

Quant Comment



신현용 Quant/ETF
hyunyong.shin@yuantakorea.com

컨센서스 인수분해

증시 이익 컨센서스 하향 조정 지속, 삼성전자의 어닝쇼크

'25년 2분기 실적시즌이 시작되었으며, 지난 7/8일 삼성전자는 어닝쇼크를 기록했다. 동사의 2Q25 영업이익은 4.6조원을 기록하며 당시 낮아진 시장 컨센서스(분기말 추정치 기준 약 6.3조원)를 약 -27.6% 하회하였으며, 영업이익 YoY는 약 -56.0%를 기록하였다. 이후 증시 전반의 영업이익 추정치는 가파른 하향 조정이 진행되었다. 삼성전자 잠정치 발표 이후, 유니버스 200 종목 기준 '25년 연간 영업이익 추정치는 약 -1.8% 하향 조정되었으며 하반기(3Q25+4Q25) 영업이익 추정치는 -2.2% 하향 조정되었다.

매 실적시즌 초반에 발표되는 삼성전자 잠정실적 결과는 증시 전반의 이익 트렌드에 영향을 미친다. '10년 이후 삼성전자 분기실적 결과와 증시 영업이익 트렌드 추이를 살펴보면 높은 상관성이 확인된다. 분석 기간 61개 분기(1Q10~1Q25) 중 삼성전자가 분기말 영업이익 추정치를 하회하는 잠정치를 발표한 분기는 총 25개 분기이다. 그 중 월간 기준 KOSPI 12MF EPS 추정치가 하향 조정된 분기는 총 18개 분기로 약 75.0% 수준이다. 또한, 삼성전자가 추정치를 하회하는 영업이익 잠정치를 발표한 월의 평균 KOSPI 12MF EPS 조정률은 약 -2.3%이다. 추정치를 크게 하회하는 삼성전자의 잠정치가 발표된 올해 7월 한달 간 증시 전반의 이익 트렌드가 상승 반전될 가능성은 낮을 것으로 판단한다.

컨센서스 인수분해, 리비전 상향 조정 요인 분석

증시 전반의 이익 트렌드 하향 조정이 지속되는 구간 이익 성장이 지속되는 종목의 희소성이 더욱 부각된다. KOSPI 12MF EPS YoY 하락 구간 영업이익 추정치 상향조정 상위 종목의 수익률을 추종하는 리비전 팩터의 아웃퍼폼이 뚜렷하게 확인된다. 리비전 팩터를 세분화해 분석해본 결과 해당 구간 FQ1 영업이익 리비전 상위 팩터가 FY1 팩터를 아웃퍼폼하며 가장 근접한 실적발표 분기의 이익 트렌드 변화에 민감하게 반응하는 것을 알 수 있다. 현재 업종별 2Q25 영업이익 추정치 변화와 7월 수익률의 상관성을 확인해본 결과 뚜렷한 양(+)의 선형관계가 뚜렷하게 나타난다.

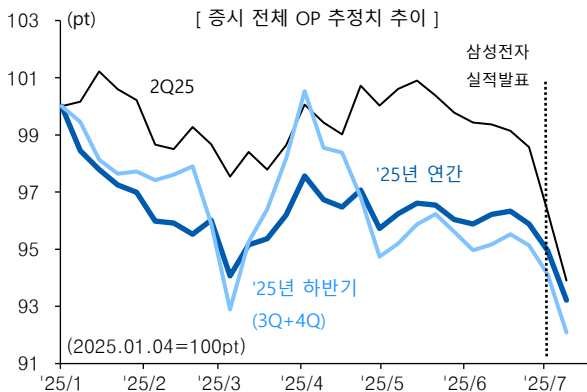
추정치 대상 시점(FQ1/FY1) 뿐만 아니라 추정치를 변화시킨 요인 또한 세분화해 볼 필요가 있다. 개별 기업의 이익 추정치는 기 발간된 기업 분석 자료에 기재된 추정치의 1개월 혹은 3개월 이동 평균값으로 계산된다. 그러므로 이익 추정치가 상향 조정되는 케이스는 1) 추정치 레벨 전반의 상승, 2) 최고 추정치 경신, 3) 최저 추정치 제외 등 총 3가지 케이스로 구분할 수 있다. 3번 최저 추정치 제외 케이스의 경우 기업 이익에 대한 실질적인 기대감 개선이 부재한 상황에서 과거 최저 추정치가 이동 평균 대상 기간에서 제외됨에 따른 추정치 상향 조정이 나타날 수 있다. 그러므로 최저/최고 이익 추정치가 제외/경신됨에 따른 이익 추정치가 상향 조정되는 오류를 보정하기 위해 최저/최고 추정치 과리가 함께 고려되어야 한다.

각각의 케이스를 최저/최고 이익 추정치 괴리를 함께 고려해 1) 리비전 상향 조정, 2) 최고 추정치 상향 조정, 3) 최저 추정치 상향 조정 상위로 구분해 팩터화한 뒤 '10년 이후 성과를 분석해본 결과 Hit Ratio 및 성과 측면에서 괴리가 고려되지 않은 케이스 대비 개선되는 모습이 확인되었다. 또한, 월평균 수익률과 누적수익률의 경우 최고 이익 추정치 상향 조정 상위 및 추정치 괴리 축소 종목군이 각 1.8%와 272.0%로 가장 높은 성과를 기록하였다. 최고 이익 추정치가 경신됨과 동시에 괴리율이 축소되며 이익 추정치 레벨 자체가 상승한 종목군이 가장 아웃퍼폼하는 것으로 해석할 수 있다.

최고 이익 추정치 상향 조정 + 추정치 괴리 축소 스크리닝

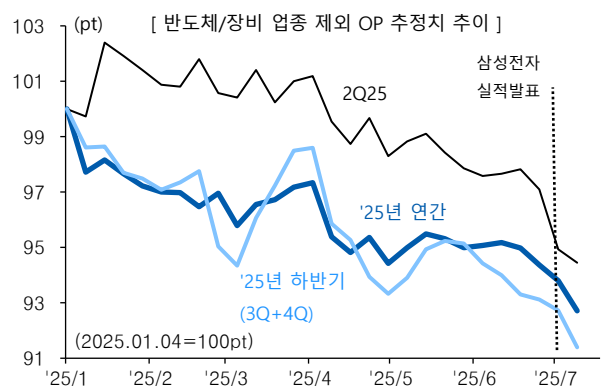
종합해보면 7월 중 증시 이익 트렌드의 상승 반전을 기대하긴 어려운 상황이며, 이익 트렌드 하락 구간 시장은 실적발표를 앞둔 분기의 이익 추정치 변화에 민감하게 반응한다. 또한, 최고 이익 추정치 상향 조정과 함께 최고/최저 추정치의 괴리율이 축소되는 종목군의 성과가 더욱 견조한 것으로 확인된다. 위 아이디어를 기반으로 이익 추정치가 3개 이상 존재하는 종목을 대상으로 5월말 대비 2Q25 최고 영업이익 추정치 상향 조정 상위 30% 종목 중 추정치 괴리가 축소되는 종목을 스크리닝하였다.

그림 1. 삼성전자 실적발표 이후 더욱 가파른 하향 조정이 나타나는 이익 트렌드



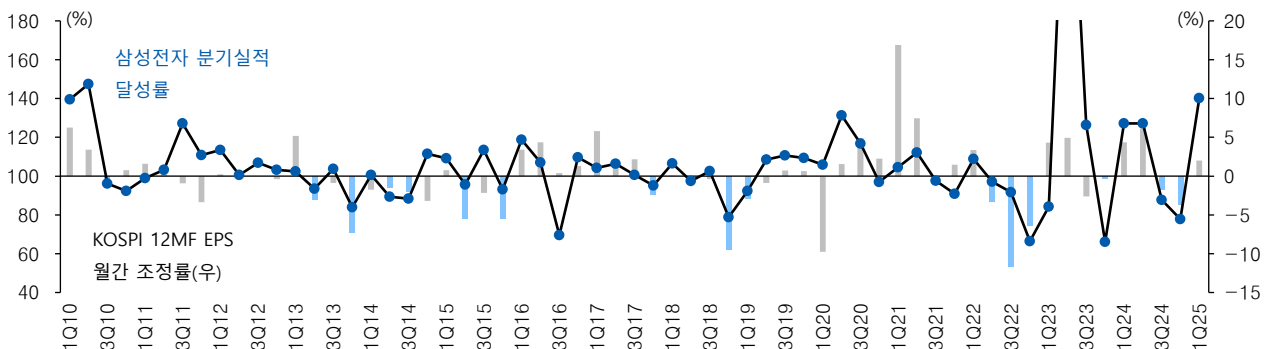
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터 주: 유니버스 200 종목 기준

그림 2. 반도체/장비 업종 제외 추정치 또한 이익 트렌드 하락세 지속



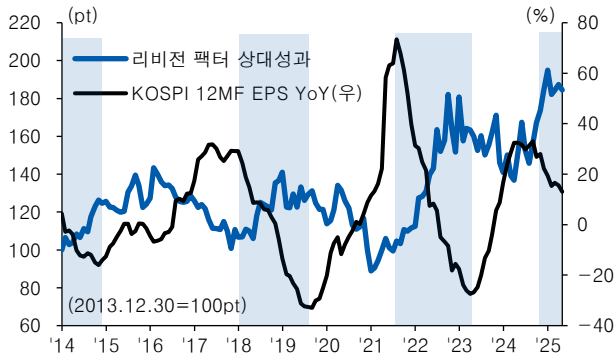
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터 주: 유니버스 200 종목 기준

그림 3. 삼성전자 잠정실적 결과는 증시 전반 이익 트렌드에 영향을 미치는 모습. 분기말 추정치 하회 시 KOSPI 12MF EPS는 해당 월 약 75% 확률로 하향 조정



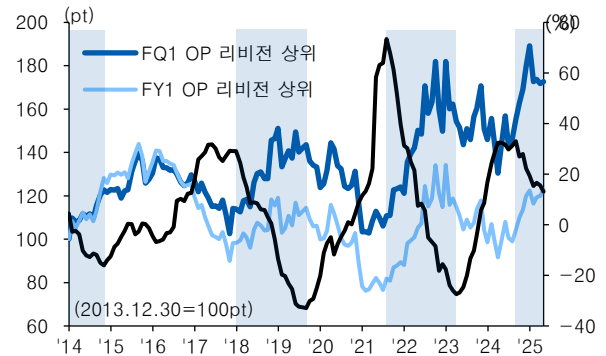
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

그림 4. 이익 트렌드 하락 구간 이익 추정치 상위 종목의 희소성 부각



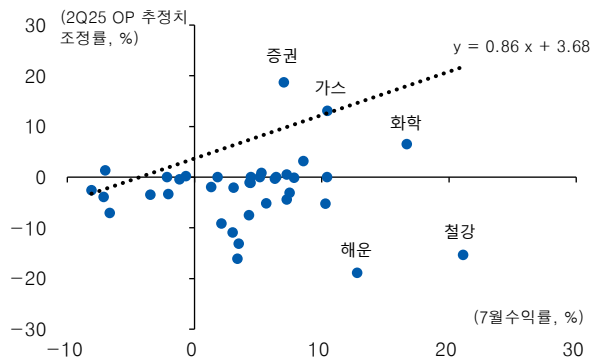
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

그림 5. 가장 근접한 실적발표 분기의 이익 추정치 변화에 민감하게 반응



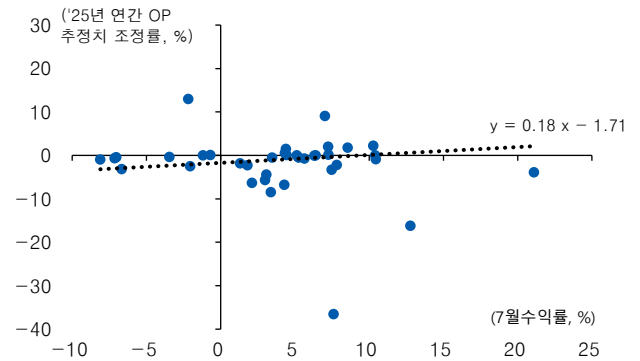
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

그림 6. 이번 실적시즌 또한 2Q25 추정치 변화에 민감하게 반응



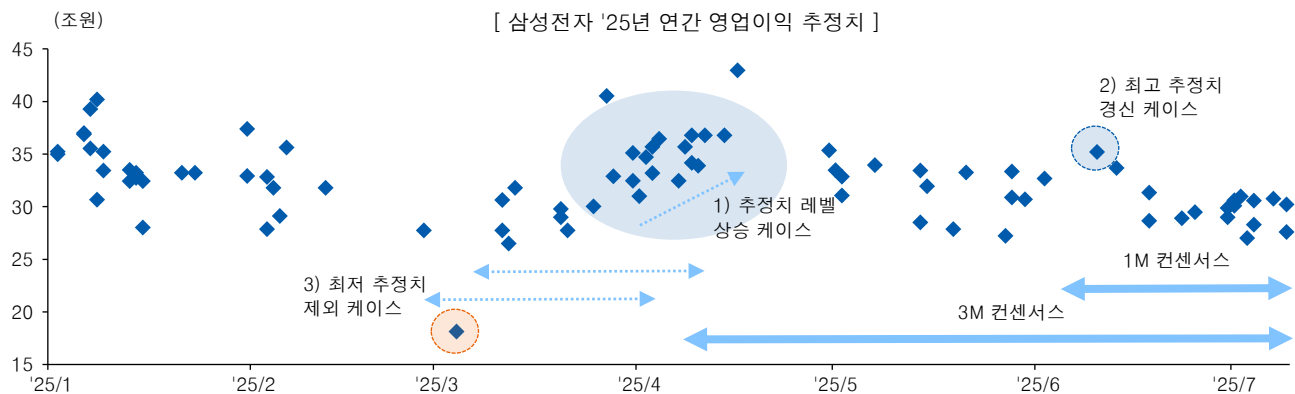
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터 주: 유니버스 200 종목 기준

그림 7. 불분명한 선형관계를 나타내는 '25년 연간 추정치 조정률과 업종별 수익률



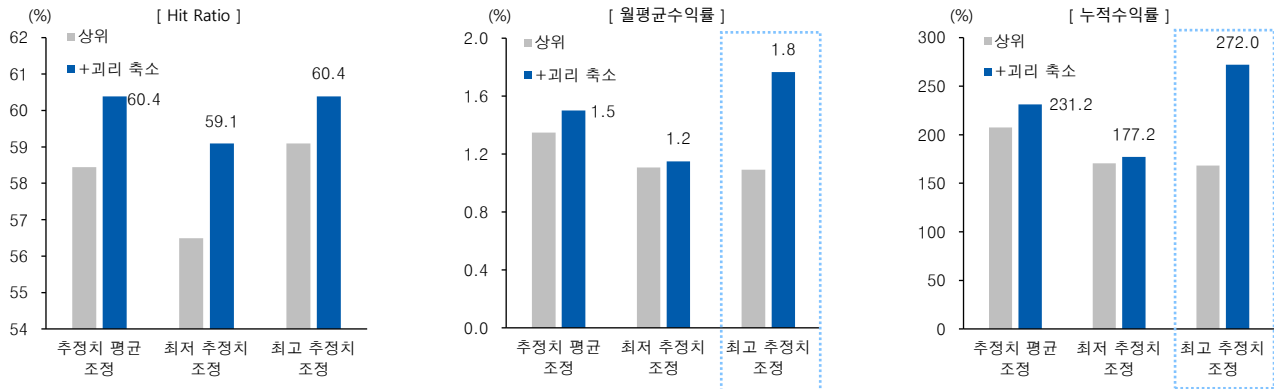
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터 주: 유니버스 200 종목 기준

그림 8. 이익 추정치 상향 조정을 총 3가지 요인으로 분류. 그 중 추정치 전반의 상승이 아닌 이동평균 계산식 특성상 최저 추정치가 제외되는 케이스에 유의



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

그림 9. '10년 이후 백 테스트 결과 수익률 부분에서 차이 발생. 최고 이익 추정치 조정 및 최고/최저 괴리가 고려된 케이스가 가장 견조한 수익률을 기록



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

표 1. 추정치 3개 이상 존재하는 종목 대상, 2Q25 최고 영업이익 추정치 조정 상위 30% 기업 중 전월대비 최고/최저 추정치 괴리율이 축소된 종목 스크리닝

종목 코드	종목명	시가총액 (억원)	최고 값 기준 2Q25 OP 추정치(억원)		추정치 조정률(%)	2Q25 최고/최저 추정치 괴리율(%)	
			5월말 기준	7/11일 기준		5월말 기준	7/11일 기준
A103140	풍산	37,749	3,760	4,220	12.2	30.6	27.0
A257720	실리콘투	33,278	2,200	2,427	10.3	20.3	13.3
A278470	에이피알	63,267	2,500	2,680	7.2	18.6	18.1
A030200	KT	146,425	26,090	27,350	4.8	13.3	10.7
A079550	LIG넥스원	125,400	4,240	4,410	4.0	41.5	25.5
A006800	미래에셋증권	125,184	15,110	15,630	3.4	46.7	26.3
A035250	강원랜드	43,751	3,090	3,180	2.9	7.0	6.5
A207940	삼성바이오로직스	752,309	18,330	18,838	2.8	11.4	10.4
A015760	한국전력	237,527	156,650	160,680	2.6	34.0	22.4
A016360	삼성증권	69,029	12,850	13,120	2.1	10.6	8.0
A307950	현대모비스	46,182	2,460	2,510	2.0	19.4	6.4
A336570	원택	10,400	630	640	1.6	18.9	10.9
A251270	넷마블	53,033	3,403	3,454	1.5	90.3	34.9

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자: 신현용)

- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.