

## CAPE Quant Issue

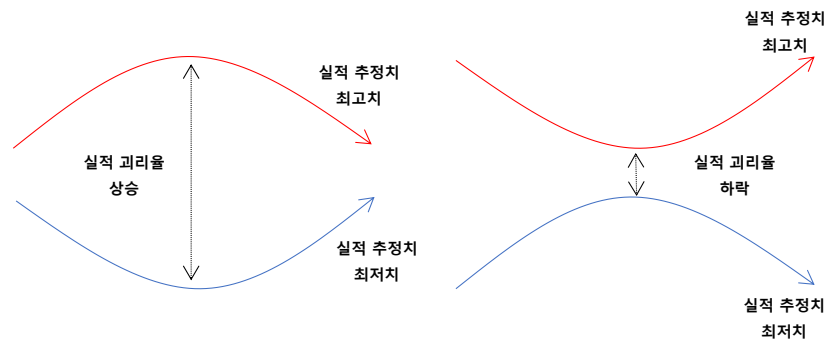
### 실적 괴리율을 활용한 추천 종목 제시

- 실적 컨센서스가 저점에 도달하고 실적 괴리율이 높은 종목을 매수할 경우 누적 성과는 KOSPI를 상회
- KOSPI 영업이익 추정치가 감소하나 감소 폭이 축소되는 기간 동안 실적 괴리율 전략의 성과가 크게 개선
  - 원/달러 환율 상승에 따른 상장사 실적 기대감 회복 및 실적 괴리율 전략의 추가 성과 개선이 기대
- 7월 추천 종목: 유한양행, SK하이닉스, DB손해보험, 삼성전자, 녹십자, 현대중공업, 삼성중공업, OCI, LG화학, SK이노베이션

### 실적 괴리율을 활용한 실적 및 주가 반등이 기대되는 종목 선정 아이디어

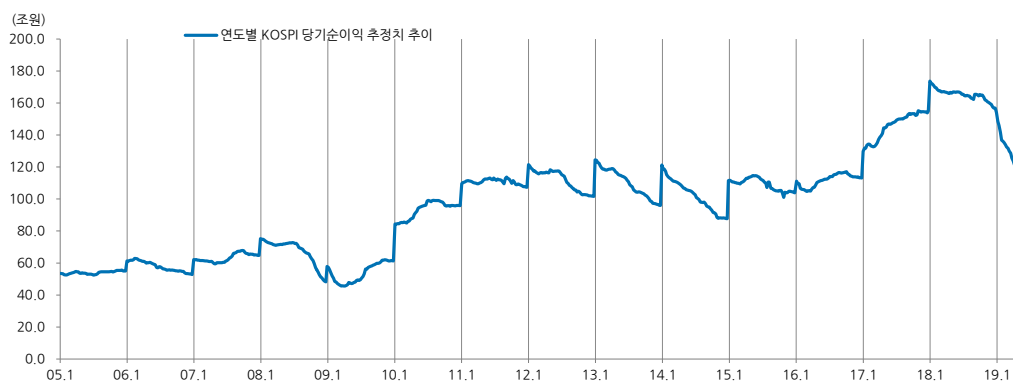
- 실적 괴리율:  $[(\text{실적 추정치 최고} - \text{실적 추정치 최저}) / (\text{실적 추정치 평균})]$ 를 통해 계산, 이를 통해 애널리스트들이 제시한 각 종목별 실적 컨센서스의 분포 변화를 측정 가능
- 괴리율이 높을수록 실적 추정치 형성에 있어 애널리스트간 견해 차가 크며, 낮을수록 견해 차가 작다는 것을 의미
- 애널리스트 추정치에는 실제 시장 및 기업 상황과 대비해 긍정적 의견을 제시하는 낙관 편향(Optimism Bias)이 존재 → 낙관 편향의 예시: 상고하저 흐름의 연도별 KOSPI 실적 추정치 변화

그림 1. 실적 추정치 최대/최소값 변화에 따른 실적 괴리율 변화



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 2. 애널리스트 낙관 편향의 예: 상고하저 흐름을 보이는 연도별 KOSPI 실적 추정치

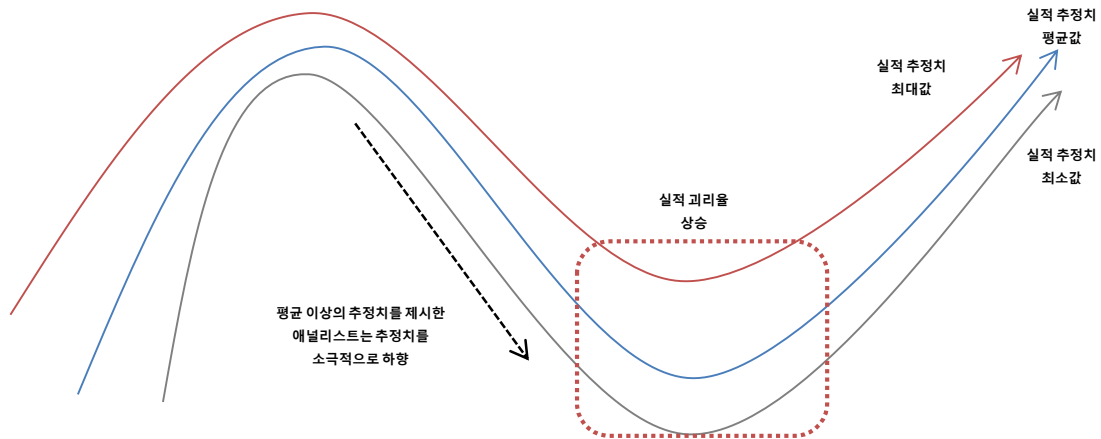


자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

• 낙관 편향(Optimism Bias)과 실적 괴리율을 활용한 실적 및 주가 반등 기대 종목 선정

- 애널리스트는 실적 추정치 하향 국면에서 악재를 추정치에 상대적으로 느리게 반영하려는 낙관 편향이 존재
- 평균을 상회하는 의견을 제시한 애널리스트는 컨센서스 하락 과정에서 추정치를 소극적으로 하향→실적 괴리율은 상승하며 컨센서스 저점에서 최고치를 기록→반영 가능한 악재들이 대부분 반영된 실적 컨센서스는 반등
- 실적 컨센서스가 과거대비 저점에 도달하고, 괴리율이 고점에 도달한 종목의 경우 향후 실적 및 주가 반등 기대

그림 3. 실적 컨센서스 하향 국면에서의 실적 괴리율 변화



자료: 케이프투자증권 리서치본부

실적 괴리율 활용 매수전략 수행시 KOSPI 지수 성과 상회, 영업이익 감소 국면에서의 성과가 상대적으로 우수

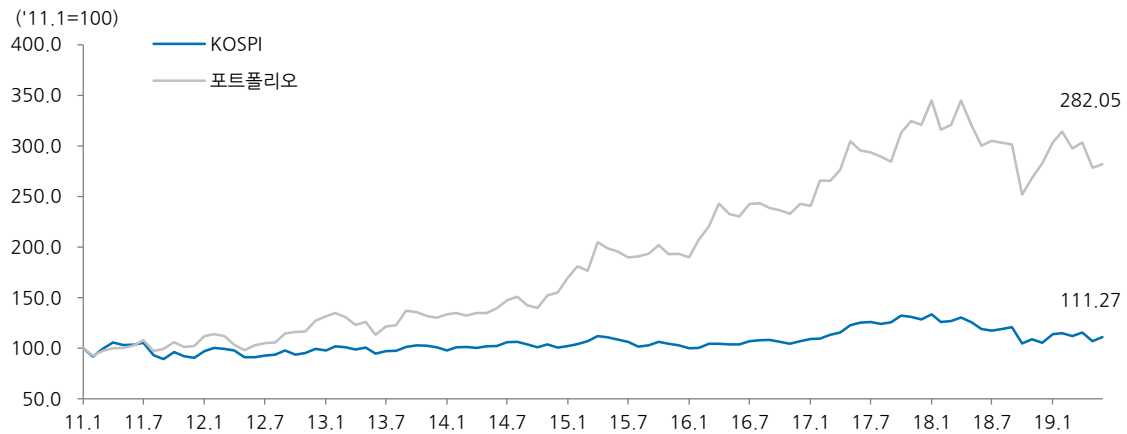
- 실적 컨센서스가 과거 대비 저점에 도달하고, 실적 괴리율이 고점에 도달한 종목들에 대한 매수 전략 백테스트 진행
- 백테스트 결과, 2011년 1월부터 현재까지 포트폴리오 누적 성과는 KOSPI 성과를 장기적으로 상회. 6개월 및 12개월 기준 Rolling 수익률 또한 대부분 기간 동안 KOSPI 지수 성과를 상회
- KOSPI 전체 영업이익이 전년 대비 감소한 기간에는 증가한 기간 대비 포트폴리오 성과 지표가 모두 개선

표1. 실적 괴리율 활용 종목 선정 전략 백테스팅 절차

| 구분            | 세부 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1) 종목 유니버스 선정 | - '10년 이후 현재까지 KOSPI 상장 종목 중 실적 추정치를 제공한 증권사가 5개사 이상인 종목(총 80개 종목)                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 2) 사용 데이터     | - 실적 추정치: 유니버스 내 종목들의 12개월 선행 영업이익 추정치 평균값의 주간 데이터를 활용<br>- 실적 괴리율: [(추정치 최고 - 추정치 최저)/추정치 평균] 계산값의 주간 데이터를 활용                                                                                                                                                                                                                                     |
| 3) 데이터 기간     | - 2010년 1월 ~ 2019년 현재                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 4) 종목 선정 절차   | - 실적 추정치 변화율 계산: 주간 실적 추정치 데이터의 월별 평균값을 계산한 후 계산된 값의 전년 대비 변화율을 계산<br>-괴리율 계산: 주간 괴리율 데이터의 월별 평균값을 계산<br>-Z-SCORE를 활용한 점수 부여: 계산된 월별 추정치 변화율과 괴리율 데이터를 Z-SCORE를 통해 정규화, 항목별 점수 산출<br>-최종 종목 선정<br>: 각 항목별(추정치 변화율, 괴리율) Z-SCORE 점수의 절대값을 합산하여 가장 큰 점수를 기록한 10개 종목을 선정<br>: 선정 종목들 중 실적 추정치 변화율의 Z-SCORE가 0 이상이거나, 실적 괴리율의 Z-SCORE가 음수인 종목은 선정에서 제외 |
| 5) 리밸런싱 방법    | - 1)~4)번 절차를 통해 선정된 10개 종목들을 매월 동일가중평균(종목당 10%)로 리밸런싱하는 작업을 진행<br>- 선정된 종목의 총 수가 10개를 하회하는 경우, 종목을 새로 추가하지 않고 조건을 만족하는 종목들만으로 포트폴리오를 구성<br>- 거래비용으로 매월 10bp(0.10%)를 포트폴리오 수익률에서 차감                                                                                                                                                                 |

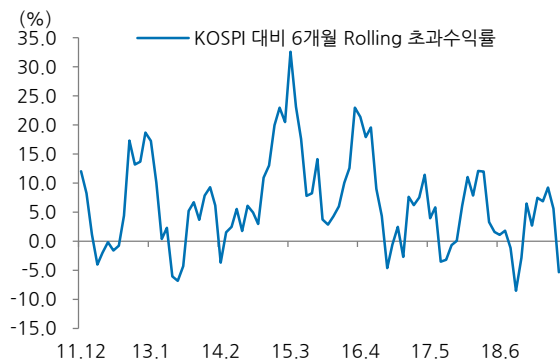
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 4. 2011년~현재까지 실적 괴리율 활용 매수 전략의 포트폴리오 성과



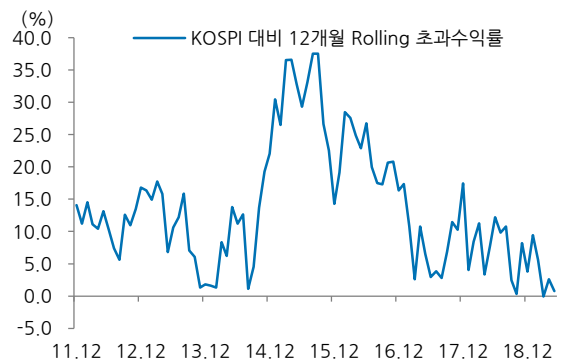
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 5. 실적 괴리율 활용 전략의 KOSPI 대비 6개월 Rolling 초과수익률



자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림 6. 실적 괴리율 활용 전략의 KOSPI 대비 12개월 Rolling 초과수익률



자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

표2. 실적 괴리율 활용 전략의 포트폴리오 성과 비교

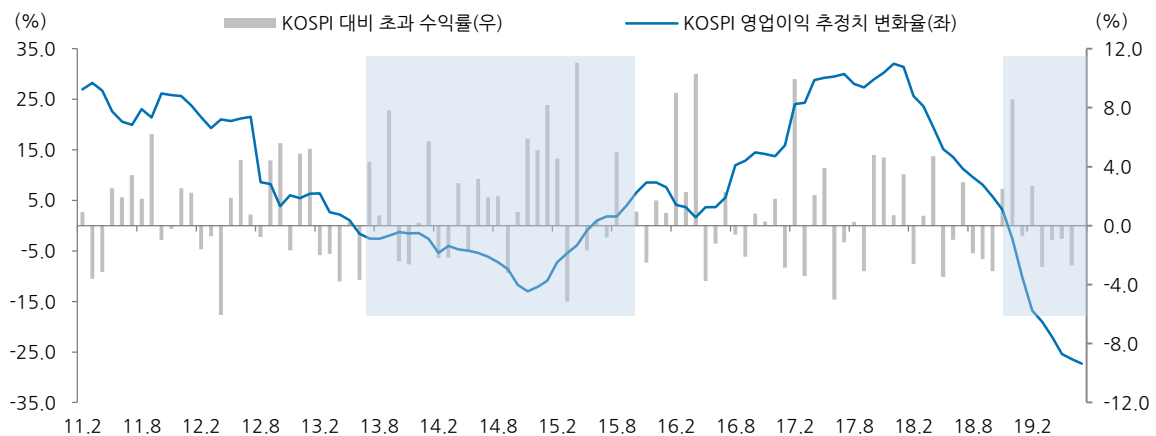
| 구분                 | 상승 및 하락 종목 수 |       |              | 포트폴리오 수익률 |       |      |       |          |
|--------------------|--------------|-------|--------------|-----------|-------|------|-------|----------|
|                    | 상승종목수        | 하락종목수 | Hit_Ratio(%) | 상승시평균     | 하락시평균 | 전체평균 | KOSPI | 전체-KOSPI |
| 실적 추정치<br>전년비 증가국면 | 360          | 336   | 51.7         | 4.42      | -3.78 | 0.90 | 0.07  | 0.83     |
| 실적 추정치<br>전년비 감소국면 | 169          | 150   | 53.0         | 5.21      | -3.41 | 1.71 | 0.37  | 1.34     |
| 전체                 | 529          | 486   | 52.1         | 4.67      | -3.67 | 1.16 | 0.07  | 1.08     |

자료: 케이프투자증권 리서치본부

## KOSPI 영업이익 추정치 반등 시 실적 괴리율 활용 전략 성과 추가 개선 기대

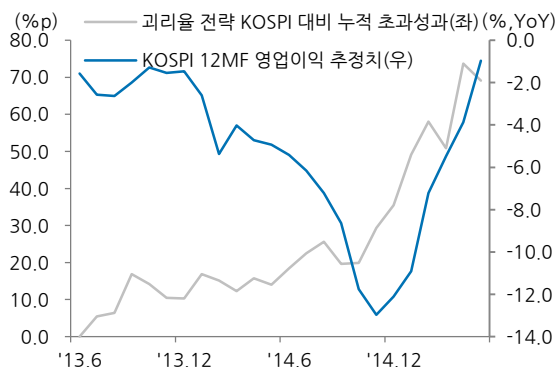
- KOSPI 영업이익 추정치가 전년 대비 감소한 기간(2013년 6월~2015년 5월) 중, 영업이익 추정치의 전년비 감소폭이 축소되는 기간 동안 실적 괴리율 활용 전략의 KOSPI 대비 초과 성과가 큰 폭으로 개선
  - 상장사 실적에 대한 시장 내 기대감이 반등하는 기간동안 실적 추정치가 과거 대비 크게 하향되었던 종목들의 주가가 상대적으로 더 크게 반등한다는 것을 의미함
- 원/달러 환율 상승으로 인한 상장사 실적 기대감 회복 및 실적 괴리율 활용 전략의 KOSPI 대비 초과 수익 기대
  - 수출 주도의 국내 경제구조를 고려하면, 원/달러 환율 상승은 국내 상장사 수출 및 실적 개선에 긍정적으로 작용
  - 연초 이후 원/달러 환율이 큰 폭으로 상승한 가운데, 향후 국내 상장사 수출 및 실적 개선 기대
  - KOSPI 영업이익 컨센서스는 2018년 초부터 지속적으로 하락하며 4분기부터는 마이너스로 전환. 최근에는 하락세가 둔화되는 모습을 보임
  - 상장사 실적에 대한 기대감이 크게 약화된 상황에서, 환율 상승에 따른 수출 및 실적 개선 기대감이 KOSPI 영업이익 추정치 반등으로 이어질 경우 실적 괴리율 활용 전략의 성과 또한 큰 폭으로 개선될 것으로 전망

그림 7. 실적 괴리율 활용 전략의 월별 KOSPI 대비 초과 수익률 및 전년 대비 KOSPI 영업이익 추정치 변화율



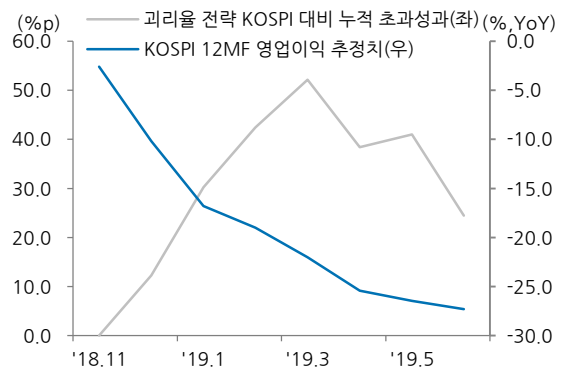
자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림 8. '13년 6월~'15년 5월 실적 괴리율 전략의 KOSPI 대비 누적 초과성과



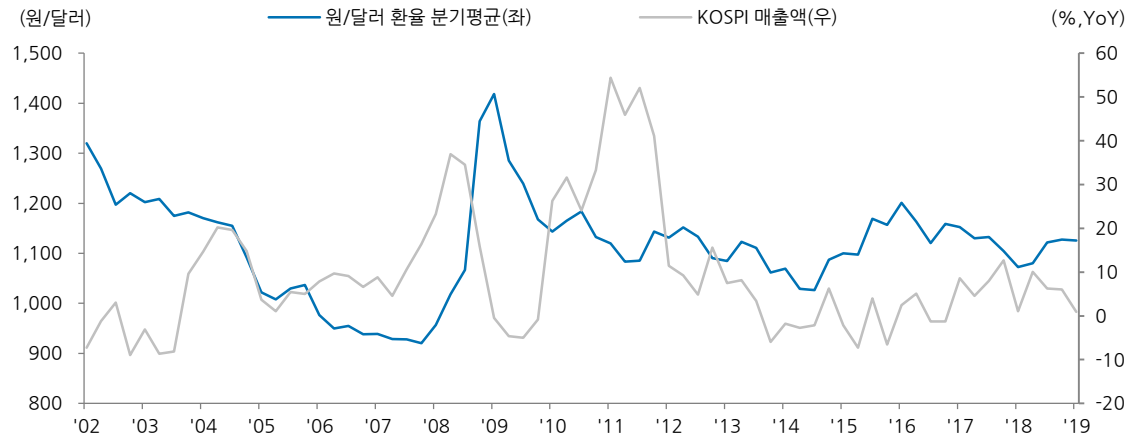
자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림 9. '18년 11월~현재 실적 괴리율 전략의 KOSPI 대비 누적 초과성과



자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림10. 원/달러 환율과 KOSPI 매출액: 원/달러 환율과 상장사 매출과는 역의 관계가 성립

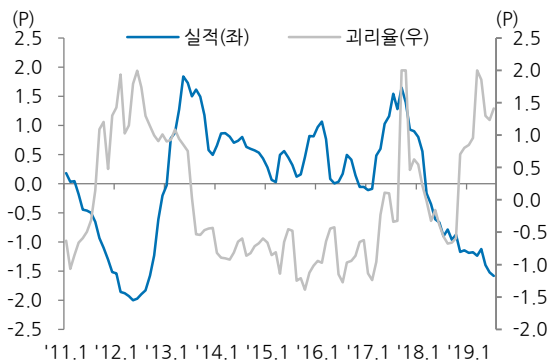


자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

## 7월 추천 종목 리스트 선정

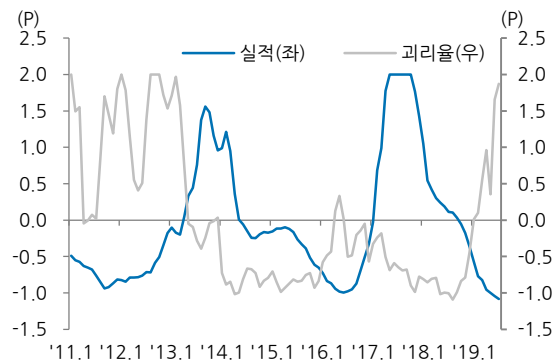
- 현재 기준으로 실적 컨센서스가 저점에 도달하고, 괴리율이 고점에 도달한 것으로 판단되는 종목을 선정
  - 향후 실적 컨센서스 반등 및 KOSPI 대비 초과 수익이 기대되는 종목
- 7월 추천 종목
  - 유한양행, SK하이닉스, DB손해보험, 삼성전자, 녹십자, 현대중공업, 삼성중공업, OCI, LG화학, SK이노베이션

그림 11. 추천종목1: 유한양행



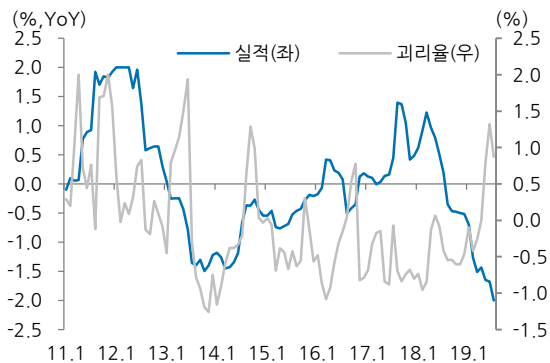
자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림 12. 추천종목2: SK하이닉스



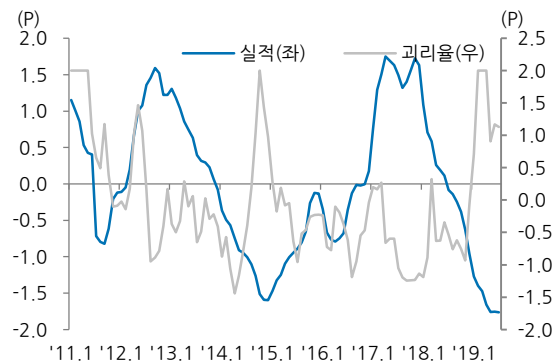
자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림 13. 추천종목3: DB손해보험



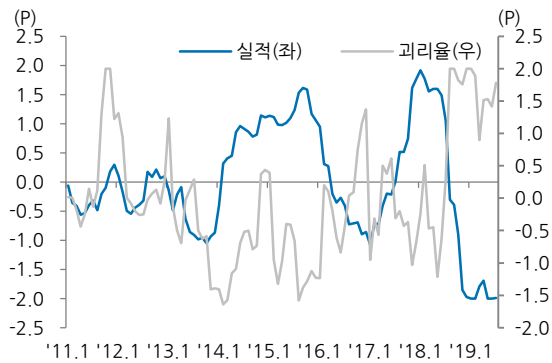
자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림 14. 추천종목4: 삼성전자



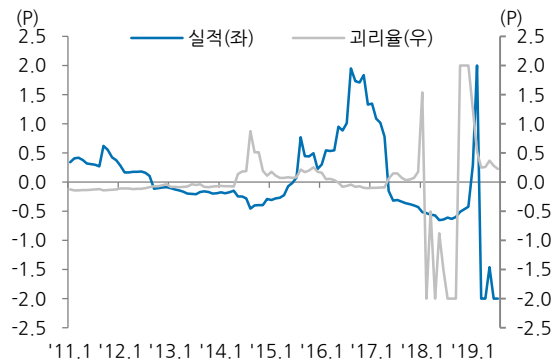
자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림 15. 추천종목5: 녹십자



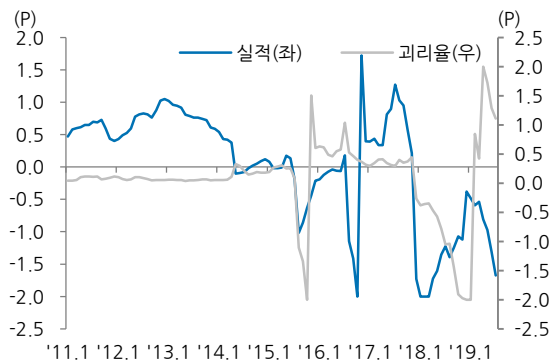
자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림 16. 추천종목6: 현대중공업



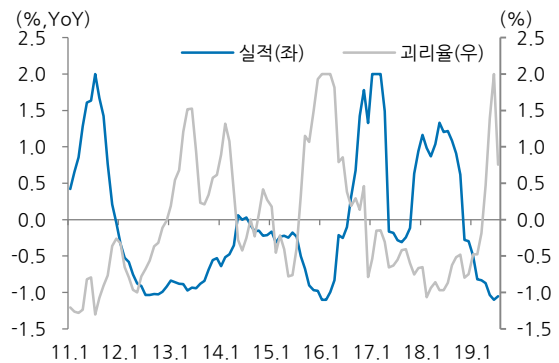
자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림 17. 추천종목7: 삼성중공업



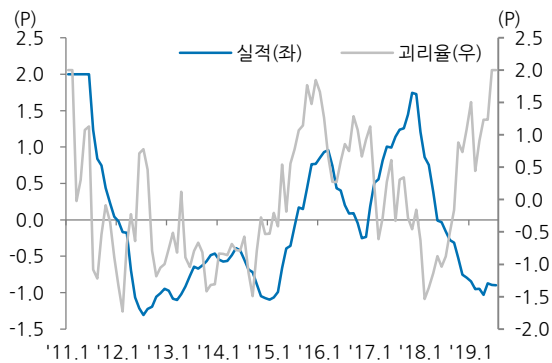
자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림 18. 추천종목8: OCI



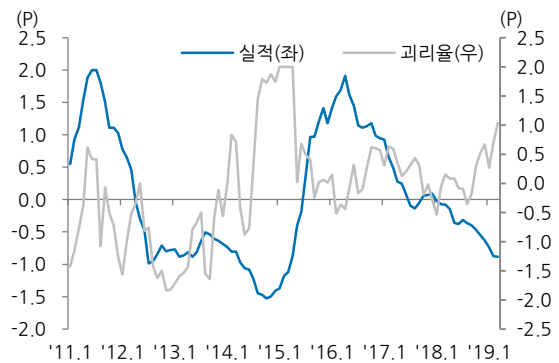
자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림 19. 추천종목9: LG화학



자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

그림 20. 추천종목10: SK이노베이션



자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

## Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.