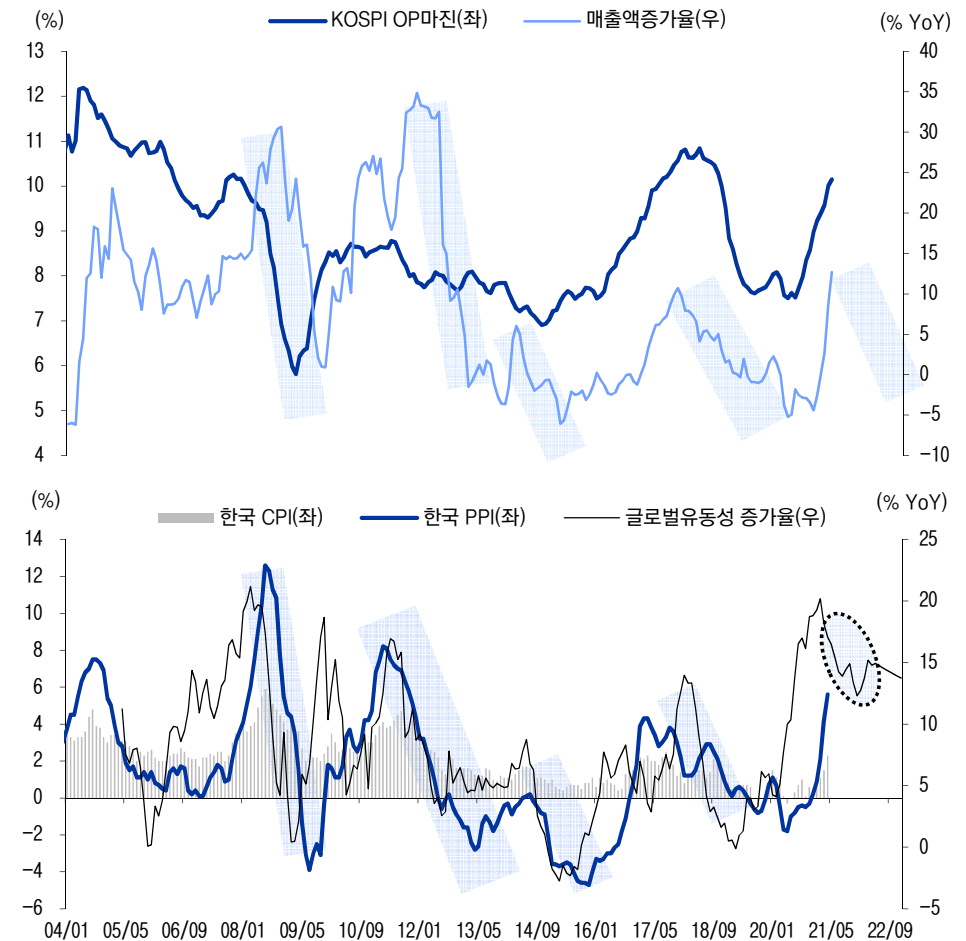
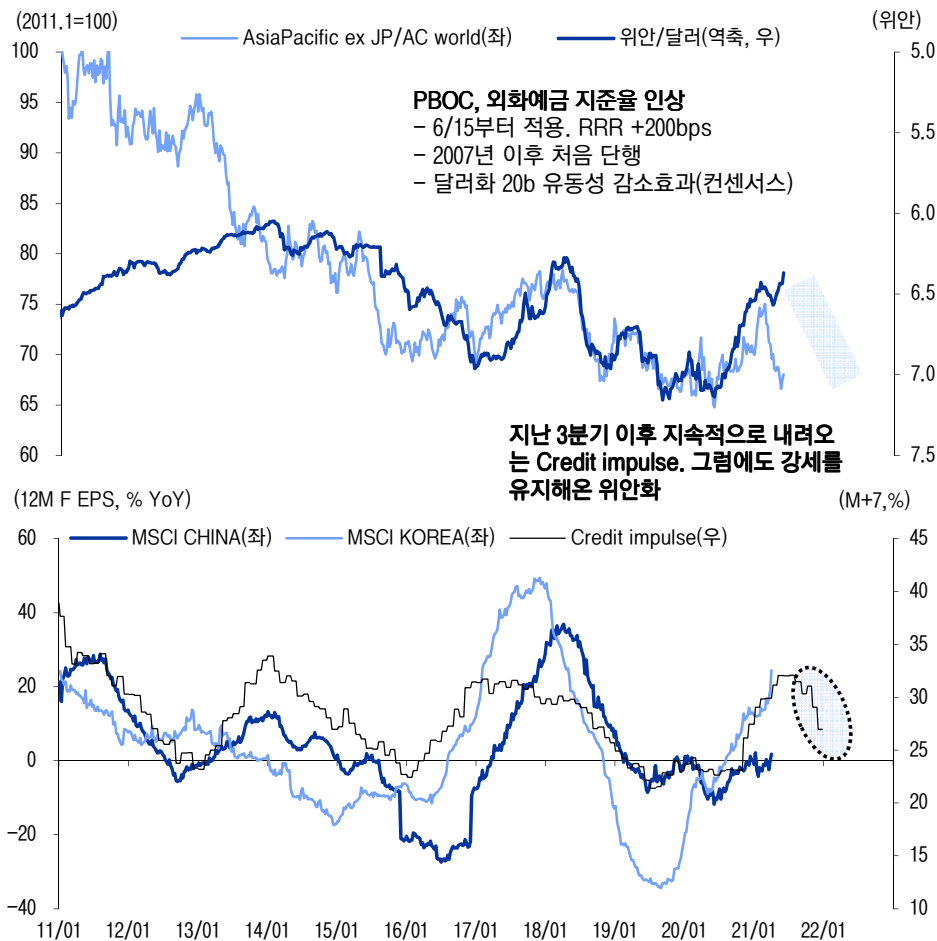
S&P 반도체 순이익증가율 하락구간, 상방압력보다 하방압력



→ 한국 EPS 변화가능성(매출증가율 및 마진 축소)

위안화 급격한 절상 용인하지 않는다는 당국의 의지 재확인

물가상승률의 하락은 KOSPI 이익변화율 둔화 의미,
이번에는 다를까?

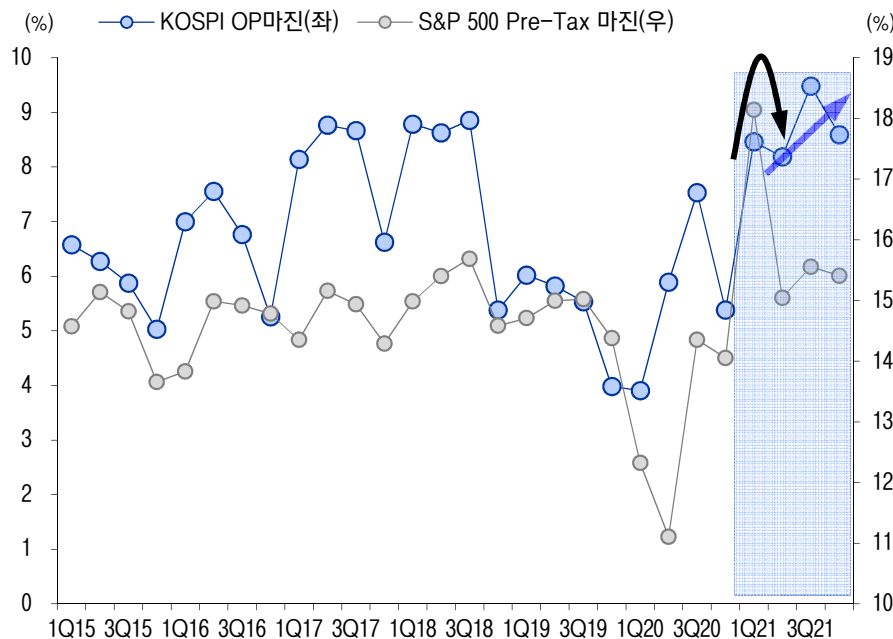


이익 컨센서스(마진): 미국은 하향 조정, 한국은 개선 지속

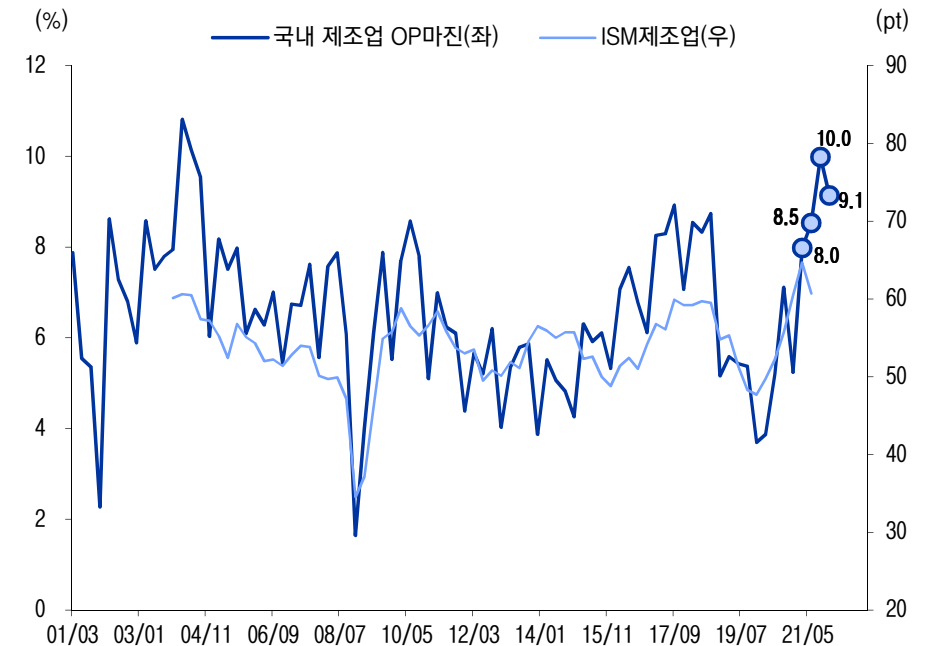
● 마진 축소 가능성을 반영한 미국, 그렇지 못한 한국

- 투입가격의 급격한 상승, 역사적 추세를 벗어났던 재화소비의 정상궤도로 진입은 신규주문 둔화와 ISM 제조업 지수의 하락 가능성 시사
- 실제 마진율에 대한 컨센서스를 S&P는 1분기 이후 Peak-out 할 것이라고 추정. 그 레벨은 달라질 수 있으나 향후 실적시즌을 맞이하는 과정에서 충격은 덜할 수 있는 부분
- 반면, 한국기업들에 대한 이익추정은 마진개선이 계속될 것이라는 것. 과거와 다른 기업파워를 보여줄지, 아니면 2분기 실적시즌에서 급격하게 이익 하향조정 될지가 3분기 중 나타날 변동성 중의 하나

1분기 이후 영업이익률 마진, 한국은 계속 개선이 컨센서스



ISM제조업의 하향압력은 국내 제조업 마진에도 영향



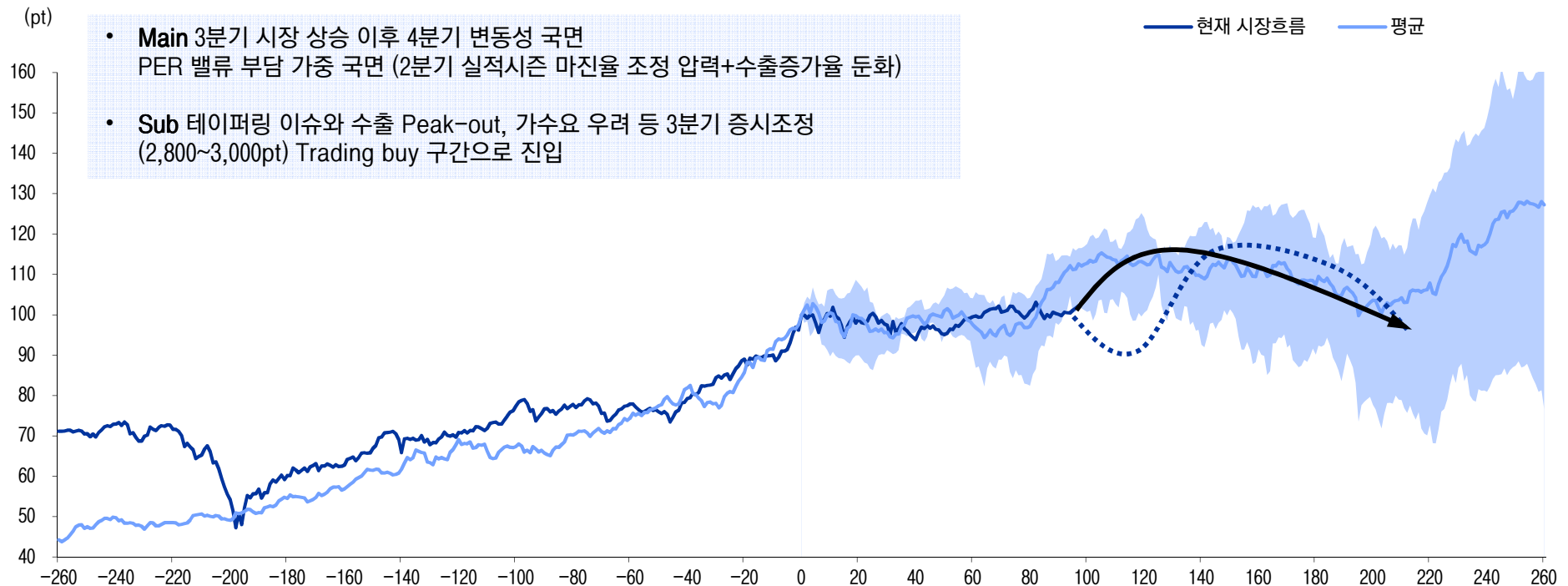
Part I Key indicator와 한국 고민

한국, 쉽지 않음의 연장
: 주도주 축소와 Quality

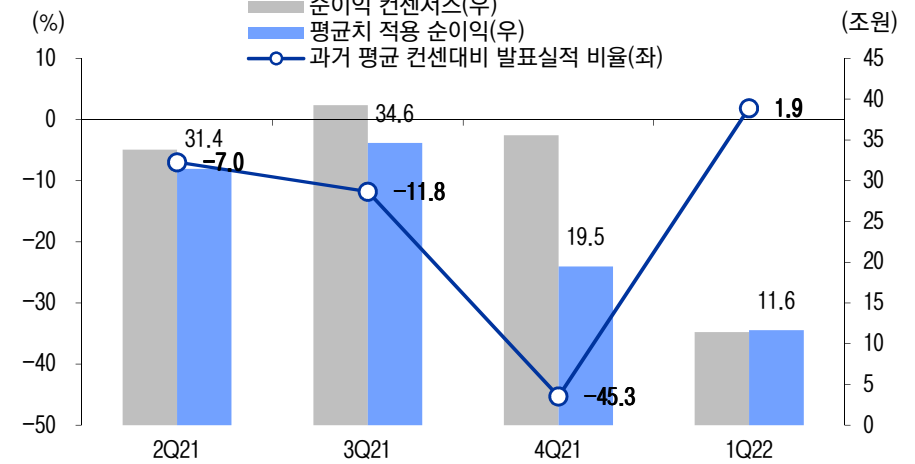
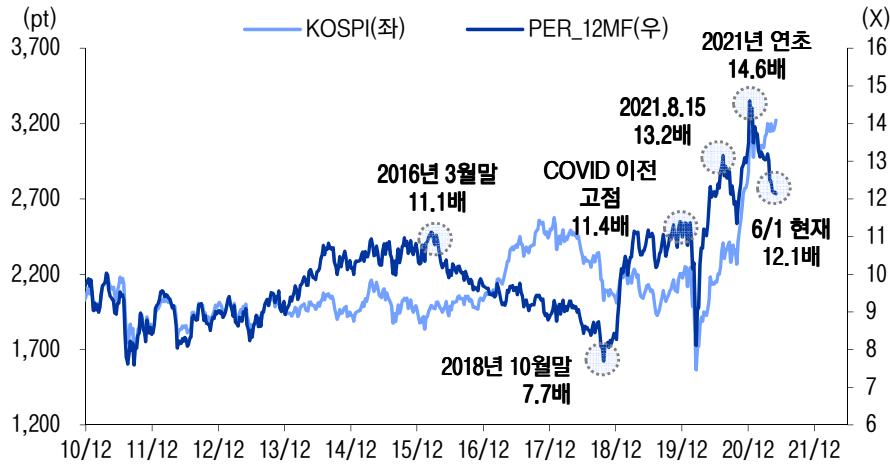
KOSPI 시장경로, 3분기 상승 이후 4분기 변동성

● 과거 강세장 (3저 호황 + IT버블)과의 비슷한 경로일 것

- 개인유동성 유입과 단기간의 가파른 상승을 보였던 기간(60일 이평선과의 이격이 20%이상, KOSPI 기준)과 바닥에서 100% 상승 이후 고점대비 10% ~ 20%의 제법 큰 조정국면 출현 이후 반등국면 출현
- 풀려있던 유동성, 주식시장에 뛰어든 많은 투자자, 지루한 박스권에 의한 가격매력도 상승, 경제지표 회복에 의한 상승논리 첨가
- 그러나 상승 이후 밸류에이션 부담, 경기추가개선 폭 약화 우려가 부각될 것. 자산가격, 물가 등의 이유로 인해 유동성 축소 국면에 대한 불안심리는 하반기 후반에 갈수록 커질 것으로 전망



순이익 - PER Matrix



KOSPI 순이익 - PER 멀티플 Matrix

구분		PER_12MF 멀티플(배)								
		10.0	10.5	11.0	11.5	12.1 (현재 멀티플)	12.5	13.0	13.5	14.0
순이익	146조원(+2.5 SD) → 컨센 +21.7%	3,302	3,393	3,555	3,717	3,922	4,040	4,201	4,363	4,525
	137조원(+2.0 SD) → 컨센 +14.0%	3,027	3,178	3,330	3,481	3,674	3,784	3,935	4,086	4,238
	128조원(+1.5 SD) → 컨센 +6.3%	2,822	2,963	3,104	3,245	3,425	3,528	3,669	3,810	3,951
	120조원 → 현재 컨센서스	2,655	2,787	2,920	3,053	3,222	3,318	3,451	3,584	3,717
	118조원(+1.0 SD) → 컨센 -1.4%	2,617	2,748	2,879	3,010	3,176	3,271	3,402	3,533	3,664
	109조원(+0.5 SD) → 컨센 -9.1%	2,412	2,533	2,653	2,774	2,928	3,015	3,136	3,257	3,377
	100조원(평균치 적용) → 컨센 -16.9%	2,207	2,318	2,428	2,538	2,679	2,759	2,870	2,980	3,090
	91조원(-0.5 SD) → 컨센 -24.6%	2,002	2,103	2,203	2,303	2,430	2,503	2,603	2,703	2,803

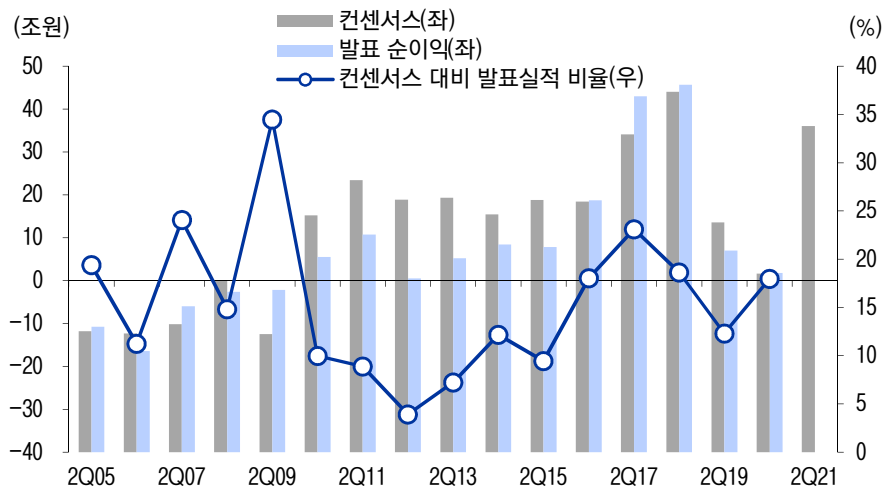
주1: KOSPI PER(12MF)는 1Q21 NAVER의 라인-Z홀딩스 경영통합 관련 일회성 이익 14.9조원을 제외하고 계산

주2: 각 순이익 컨센서스 대비 발표실적 비율은, 2005년 이후, 극단값(가장 낮은 2개 분기와 가장 높은 1개 분기)을 제외한 평균값을 기준으로 계산

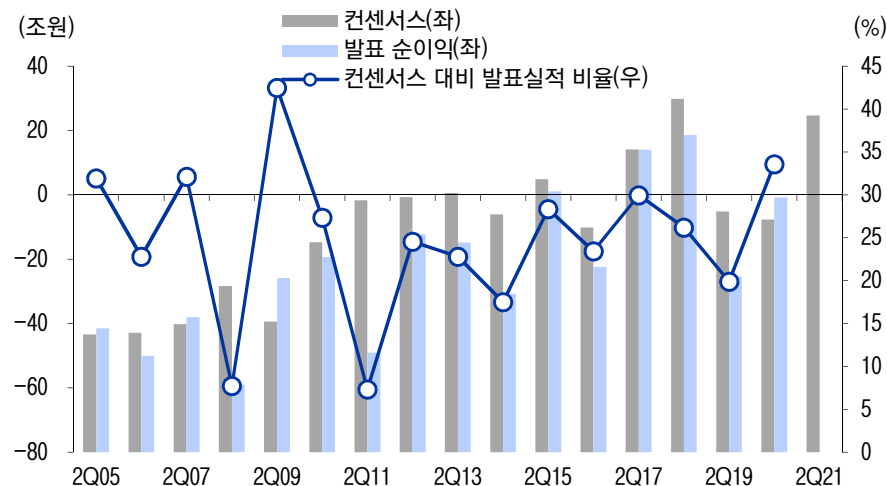
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

Appendix. 컨센서스 대비 발표실적 비율(5월말 컨센서스 대비) eBEST[®]

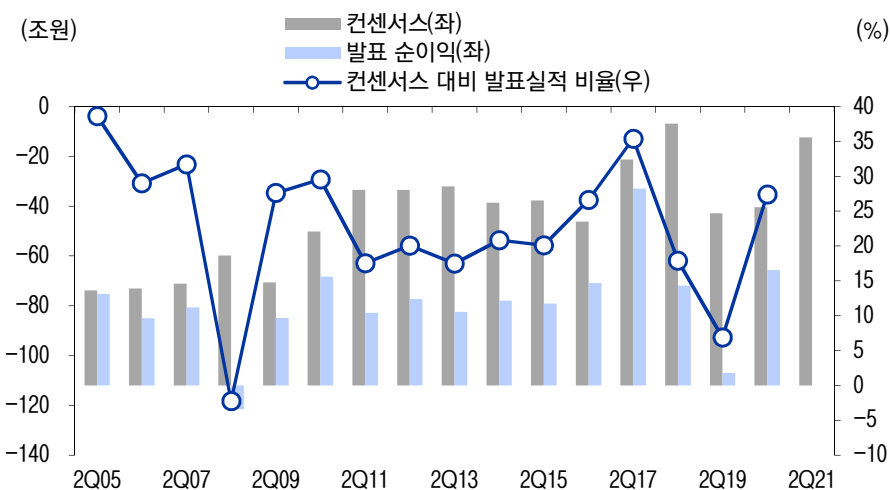
2Q 컨센 대비 발표실적: 평균 -5.4% 하향, 표준편차 11.6%



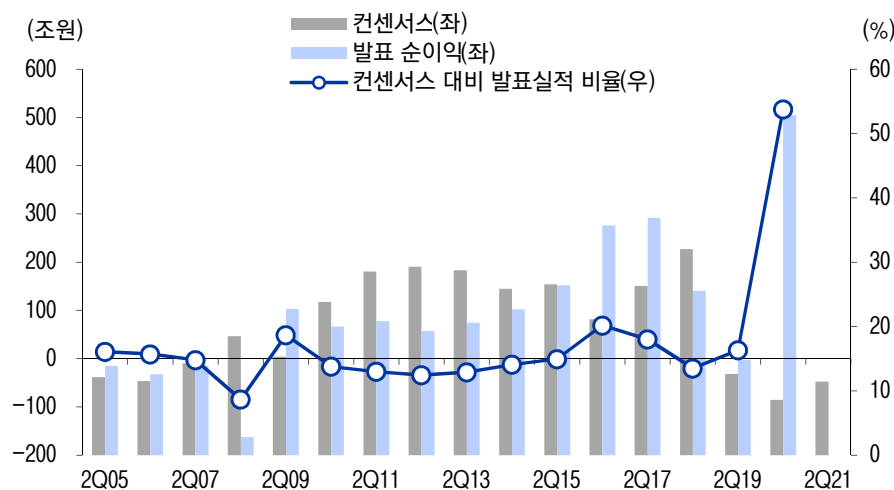
3Q 컨센 대비 발표실적: 평균 -10.2%, 표준편차: 13.2%



4Q 컨센 대비 발표실적: 평균 -42.8%, 표준편차 16.8%



1Q 컨센 대비 발표실적: 평균 7.0%, 표준편차 30.4%

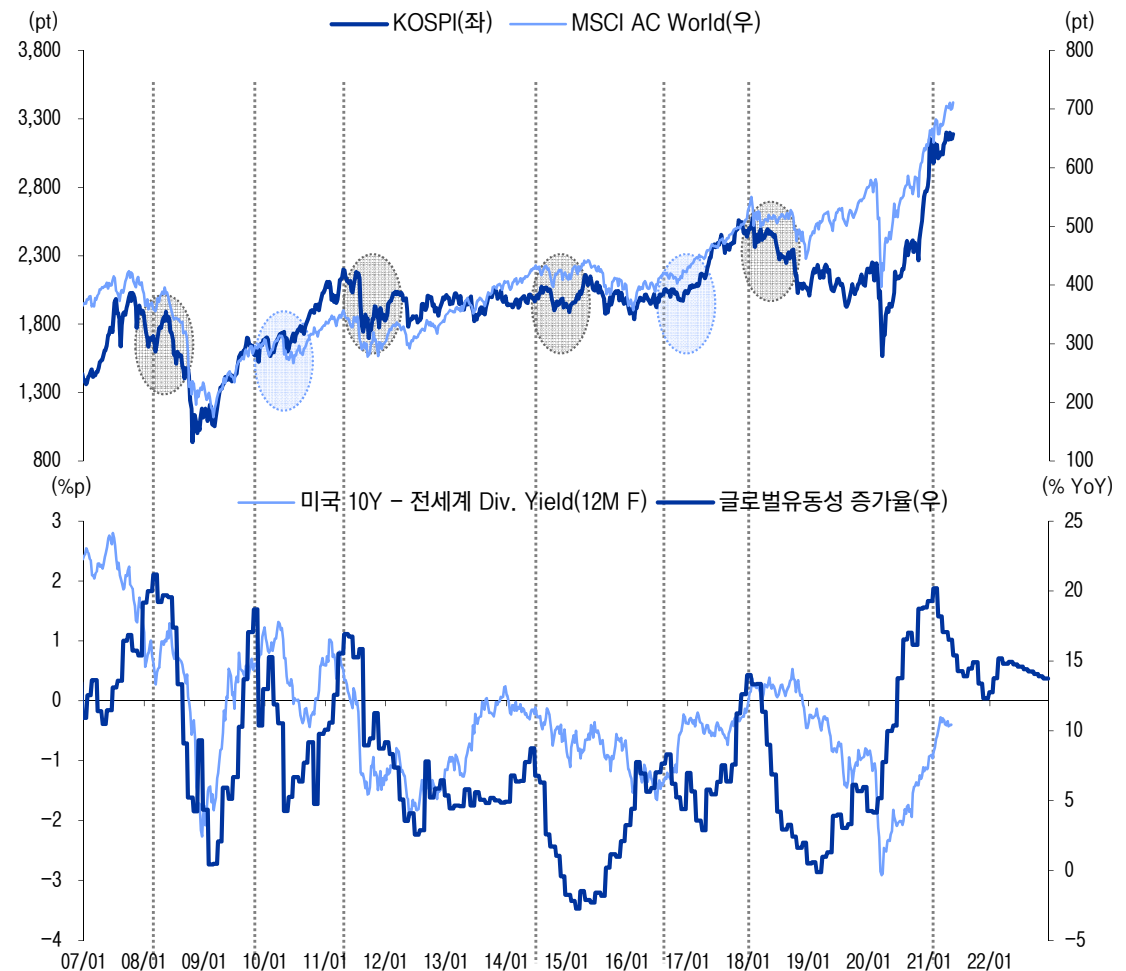


주: 매년 5월말을 기준으로, 해당 연도의 2분기, 3분기, 4분기, 다음 연도 1분기의 발표실적 대비 컨센서스 비율을 표기
 예를 들어 2020년 5월말 기준의 경우, 2020년 5월말에 집계된 2Q20, 3Q20, 4Q20, 1Q21의 컨센서스와 발표된 실적을 비교
 자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

유동성 증가율 둔화 이후 코스피 주가의 흐름

● 4번의 반등 후 급락 Vs. 2번의 횡보 후 추세 상승

- 유동성 증가율이 꺾인 이후에는 반등 이후 추세적 강세구간 돌입보다는 급격한 주가조정이 뒤따른 경험이 많았음
- 다만, 모든 과거 지표의 경험이 그대로 재현되지 않을 가능성도 있는데다, 반등의 기회가 나타났다는점 + 2009~2010년, 2016~2017년 사례처럼 6개월의 주가 횡보 이후 상승 국면으로 재진입 한 경우도 있었음
- 이 시점에서 적용가능한 투자아이디어를 도출하는 경우라면 위험자산의 확산 보다는 주도주를 축소하고 Quality 중심의 대응

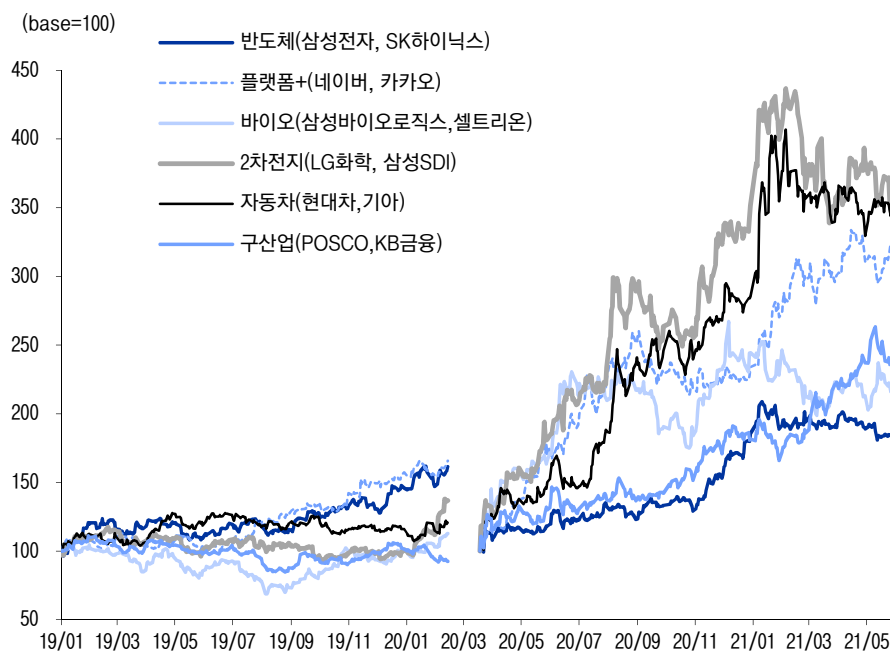


1. 메가캡 고민

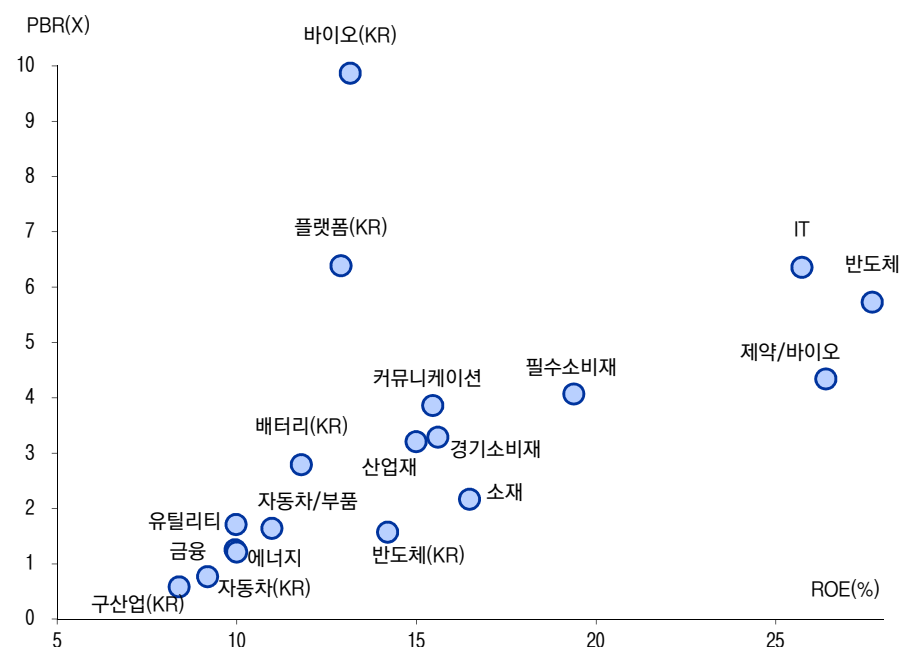
● 주도 Theme은 무엇이 될까?

- KOSPI 시총 12위 기업들의 시총 비중은 5월말 현재 48%에 육박. 단 12종목에 불과하지만 반도체, 플랫폼, 바이오, 2차전지, 자동차(전기차) 등 한국의 다이내믹을 보여주기에 충분
- 다만, 코로나 팬데믹 이후 강한 주가상승 이후 가격부담이 커진 것도 사실. 글로벌 Peer 그룹과의 비교를 보면 비교적 밸류가 낮게 형성되어 있는 산업은 반도체와 자동차

시총 Top 12의 Theme별 주가변화율

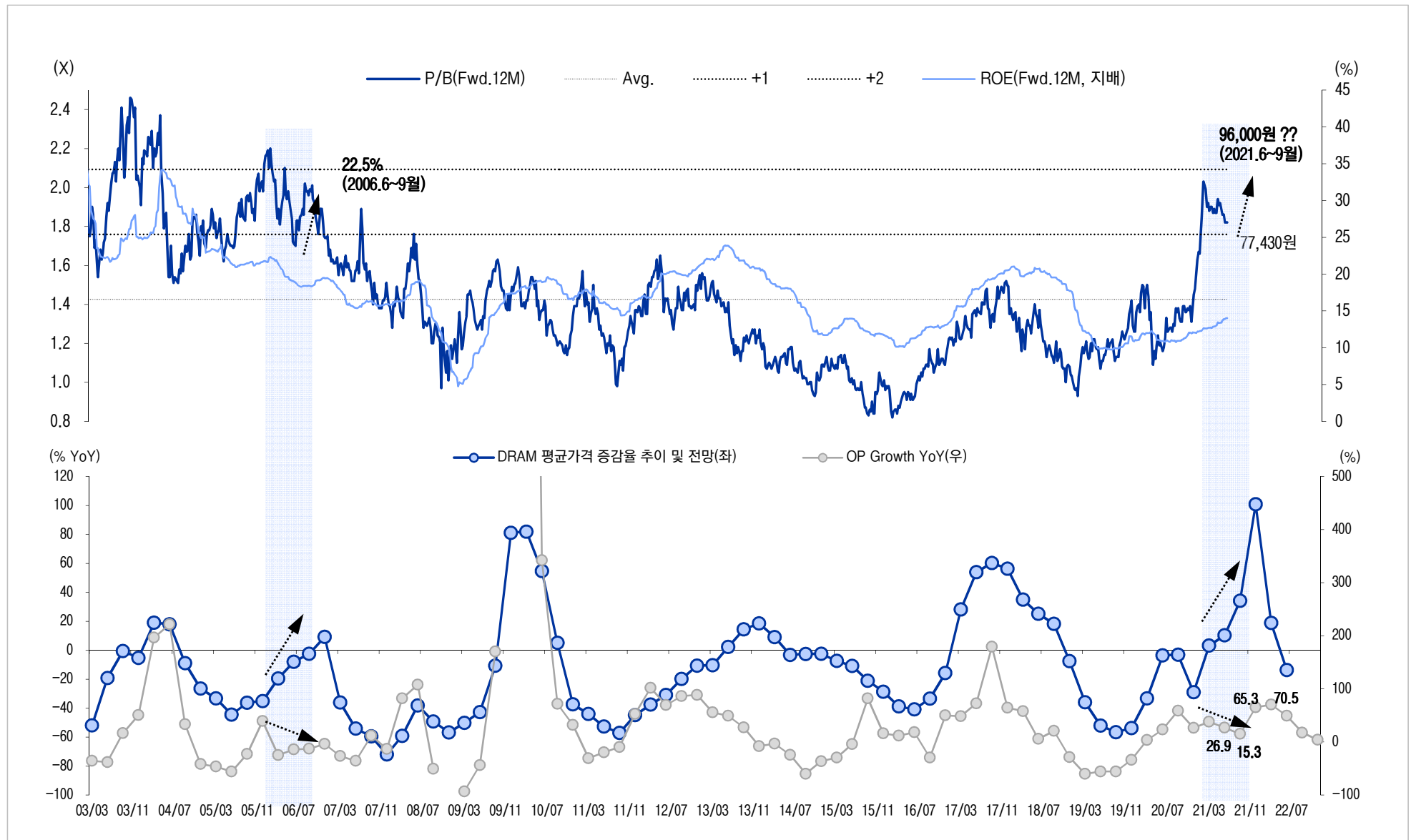


글로벌 업종과 한국 Top 12의 Theme별 PBR – ROE Matrix



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

1. 삼성전자, 20% 조정 이후 반등. DRAM 가격 vs. 실적 둔화

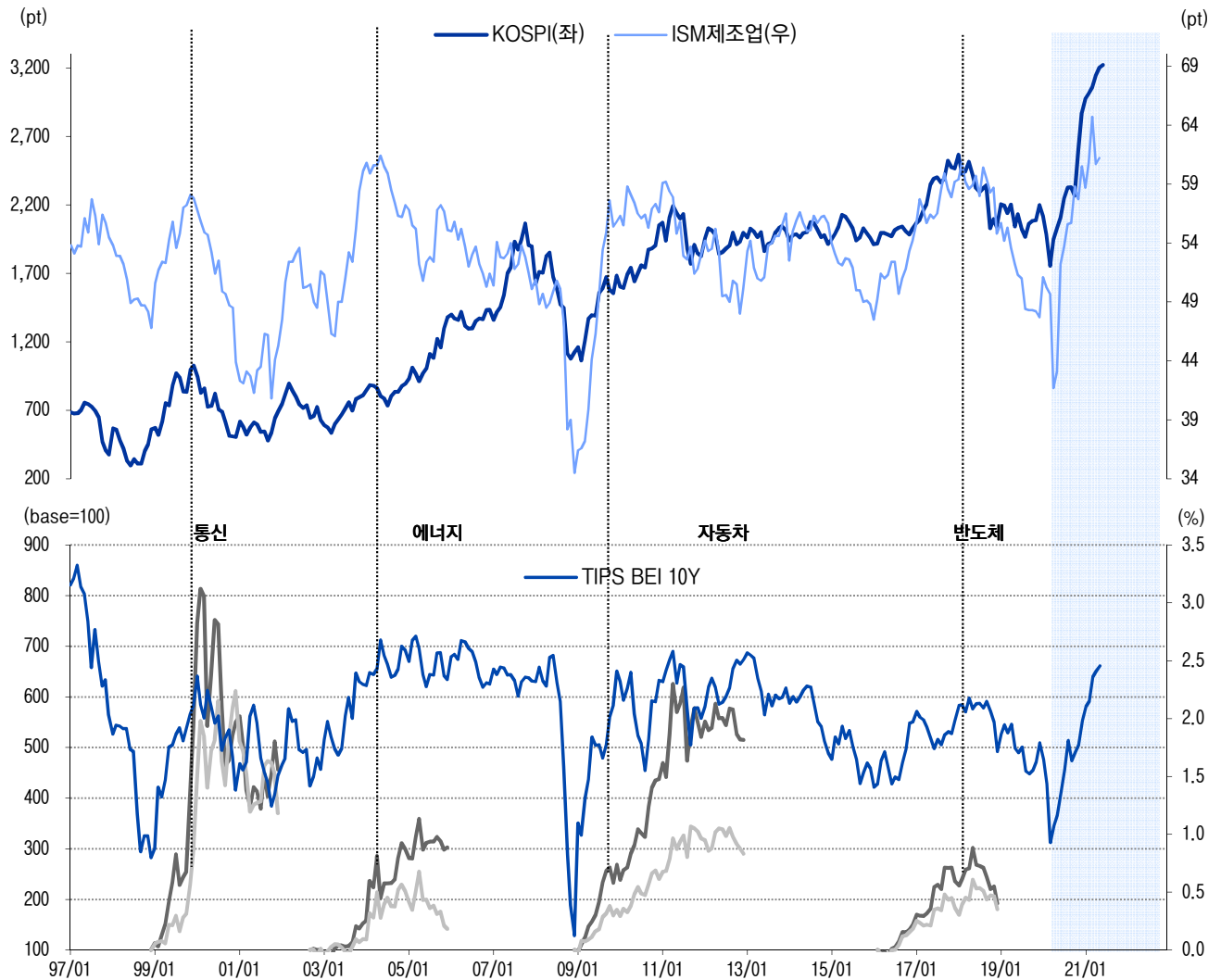


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

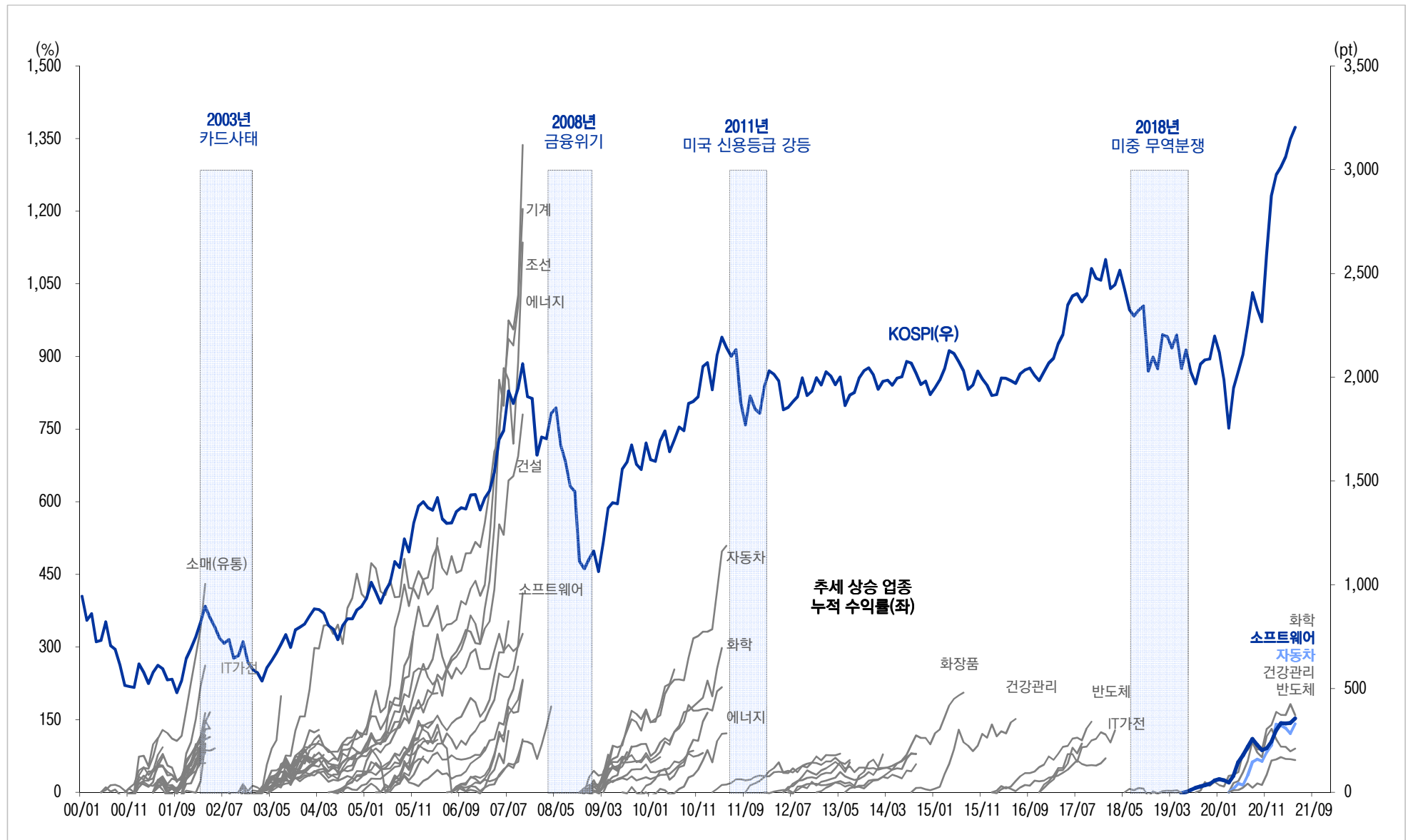
1. 주도주는 시장의 마지막 이후까지 상승한 경우가 많았다

● 기대인플레이션과 주도섹터 출현

- 기대인플레이션의 움직임을 토대로 국내 증시에서의 주도섹터 출현 구간을 나눠보면 98년 12월, 02년 9월, 08년 12월, 16년 2월 그리고 20년 3월로 살펴볼 수 있음
- 차례로 통신, 에너지, 자동차, 반도체, 그리고 현재
- 기대인플레이션이 꺾이는 과정에서 시장이 반드시 하락 전환하지는 않았지만, 주도섹터의 고점이 시장 고점보다는 늦다는 점. 즉, 현재의 상승이 끝나지 않는다면 주도섹터는 비중유지



1. 지금의 주도주는 소프트웨어와 자동차

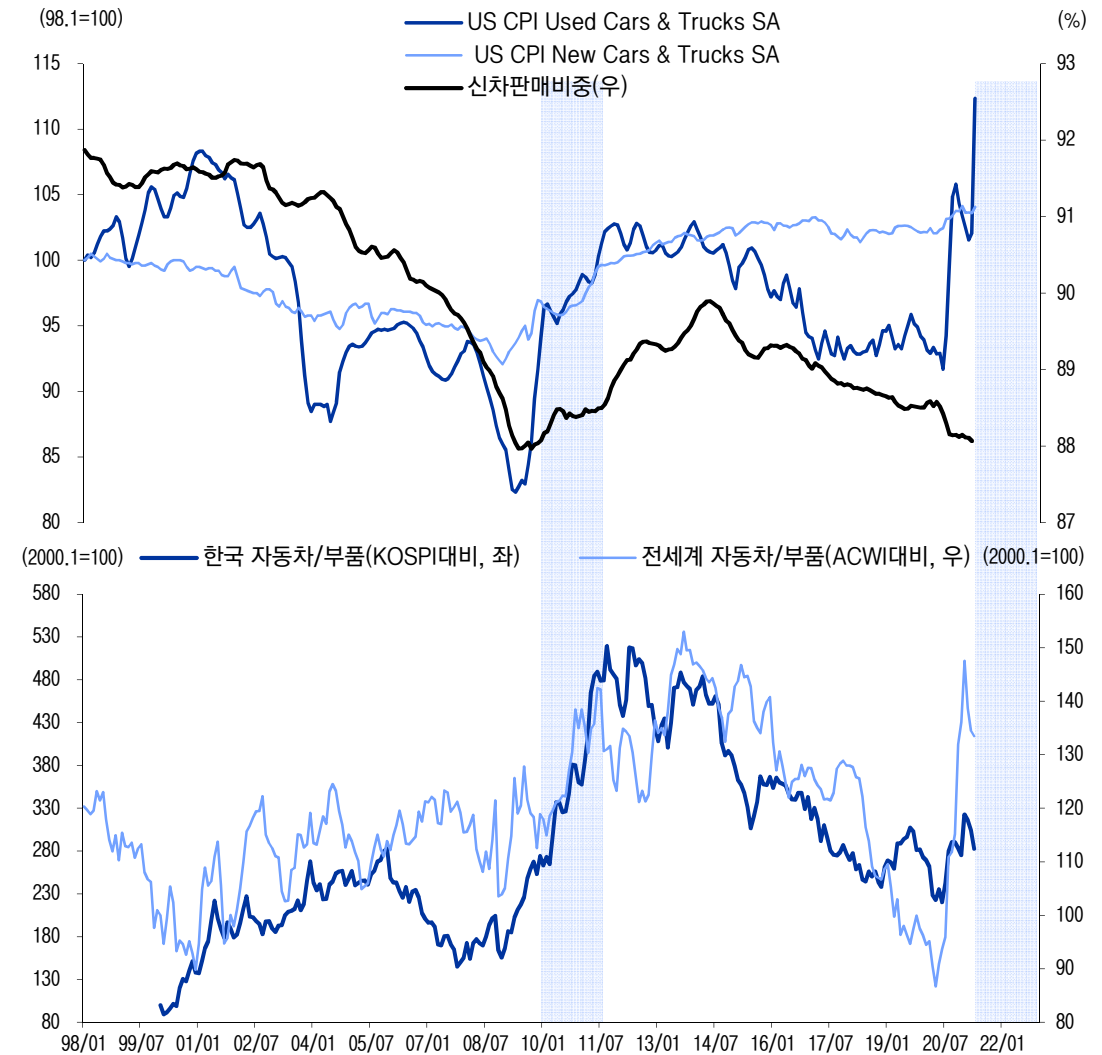


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

1. 자동차의 살만한 논리

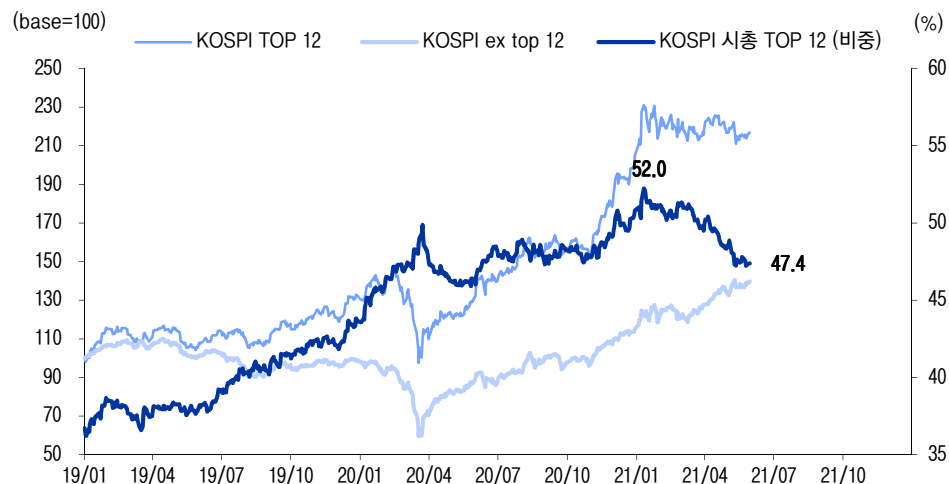
● Top 12 중 자동차가 나아보이는 이유

- 1) 코로나 팬데믹 이후 출현했던 주도섹터 중 하나
- 2) 글로벌 Peer 그룹과의 밸류에이션 매트릭스에서 저평가 영역에 위치 (Peer PBR 1.64배 ROE 10.9%, 한국 PBR 0.76배 ROE 9.2%)
- 3) 반도체 수급문제로 발생했던 생산차질 하반기 해소 가능성
- 4) 미국 내 공급 문제로 신차판매 비중이 금융위기 수준까지 하락. 중고차 가격상승 이후 나타났던 신차가격 상승흐름

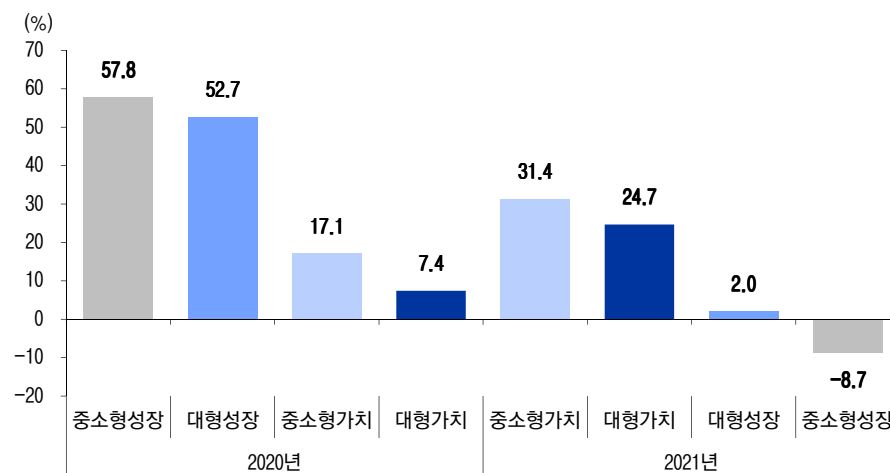


2. 중소형 가치주: 하반기에도 강세 Style

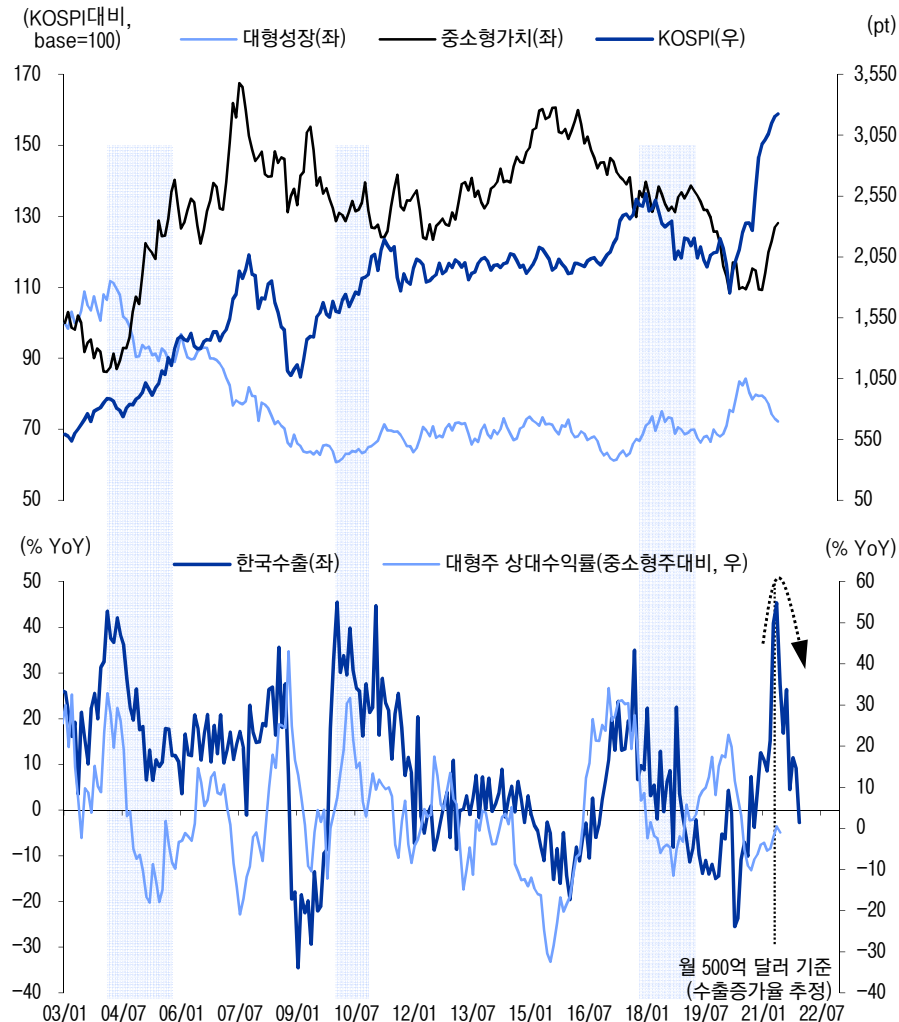
Mega cap 주도에서 종목선택의 Market으로 변화



성장 → 가치, 대형 → 중소형



수출증가율의 Peak-out, 중소형 가치주의 상대수익률 부각



자료: Bloomberg, Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 이베스트 중소형 Top picks

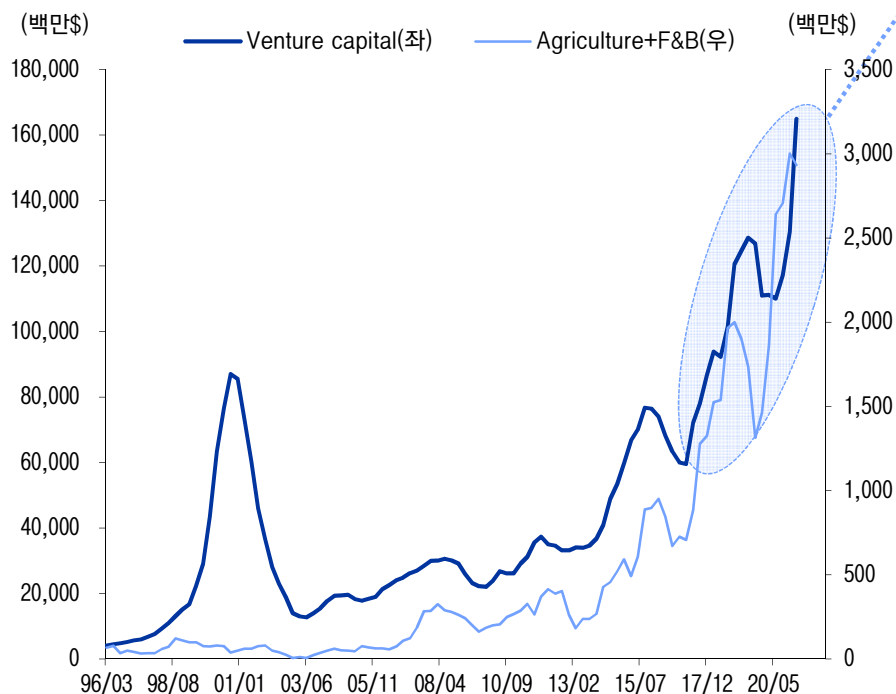
기업코드	기업명	투자포인트
A086450	동국제약	동국제약은 일반의약품, 전문의약품, 헬스케어(화장품 포함) 전 사업부문에서 매년 성장 흐름이 진행되고 있음. 특히, 2021년 하반기 기대되는 요인은 1)화장품 수출: 그 동안 국내에서만 영업하던 상황에서 벗어나 중국과 미국 등의 해외로 영역을 확대, 2)해외사업 성장: ETC와 헬스케어 수출을 전담하는 해외사업에서 ETC Capa 증설 효과 (포폴, 테이코플라닌)와 헬스케어 수출 본격화가 진행될 예정
A005680	삼영전자	국내 전해콘덴서 성장성이 확대되고 있음. 국내 전해콘덴서는 Low-end는 중국, High-end는 일본 기업들과 경쟁하고 있는 상황인데, 1)중국에서의 전해콘덴서 수요 증가 → 국내에서 중국산 전해콘덴서 공급이 감소 → 국내 전해콘덴서 기업들의 가전용 제품의 가격이 상승하고 있음. 2)High-end 전해콘덴서 기술력 확보 + 코로나19 이후 부품 국산화 Needs로 (그 동안 일본 기업들이 잠식했던)자동차와 반도체 부문의 전해콘덴서 수요가 확대되고 있음 (고객사: 반도체 S사, 자동차 H사)
A065710	서호전기	항만무인화 시스템 개발 기업으로 글로벌 항만무인화 추세에 연동하여 성장할 수 있는 기업. 코로나19 이후 글로벌 인력 이동의 제한으로 20년 ~ 21년 상반기 신규 수주가 많지 않은 상황이지만, 코로나19가 마무리되거나 점점 이슈가 감소할 경우 신규 수주가 확대될 가능성이 높음. 특히, 최근의 해운 물동량 확대는 자연스럽게 항만무인화 수요 증가로 증가할 수 있는 요인
A072990	에이치시티	시험인증 기업으로서 매년 새로운 IT Device의 개발에 따라 성장하는 흐름을 보이고 있음. 특히 2021년 하반기에는 5G 관련된 인증 외에도 자동차 전장화(무인차에 대한 센서류), 배터리(방폭 인증 등)에 대한 시험인증이 확대되고 있는 상황. 중장기적인 관점에서 신기술에 의한 R&D 활동이 증가하고 새로운 Device가 확대되는 상황에 실적이 연동될 수 있는 구조
A008490	서흥	매년 매출액과 영업이익이 증가하는 흐름을 보이고 있음. 특히, 하드캡슐 사업부문에서 3Q19 Capa 증설 이후 코로나19로 경쟁기업들의 생산 차질(인도와 유럽에 위치해 있는 공장)에 대한 반사수혜로 고객선이 확대되었는데, 2020년 신규고객을 위한 가격 할인 프로모션이 진행되었고, 2021년에는 ASP가 정상화 되어 OPM이 크게 개선되고 있는 상황. 또한 건강기능식품 사업부문의 추세적인 성장성이 유지되고 있음

3. 중장기 테마 : 농업

● 잠재력 있는 기업을 찾아 다니는 벤처에서는 어디에 집중하고 있을까?

- 2021년 1분기 벤처자금은 620억달러를 넘어섬. 2020년 1분기대비 123%의 놀라운 증가. 신기술에 의한 수요창출 뿐만 아니라 팬데믹 등 기존 수요의 변화를 쫓아가고 자극하는 기업에 대한 투자확대
- 벤처자금의 가파른 증가세를 보인 2017년 이후 섹터별 자금 유치현황을 보면 자동차 및 운송수단이 단연 1위. 농업과 F&B도 Top 5

가파르게 늘어나는 벤처자금, 새로운 성장을 위한 갈구



	4Q12~4Q16	1Q17~1Q21	Growth
Automotive & transportation	1,207	7,665	535
Consumer Products & Services ¹	5,539	23,561	325
Agriculture	864	3,671	325
Industrial	5,191	17,872	244
Food & Beverages	1,653	4,699	184
Financial	2,319	6,280	171
Leisure	870	2,189	152
Health care	46,340	105,871	128
Software	16,004	36,348	127
Business Products & Services	4,894	10,442	113
Total	240,934	510,813	112
Mobile & Telecommunications	33,167	69,036	108
Retail (non-interest, mobile)	107	211	98
Internet	103,392	195,243	89
Computer Hardware & Services	9,037	16,543	83
Electronics	2,583	3,717	44
Environmental Services & Equipment	356	456	28
Risk & security	373	362	-3
Energy & Utilities	5,711	5,207	-9
Media	1,328	449	-66
Metal & Mining	0	101	-

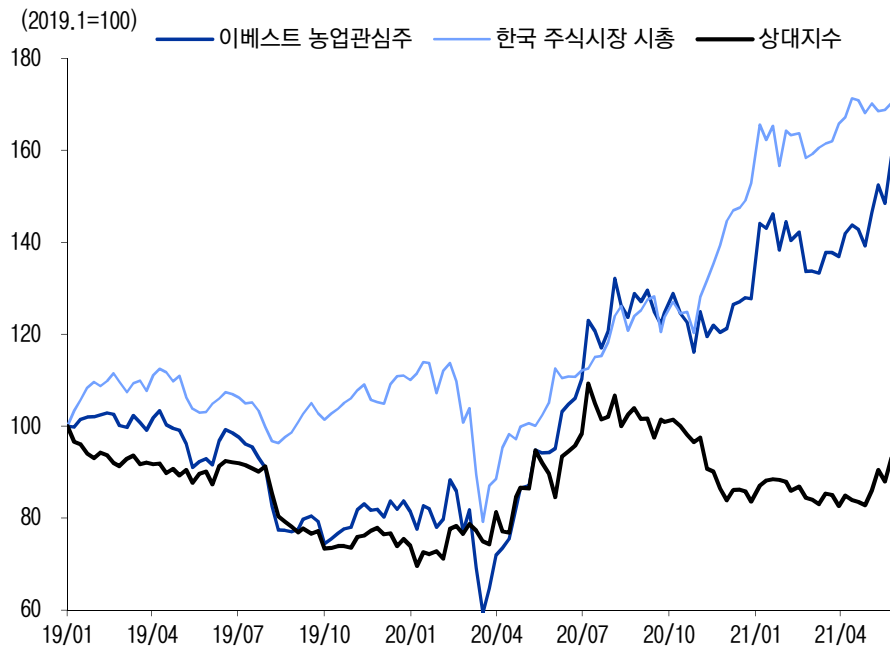
주1: Automotive Services, Baby, Car & Truck Rental, Clothing & Accessories, Consumer Electronics, Education & Training, Health & Wellness, Home Furnishings & Accessories Household, Jewelry, Music Instruments, Personal, Pet Products, School & Art Supplies, Sporting Goods, Tobacco, Toys & games, Travel services, Veterinary Care Services)
 자료: NVCA, PWC, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 농업기업의 체질적 변화

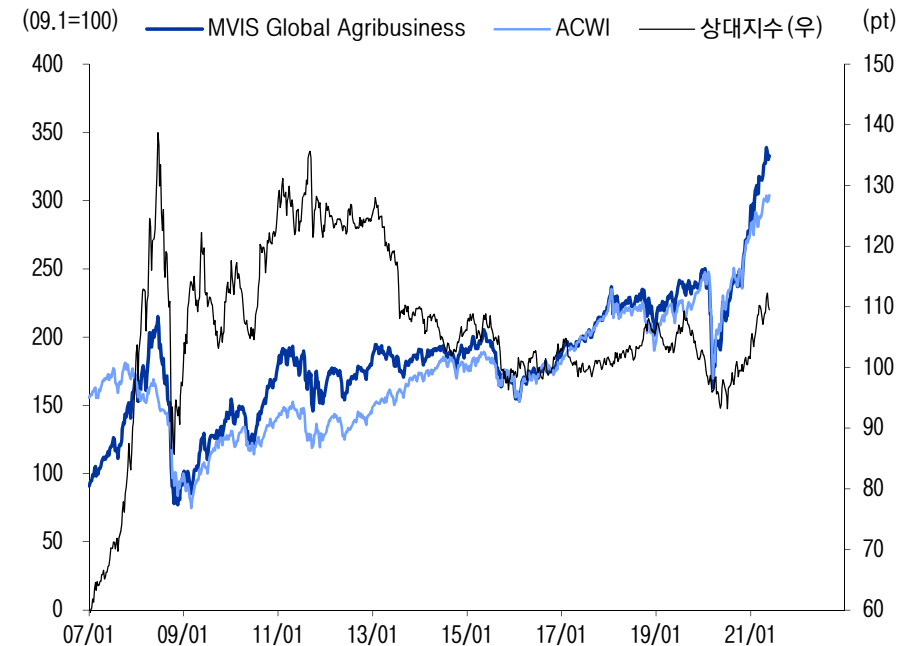
● 당사 2021.5.4 In-depth 자료 이베스트 중장기테마 발굴, 농업의 시대 Ag Tech에 주목

- 2000년대 중반 애그플레이션은 공급의 발빠른 증가가 중요. 지금은 공급의 Quality를 감안한 생산기업
- 환경문제 대두로 인한 농업분야에서의 탄소배출 저감 이슈도 함께 제기
- 글로벌 농업기업들의 주가(MVIS Global Agribusiness), 연초 이후 20% 상승(5월말 현재)하며 전세계 지수 11%의 수익률을 상회

친환경의 대두



지속적으로 제기될 글로벌 Theme, 농업



주: 이베스트 농업관심주(CJ제일제당, 롯데정밀화학, 이지바이오, 인바이오, 풀무원, 대동, 그린플러스)
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

이익이 중요한 시점, 컨센 하향 가능성

2H21 마주할 환경

- 1H21 환경 점검: 기델 곳은 이익
- 이익 증가율 Peak-out과 컨센 하향 가능성
- 종목 아이디어 3가지

Part II 이익이 중요한 시점, 컨센 하향 가능성

1H21 환경 점검
: 기델 곳은 이익

2021년, 2020년의 멀티플 확대 이후...

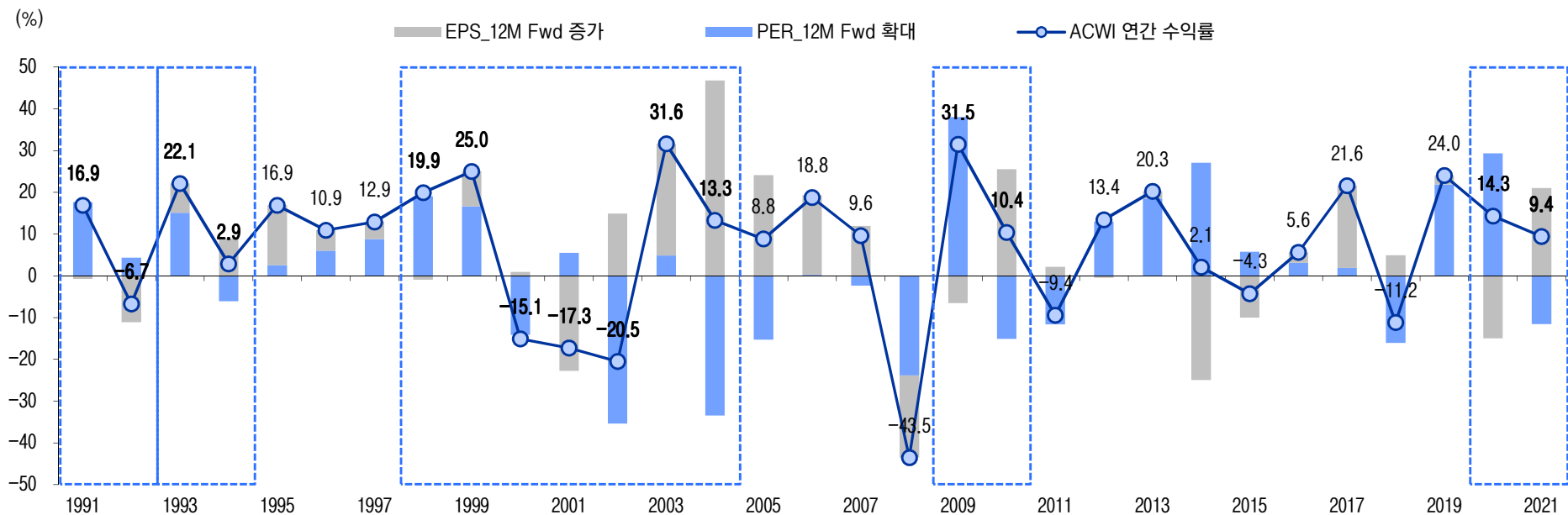
- 2020년 유동성 장세: PER(12MF) 확장 주도의 시장

- 미국 주도의 발 빠른 정책 대응(유동성 확대)과 COVID 쇼크에서 벗어날 것이라는 기대, 빠르게 회복세를 보였던 실적 등

- 유동성 장세 이후는?

- 유동성 장세 이후에는, ① 지수의 상승 탄력도가 둔화되고, ② EPS(12MF)의 방향에 따라 지수의 방향, 변동 폭이 차별화
→ 1991년 이후 1992년, 1993년 이후 1994년, 1990년대 후반 이후 2000년대 초(닷컴 버블 붕괴), 2009년 이후 2010년

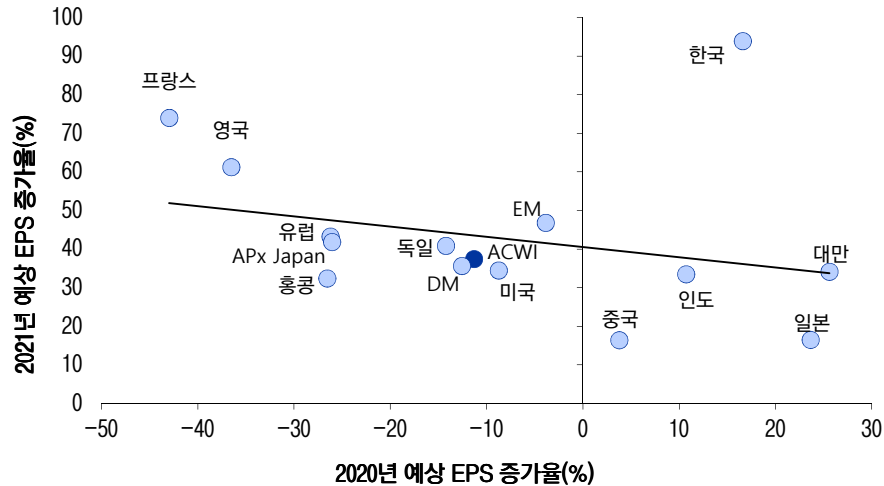
MSCI ACWI 수익률 분해: EPS 기여도와 PER 기여도



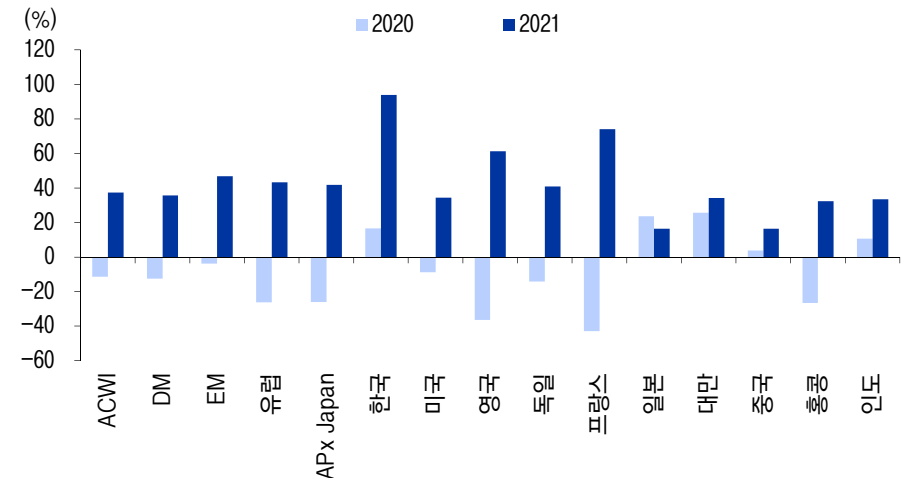
참고: 2021년은 5월 26일 종가 기준
자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

다행히, 2021년 이익 턴어라운드

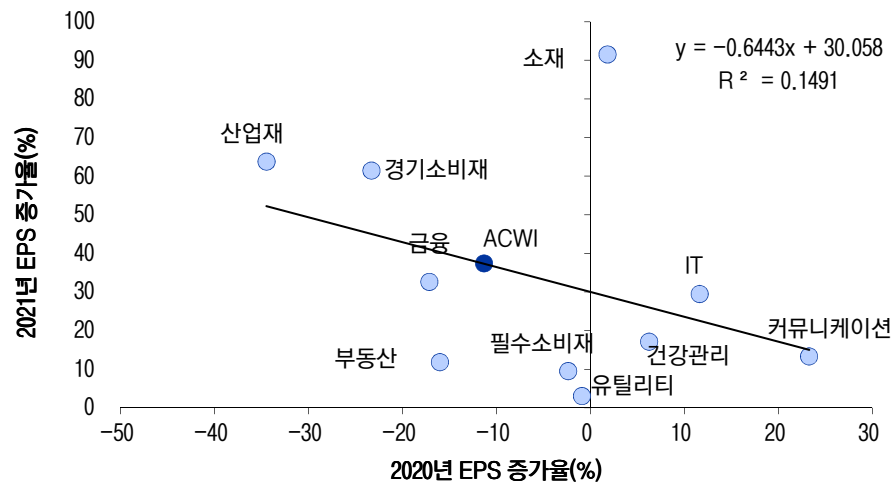
주요 증시 이익 증가율 산포도: 2020년과 2021년



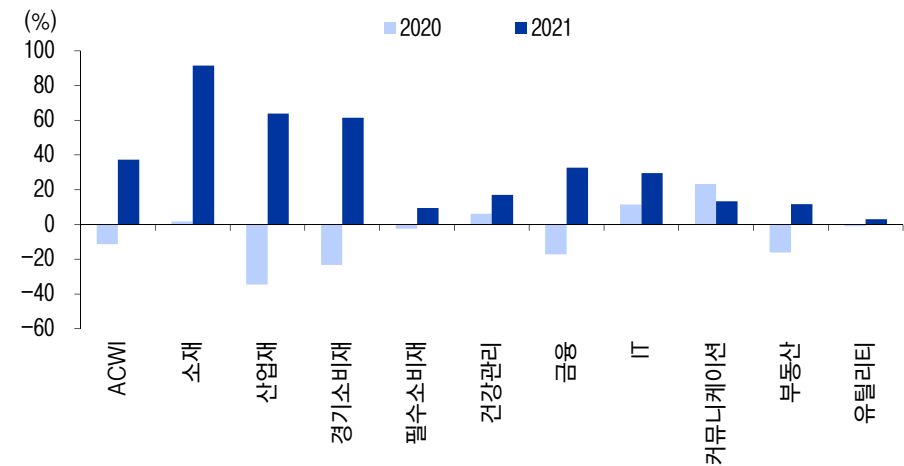
주요 증시 이익 증가율: 2020년과 2021년



섹터별 이익 증가율 산포도: 2020년과 2021년



섹터별 이익 증가율: 2020년과 2021년

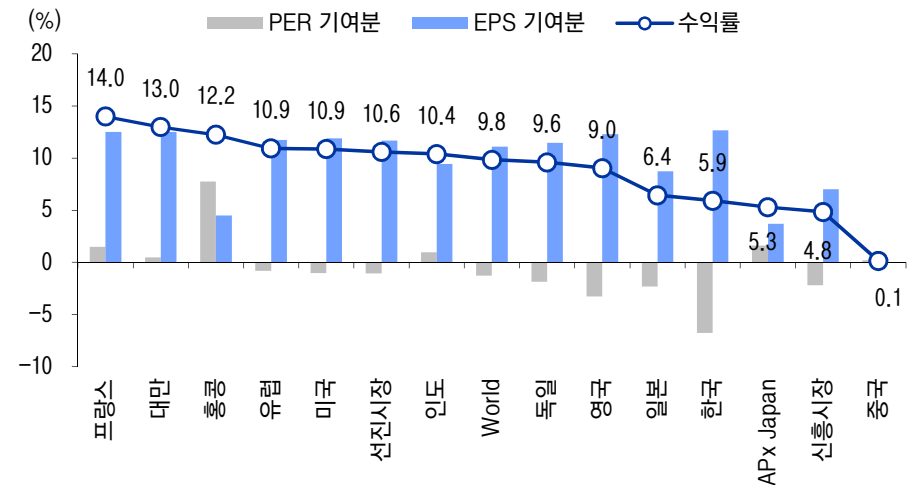


주: 각 지수는 MSCI 기준
자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

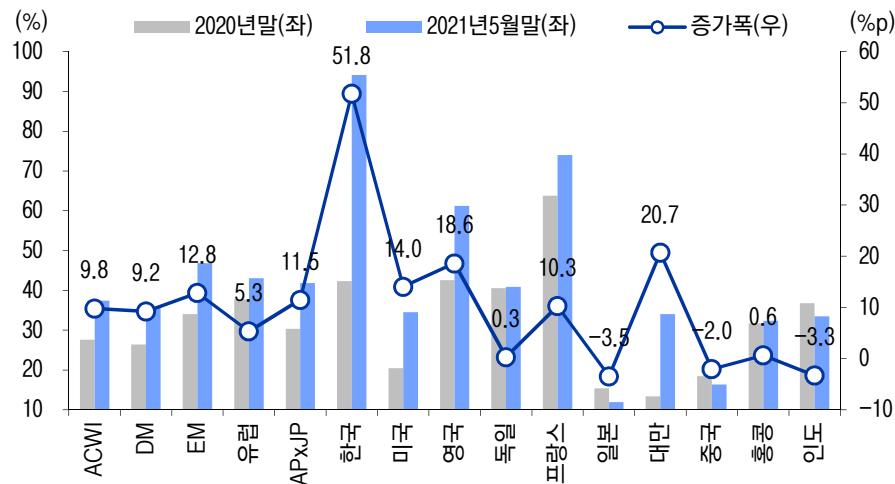
1H21: PER 멀티플 감소를 상쇄하는 이익 기대감

- 1H21 실제로 이익 개선 기대감이 강화되며,
PER(12MF) 멀티플 축소를 상쇄 → 주가 상승 지속
- 주요국 증시 전반적으로 이익 개선에 대한 기대감이 강화
- 시장은 빠르게 변화하며, EPS 기여 → PER 기여에 따라
국가별 수익률 차별화 발생
- 1Q21 차별화 요인: EPS 기여
- 2Q21 차별화 요인: PER 기여 → 얼마나 멀티플이 덜 축소됐는지

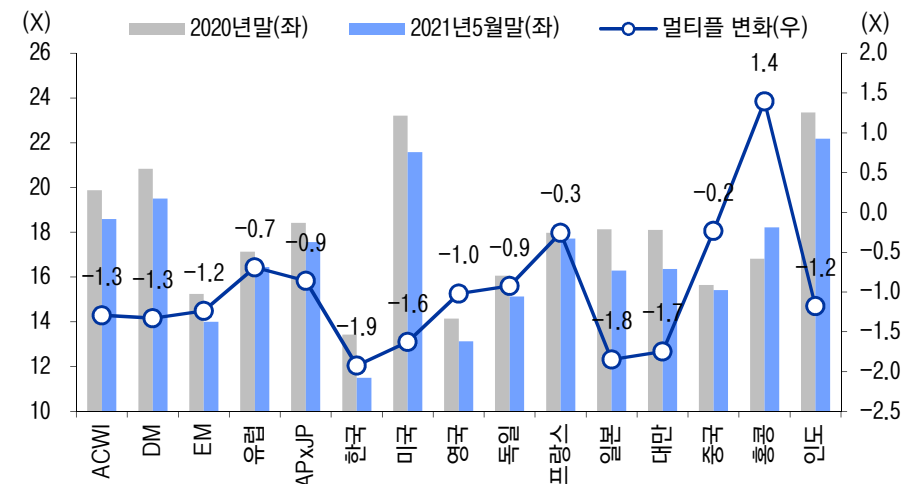
주요 증시 YTD 수익률(5월말)



2021년 EPS 증가율 컨센서스 변화: 이익 개선 기대감 강화

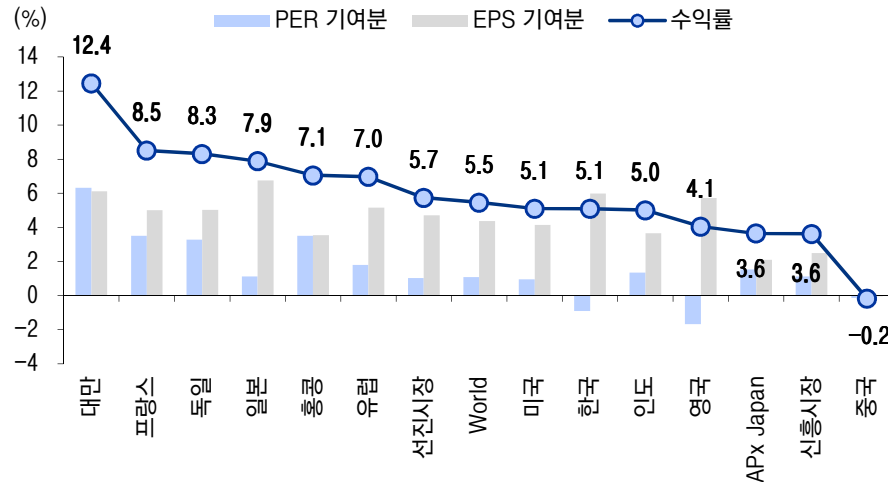


PER(12MF) 멀티플 변화: EPS 상향에 멀티플은 감소

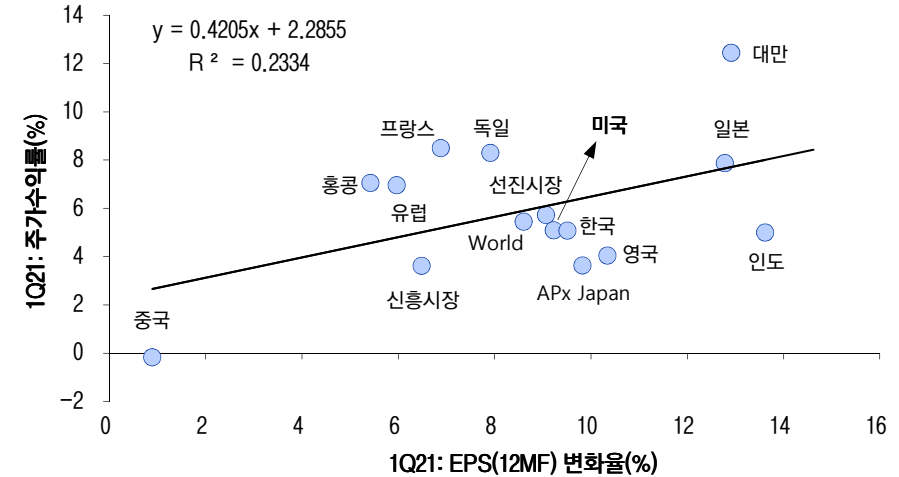


이미 반영되기 시작한 테이퍼링 우려 → 기댈 곳은 이익

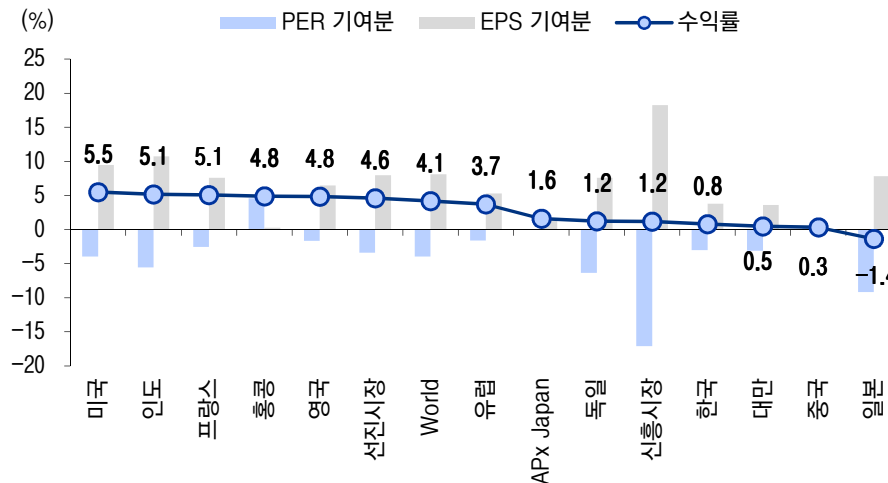
1Q21: EPS 변화가 주가의 동인



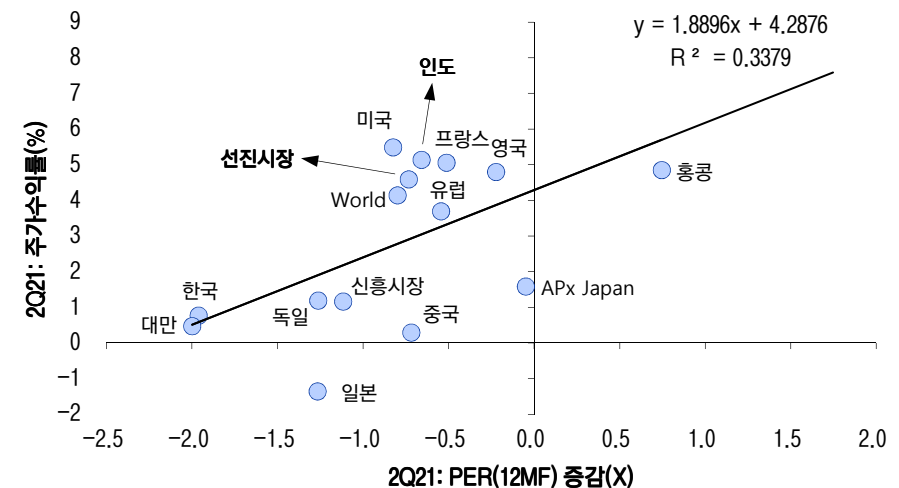
1Q21: EPS 변화가 주가의 동인



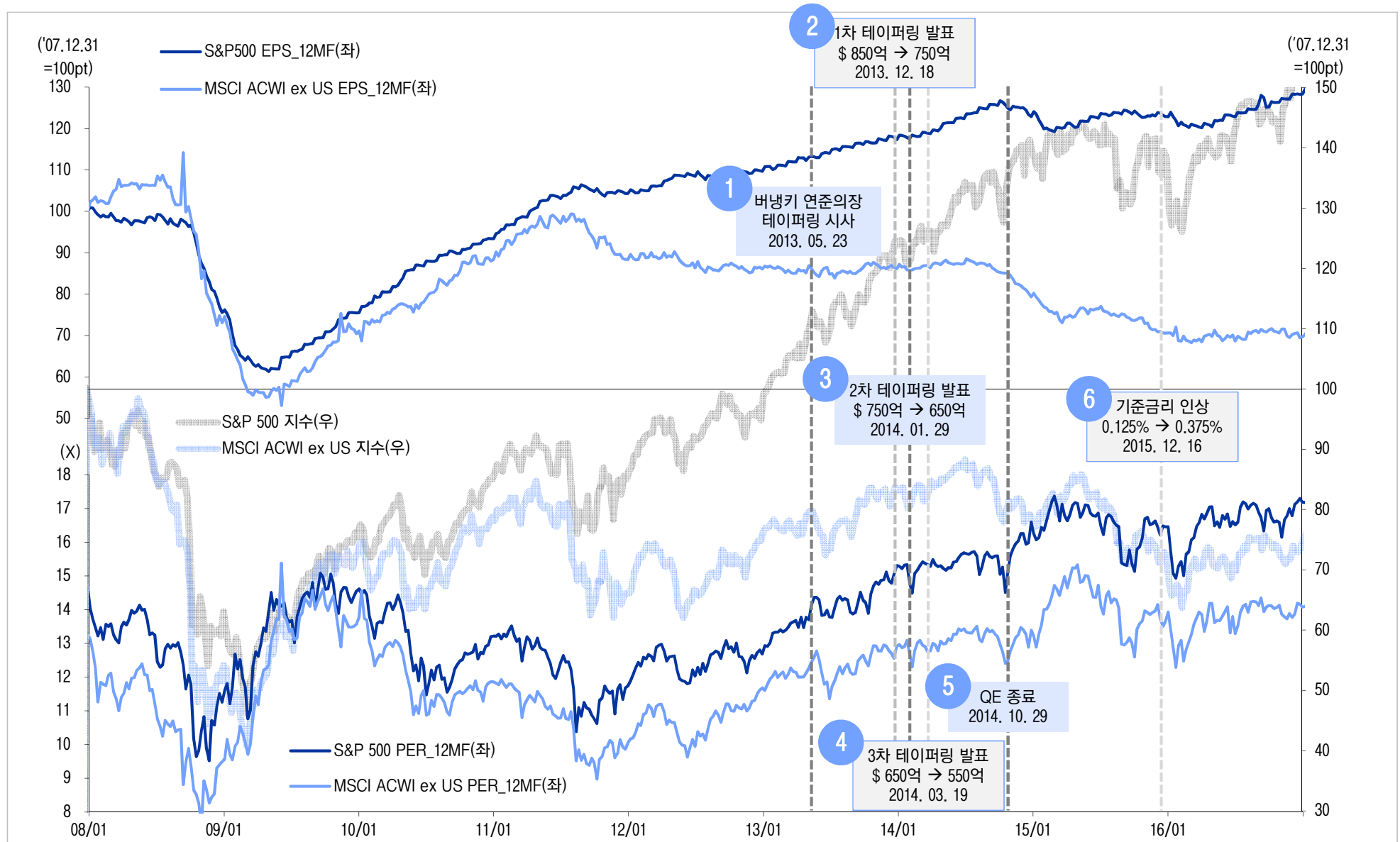
2Q21: PER이 얼마나 적게 하락했는지가 차별화 요인



2Q21 PER이 얼마나 적게 하락했는지가 차별화 요인



실적장세 지속이든, 역금융장세든 결론은 이익



자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II 이익이 중요한 시점, 컨센 하향 가능성

2H21 이익 환경
: 증가율 Peak-out과 컨센 하향

2H21 글로벌 기업이익 증가율 Peak-out

- COVID 쇼크에서 빠르게 벗어나며 이익 회복

→ 2020년 기저를 뛰어넘는 놀라운 회복

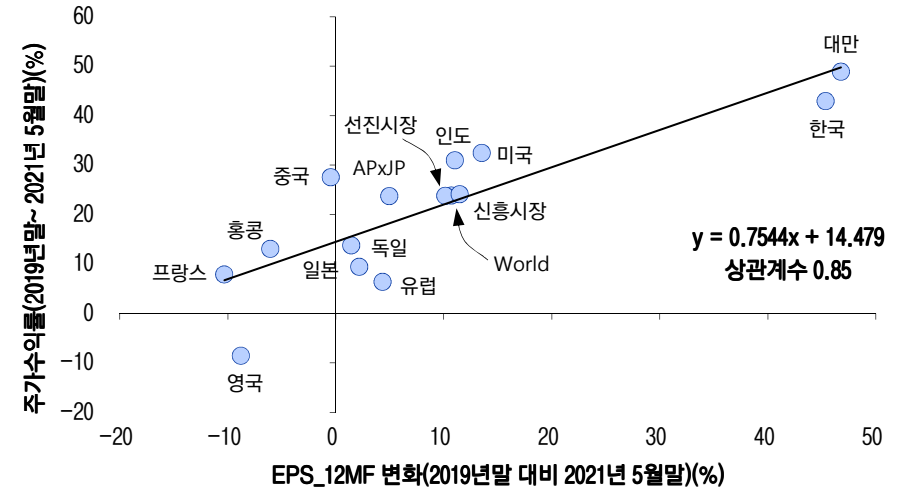
- 당장은 기저효과가 빚어낸 높은 이익 증가율이 눈에 들어오지만, 2022년 이후의 이익 증가에 대한 고민 또한 시작될 시점

→ 이익 레벨은 높아졌지만, 주가 선 반영 가능성

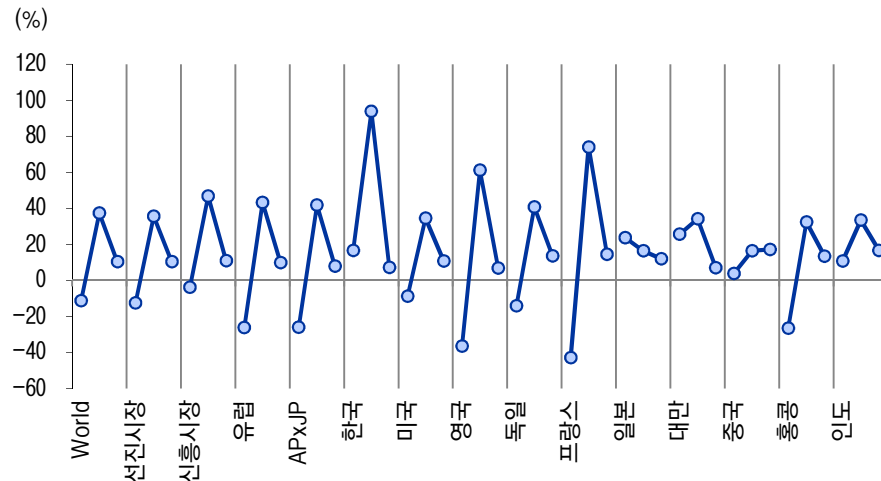
: 2019년말 이후 주가 수익률은, EPS(12MF)의 변화로 대부분 설명

→ 더불어 테이퍼링 우려로 밸류 확장이 부담스러워진 시점에서 뚜렷한 방향성을 보이기 힘든 상황

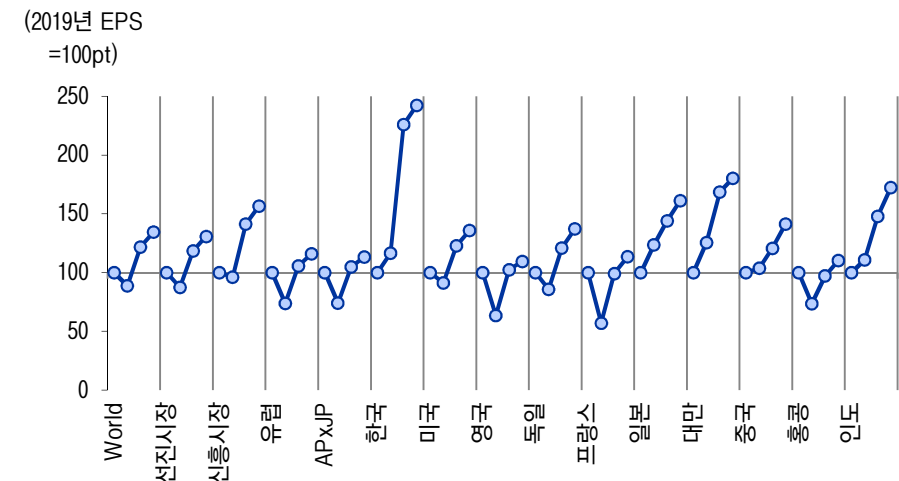
주요 증시 EPS 변화율과 주가수익률(2019년말 대비)



주요 증시 2020 ~ 2022 EPS 증가율: Peak-out

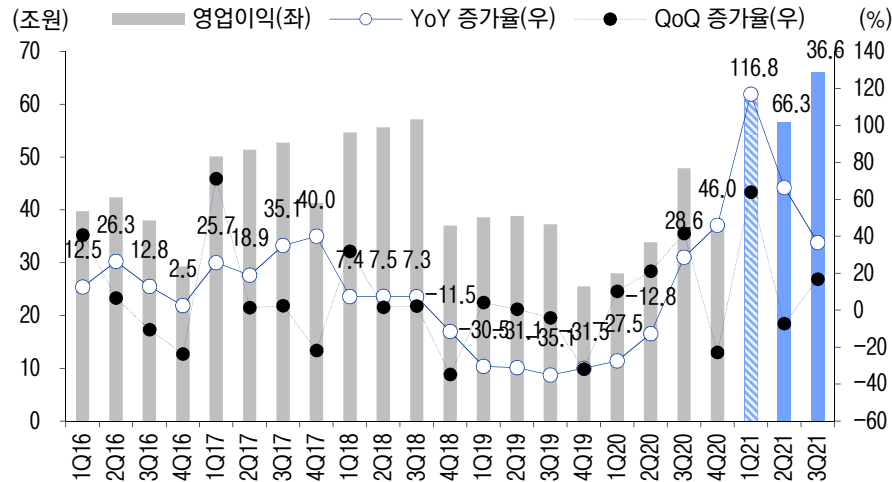


주요 증시 연간 EPS 추이(2019년 EPS = 100pt)

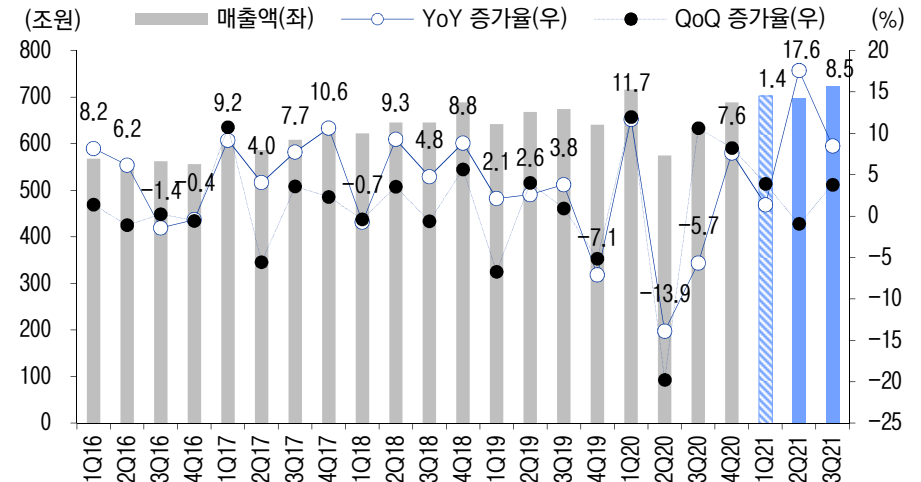


한국 1Q21 서프라이즈, 이익 기대감을 강화했지만...

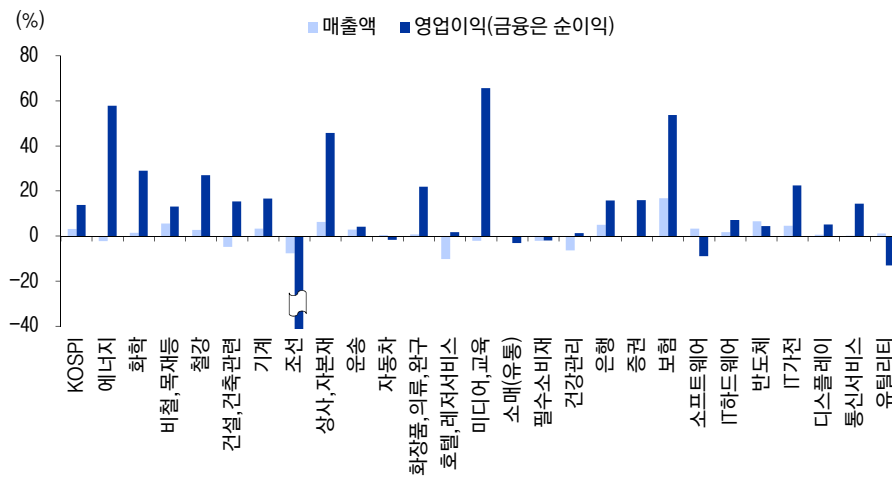
KOSPI 분기별 영업이익 추이



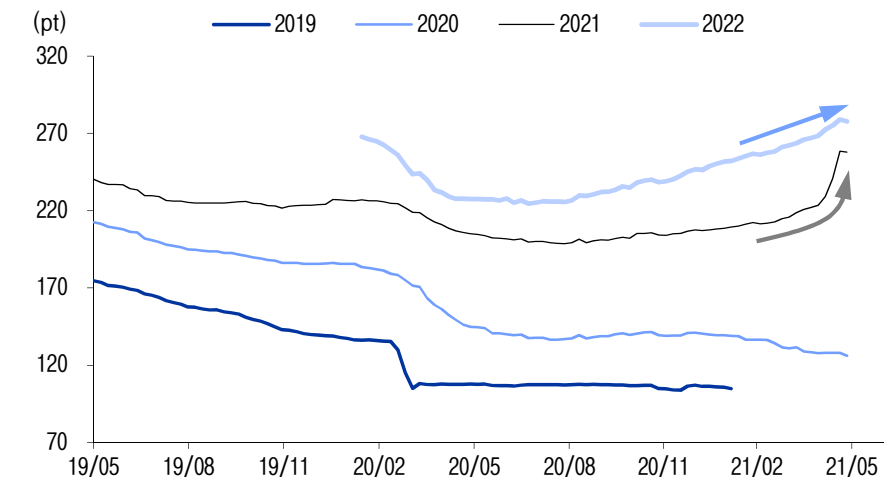
KOSPI 분기별 매출액 추이



KOSPI 업종별 이익 서프라이즈 비율

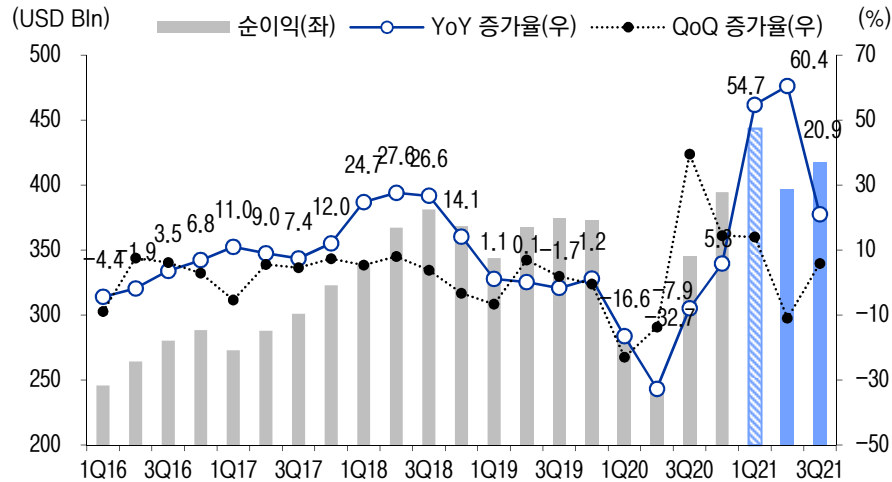


KOSPI 연도별 EPS 컨센서스: 2021년을 따라가지 못하는 2022년

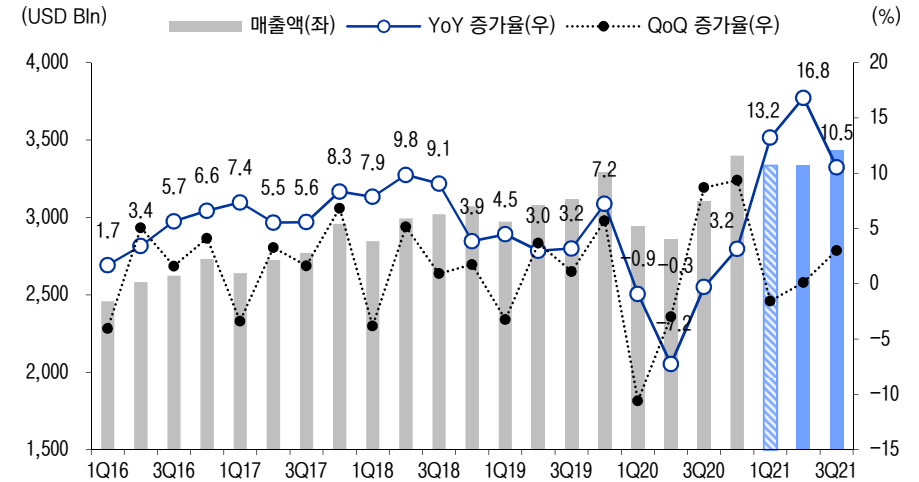


미국도 서프라이즈, 하지만 사뭇 다르다

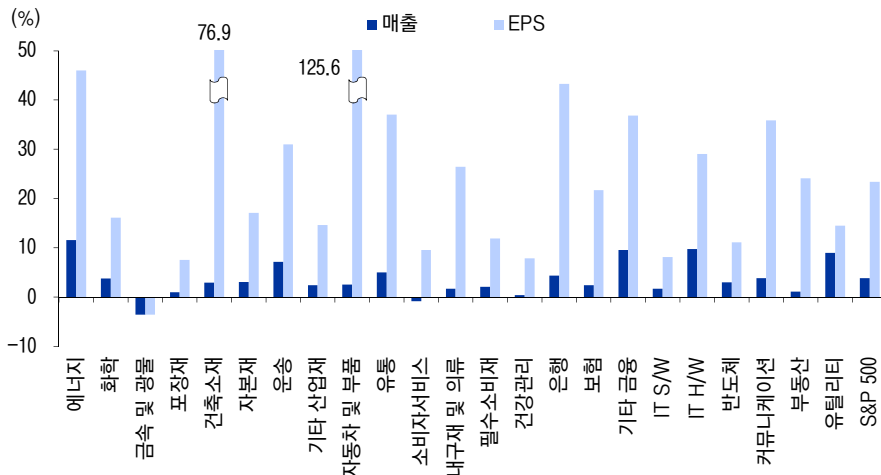
S&P 500 분기별 순이익 추이



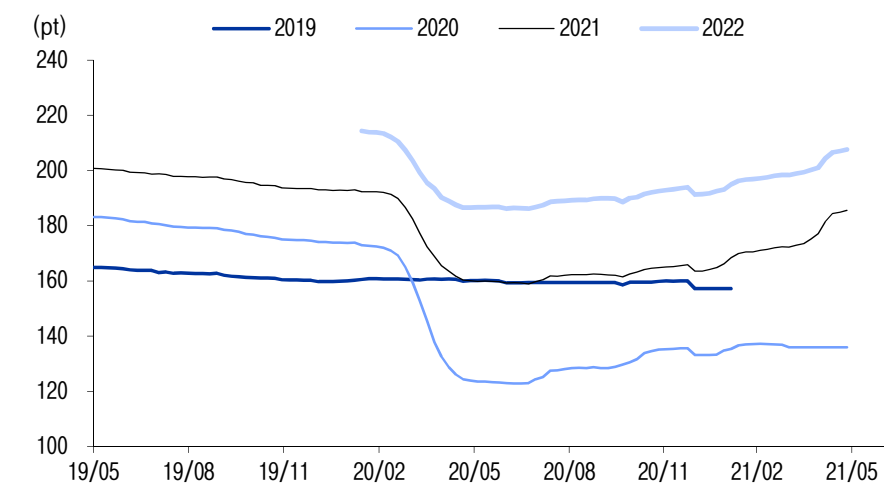
S&P 500 분기별 매출액 추이



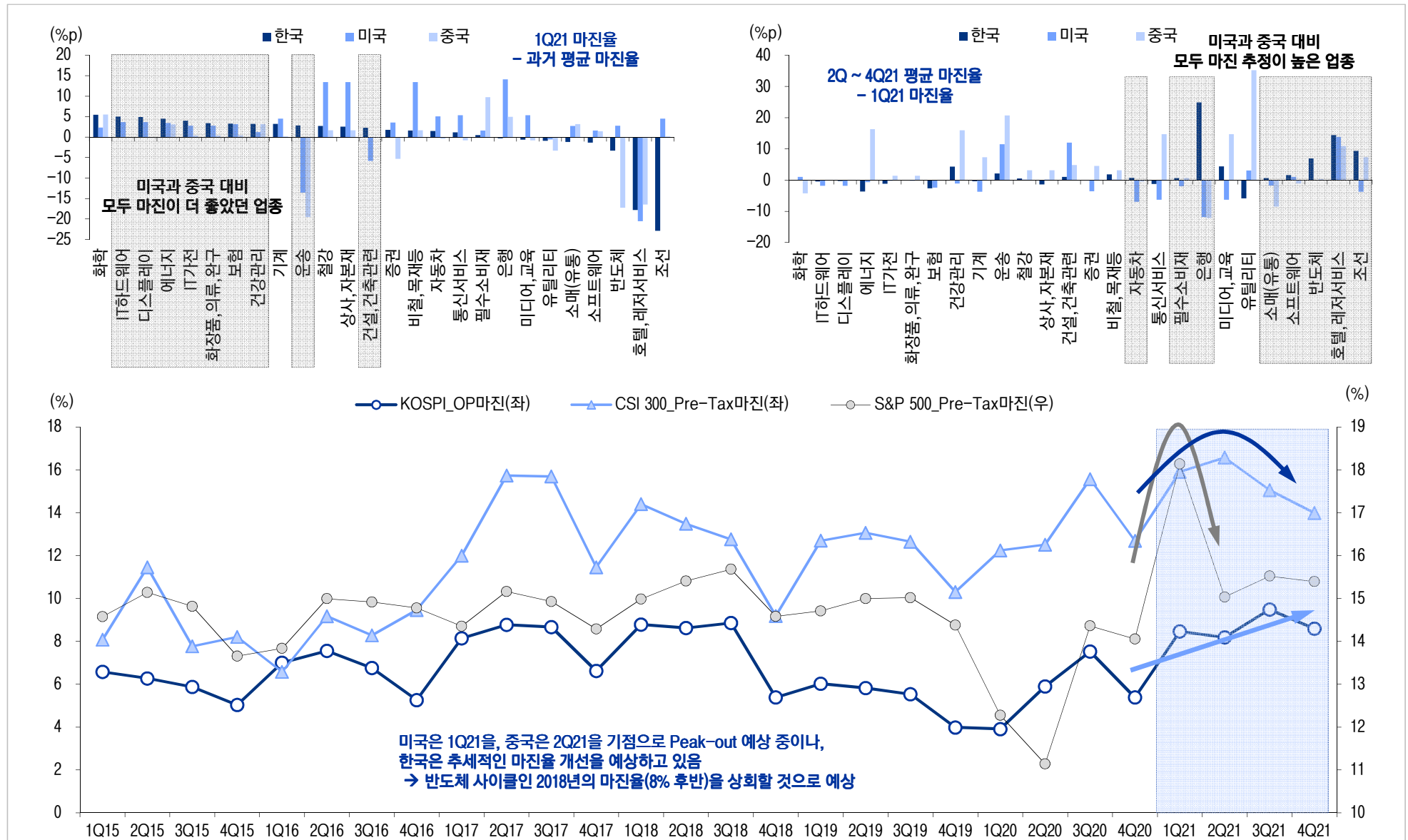
S&P 500 업종별 이익 서프라이즈 비율



S&P 500 연도별 EPS 컨센서스: 그나마 2022년도 상향 지속

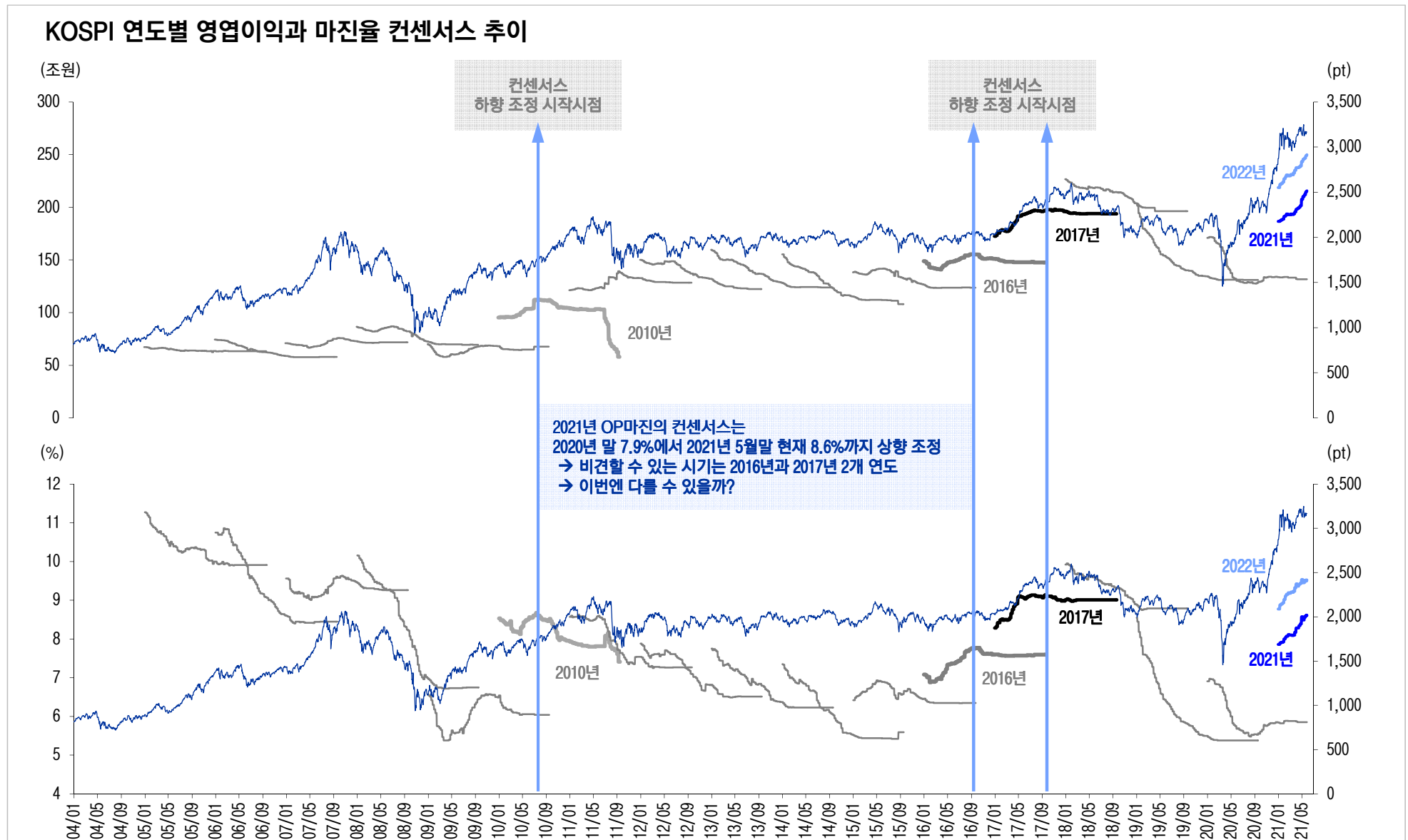


가장 공격적인 한국의 이익 컨센



참고: 한국의 마진율의 경우, 금융은 순이익 마진을 표기
자료: FnGuide, Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

과거 경험으로도 이익 컨센은 공격적



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

한국: 상승 요인을 찾는다면?

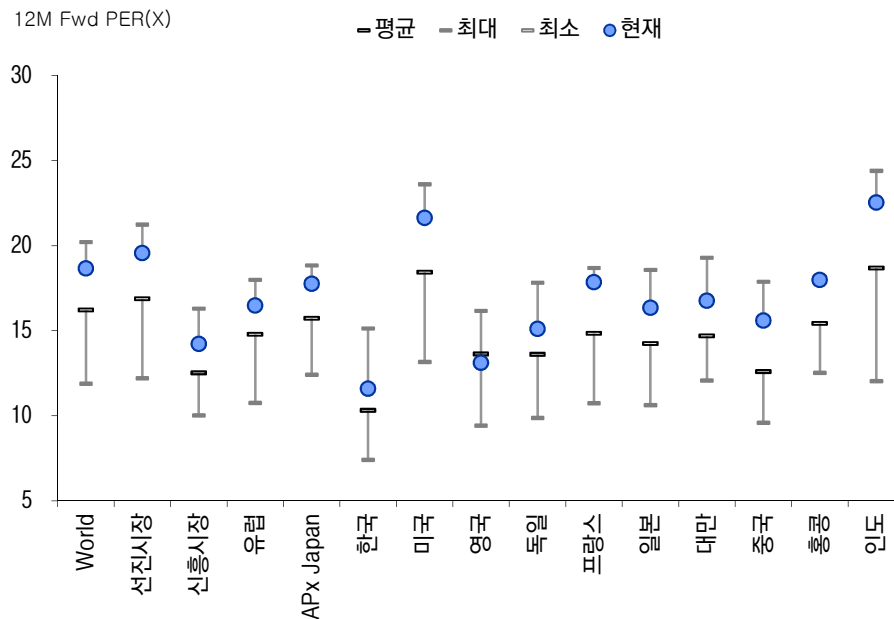
● 추세적 상승을 예상하진 않지만, KOSPI 신고가 갱신 가능성 또한 상존

- ① 아직은 높은 보복적 수요로 인해, ② 높아진 비용을 최종 수요가 수용하고, ③ 결국 한국의 이익은 2Q21에도 호조를 보이는 흐름

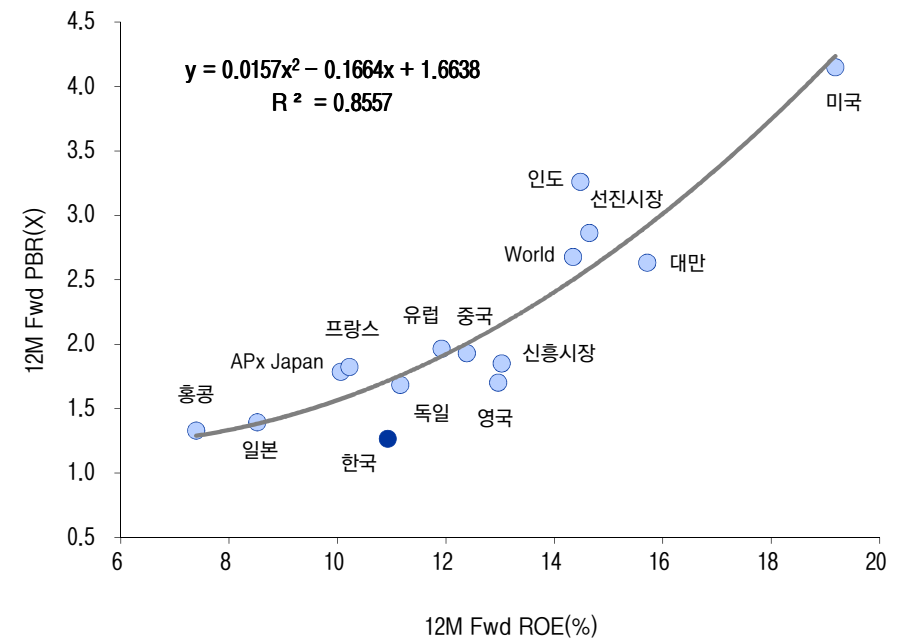
→ 더불어 한국은 상대적으로 밸류 메리트가 높아져 있고, 지수의 하방을 견고히 하는 개인 수급 또한 지수 방향성에 긍정적

→ 다만, 한국의 밸류 메리트 상승에는, 1Q21 NAVER의 일회성 이익(14.9조원)이 반영된 영향도 있음
: 2021년 6월 1일 종가 기준, KOSPI의 PER(12MF)는 11.6배 vs. NAVER 일회성 이익 제거 시 12.1배

글로벌 주요국 PER_12MF 위치: 과거 5년 Range 대비



글로벌 주요국 PBR-ROE 산포도



Part II 이익이 중요한 시점, 컨센 하향 가능성

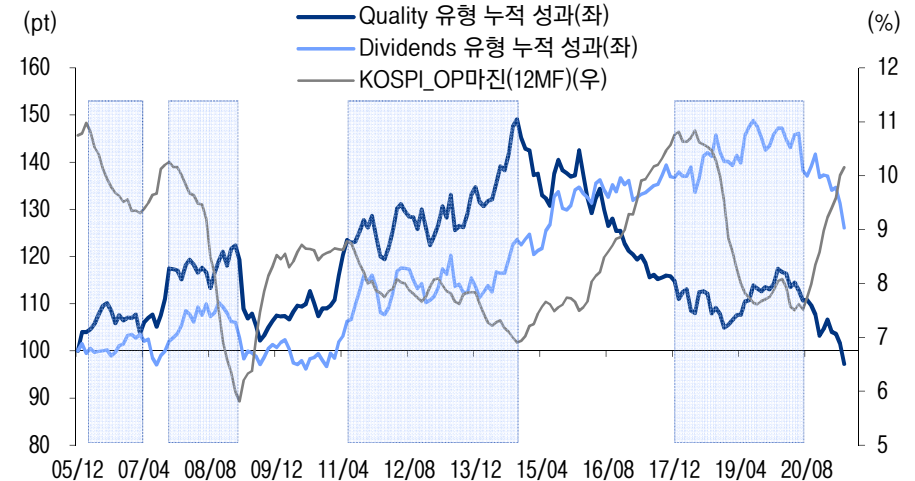
종목 아이디어 3가지

마진을 하락 시의 유망 팩터 유형: Quality와 Dividends

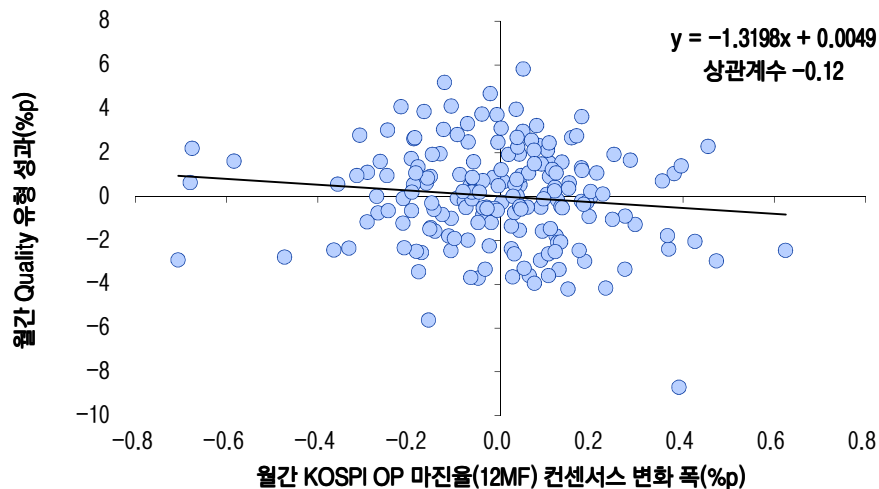
● 팩터 유형 별로는, 시장 마진을 하락 시 Quality와 Dividends가 성과 개선

- 2분기~4분기 한국 증시의 OP마진 컨센서스는 상당히 공격적
→ 마진을 하향 시 성과가 우수한 유형은 Quality와 Dividends
- Quality: 유동비율과 당좌비율 등 단기 유동성 팩터
→ 확정치 기반(FQ0)과 업종 중립 지표가 보다 양호한 성과를 기록
- Dividends: 배당수익률 관련 팩터
→ 확정치 기반(FY0)과 업종 중립 지표가 보다 양호한 성과를 기록

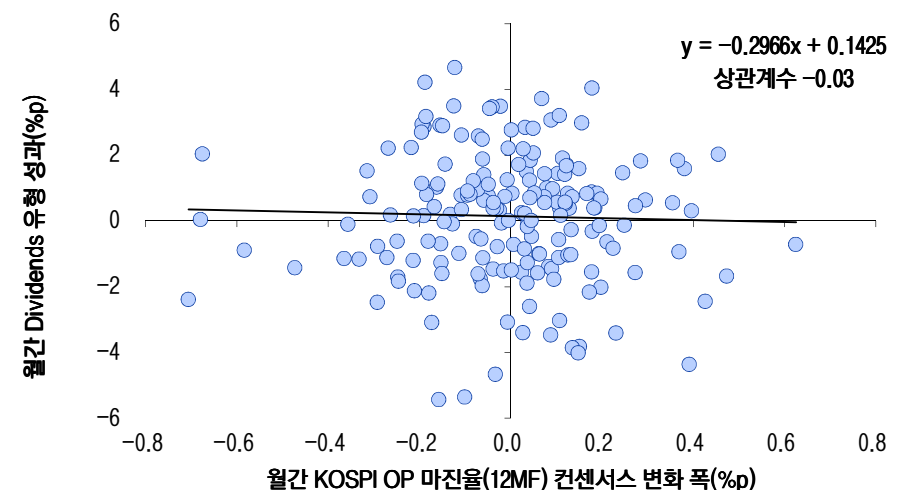
KOSPI OPM(12MF)와 Quality, Dividends의 성과(HML)



KOSPI OPM(12MF)와 Quality의 성과(HML)



KOSPI OPM(12MF)와 Dividends의 성과(HML)



주1: 2006년 이후 매 월말 기준 KOSPI 200 구성종목을 대상으로 함

주2: Quality와 Dividends의 성과(HML)은, 해당 지표 값이 가장 우수한 20% 종목 Long, 가장 열위의 20% 종목 Short 수익률을 표기

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

연도별 스타일 팩터 성과

- 2013년과 유사한 흐름 예상: 이익이 중요한 시점(Earnings Momentum), 마진 하락 가능성(Quality, Dividends)

Rank	연도															
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
KOSPI 수익률 (%)	4.0	32.3	-40.7	49.7	21.9	-11.0	9.4	0.7	-4.8	2.4	3.3	21.8	-17.3	7.7	30.8	11.5
1	Earnings Momentum 9.9	Earnings Momentum 37.6	Value 10.8	Value 28.1	Price Momentum 19.3	Earnings Momentum 33.7	Value 12.3	Earnings Momentum 10.5	Price Momentum 23.1	Price Momentum 13.6	Value 40.5	Earnings Momentum 3.8	Risk 12.9	Quality 8.9	Risk 41.5	Value 19.7
2	Quality 7.0	Price Momentum 22.5	Earnings Momentum 9.0	Risk 21.8	Earnings Momentum 18.4	Price Momentum 29.7	Earnings Momentum 4.5	Quality 6.8	Earnings Momentum 11.0	Dividends 8.4	Risk 3.7	Price Momentum 3.1	Value 3.2	Value 7.0	Growth 14.2	Liquidity 1.9
3	Value 6.3	Risk 17.8	Dividends 4.2	Earnings Momentum 9.6	Risk 11.7	Dividends 17.3	Quality 1.6	Value 6.1	Dividends 8.8	Risk 5.3	Dividends 0.8	Dividends 1.1	Dividends 2.5	Dividends 4.2	Earnings Momentum 12.9	Growth 1.6
4	Liquidity 3.5	Quality 9.3	Quality 0.9	Growth -3.2	Value 10.8	Quality 13.9	Liquidity 1.1	Dividends 3.1	Quality 6.0	Growth 3.9	Growth -3.9	Liquidity 0.8	Growth 0.1	Growth 3.3	Price Momentum 6.9	Earnings Momentum -1.1
5	Dividends 3.3	Growth 3.1	Growth -1.5	Dividends -6.8	Liquidity 3.0	Growth -1.2	Dividends -2.8	Price Momentum 1.9	Liquidity 0.3	Earnings Momentum 3.1	Liquidity -7.6	Growth -2.0	Liquidity -0.7	Risk 3.3	Liquidity -0.6	Price Momentum -6.4
6	Risk 1.0	Liquidity 2.4	Liquidity -6.5	Liquidity -6.8	Quality 1.4	Liquidity -4.4	Growth -7.7	Growth 1.3	Risk -4.0	Liquidity -0.2	Earnings Momentum -8.5	Risk -2.8	Quality -8.6	Liquidity 0.4	Dividends -6.0	Quality -7.1
7	Growth -9.3	Value 1.9	Price Momentum -18.1	Quality -9.0	Growth -3.8	Value -5.2	Risk -8.9	Liquidity -0.4	Growth -5.4	Quality -4.0	Quality -10.5	Value -3.0	Earnings Momentum -10.4	Earnings Momentum -3.0	Quality -8.4	Dividends -8.2
8	Price Momentum -12.1	Dividends 0.4	Risk -33.1	Price Momentum -28.9	Dividends -4.0	Risk -8.0	Price Momentum -12.0	Risk -4.1	Value -15.2	Value -23.0	Price Momentum -19.1	Quality -6.5	Price Momentum -14.5	Price Momentum -5.6	Value -14.0	Risk -15.5

참고: 매 월말 리밸런싱 기준, KOSPI 200 구성종목 중 각 팩터의 최상위 20% Long / 최하위 20% Short 수익률을 기준으로 표기
 자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

Appendix. 월별 스타일 팩터 성과

- 총 8개 유형(Earnings Momentum, Growth, Price Momentum, Risk, Quality, Liquidity, Value, Dividends)의 팩터의 월별 성과

Rank	최근 12개월											
	2020년 06월	2020년 07월	2020년 08월	2020년 09월	2020년 10월	2020년 11월	2020년 12월	2021년 01월	2021년 02월	2021년 03월	2021년 04월	2021년 05월
KOSPI 수익률(%)	20.2	15.5	14.6	10.4	0.8	11.4	23.4	31.3	16.3	6.5	5.8	5.8
1	Earnings Momentum 7.5	Risk 7.2	Price Momentum 7.9	Value 5.8	Value 5.5	Risk 5.8	Growth 2.7	Growth 3.8	Value 7.7	Value 7.3	Value 3.7	Value 2.8
2	Price Momentum 6.5	Price Momentum 4.2	Risk 7.4	Dividends 1.5	Dividends 1.8	Growth 1.5	Earnings Momentum 1.8	Price Momentum 3.0	Earnings Momentum -0.4	Liquidity 0.8	Earnings Momentum 3.4	Growth 0.4
3	Risk 3.7	Liquidity 0.5	Earnings Momentum 3.6	Risk -0.2	Earnings Momentum 0.3	Liquidity 0.0	Quality 1.4	Quality 1.9	Liquidity -0.5	Dividends 0.4	Price Momentum 3.4	Liquidity 0.3
4	Growth 2.3	Earnings Momentum 0.4	Liquidity 0.9	Liquidity -0.5	Risk 0.3	Price Momentum -1.2	Risk 0.4	Risk 1.3	Growth -1.3	Quality -0.4	Growth 0.5	Dividends -4.0
5	Dividends 0.2	Growth -0.4	Growth 0.8	Growth -0.6	Liquidity -0.4	Value -1.3	Dividends 0.3	Liquidity 1.3	Dividends -2.2	Earnings Momentum -0.4	Liquidity 0.0	Quality -4.2
6	Liquidity -0.1	Value -1.9	Quality 0.1	Quality -1.0	Growth -0.8	Dividends -3.4	Liquidity 0.2	Earnings Momentum 1.1	Quality -2.5	Growth -1.7	Risk -2.0	Price Momentum -4.5
7	Quality -1.5	Quality -1.9	Dividends -0.8	Earnings Momentum -1.6	Quality -1.8	Earnings Momentum -3.6	Price Momentum 0.2	Dividends -0.1	Risk -4.3	Price Momentum -3.1	Quality -2.0	Earnings Momentum -4.7
8	Value -6.5	Dividends -5.4	Value -5.6	Price Momentum -5.7	Price Momentum -2.3	Quality -4.2	Value -1.4	Value -2.8	Price Momentum -5.1	Risk -4.0	Dividends -2.5	Risk -7.4

참고: 매 월말 리밸런싱 기준, KOSPI 200 구성종목 중 각 팩터의 최상위 20% Long / 최하위 20% Short 수익률을 기준으로 표기
 자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

마진을 하락 시의 유망 개별 팩터

- 전반적으로 우수한 성과를 기록하진 않으나, Value와 Earnings Momentum 중 아래와 같은 팩터들이 우수한 성과 기록

– 현금흐름과 관련한, 확정치 기반의 밸류 팩터 / 매출액 컨센서스와 관련한 이익 모멘텀 팩터

No.	팩터	유형	시장 OPM변화와	추가설명력(상관계수)		그룹별 월평균 초과수익률			그룹별 (+)초과수익 기록 비율		
			상관계수 (%)	월평균 (%)	(+)기간비율 (%)	최상위20% (%p)	최하위20% (%p)	Long/Short (%p)	최상위20% (%)	최하위20% (%)	Long/Short (%)
1	EV/EBITDA_과거 4분기_3Yr Relative	Value	-19.1	1.77	56.76	0.17	-0.03	0.20	53.5	49.7	51.9
2	EV/EBITDA_과거 4분기_3Yr Relative_SN	Value	-18.4	1.85	60.54	0.26	-0.17	0.43	55.1	44.3	58.9
3	EV/EBITDA_과거 4분기_SN	Value	-18.3	2.83	59.46	0.39	-0.18	0.57	60.5	43.8	55.7
4	EV/EBITDA_과거 4분기	Value	-15.5	3.28	57.30	0.51	-0.22	0.73	64.3	45.4	61.1
5	OP_12M Fwd_1M Chg_SN	Earnings Momentum	-14.8	2.62	63.78	0.54	-0.31	0.85	57.8	43.2	64.3
6	PCR_과거 4분기_3Yr Relative_SN	Value	-14.5	2.28	59.46	0.47	-0.09	0.57	56.2	47.0	56.8
7	Sales_FY1_3M Chg_SN	Earnings Momentum	-13.3	1.48	55.68	0.21	-0.23	0.44	55.7	42.2	60.5
8	Sales_18M Fwd_3M Chg_SN	Earnings Momentum	-13.1	1.68	58.38	0.25	-0.21	0.46	53.0	41.1	54.1
9	Sales_FY2_3M Chg_SN	Earnings Momentum	-12.4	1.39	56.76	0.27	-0.18	0.45	55.7	41.6	57.3
10	PCR_과거 4분기_3Yr Relative	Value	-11.6	3.31	58.38	0.47	-0.25	0.72	61.6	45.9	57.8
11	PBR_12MF_3Yr Relative	Value	-11.5	1.87	54.59	0.19	-0.05	0.25	52.4	49.2	53.5
12	PBR_18MF_3Yr Relative	Value	-11.2	2.02	54.05	0.23	-0.09	0.32	51.9	47.6	55.7
13	NP_24M Fwd_1M Chg_SN	Earnings Momentum	-10.9	2.25	61.62	0.48	-0.35	0.83	58.9	44.3	56.8
14	Sales_FY1_1M Chg_SN	Earnings Momentum	-10.9	1.48	59.46	0.26	-0.19	0.45	57.8	44.9	57.8
15	Sales_12M Fwd_3M Chg_SN	Earnings Momentum	-9.9	1.44	56.76	0.20	-0.28	0.48	52.4	43.2	54.1
16	PBR_24MF_3Yr Relative	Value	-9.5	2.75	54.59	0.19	-0.19	0.39	51.4	48.1	54.6
17	PER_과거 4분기_3Yr Relative_SN	Value	-9.1	2.25	56.76	0.33	-0.26	0.59	59.5	46.5	58.4
18	PER_과거 4분기_3Yr Relative	Value	-8.7	2.09	54.59	0.25	-0.15	0.40	54.1	46.5	51.9
19	PBR_18MF_3Yr Relative_SN	Value	-8.4	2.66	56.76	0.30	-0.36	0.66	55.7	46.5	56.2
20	EV/EBITDA_12MF	Value	-8.2	4.62	60.67	0.39	-0.16	0.50	56.4	46.9	56.0

주1: 2006년 이후 매 월말 기준 KOSPI 200 구성종목을 대상으로 함

주2: 추가 설명력(상관계수)는 지표 값의 순위와 이후 1개월 수익률 순위와의 상관관계

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

마진 하락 시의 우수한 팩터들을 조합한다면?

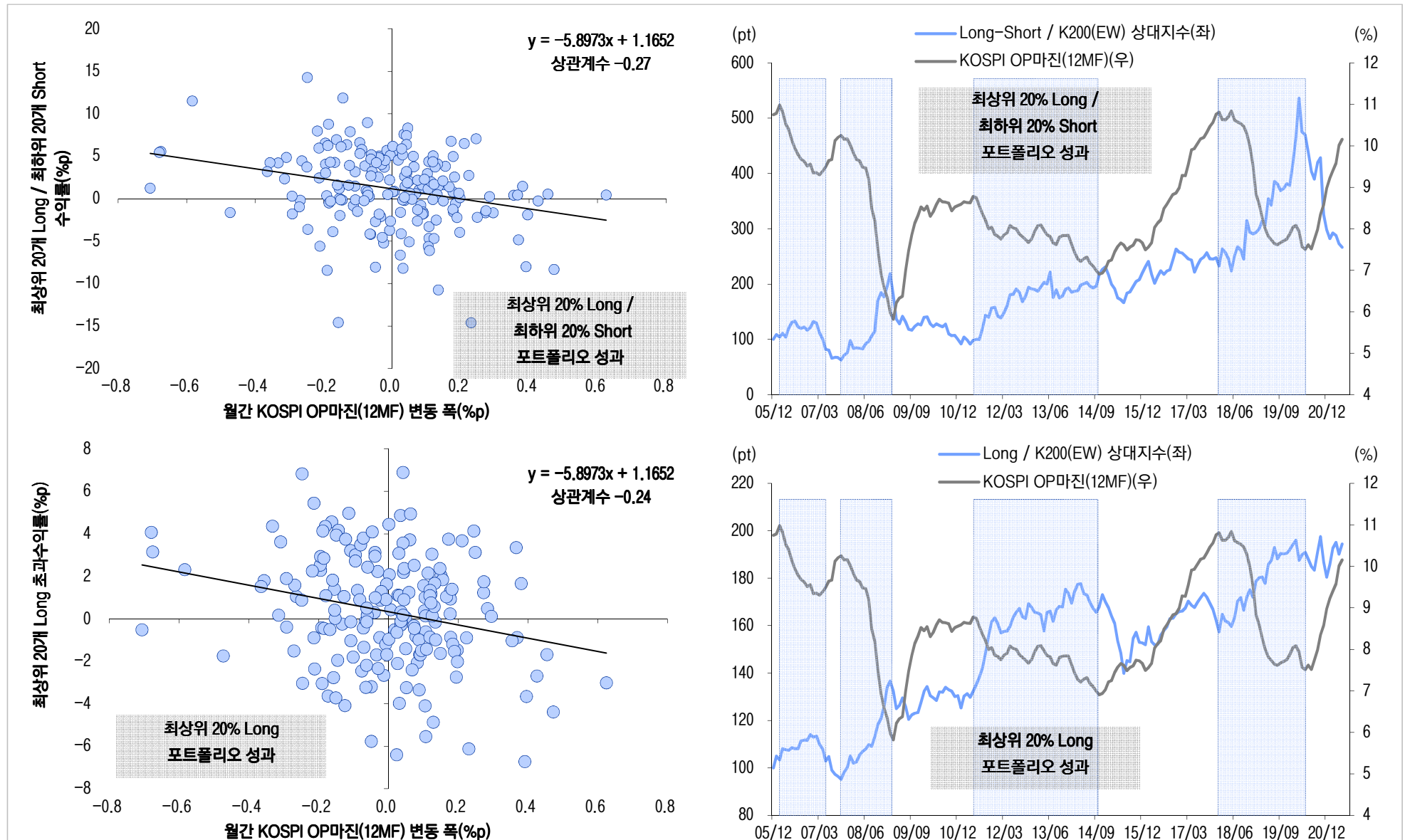
● 마진을 하락 시의 유망 팩터를 종합적으로 고려하여 선정한 Long / Short 포트폴리오

→ 팩터 유형 별 가중치: Dividends 32% / Quality 28% / Value 26% / Earnings Momentum 14%

최상위 20개 종목: Long						최하위 20개 종목: Short					
No.	코드	종목	업종 WI 26 기준	시가총액 2021.05.31 (십억)	주가 2021.05.31 (원)	No.	코드	종목	업종 WI 26 기준	시가총액 2021.05.31 (십억)	주가 2021.05.31 (원)
1	A011780	금호석유	화학	7,053	231,500	1	A020560	아시아나항공	운송	1,280	17,200
2	A033780	KT&G	필수소비재	11,574	84,300	2	A052690	한전기술	유틸리티	2,221	58,100
3	A017800	현대엘리베이	기계	2,212	54,200	3	A114090	GKL	호텔, 레저서비스	1,172	18,950
4	A012750	에스원	상사, 자본재	3,078	81,000	4	A010140	삼성중공업	조선	3,812	6,050
5	A039490	키움증권	증권	3,188	122,000	5	A003670	포스코케미칼	화학	11,232	145,000
6	A003230	삼양식품	필수소비재	679	90,200	6	A047810	한국항공우주	상사, 자본재	3,329	34,150
7	A018260	삼성에스디에스	소프트웨어	14,044	181,500	7	A180640	한진칼	운송	4,387	66,200
8	A011070	LG이노텍	IT하드웨어	4,840	204,500	8	A090430	아모레퍼시픽	화장품, 의류, 완구	16,778	287,000
9	A016360	삼성증권	증권	4,237	47,450	9	A010060	OCI	화학	3,029	127,000
10	A284740	쿠쿠홀시스	화장품, 의류, 완구	1,153	51,400	10	A005380	현대차	자동차	50,212	235,000
11	A005940	NH투자증권	증권	3,701	13,150	11	A096770	SK이노베이션	에너지	24,503	265,000
12	A029780	삼성카드	은행	3,939	34,000	12	A088350	한화생명	보험	3,344	3,850
13	A007700	F&F홀딩스	화장품, 의류, 완구	301	38,900	13	A204320	만도	자동차	3,118	66,400
14	A000240	한국엔컴퍼니	자동차	1,932	20,350	14	A192820	코스맥스	화장품, 의류, 완구	1,271	126,500
15	A005180	빙그레	필수소비재	619	62,800	15	A042660	대우조선해양	조선	3,616	33,700
16	A069260	휴켄스	화학	897	21,950	16	A010620	현대미포조선	조선	3,379	84,600
17	A271560	오리온	필수소비재	4,725	119,500	17	A079160	CJ CGV	미디어, 교육	1,174	33,450
18	A032640	LG유플러스	통신서비스	6,593	15,100	18	A004170	신세계	소매(유통)	3,165	321,500
19	A011170	롯데케미칼	화학	9,563	279,000	19	A034020	두산중공업	기계	8,407	19,900
20	A161890	한국콜마	화장품, 의류, 완구	1,364	59,600	20	A009830	한화솔루션	화학	8,608	45,000

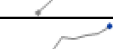
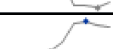
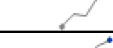
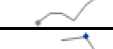
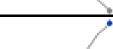
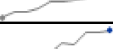
참고: 포트폴리오 구성은, 5월말 기준
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

백테스트: 마진 하락 시의 우수한 팩터 조합



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

5년 이상 매년, 매출과 영업이익 성장 기업(컨센 없는 종목 포함)

No.	코드	종목	시장구분	업종 WI26	시가총액 2021.6.3 (십억)	연속 성장했수 매출&OP (년)	Earnings 연간			이익 컨센서스 변화율(1M전 대비)								12M Fwd			최근4개분기 합산	
							매출	영업이익	OP마진	2Q21		3Q21		2021년		2022년		PER	PBR	ROE	PER	PBR
							CAGR (%)	CAGR (%)	추이 (연간)	매출 (%)	OP (%)	매출 (%)	OP (%)	매출 (%)	OP (%)	매출 (%)	OP (%)	2021.6.3 (X)	2021.6.3 (X)	2021.6.3 (X)	2021.6.3 (X)	2021.6.3 (X)
1	A058470	리노공업	KOSDAQ	반도체	2,591.2	10	13.5	13.5		2.2	2.6	1.2	0.8	3.4	4.4	3.9	4.0	30.5	6.05	21.3	40.9	7.48
2	A064760	티씨케이	KOSDAQ	반도체	2,074.7	7	30.7	56.6		1.0	2.3	0.8	1.5	0.9	1.6	0.8	1.3	23.0	5.39	26.1	31.6	7.36
3	A086450	동국제약	KOSDAQ	건강관리	1,282.7	7	14.8	19.4		0.8	3.8	0.6	5.0	0.6	0.8	0.7	2.2	16.0	2.49	16.9	23.9	3.07
4	A067160	아프리카TV	KOSDAQ	소프트웨어	1,272.5	7	27.1	42.1		2.8	7.9	3.9	7.9	3.6	8.9	5.5	10.6	15.6	4.5	35.9	25.2	7.11
5	A192080	더블유게임즈	KOSPI	소프트웨어	1,245.8	8	88.9	96.6		2.2	2.4	2.0	0.2	1.3	1.3	1.6	2.1	8.8	1.3	17.4	10.9	1.56
6	A084110	휴온스글로벌	KOSDAQ	건강관리	795.2	5	51.5	49.3		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	19.0	1.95
7	A053800	안랩	KOSDAQ	소프트웨어	697.0	5	5.8	10.8		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	21.3	2.68
8	A290510	코리아센터	KOSDAQ	소매(유통)	633.2	5	54.3	45.8		11.6	16.0	10.9	4.5	10.1	5.5	14.1	7.0	30.1	2.67	8.9	36.6	2.68
9	A033290	코웰패션	KOSDAQ	화장품, 의류, 완구	566.4	6	43.3	81.4		0.4	0.3	0.4	1.3	0.1	0.3	0.3	0.4	8.3	1.44	19.8	9.2	1.38
10	A122450	KMH	KOSDAQ	미디어, 교육	505.5	5	26.4	28.6		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	14.4	1.95
11	A034950	한국기업평가	KOSDAQ	상사, 자본재	392.3	5	7.6	15.7		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	19.0	4.49
12	A067900	와이엔텍	KOSDAQ	운송	287.6	7	14.8	24.0		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	12.7	1.75
13	A092130	이크레더블	KOSDAQ	상사, 자본재	262.0	8	40.4	67.5		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	18.4	3.96	22.5	20.4	5.04
14	A053300	한국정보인증	KOSDAQ	소프트웨어	224.4	6	7.6	16.3		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	17.4	2.58
15	A278650	노터스	KOSDAQ	건강관리	213.3	5	56.1	35.4		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	19.0	3.01	17.2	24.6	3.8
16	A079940	가비아	KOSDAQ	소프트웨어	199.7	7	13.3	22.2		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	15.5	2.12
17	A053080	원방테크	KOSDAQ	기계	197.1	5	25.2	14.7		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.47
18	A007540	샘표	KOSPI	필수소비재	167.1	5	289.5	128.5		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8.4	0.7
19	A130580	나이스디앤비	KOSDAQ	상사, 자본재	165.6	10	17.6	19.7		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	13.1	2.11	17.3	14.8	2.65
20	A263690	디알젠	KOSDAQ	건강관리	152.9	6	30.9	88.5		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8.0	2.87
21	A045520	크린앤사이언스	KOSDAQ	자동차	152.8	10	14.3	70.7		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	16.1	2.78
22	A051380	픽씨디렉트	KOSDAQ	IT하드웨어	87.0	7	11.1	22.2		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	11.1	2.03
23	A318000	한국바이오젠	KOSDAQ	화학	70.7	6	7.8	20.0		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	21.0	2.44

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

두루두루 숫자가 좋은 종목을 접근하는 것도 대안

- **높아진 가격, 만만치 않은 시장에서는 종합적으로 종목을 판단하는 퀀트 모델 활용도 하나의 대안**

- eBest 멀티 팩터 모델: 총 558개 팩터를 고려한 종합적인 멀티 팩터 스코어링 모델
 - 총 8개 카테고리: Earnings Momentum, Price Momentum, Earnings Quality, Value, Earnings Growth, Risk, Liquidity, Dividends
- 팩터 성과의 추세를 추종함으로써 알파를 창출함과 동시에, 시장의 급변에 따른 성과 훼손을 막기 위해 성과가 우수한 팩터들과의 상관관계가 낮은 팩터를 함께 고려하는 종합적인 퀀트 모델

- **2021년 6월 선정 팩터: 성과가 우수했던 Valuation 팩터와 성과가 저조했던 Earnings Momentum을 동시에 고려**

2021년 6월 선정 팩터: Value와 Earnings Momentum 위주의 종목 선정

Earnings Momentum • 가중치 36% • 대표 팩터: - 영업이익(12MF)_1M 변화율 - 순이익(FQ1)_1M 변화율	Earnings Growth • 가중치: 10% • 대표 팩터: - 순이익 증가율_Slope (YoY, 최근 8개 분기)	Price Momenutm • 가중치 0.1% • 대표 팩터: - 수익률_6개월	Risk • 가중치 4% • 대표 팩터: - Beta(주간, 2년) - 변동성(일간, 20일)
Earnings Quality • 가중치 8% • 대표 팩터: - Capex/감가상각_과거 4분기 - 순부채비율_FQ0	Liquidity • 가중치 1% • 대표 팩터: - 20 거래일 중 기관 & 외국인 동반 순매수 일수	Valuation • 가중치 41% • 대표 변수: - PBR_과거 4분기 - PCR_24M Fwd	Dividends • 가중치 0% • 대표 변수: -

2021년 6월 Long / Short 포트폴리오

● KOSPI 200 구성종목 중 멀티 팩터 스코어 상위 20개 종목 Long / 하위 20개 종목 Short 제안

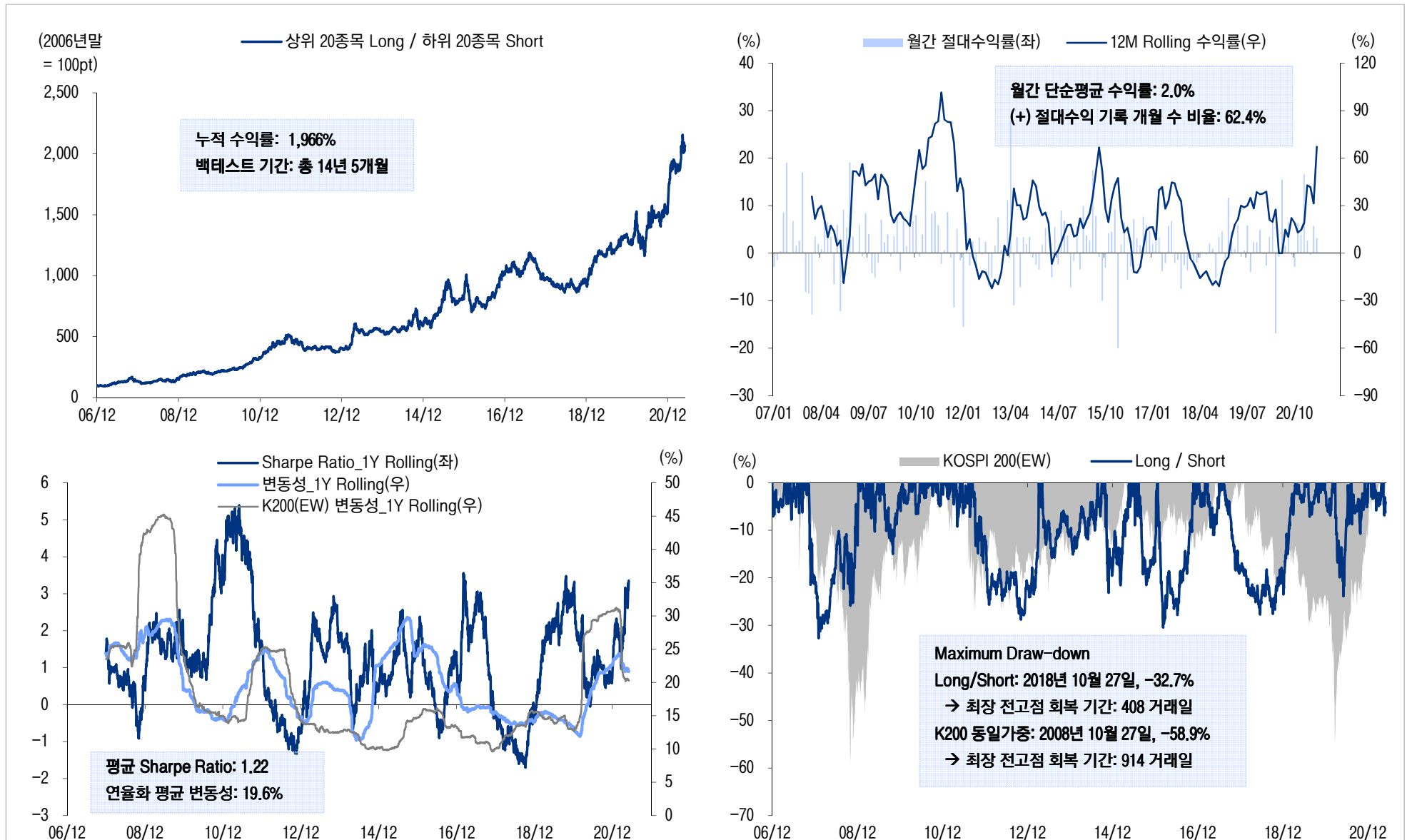
최상위 20개 종목: Long						최하위 20개 종목: Short					
No.	코드	종목	업종 WI 26 기준	시가총액 2021.05.31 (십억)	주가 2021.05.31 (원)	No.	코드	종목	업종 WI 26 기준	시가총액 2021.05.31 (십억)	주가 2021.05.31 (원)
1	A036460	한국가스공사	유틸리티	3,037	32,900	1	A052690	한전기술	유틸리티	2,221	58,100
2	A023530	롯데쇼핑	소매(유통)	3,437	121,500	2	A207940	삼성바이오로직스	건강관리	55,909	845,000
3	A004020	현대제철	철강	7,126	53,400	3	A035720	카카오	소프트웨어	54,594	123,000
4	A006260	LS	기계	2,241	69,600	4	A326030	SK바이오팜	건강관리	8,889	113,500
5	A071840	롯데하이마트	소매(유통)	920	38,950	5	A068270	셀트리온	건강관리	37,858	274,500
6	A004990	롯데지주	필수소비재	4,301	41,000	6	A020150	일진머티리얼즈	IT하드웨어	3,029	65,700
7	A078930	GS	에너지	4,283	46,100	7	A051900	LG생활건강	화장품, 의류, 완구	24,349	1,559,000
8	A034730	SK	상사, 자본재	18,645	265,000	8	A009240	한샘	건설, 건축관련	2,553	108,500
9	A000150	두산	상사, 자본재	1,444	87,400	9	A112610	씨에스원드	기계	3,201	75,900
10	A006360	GS건설	건설, 건축관련	3,826	44,750	10	A035420	NAVER	소프트웨어	59,545	362,500
11	A042670	두산인프라코어	기계	2,924	12,950	11	A014680	한솔케미칼	화학	2,822	249,000
12	A001040	CJ	상사, 자본재	3,341	114,500	12	A272210	한화시스템	상사, 자본재	1,907	17,300
13	A002350	넥센타이어	자동차	817	8,360	13	A090430	아모레퍼시픽	화장품, 의류, 완구	16,778	287,000
14	A294870	HDC현대산업개발	건설, 건축관련	1,951	29,600	14	A006400	삼성SDI	IT가전	42,290	615,000
15	A000670	영풍	IT하드웨어	1,291	701,000	15	A000100	유한양행	건강관리	4,597	65,700
16	A011170	롯데케미칼	화학	9,563	279,000	16	A018880	한온시스템	자동차	9,048	16,950
17	A034220	LG디스플레이	디스플레이	8,588	24,000	17	A128940	한미약품	건강관리	4,294	355,500
18	A001740	SK네트웍스	상사, 자본재	1,504	6,060	18	A003670	포스코케미칼	화학	11,232	145,000
19	A139480	이마트	소매(유통)	4,432	159,000	19	A006280	녹십자	건강관리	3,991	341,500
20	A088350	한화생명	보험	3,344	3,850	20	A003410	쌍용C&E	건설, 건축관련	3,849	7,640

참고: 매 월말 리밸런싱

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

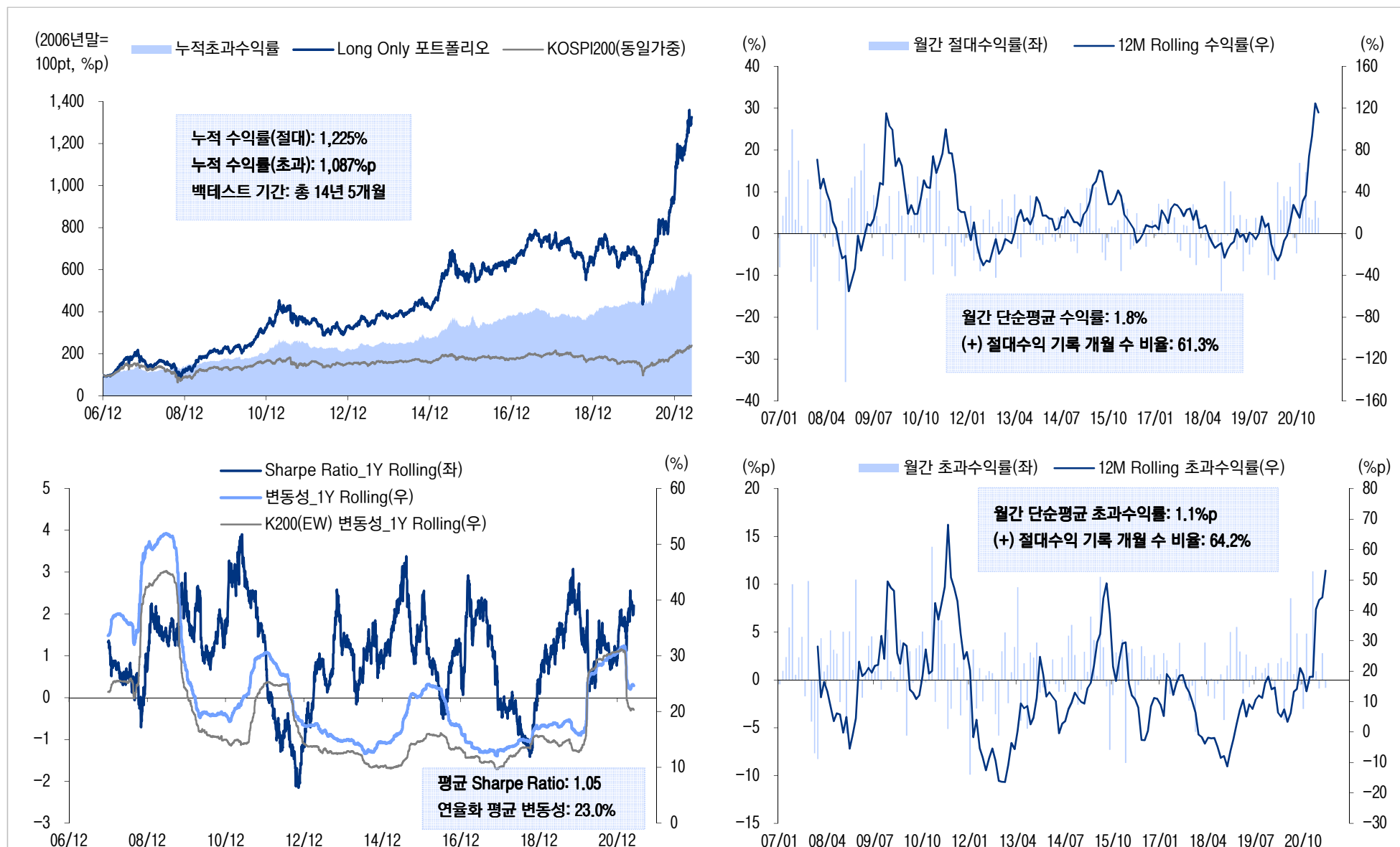
- **유니버스 : KOSPI 200 구성종목**
 - 매 월말 기준 구성종목을 활용(Survivorship-bias 제거)
- **분석 기간: 2007년 ~ 2021년 5월말(총 14년 5개월)**
 - 데이터 접근이 가능한 시기를 고려하여 최대한 장기간에 걸쳐 분석
- **포트폴리오 구성: 매 분기 말 Rebalancing, 동일가중**
 - Long 포트폴리오, Long/Short 포트폴리오 각각 유의미한 성과 확인
→ 백테스트 성과 측면에서는 Long/Short 포트폴리오가 가장 우수
- **분석 변수: 총 229개 팩터로, 다양한 변수를 탐색**
 - 카테고리: Earnings Momentum, Dividend, Earnings Quality, Earnings Growth, Value, Price Momentum, Volatility, Liquidity
 - 각 팩터 별로 지표 값과 Sector Neutral 값을 동시에 고려하여, 실질적으로는 229개 팩터 X 2 → 총 458개 팩터 탐색
- **모델의 특징: 팩터 성과의 추세 추종과 더불어, 성과 안정성 제고를 위한 Risk Parity 접근**
 - 팩터 성과의 추세 추종: 최근 성과가 우수한 팩터를 활용
 - Risk Parity: 성과가 우수한 팩터와 상관관계가 낮은 팩터를 찾아 함께 고려

eBest 멀티팩터 모델 성과: Long / Short



참고: 매 월말 리밸런싱, 매매 비용은 반영하지 않음
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

eBest 멀티팩터 모델 성과: 최상위 20개 종목 Long



참고: 매 월말 리밸런싱, 매매 비용은 반영하지 않음
 자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신중호, 정다운).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.