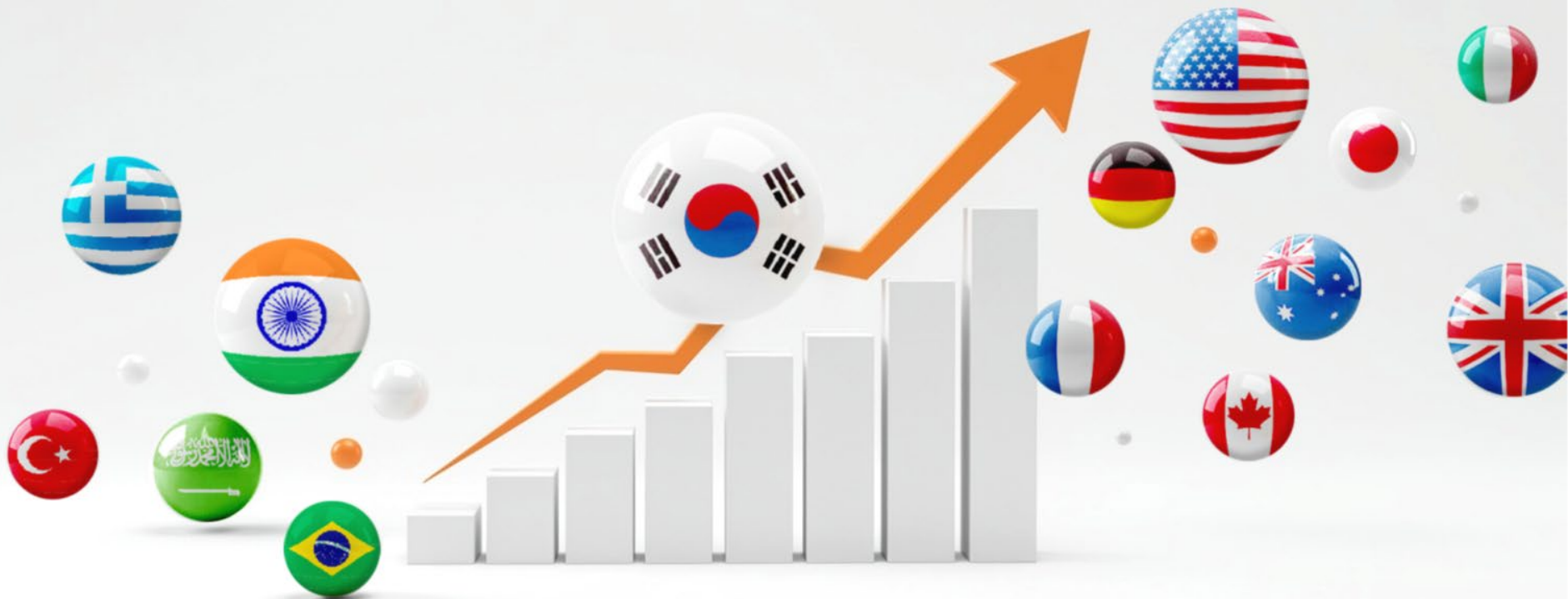


주식전략

선진화로 가는 길

유명간 myounggan.yoo@miraeasset.com



CONTENTS



[요약] 2025년 하반기 주식전략	3p
I. 하반기 주식시장 전망	6p
II. 자본시장 활성화에 거는 기대	31p
III. 실적 플레이의 정석	48p
IV. Appendix	61p

[요약] 2025년 하반기 주식전략

선진화로 가는 길

01 하반기 주식시장 전망

- 매크로 환경: 관세 영향으로 인플레이 단기적 상승 후 안정화 기대. 연준 금리 인하 재개로 연말 경기 반등 예상
- 하반기 코스피 흐름은 밸류에이션보다 기업 이익이 결정. 분기별 실적 모멘텀은 2Q > 3Q > 4Q
- 수출 증가율 둔화 및 수익성 부담으로 하반기 실적 하향 조정은 불가피(연간 영업이익 10~15% 하향 조정)
- 이익모멘텀 개선이 이어질 수 있는 6~7월은 주도 업종 중심의 주가 차별화 장세 → 8월 이후 실적 하향 조정 본격화로 주가 상승세 둔화 → 11~12월 경기 회복 기대로 대형주, 턴어라운드 스타일 중심 상승 전환 기대

02 자본시장 활성화에 거는 기대

- 소득세, 상속세 개정(배당소득 분리과세, PBR 0.8배 법) 및 상법 개정안 추진으로 기업들의 주주환원 확대와 지배구조 개선 기대. MSCI 선진국 Watchlist 등재 노력도 지속 → 중장기적으로 증시 디스카운트 해소 기대
- 국내 기업 잉여현금흐름(1Q25: +42조원) 개선은 주주환원 여력 확대를 의미. 자사주 매입/소각도 증가 추세
- 지배구조 개선 시 자기자본비용(COE) 하락과 ROE 상승으로 국내 증시의 밸류에이션 재평가 가능
- 주주환원을 통해 밸류에이션 재평가가 가능한 저PBR 기업들에 관심 유효

03 선호 업종 및 Top Picks

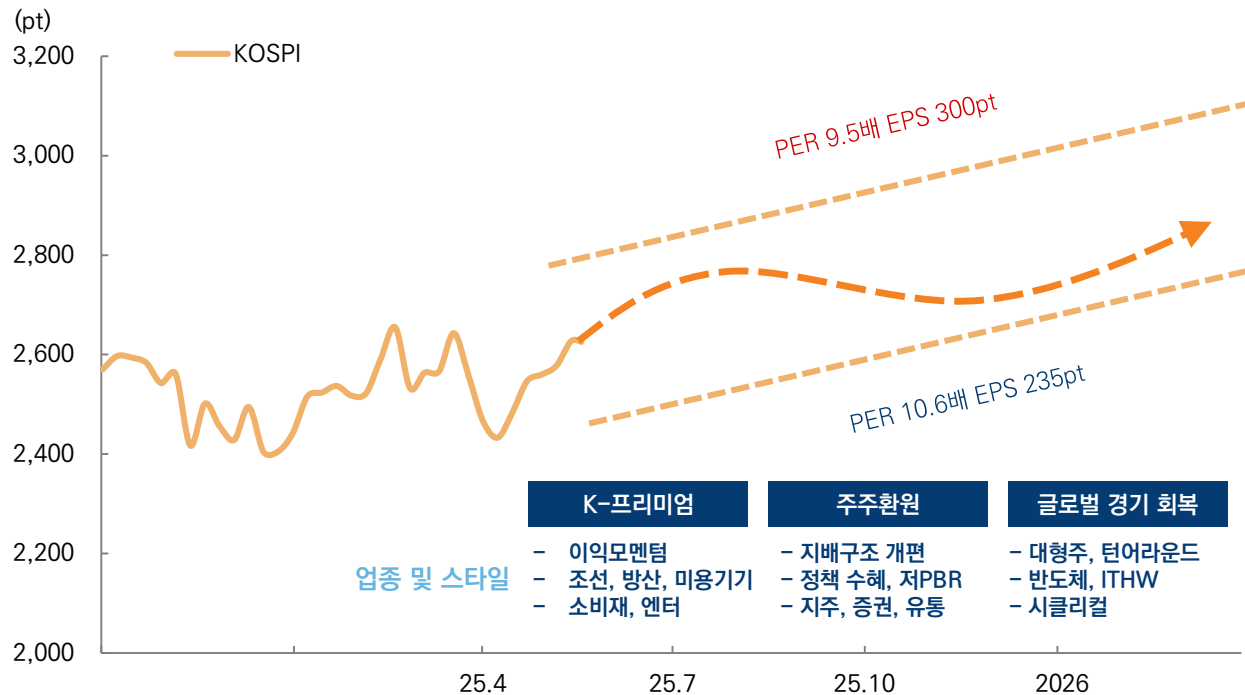
- 분기 실적 시즌별로 국내 기업들의 이익모멘텀 개선, 둔화 흐름이 뚜렷. 업종, 스타일 로테이션에 대비
- ① 실적, 주가 모멘텀이 긍정적인 K-프리미엄 업종 관심 지속: 조선/방산/미용기기/소비재/엔터
- ② 자본시장 활성화 및 정부정책 수혜 예상되는 주주환원 스타일, 저PBR, 내수주: 지주/증권/유통
- ③ 글로벌 경기 회복 기대에 따른 대형주, 턴어라운드 스타일 : 반도체/ITHW/시클리컬
- SK하이닉스, 한화에어로스페이스, HD현대중공업, 삼성물산, 현대로템, 하이브, 삼성전기, HD현대미포, 두산, 파마리서치, 에이피알, 한화, CJ, 에스엠, 금호석유화학, F&F, 이마트, 코스맥스, 현대백화점

2025년 하반기 KOSPI 전망

하반기 코스피 흐름 : 기업 이익이 결정

- 하반기 코스피 흐름은 밸류에이션보다 이익이 결정. 분기별 이익모멘텀은 2Q > 3Q > 4Q. 수출 증가율 둔화로 3분기, 4분기 실적 하향 조정 필요. 환율 하락은 기업 매출, 수익성에 부담
- (6~7월) 이익모멘텀 상위의 주도 업종, 종목 중심 주가 상승세 전망: 조선/방산/미용기기/소비재/엔터
- (8~10월) 2분기 실적 발표 후 하반기 실적 부담으로 주가 변동성 확대 유의. 자본시장 활성화(지배구조 개선)와 정책 수혜가 기대되는 주주환원 스타일, 저PBR, 내수주: 지주/증권/유통
- (11~12월) 글로벌 경기 회복 기대로 대형주, 턴어라운드 스타일 관심: 반도체/ITHW/시클리컬

2025년 하반기 KOSPI 경로 전망



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

2025년 하반기 Top Picks

Top Picks

종목코드	종목명	업종명	시가총액 (조원)	주가 상승률(%)		매출액 증가율(%)			영업이익 증가율(%)			25F 영업이익 변화율(%)		12MF P/E(배)	12MF P/B(배)
				3M	YTD	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	1M	3M		
A000660	SK하이닉스	반도체	143.3	-6.0	13.2	102.0	27.9	12.3	흑전	53.9	9.0	5.0	11.4	4.8	1.2
A012450	한화에어로스페이스	방산	39.4	28.2	159.1	42.5	127.9	9.7	191.4	76.9	20.7	12.9	30.2	22.0	5.0
A329180	HD현대중공업	조선	35.0	30.9	37.0	21.1	12.3	10.2	294.8	159.8	26.8	40.1	44.6	24.1	4.9
A028260	삼성물산	지주	23.5	7.5	20.6	0.5	-1.7	6.1	3.9	3.5	12.7	0.5	-0.4	9.9	0.7
A064350	현대로템	기계	13.2	32.8	143.1	22.0	25.9	12.4	117.4	93.7	9.2	4.4	12.4	17.7	4.3
A352820	하이브	엔터	11.7	14.3	45.0	3.6	20.8	31.3	-37.7	67.4	49.7	-2.2	-9.8	39.4	3.2
A009150	삼성전기	IT하드웨어	8.9	-17.0	-4.0	15.8	7.4	7.5	11.3	18.5	17.4	-5.0	-4.1	12.3	0.9
A010620	HD현대미포	조선	7.1	64.1	32.2	14.6	9.1	11.7	흑전	280.1	49.0	24.3	21.2	23.8	3.0
A000150	두산	지주	6.8	9.3	61.2	-5.2	1.9	7.5	-30.1	28.5	37.2	2.4	0.6	27.1	3.9
A214450	파마리서치	건강관리	4.6	53.0	67.8	34.1	41.0	24.7	36.6	49.6	26.8	10.6	11.5	29.9	6.6
A278470	에이피알	화장품	4.3	104.9	127.8	38.0	59.6	26.3	17.8	80.3	31.3	28.0	40.9	20.4	6.9
A000880	한화	지주	3.8	17.0	87.0	4.7	19.7	5.1	0.2	53.5	14.1	10.9	23.1	6.0	0.4
A001040	CJ	지주	3.7	16.9	27.6	5.5	4.5	5.8	24.9	11.6	5.5	-5.2	-5.5	11.1	0.7
A041510	에스엠	엔터	2.9	27.4	67.7	3.0	16.3	10.6	-23.1	81.0	18.4	14.3	24.1	13.4	3.1
A011780	금호석유화학	화학	2.9	-12.0	19.3	13.2	5.0	2.3	-24.0	45.7	16.7	7.8	8.7	7.3	0.4
A383220	F&F	의류	2.8	-0.5	34.6	-4.2	5.5	6.3	-18.3	6.4	8.6	1.3	3.2	7.1	1.4
A139480	이마트	유통	2.4	11.8	37.7	-1.5	1.3	2.4	흑전	978.3	16.3	10.4	39.5	10.3	0.2
A192820	코스맥스	화장품	2.3	27.8	38.2	21.9	16.5	13.0	51.6	32.0	17.6	5.7	8.4	16.5	3.6
A069960	현대백화점	유통	1.6	19.4	45.6	-0.5	4.8	2.0	-6.4	41.5	6.0	5.4	10.3	6.6	0.3

주: 2025년 5월 22일(목) 종가 기준
 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

I

—

하반기 주식시장 전망

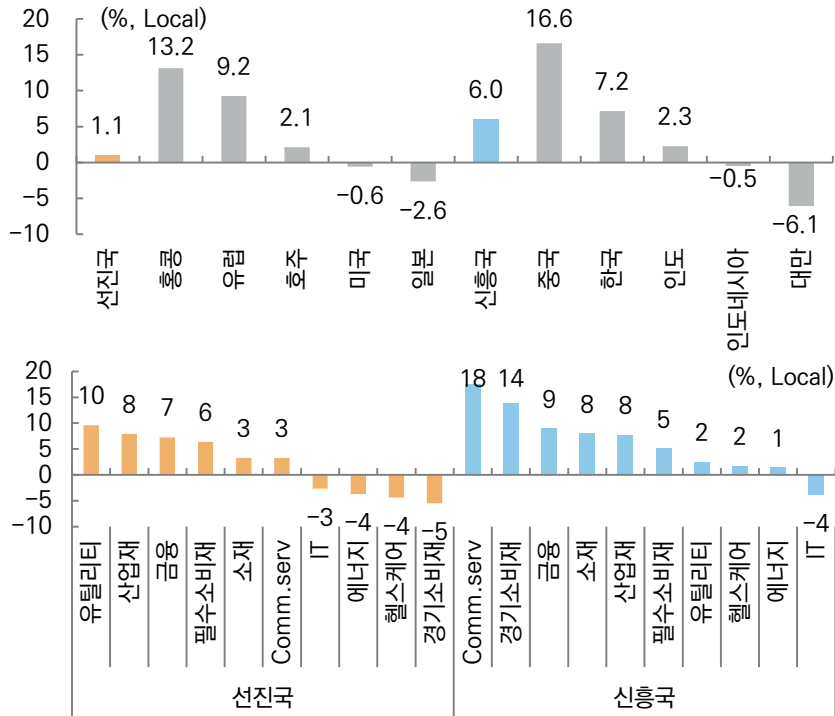


[2025년 상반기 리뷰] 신흥국 성과 개선

중국, 홍콩, 유럽, 한국 ↑

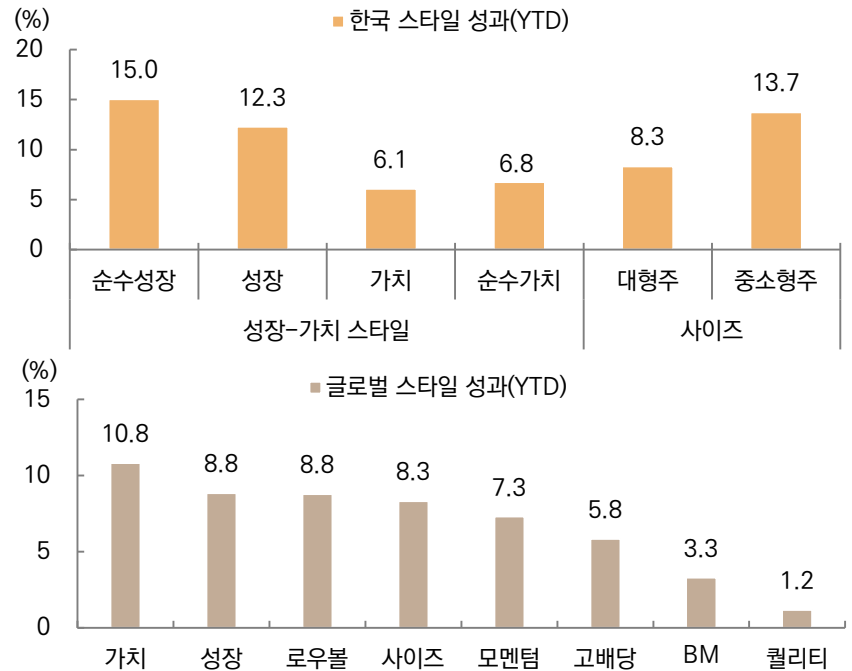
- 2025년 글로벌 증시는 상승. 연초 이후 선진국, 신흥국 각 +1.1%, +6.0% 상승
- 중국, 홍콩, 유럽 성과가 긍정적. 한국도 글로벌 증시 대비 상대적으로 강세
- 선진국은 유틸리티, 산업재 업종, 신흥국은 커뮤니케이션 서비스, 경기소비재 업종의 주가가 긍정적
- 한국은 순수성장, 중소형 스타일 강세. 글로벌은 가치, 성장, 로우볼이 주도

글로벌 2025년 주가 상승률



주: 2025년 5월 21일(수) 종가 기준
 자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

스타일별 2025년 주가 상승률



주1: 2025년 5월 21일(수) 종가 기준
 주2: 한국 스타일은 WMI500 Style Index, 글로벌 스타일은 MSCI World Factor Index를 사용(BM은 MSCI World(선진국))
 자료: FnGuide, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

[2025년 상반기 리뷰] 주가 차별화 장세

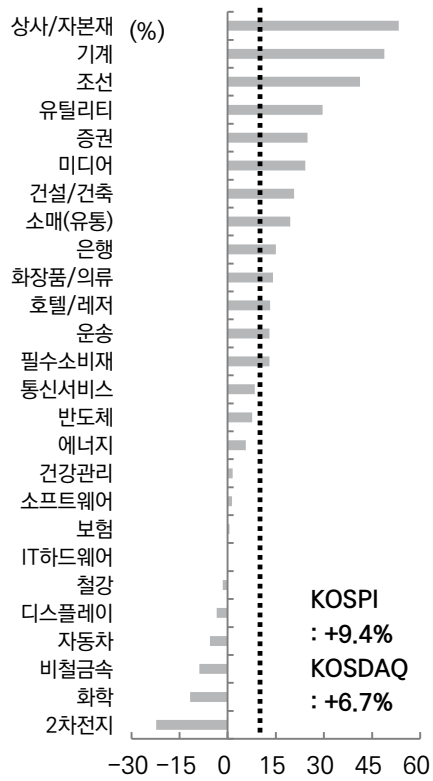
주가 상승

= 실적 증가

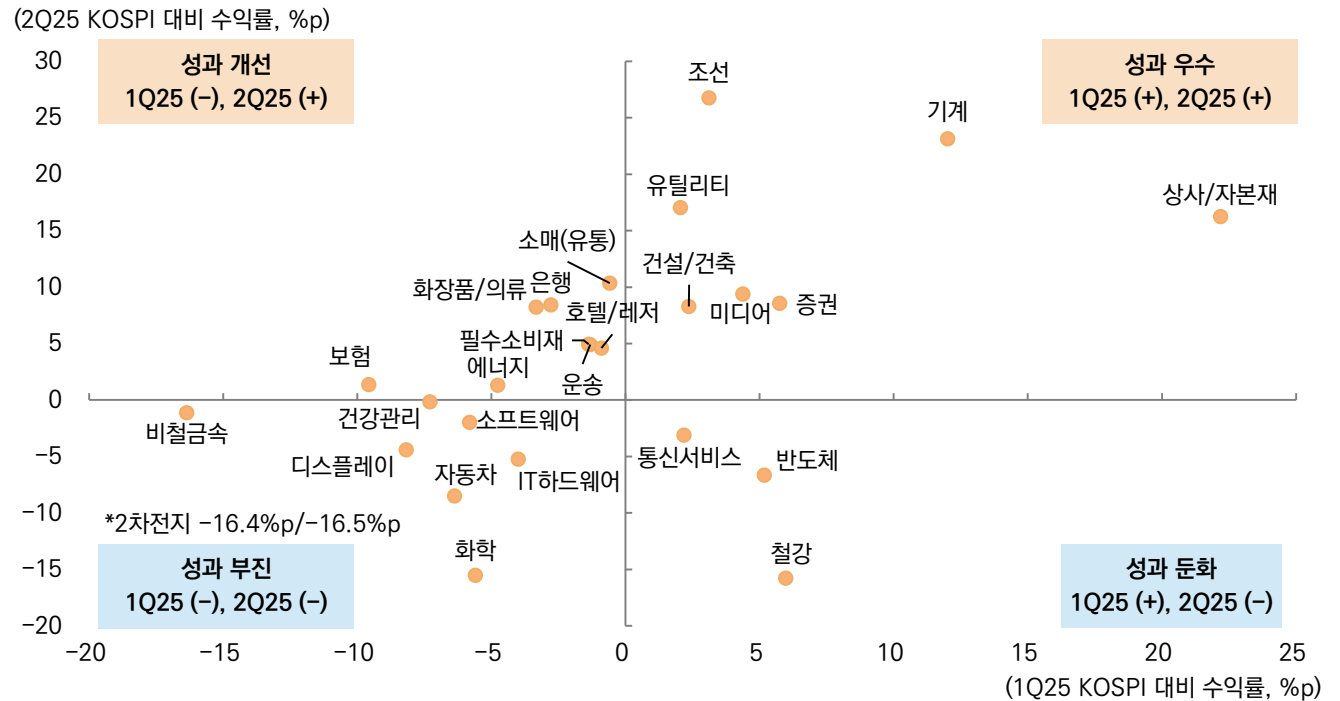
≠ 밸류에이션 상승

- 이익모멘텀이 긍정적이거나 관세 영향이 제한적인 업종이 강세
- 1분기, 2분기 주가 상승률이 긍정적이었던 업종은 상사/자본재, 기계, 조선, 증권, 유틸리티, 건설
- 1분기 성과 부진 & 2분기 개선: 화장품, 은행, 유통, 필수소비재, 호텔/레저, 운송
- 1분기, 2분기 성과가 모두 부진했던 업종은 2차전지, 화학, 자동차, 디스플레이, ITHW

업종별 2025년 주가 상승률(YTD)



업종별 2025년 1분기, 2분기 상대성과(코스피 대비)



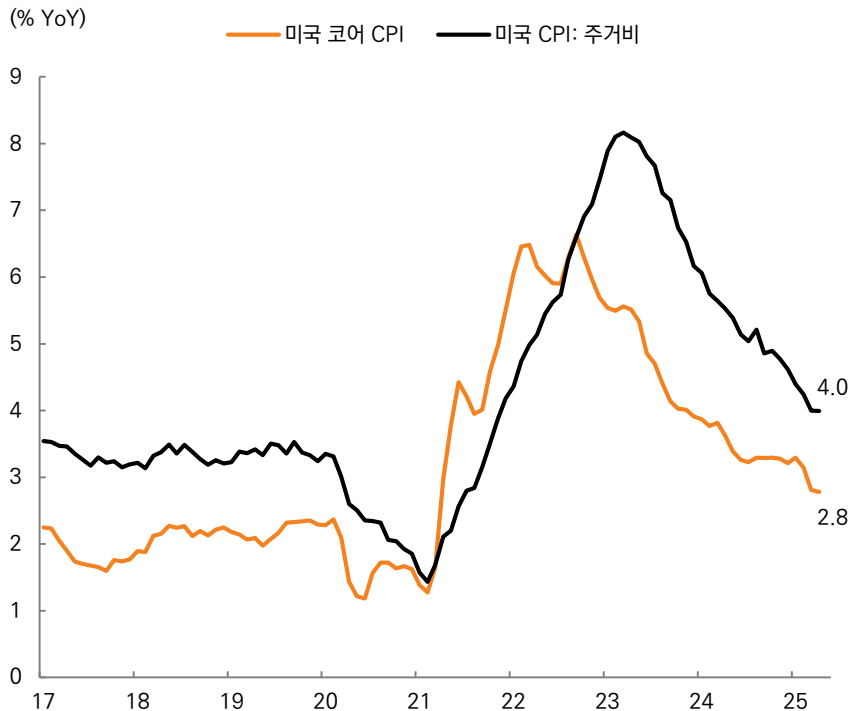
주: 2025년 5월 21일(수) 종가 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

[매크로 환경] 미국 인플레이션 단기적인 상승 후 안정화 예상

인플레이션 둔화 기대

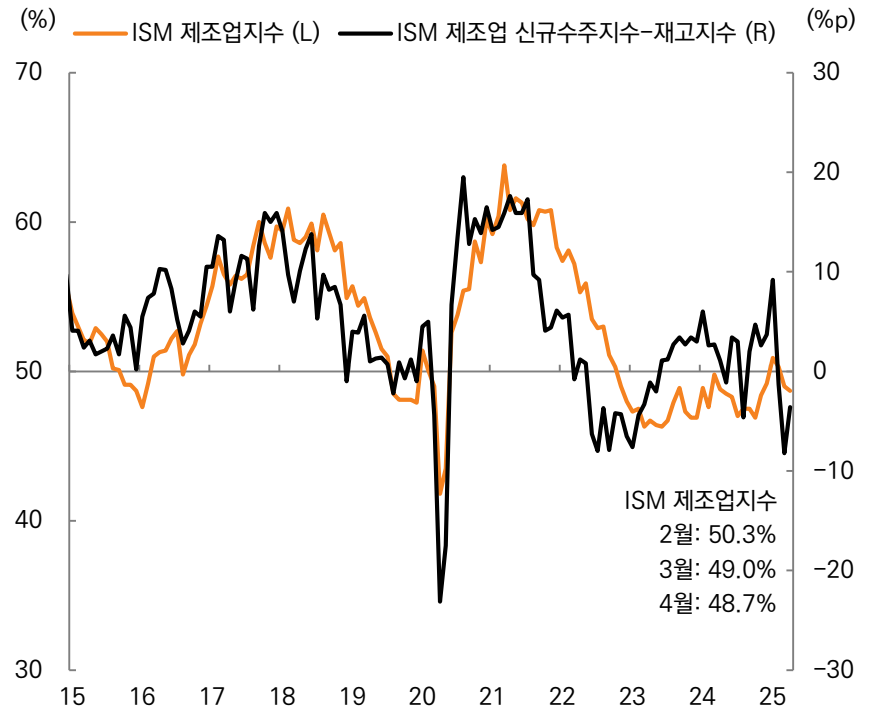
- **소비 & 고용:** 관세 부과에 앞서 일부 상품 소비가 앞당겨 진행. 관세 인상 효과 본격화 시 소비자들의 실질 구매력 위축으로 소비둔화 전망. 수요 위축은 일자리 증가세 둔화와 실업률 상승으로 이어질 전망
- **물가:** 미국의 관세정책은 중고차 등 일부 품목의 인플레이션 상승을 자극할 전망. 그러나 주거비 둔화 흐름과 유가 하락세에 연말로 갈수록 인플레이션 안정 재차 확인될 전망
- **제조업:** 미 제조업 경기 모멘텀 둔화 전망. 4월 ISM 제조업지수는 48.7%로 2개월 연속 위축, 선행지표인 신규 주문 3개월 연속 위축세 감안하면 제조업 경기 둔화 흐름 지속될 전망

주거비 안정은 인플레이션 둔화 요인



자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

신규주문 급감, 제조업 경기 원활한 반등이 어려울 수 있음을 시사



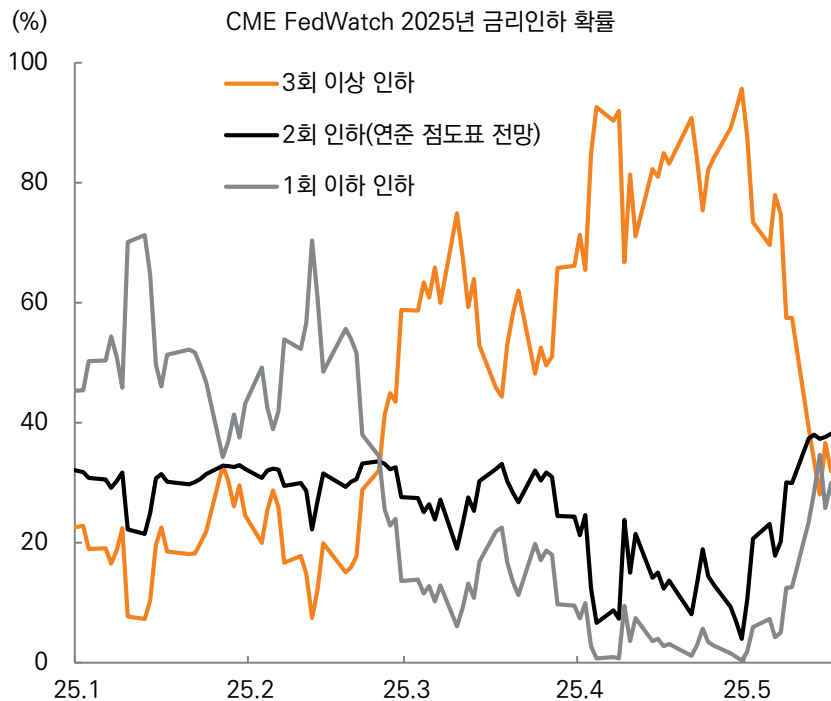
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

[매크로 환경] 미국 금리 시나리오

연말 미 국채 10년 3.7~4.5% 전망

- 2H 경기 시나리오: 1) 단기적인 인플레이 상승 후 안정 (70%), 2) 스태그플레이션 우려 장기화 (30%)
- 하반기에 걸쳐 미국과 주요국 간 무역협상 진행 예정. 일부 품목에서 단기적인 인플레이 상승세 나타나겠지만 낮은 수요와 고용시장 둔화 감안할 때 연말까지 인플레이 다시 안정될 전망
- 베이스 시나리오에서 하반기 2회 금리인하(9, 12월) 단행 전망. 금리 인하 재개로 연말부터 경기 서서히 반등 전망. 스태그플레이션 우려 장기화 시 금리 인하는 내년으로 지연될 전망
- (미 국채 10년 금리 전망) 베이스 시나리오: 3.7~4.5%, 스태그플레이션 우려 장기화 시: 4.0~4.8%

시장은 연내 2~3회 금리 인하 예상



주: 5/16 기준 CME FedWatch 기준금리 인하 유력 횟수는 2회(38.1%), 인하 시기는 9월(49.8%)
자료: CME FedWatch, 미래에셋증권 리서치센터

시나리오별 2025년 미 국채 10년 금리 예상 경로



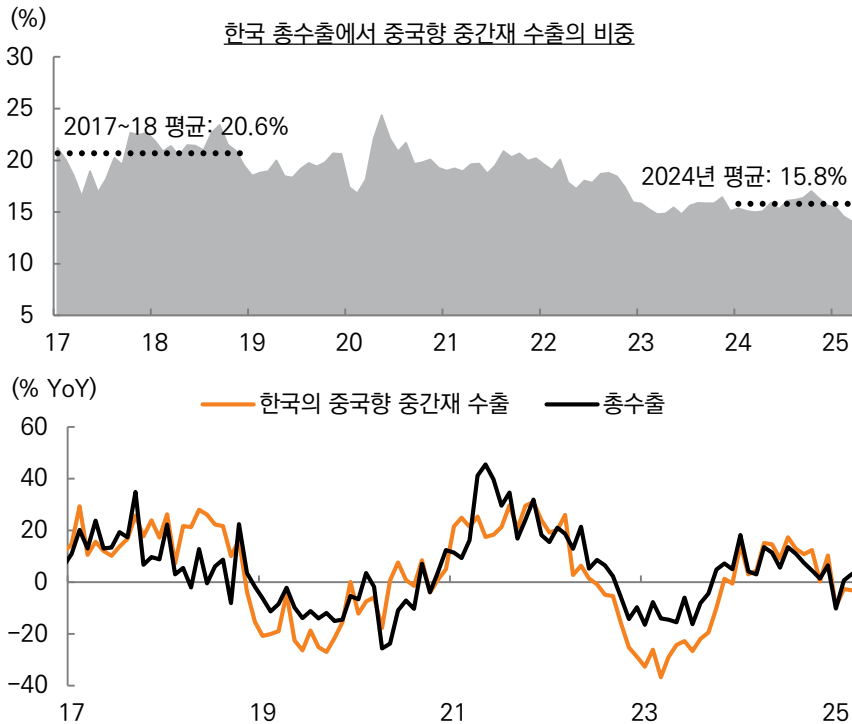
주: 금리 밴드는 연간 각 시나리오별 미 국채 10년 금리 예상 밴드임
자료: 미래에셋증권 리서치센터

[매크로 환경] 수출 둔화와 환율 하락

하반기 수출 둔화 우려 환율 1,400원 하회

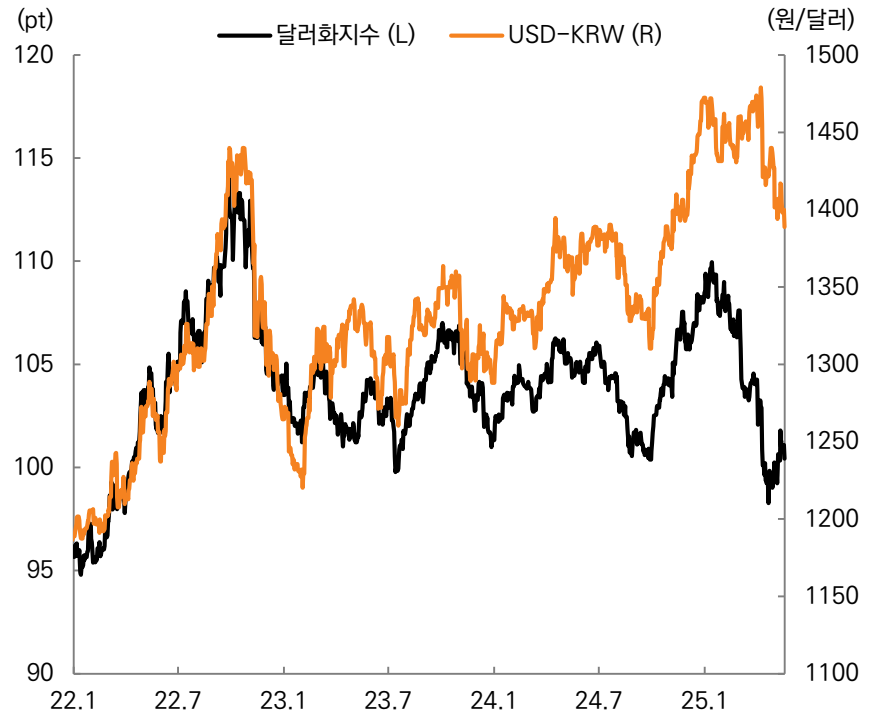
- 과거 미-중 무역분쟁 당시 중국향 중간재 상품(반도체, 디스플레이, 석유화학, 자동차 부품, 이차전지 소재 등)의 수출 둔화 강도가 높았음. 중국향 중간재 수출 비중 감소했지만 비중 여전히 상당함
- 한국에 대한 보편관세, 품목관세 부과는 수출 둔화 압력으로 작용할 전망. 미-중 무역협상 과정에서 한국의 중국향 수출에도 부정적 영향이 예상됨
- 수출 하방 압력은 원화 강세를 제한하는 요인이지만 관세 협상 진전, 주요 선진국 금리 인하 효과에 따른 연말 경기 회복 기대감에 달러 환율은 하반기 중 1,400원 아래에서 안착할 전망

중국향 중간재 수출 비중, 미-중 무역분쟁 이후 꾸준히 감소



자료: CEIC, 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

관세협상 진전, 경기 회복 기대감에 달러환율 1,400원 아래 안착 전망



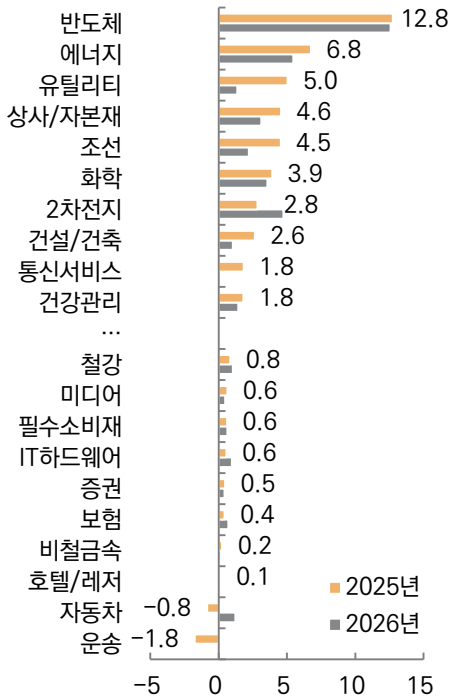
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

국내 기업 연간 실적 전망: 10~15% 하향 조정 예상

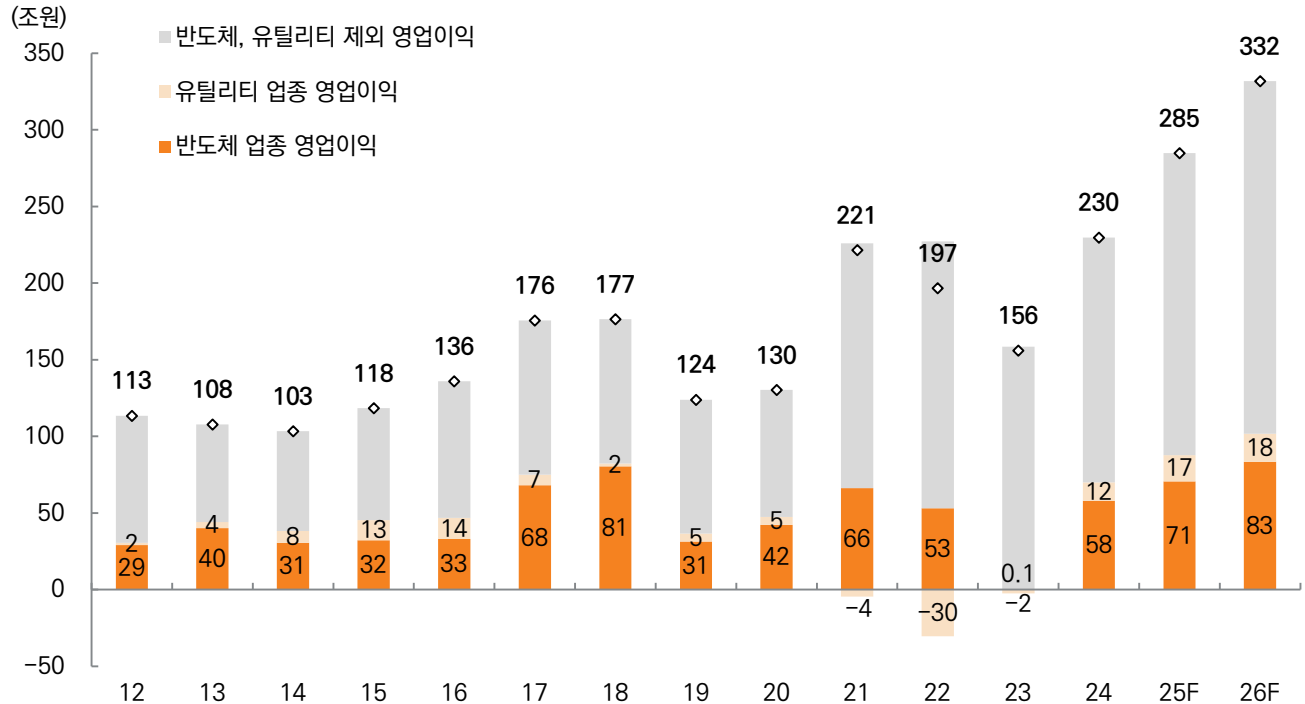
영업이익 증가율
컨센서스: +24%

- 25년 국내 기업 합산 영업이익 컨센서스는 285조원(+24%YoY). 매출액 증가율 5.5%→6.0%, 영업이익률 6.7%→8.2%
- 상반기 실적이 긍정적이었던 이유는 물가(↓), 환율(↑), 금리(↓)의 방향성이 기업 마진에 우호적이었기 때문. 하반기는 환율 하락 등 기업 실적 우려 높아질 전망
- 25년 영업이익 컨센서스 10~15% 하향 조정 가정하면 영업이익 증가율은 +5%YoY~+12%YoY

업종별 25년, 26년 영업이익 기여도



국내 기업 연도별 영업이익



주: 컨센서스 데이터가 존재하는 428개 기업 합산
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

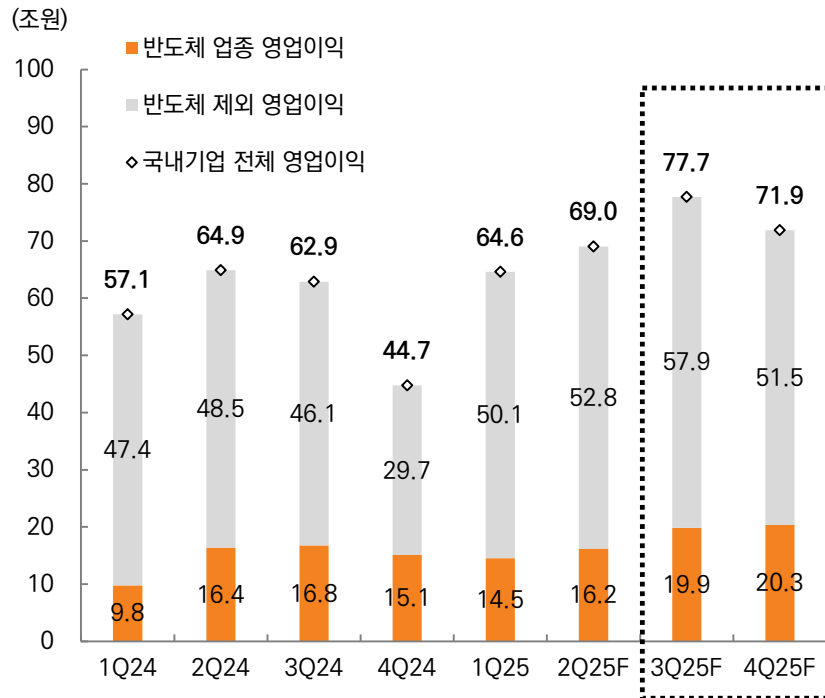
하반기 실적 기대가 과도

관세 불확실성

계절성 → 3Q, 4Q 부담

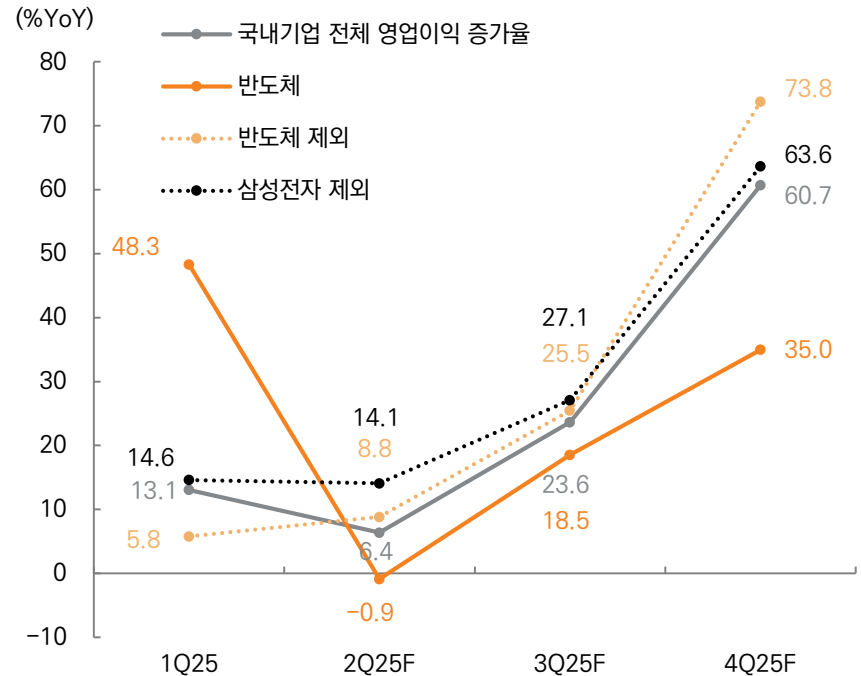
- 1분기와 마찬가지로 2분기는 철강, 자동차를 제외하면 관세 영향이 제한적이기 때문에 현재 컨센서스가 부담스러운 수준은 아님
- 1분기 어닝 서프라이즈에도 관세 불확실성으로 2025년 연간 실적에 대한 상향 조정은 제한적
- 하반기로 갈수록 어닝서프라이즈 비율이 떨어지는 계절성까지 감안하면 하반기 실적 턴어라운드의 폭은 크지 않을 수 있음

국내 기업 분기별 영업이익: 3Q, 4Q가 부담



주: 컨센서스 데이터가 존재하는 428개 기업 합산
 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

국내 기업 분기별 영업이익 증가율



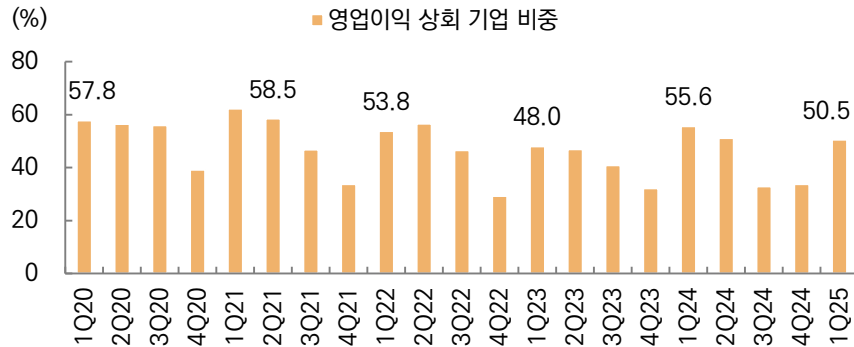
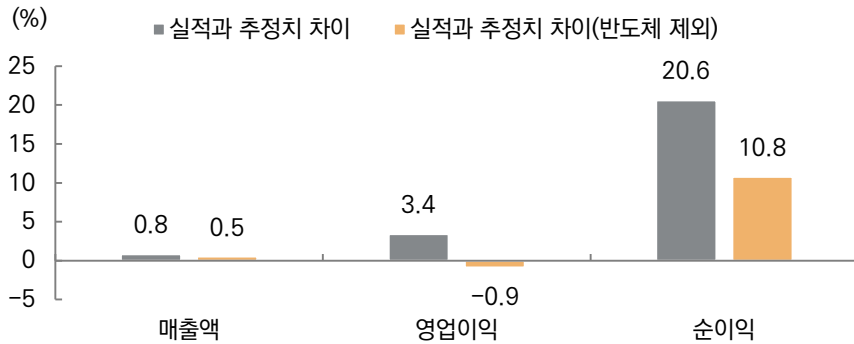
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

긍정적인 환율 효과로 1Q25 실적은 양호

하반기 서프라이즈 비율 둔화 예상

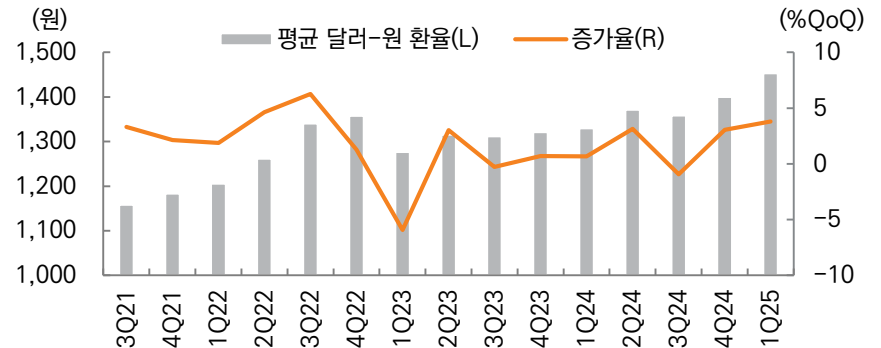
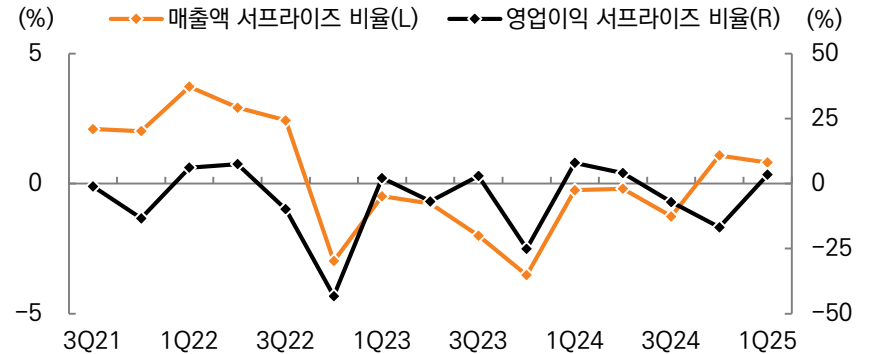
- 국내 기업 1Q25 합산 매출액은 컨센서스를 상회, 합산 영업이익은 +3.4% 상회(반도체 제외 -0.9%)
- 긍정적인 환율 효과로 매출액이 컨센서스를 소폭 상회
- 하반기 환율 하락 가능성 높아 실적 서프라이즈 비율은 둔화 전망

1Q25 실적발표기업 서프라이즈 비율(금액기준, 컨센서스 대비)



주: 5/20(화) 기준 1분기 실적 발표를 마친 컨센서스가 존재하는 301개 기업 합산
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

분기별 매출액과 영업이익 서프라이즈 비율



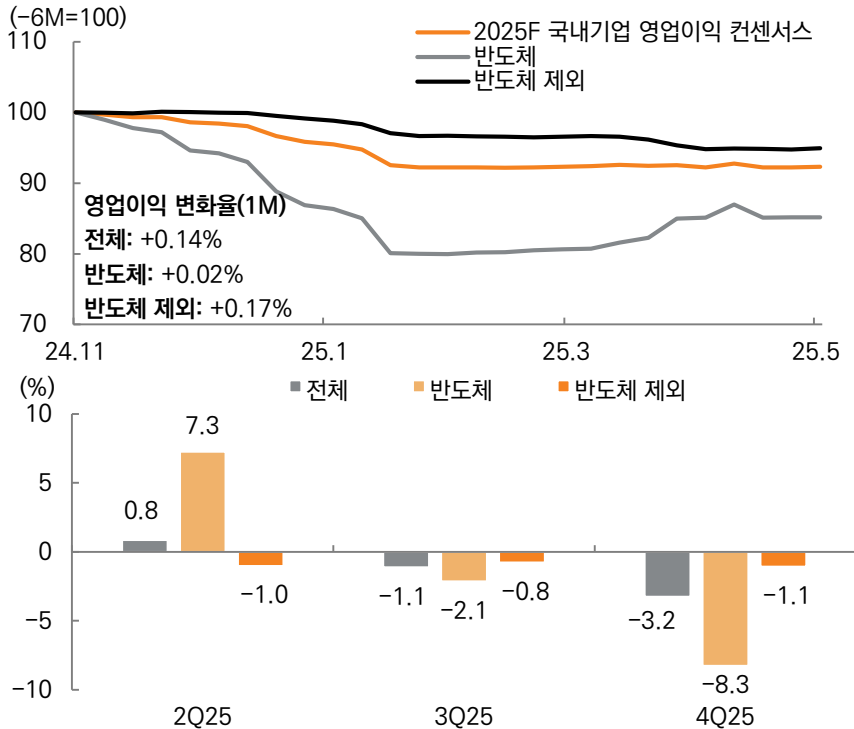
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

이익모멘텀 정체 흐름

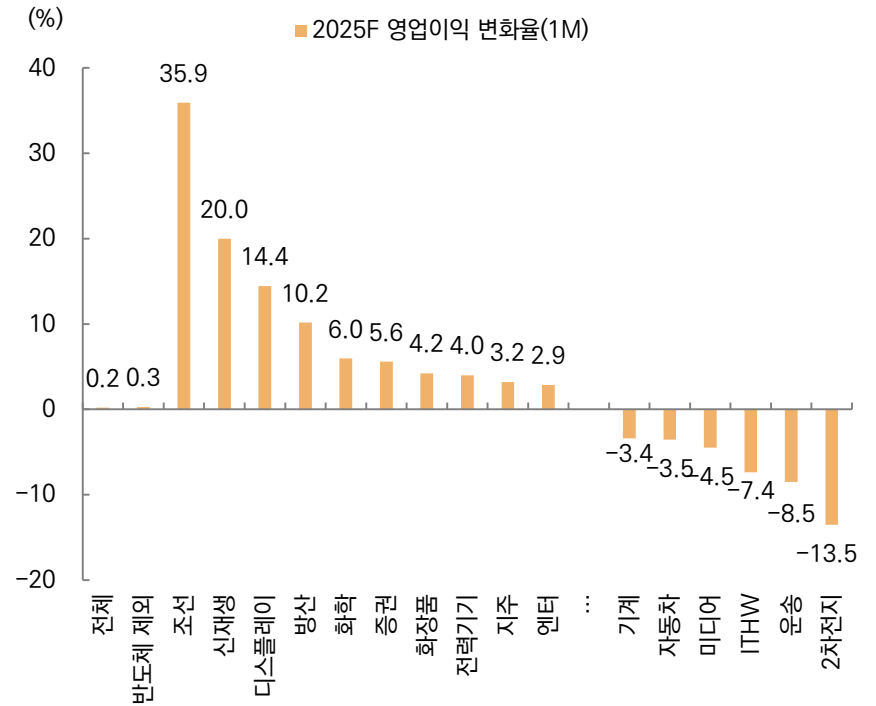
3Q, 4Q 컨센서스 ↓

- 1분기 어닝 서프라이즈에도 이익모멘텀은 정체
- 2분기는 소폭 상향 조정. 3분기, 4분기 컨센서스 하향 조정 흐름
- 2차전지, 운송, ITHW, 미디어, 자동차, 기계 업종의 하향 조정 폭이 확대

국내 기업 2025년 영업이익 컨센서스 추이



업종별 2025년 영업이익의 변화율(1M)



주: 최근 6개월간 컨센서스가 전부 존재하는 298개 기업 합산
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

(참고) 국내 기업 규모별, 업종별 컨센서스 변화와 속도

(%, %YoY)

업종명	영업이익 증가율		25년 컨센서스 변화율 (%)			방향	속도	유형
	2025F	2026F	현재	-1M	-2M			
전체	17.1	16.3	0.0	-0.1	0.1	(--)	(+)	하향 둔화
대형주	16.4	15.6	0.2	0.2	0.2	(--)	(+)	하향 둔화
중소형주	21.5	20.8	-1.3	-2.0	-0.2	(--)	(+)	하향 둔화
정유	61.5	31.7	2.1	-6.1	0.0	(+)		상향 전환
신재생	흑전	53.8	20.0	-4.9	-2.4	(+)		상향 전환
화학	149.9	91.3	0.5	-4.5	-8.9	(--)	(+)	하향 둔화
철강	5.7	30.0	0.2	-11.7	-0.8	(--)	(+)	하향 둔화
2차전지	103.5	192.9	-13.2	-1.3	-14.9	(--)	(-)	하향 가속
기계	4.6	22.3	-2.4	0.0	-0.4	(--)	(-)	하향 가속
전력기기	26.3	18.3	3.7	-1.5	0.3	(+)		상향 전환
방산	91.8	22.9	10.2	8.6	1.4	(++)	(+)	상향 가속
조선	143.9	28.7	34.2	0.9	0.4	(++)	(+)	상향 가속
건설	22.7	27.1	0.8	-3.1	-0.2	(--)	(+)	하향 둔화
운송	-20.1	2.7	-8.4	-5.2	0.2	(--)	(-)	하향 가속
자동차	-5.0	4.1	-3.5	-2.7	-0.2	(--)	(-)	하향 가속
화장품	28.9	16.1	4.2	0.1	0.0	(++)	(+)	상향 가속
의류	14.1	14.6	-2.6	-2.7	0.3	(--)	(+)	하향 둔화
엔터	76.5	33.2	2.9	-2.4	-0.8	(+)		상향 전환
미디어	26.1	21.3	-4.9	-2.2	-1.7	(--)	(-)	하향 가속
유통	28.1	14.8	2.3	0.5	-0.1	(++)	(+)	상향 가속
필수소비재	9.6	11.4	0.6	-0.5	0.2	(--)	(+)	하향 둔화
은행	5.1	4.4	0.1	-0.6	-0.2	(--)	(+)	하향 둔화
증권	2.9	3.1	2.5	-0.4	-0.7	(+)		상향 전환
지주	29.3	14.3	-0.1	-1.2	0.9	(--)	(+)	하향 둔화
헬스케어	50.5	27.8	-0.9	0.7	-2.5	(-)		하향 전환
인터넷	15.6	15.2	0.0	-1.8	0.4	(--)	(+)	하향 둔화
게임	37.0	21.4	2.3	-3.4	-2.0	(+)		상향 전환
반도체	18.4	17.3	0.0	5.1	1.3	(++)	(-)	상향 둔화
ITHW	13.2	36.5	-7.3	0.5	-1.5	(-)		하향 전환
디스플레이	흑전	39.0	12.4	1.5	-0.3	(++)	(+)	상향 가속
통신	51.2	-2.4	-1.4	-0.8	0.3	(--)	(-)	하향 가속
유틸리티	44.1	8.0	2.2	0.6	3.7	(++)	(+)	상향 가속

주1: 금융 업종은 순이익 컨센서스를 사용

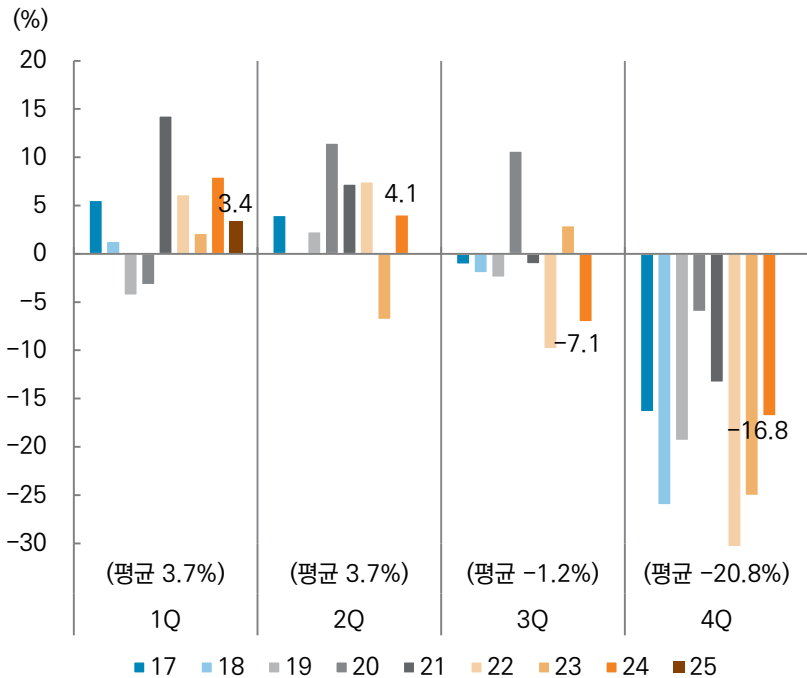
주2: 속도 "-"인 경우는 컨센서스 방향이 전환(-)→(+), (+)→(-)된 경우임 / 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

실적 하향 조정은 하반기

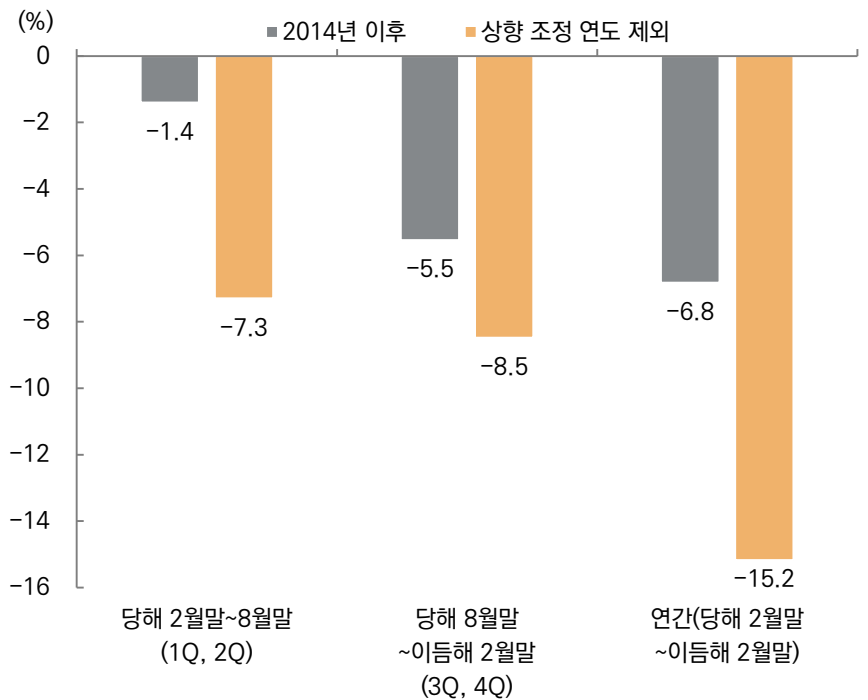
3Q, 4Q 어닝 쇼크 대비

- 과거 국내 기업들의 분기별 어닝 서프라이즈 비율은 1Q > 2Q > 3Q > 4Q의 계절성
- 3분기, 4분기 어닝 서프라이즈 비율은 각각 -1.2%, -20.8%. 20년도를 제외하면 3Q 어닝 서프라이즈 비율도 -2.9%
- 연간 컨센서스 하향 조정 폭도 2분기 실적 발표가 끝나는 8월말부터 이듬해 2월말까지 본격화

분기별 어닝 서프라이즈 비율



하반기 실적 하향 조정 폭이 큼



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

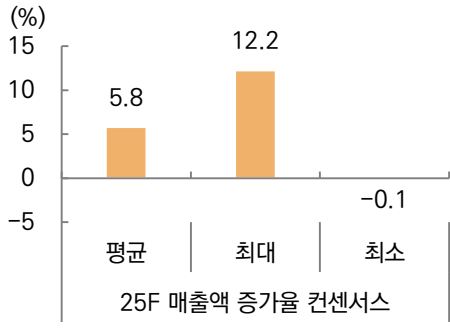
주: 2012년 이후 평균. 서프라이즈 확률은 어닝 서프 분기수/전체 분기수로 계산
 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

국내 기업 매출액 증가율과 영업이익률

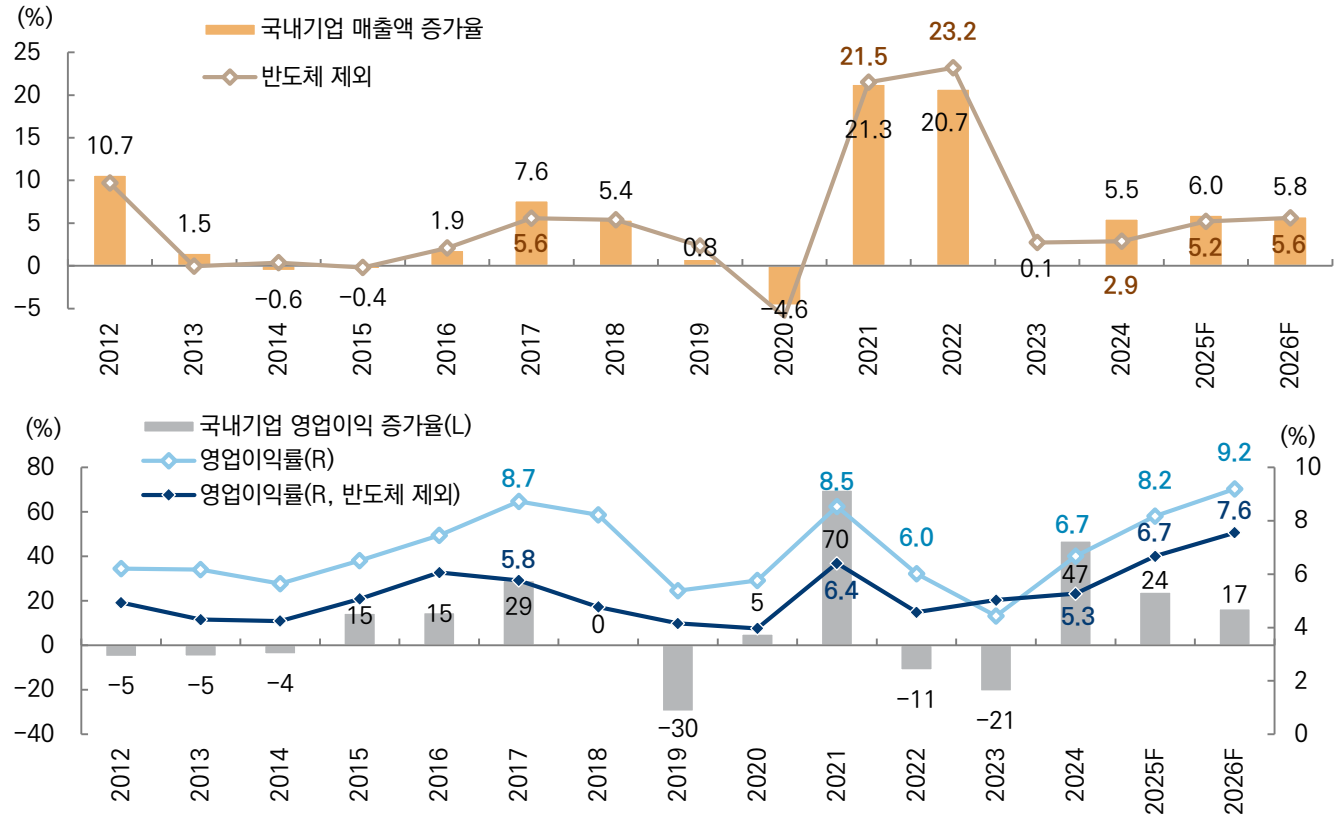
매출액 컨센서스 신뢰 ↓

- 국내 기업 2025년 매출액 증가율은 +6.0%(반도체 제외 +5.2%)
- 2025년 영업이익률 컨센서스는 8.2%(반도체 제외 6.7%)
- 매출액 증가율 컨센서스 최대값, 최저값 괴리율이 높아 신뢰도는 높지 않음(각각 12.2%, -0.1%). 매출 컨센서스 하향 조정 가능성 존재

매출액 컨센서스 신뢰 ↓



국내 기업 연도별 매출액과 영업이익 증가율, 영업이익률

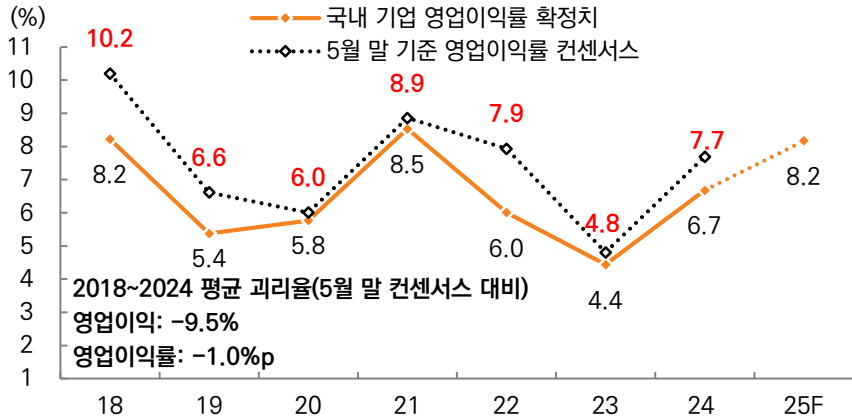


자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

기업 마진 개선 여건 악화

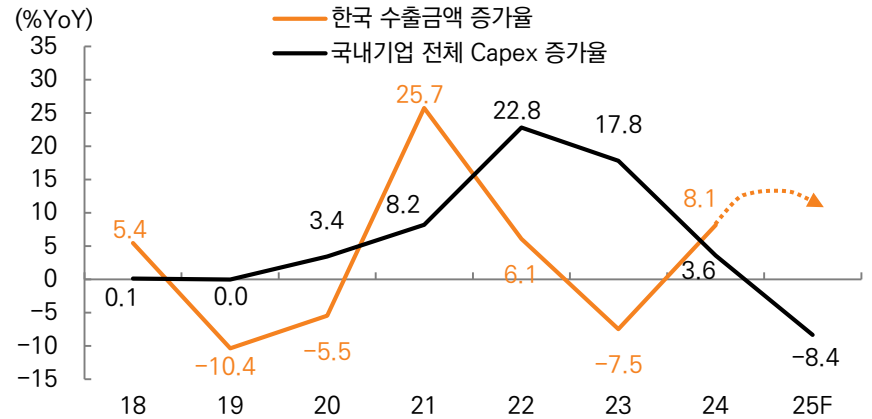
5월 말 영업이익 컨센서스와 실적치는 평균 10%의 괴리

국내 기업 영업이익률 컨센서스와 실적치 추이



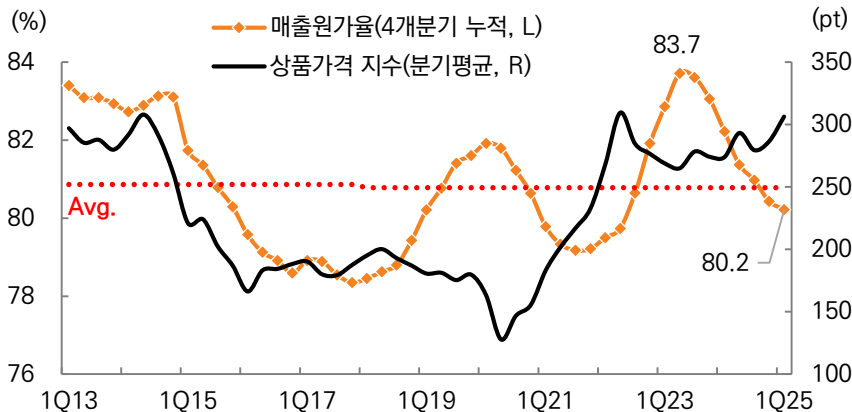
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

매출 성장 정체



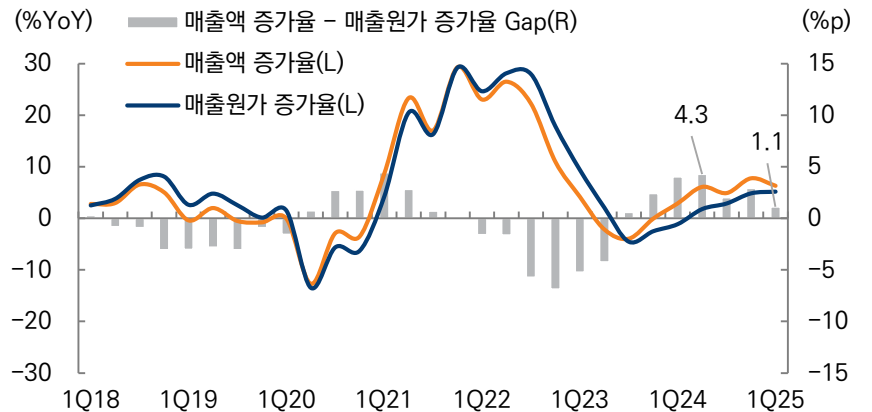
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

매출원가율(4개분기 누적)은 과거 평균을 하회



주: 1Q13~1Q25 분기별 데이터가 존재하는 제조업 대상(매출원가 데이터는 SW, 통신 업종 제외)
 자료: FnGuide, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

매출 증가율-매출원가 증가율 스프레드 축소 예상(마진개선 여건 악화)



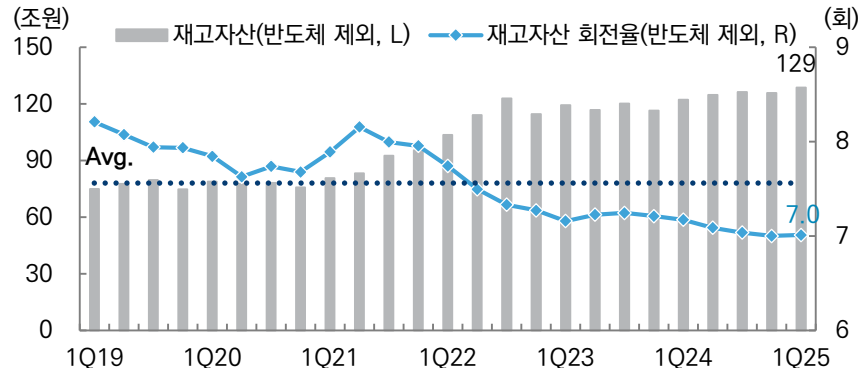
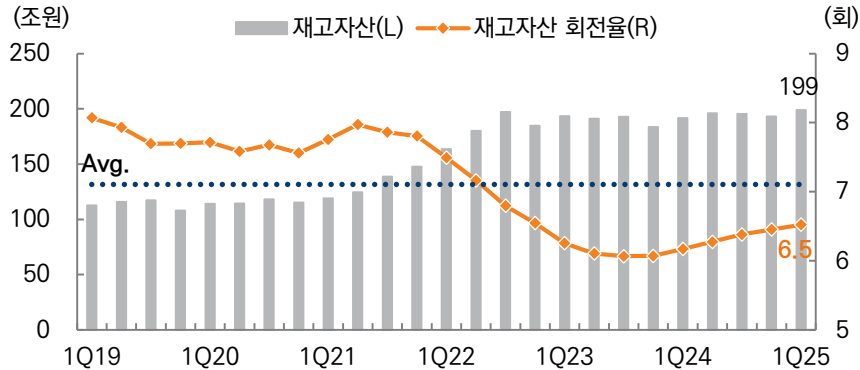
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

재고자산 회전율 정체 지속

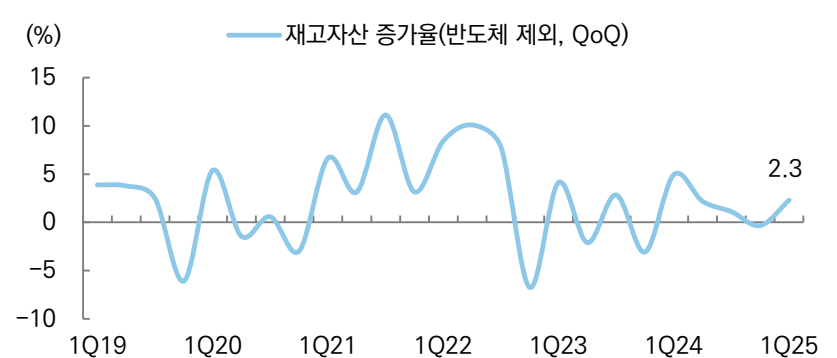
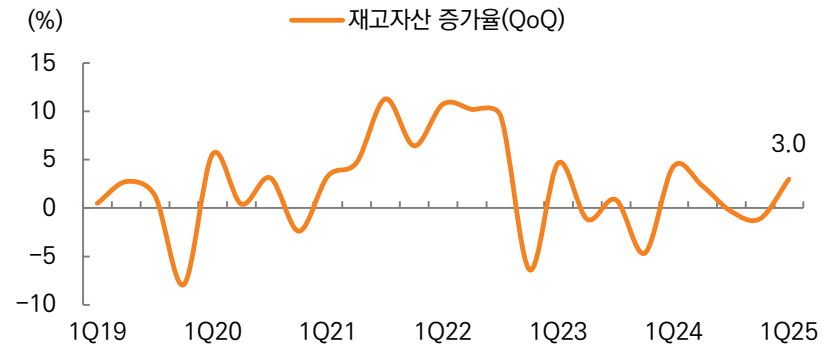
재고 부담 완화

- 국내 기업들의 재고자산은 1Q25 증가했지만 2022년 이후 증가세는 둔화. 반도체 재고부담도 완화
- 전반적으로 상품/제품 재고자산은 증가, 원재료 재고는 유지. 2023년과 유사한 수준의 재고를 유지
- 재고자산 회전율은 정체 흐름은 지속. 반도체 포함 6.5회, 반도체 제외 7.0회로 과거 평균 값을 하회
- 실적 개선을 위해선 재고 축소가 필요: 매출 둔화 국면에서 늘어난 재고는 기업들의 수익성을 훼손시키는 요인이기 때문에 재고 축소를 마친 업종, 기업이 턴어라운드가 빠를 것

국내 기업 재고자산, 재고자산 회전율 추이



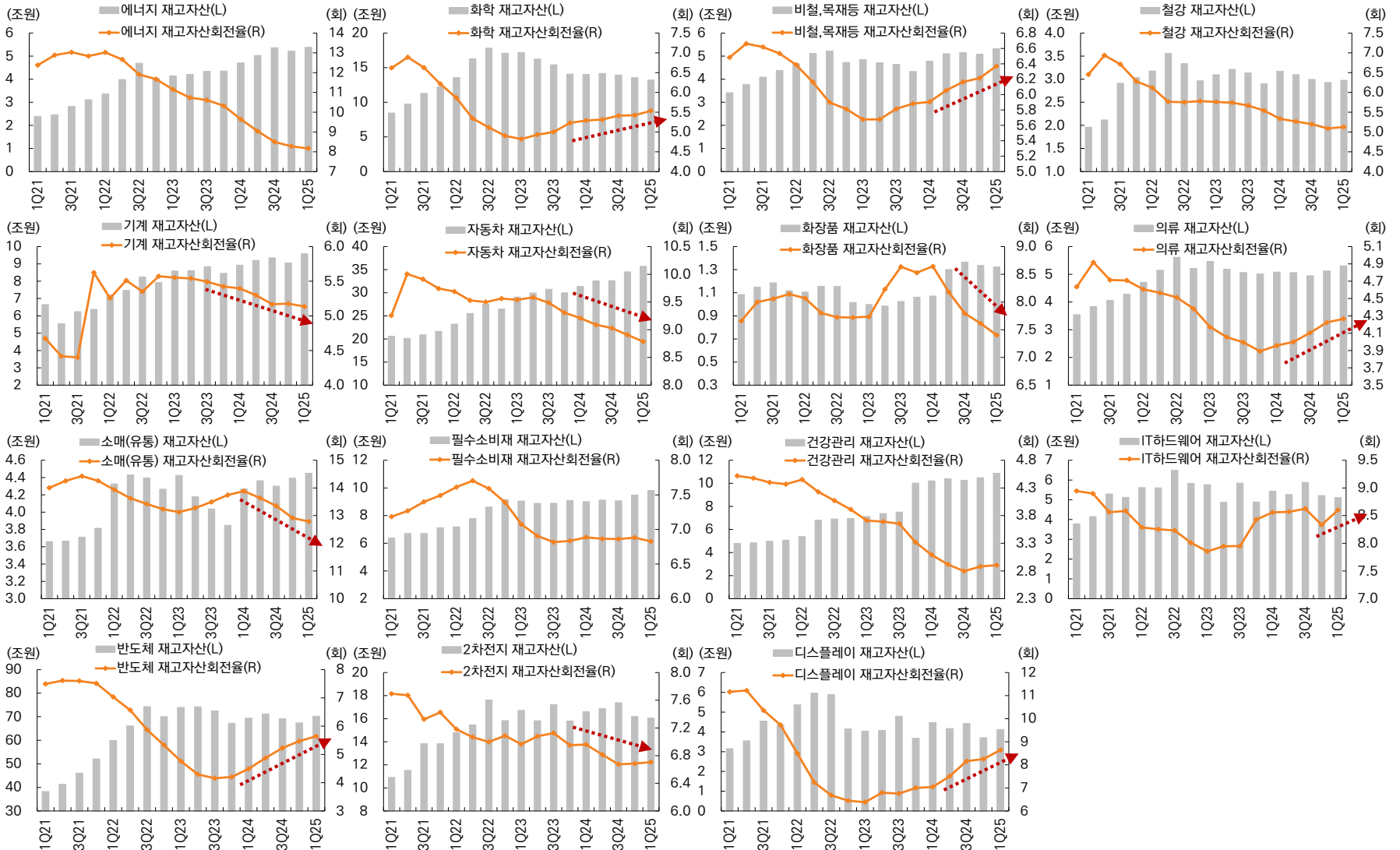
국내 기업 재고자산 증가율 추이



주1: 1Q19~1Q25 분기별 데이터가 존재하는 제조업 대상(재고자산 데이터는 건설, 조선, 운송, 미디어, 호텔/레저, SW, 통신 업종 제외)
 주2: 분기별 재고자산 회전율은 매출액(4개분기 누적)/평균 재고자산으로 계산 / 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

업종별 재고자산 및 재고자산 회전율 추이 (1Q25 업데이트)

업종별 재고자산 및 재고자산 회전율 추이



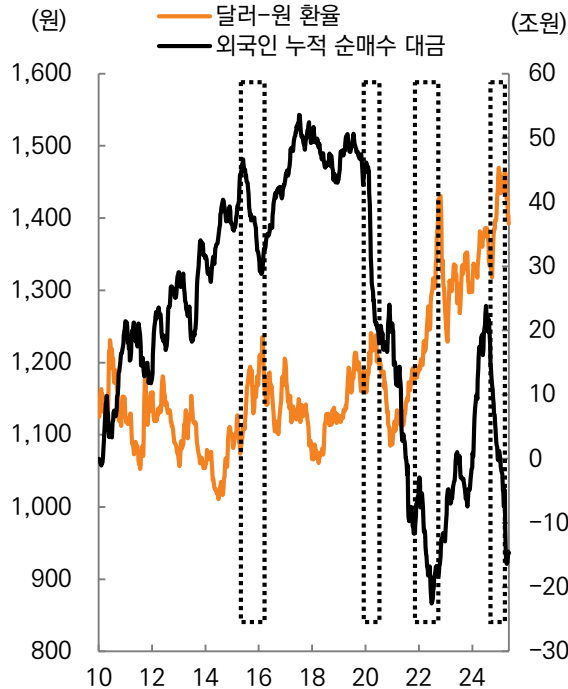
주: 5월 22일 기준 1Q25 재고자산 데이터가 존재하는 기업 대상임
 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

지수 상승 위해서는 외국인 수급 개선이 필요

연말 경기 회복,
턴어라운드 기대

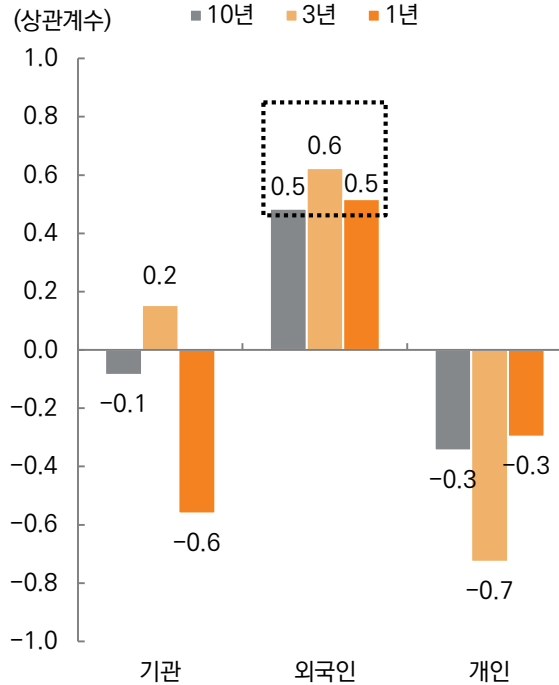
- 투자 주체들 중 외국인의 순매수 비율이 다른 투자 주체보다 국내 증시의 수익률과 높은 상관관계
- 연초 이후 외국인은 코스피를 14.4조원(5/22 기준) 순매도
- 연말 경기 및 실적 회복에 더해 환율 안정화 흐름이 예상되며 외국인의 수급 개선 전망

달러-원 환율, 외국인 누적 순매수 추이



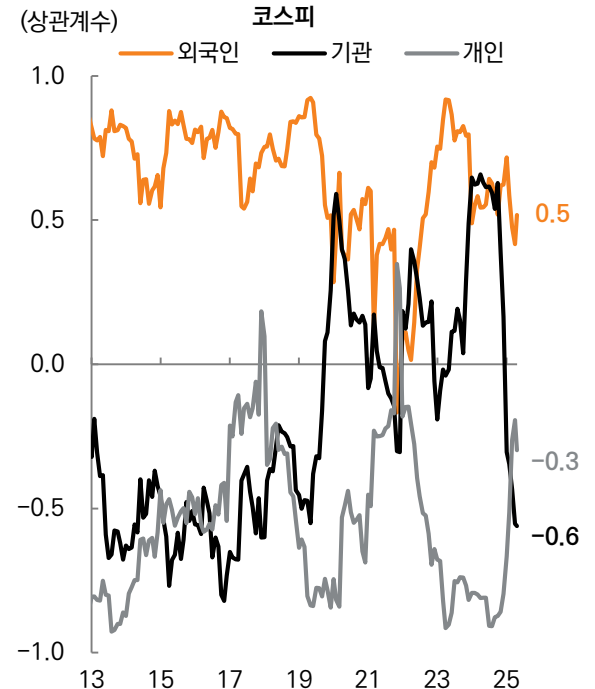
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

수급 주체별 코스피 수익률 상관관계수



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

순매수 강도와 수익률 상관관계수 추이(12개월)



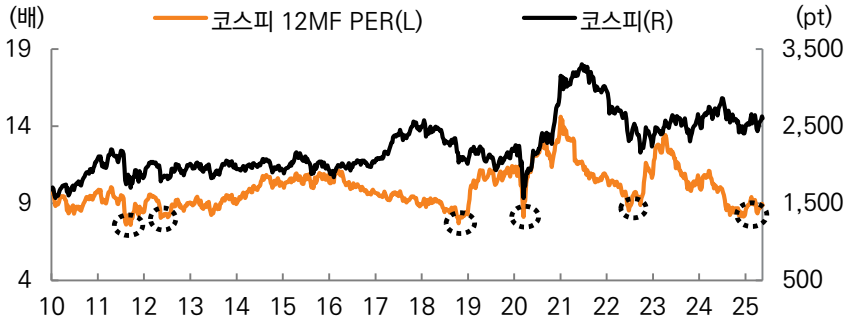
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 점검: 실적 하향 조정 가정하면 PER은 10배 중반

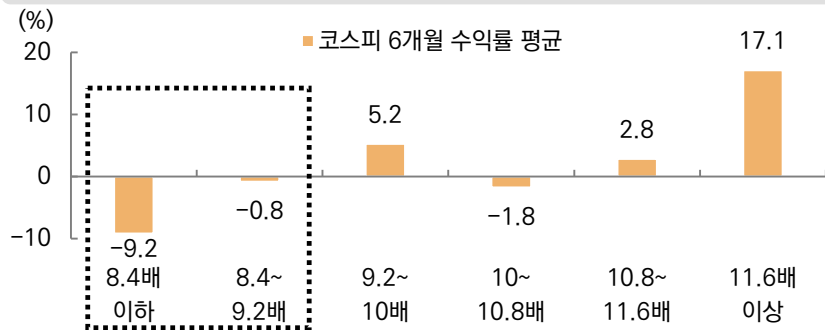
KOSPI 12MF PER은 8.7배(하위 13%) 수준

- 2010년 이후 KOSPI 12개월 선행 PER의 저점은 7.5배~8배 수준(평균 10배, 표준편차 1.24). 현재 12개월 PER은 8.7배(하위 13%) 수준으로 여전히 절대적인 밸류에이션 매력은 높다고 판단
- PER이 낮아 투자 매력이 높아 보일 수 있지만, 실제 주가 상승률은 기대에 미치지 못했음. PER 8.4배 이하에서 6개월 코스피 상승률은 평균 -9.2%, 9배 이하에서는 -4.1% 기록
- 이는 기업 실적이 후행적으로 하향 조정되기 때문(인플레이션 등 매크로 요인은 제외). 순서화 시키면 1) 주가 상승→2) PER 상승→3) EPS 상승→4) 주가 하락→5) PER 하락→6) EPS 하락

PER이 낮은 수준에서 주가 매력 높지 않음

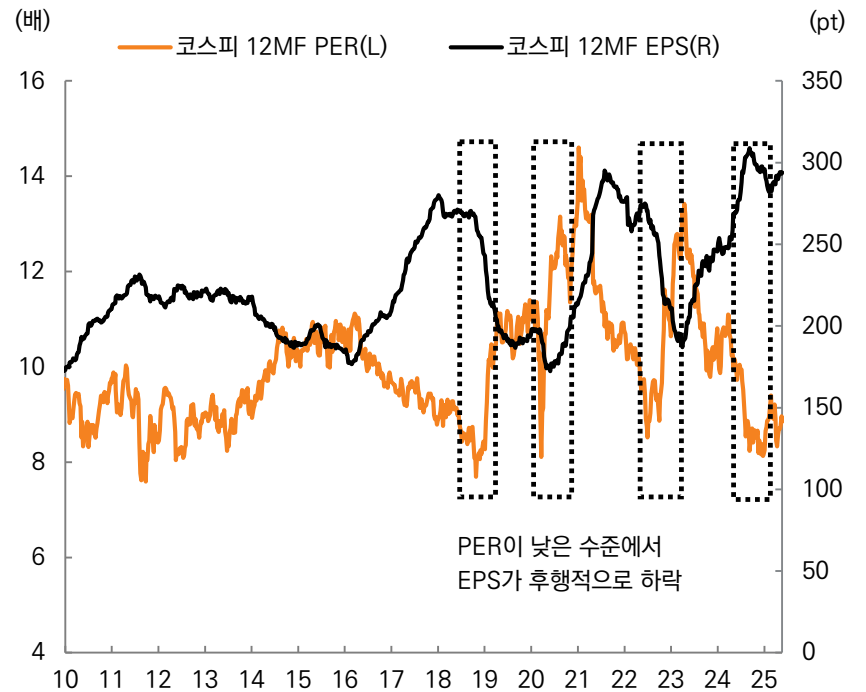


KOSPI PER 구간별 6개월 상승률



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

EPS가 후행적으로 하향 조정되기 때문



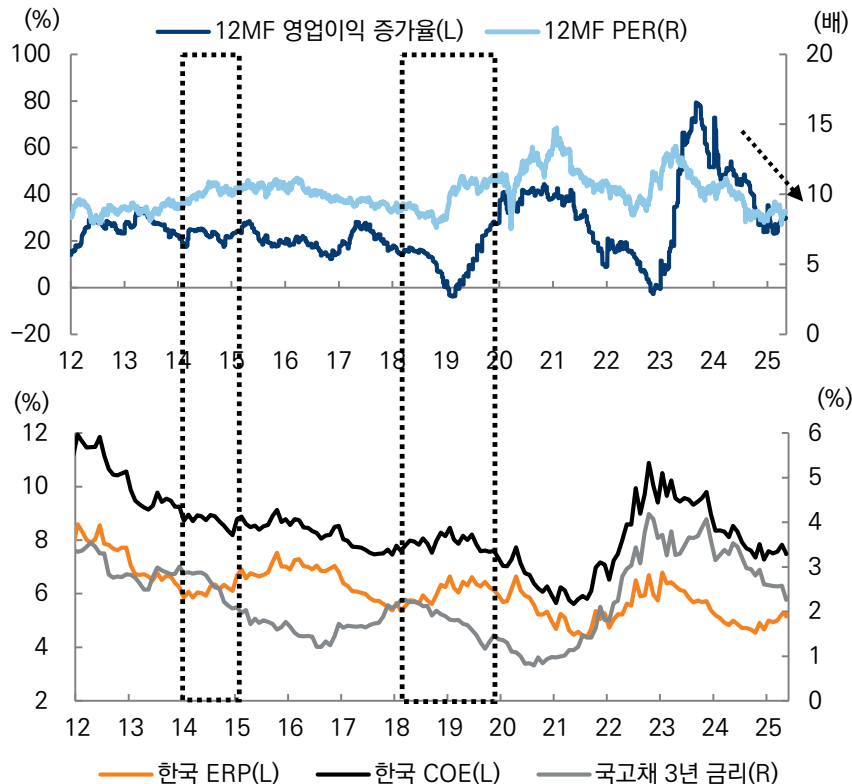
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

2018~2019년과 유사한 이익 증가율과 리스크 프리미엄

PER 평균 9.3배

- 국내 기업 12개월 선행 이익 증가율은 둔화 흐름. 이익 증가율 둔화와 리스크 프리미엄 상승 압력으로 할인율(COE) 하락 폭이 크지 않았던 2018년~2019년과 유사
- 2018년, 2019년 12개월 선행 PER 각각 8.7배, 10.6배. 2019년에는 실적 하향으로 PER이 상승
- KOSPI 상단 2,850pt(PER 9.5배, EPS 300pt), 하단 2,500pt(PER 10.6배, EPS 235pt)

이익 증가율 둔화 국면: 2018~2019년과 유사



구간	방향				PER		COE	
	Rf	ERP	COE	EPS 증가율	평균	표준 편차	평균	표준 편차
'14.1 ~ '14.11	↘	↗	↘	↘	10.02	0.50	8.8	0.19
'18.1 ~ '18.12	↘	↗	↗	↘	8.7	0.42	7.9	0.25
'19.1 ~ '19.12	↘	→	↘	↘	10.6	0.62	7.8	0.33

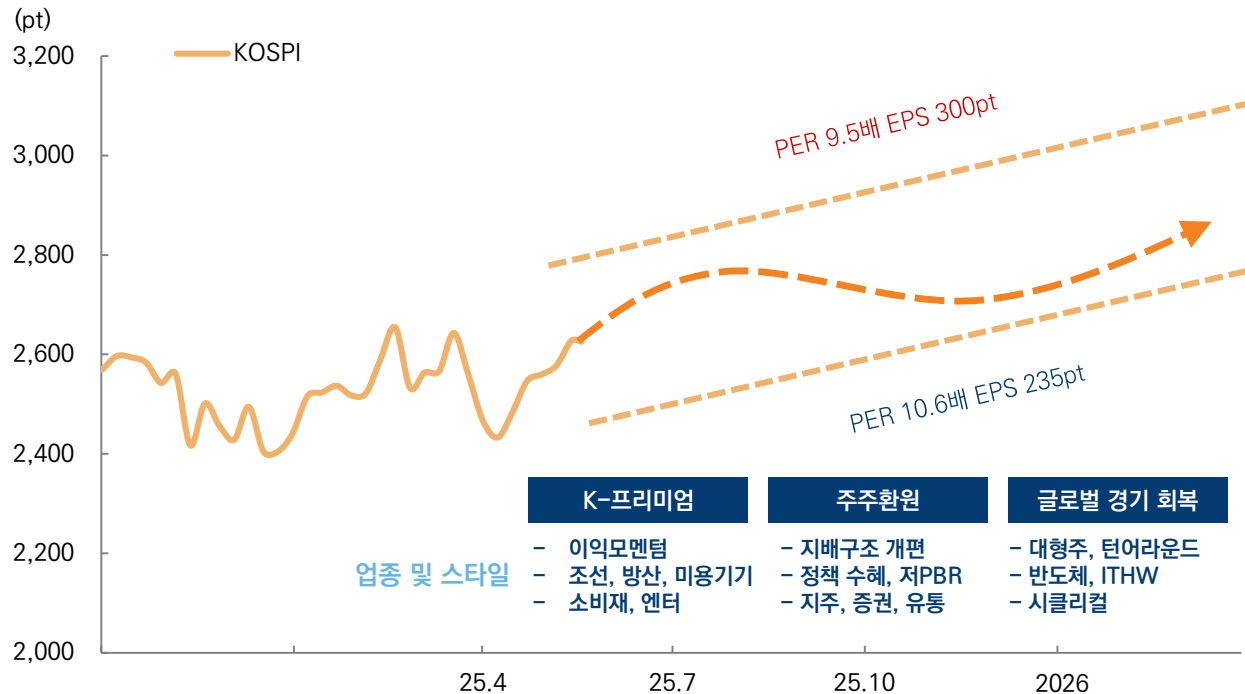
자료: FnGuide, Aswath Damodaran, 미래에셋증권 리서치센터

2025년 하반기 KOSPI 전망

하반기 코스피 흐름 : 기업 이익이 결정

- 하반기 코스피 흐름은 밸류에이션보다 이익이 결정. 분기별 이익모멘텀은 2Q > 3Q > 4Q. 수출 증가율 둔화로 3분기, 4분기 실적 하향 조정 필요. 환율 하락은 기업 매출, 수익성에 부담
- (6~7월) 이익모멘텀 상위의 주도 업종, 종목 중심 주가 상승세 전망: 조선/방산/미용기기/소비재/엔터
- (8~10월) 2분기 실적 발표 후 하반기 실적 부담으로 주가 변동성 확대 유의. 자본시장 활성화(지배구조 개선)와 정책 수혜가 기대되는 주주환원 스타일, 저PBR, 내수주: 지주/증권/유통
- (11~12월) 글로벌 경기 회복 기대로 대형주, 턴어라운드 스타일 관심: 반도체/ITHW/시클리컬

2025년 하반기 KOSPI 경로 전망



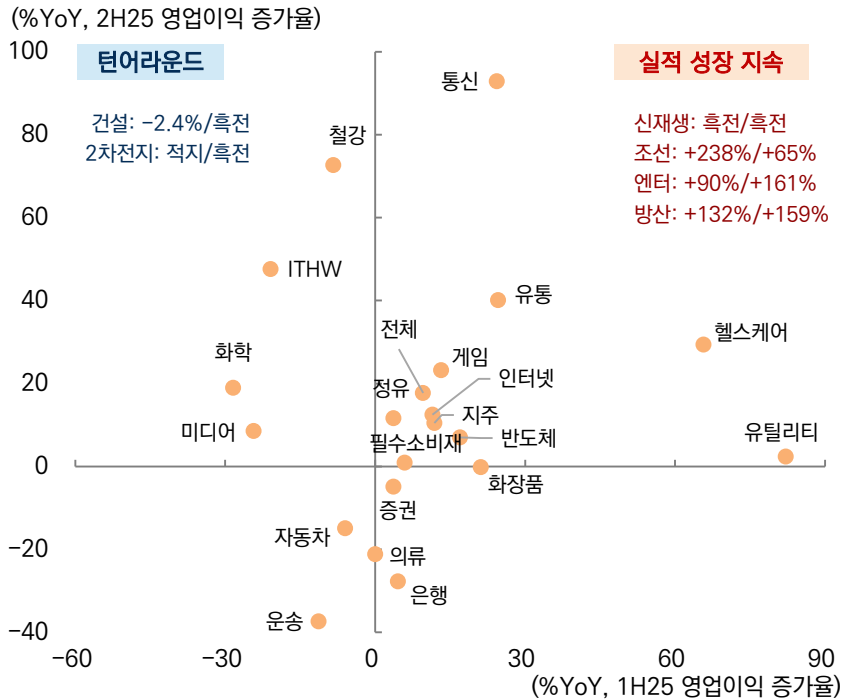
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

2025년 하반기 선호 업종 및 스타일

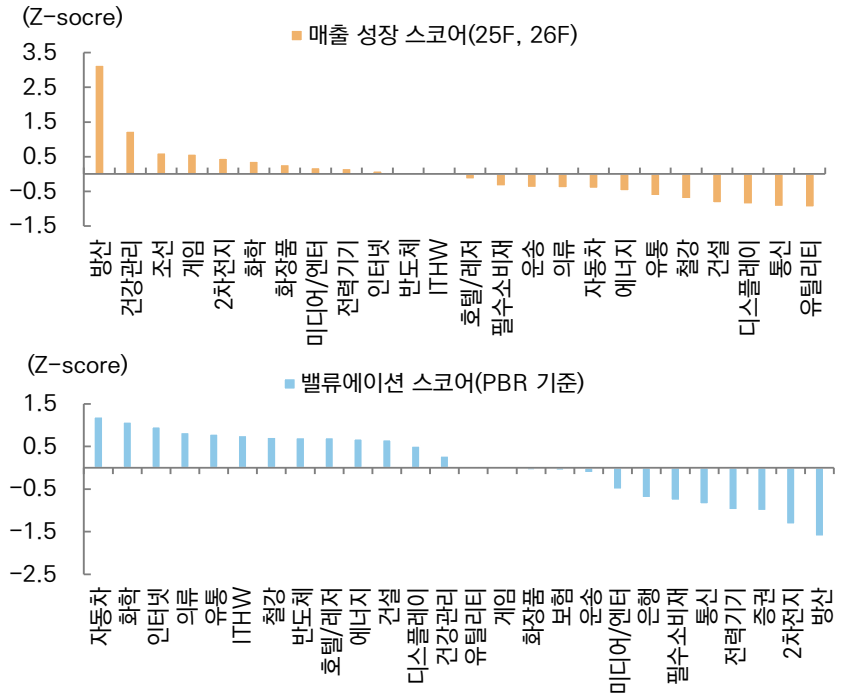
업종, 스타일 로테이션 대비

- 분기 실적 시즌별로 국내 기업들의 이익모멘텀 개선, 둔화 흐름이 뚜렷. 업종, 스타일 로테이션에 대비
- ① K-프리미엄 업종: **조선, 방산, 미용기기, 소비재, 엔터**
- ② 주주환원 스타일 및 정부 정책 수혜: **지주, 증권, 유통**
- ③ 글로벌 경기 회복: **반도체, ITHW, 시클리컬 + 대형주, 턴어라운드 스타일**

업종별 25년 상반기/하반기 영업이익 증가율



업종별 매출 성장 및 밸류에이션 매력



주: 3Q25 10%, 4Q25 20% 하향 조정
자료: 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2025년 하반기 Top Picks

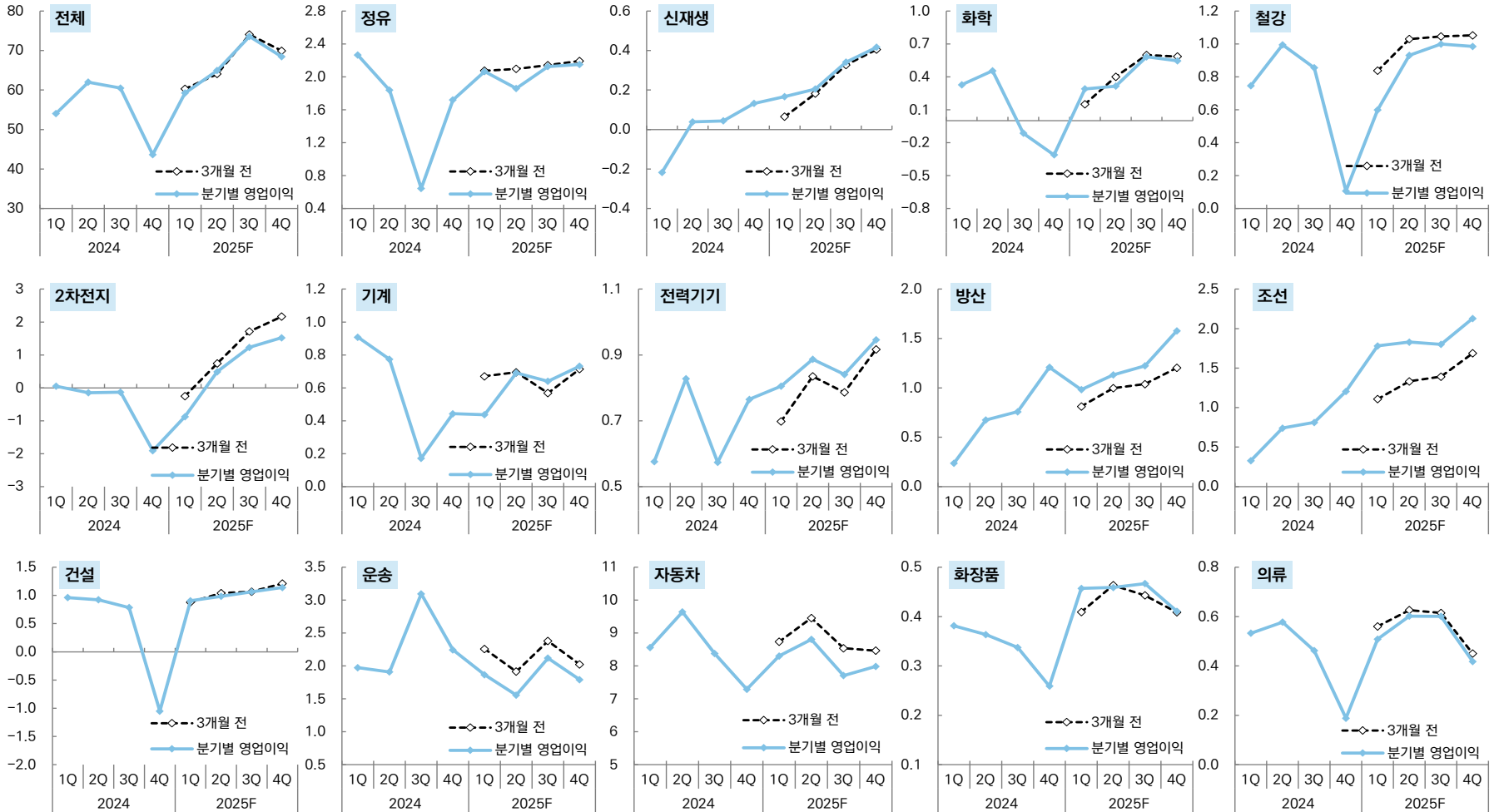
Top Picks

종목코드	종목명	업종명	시가총액 (조원)	주가 상승률(%)		매출액 증가율(%)			영업이익 증가율(%)			25F 영업이익 변화율(%)		12MF P/E(배)	12MF P/B(배)
				3M	YTD	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	1M	3M		
A000660	SK하이닉스	반도체	143.3	-6.0	13.2	102.0	27.9	12.3	흑전	53.9	9.0	5.0	11.4	4.8	1.2
A012450	한화에어로스페이스	방산	39.4	28.2	159.1	42.5	127.9	9.7	191.4	76.9	20.7	12.9	30.2	22.0	5.0
A329180	HD현대중공업	조선	35.0	30.9	37.0	21.1	12.3	10.2	294.8	159.8	26.8	40.1	44.6	24.1	4.9
A028260	삼성물산	지주	23.5	7.5	20.6	0.5	-1.7	6.1	3.9	3.5	12.7	0.5	-0.4	9.9	0.7
A064350	현대로템	기계	13.2	32.8	143.1	22.0	25.9	12.4	117.4	93.7	9.2	4.4	12.4	17.7	4.3
A352820	하이브	엔터	11.7	14.3	45.0	3.6	20.8	31.3	-37.7	67.4	49.7	-2.2	-9.8	39.4	3.2
A009150	삼성전기	IT하드웨어	8.9	-17.0	-4.0	15.8	7.4	7.5	11.3	18.5	17.4	-5.0	-4.1	12.3	0.9
A010620	HD현대미포	조선	7.1	64.1	32.2	14.6	9.1	11.7	흑전	280.1	49.0	24.3	21.2	23.8	3.0
A000150	두산	지주	6.8	9.3	61.2	-5.2	1.9	7.5	-30.1	28.5	37.2	2.4	0.6	27.1	3.9
A214450	파마리서치	건강관리	4.6	53.0	67.8	34.1	41.0	24.7	36.6	49.6	26.8	10.6	11.5	29.9	6.6
A278470	에이피알	화장품	4.3	104.9	127.8	38.0	59.6	26.3	17.8	80.3	31.3	28.0	40.9	20.4	6.9
A000880	한화	지주	3.8	17.0	87.0	4.7	19.7	5.1	0.2	53.5	14.1	10.9	23.1	6.0	0.4
A001040	CJ	지주	3.7	16.9	27.6	5.5	4.5	5.8	24.9	11.6	5.5	-5.2	-5.5	11.1	0.7
A041510	에스엠	엔터	2.9	27.4	67.7	3.0	16.3	10.6	-23.1	81.0	18.4	14.3	24.1	13.4	3.1
A011780	금호석유화학	화학	2.9	-12.0	19.3	13.2	5.0	2.3	-24.0	45.7	16.7	7.8	8.7	7.3	0.4
A383220	F&F	의류	2.8	-0.5	34.6	-4.2	5.5	6.3	-18.3	6.4	8.6	1.3	3.2	7.1	1.4
A139480	이마트	유통	2.4	11.8	37.7	-1.5	1.3	2.4	흑전	978.3	16.3	10.4	39.5	10.3	0.2
A192820	코스맥스	화장품	2.3	27.8	38.2	21.9	16.5	13.0	51.6	32.0	17.6	5.7	8.4	16.5	3.6
A069960	현대백화점	유통	1.6	19.4	45.6	-0.5	4.8	2.0	-6.4	41.5	6.0	5.4	10.3	6.6	0.3

주: 2025년 5월 22일(목) 종가 기준
 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

(참고) 업종별 분기별 영업이익 (1/2)

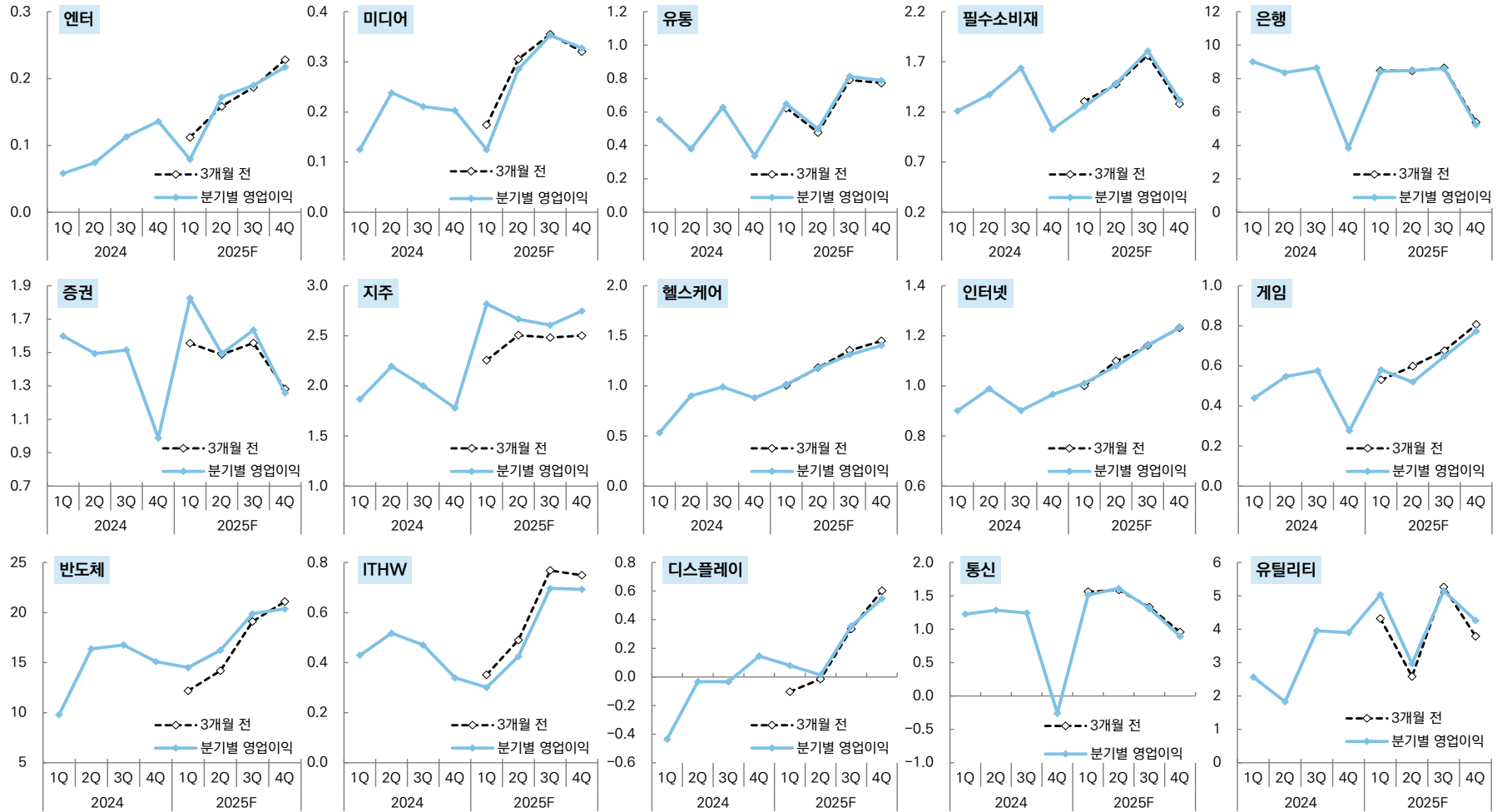
업종별 분기별 영업이익(조원)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

(참고) 업종별 분기별 영업이익 (2/2)

업종별 분기별 영업이익(조원)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

II

—

자본시장 활성화에 거는 기대



자본시장 활성화 관련 이슈: 주주환원 확대와 지배구조 개선

- ① 소득세 + 상속세 개정안
- ② 상법 개정안
- ③ MSCI 선진국 지수 편입

- 주요 대선 후보들의 자본시장 관련 공약을 비교하면 공통적으로 국내 주식시장 저평가 해소가 목표
- 배당 성향 35% 이상인 기업에 한해 금융소득종합과세가 아닌 최고세율 25%로 분리 과세
- 기업 상속 시 PBR 0.8배를 하한선으로 산정하고 경영권 프리미엄을 고려한 20% 가산세율을 삭제
- 민주당이 재추진 중인 상법 개정안은 이사의 충실의무 대상 주주로 변경, 집중 투표제와 전자투표 시스템 도입, 사외이사 비중을 확대하는 내용
- MSCI 선진국 Watchlist 등재 가능성. 증시 안정성 제고와 국내 증시 디스카운트 해소 기대

주요 대선 후보별 자본시장 관련 공약 비교

구분	추진 공약 및 발언	이재명	김문수	이준석
기업 지배구조 개선	집중투표제 활성화 (소액주주 보호)	○	×	×
	감사위원 분리 선출 통한 경영 감시 기능 강화	○	×	×
	쪼개기 상장 혹은 합병 시 일반주주 가치 보호	○	×	△
	자사주 원칙적 소각 통한 주주 이익 환원 제도화	○	×	△
	주주총회 전자투표제 의무화	○	×	△
시장 건정성, 질서 확보	주가 조작 등 자본시장 불공정행위 처벌 강화	○	○	×
	미공개정보 활용한 임직원 및 대주주 불공정행위 처벌 강화	○	○	×
	정부 투자 주도 하에 민간 투자 예측 가능성 및 안정성 확보	○	×	×
민간, 외국인 자본 유치	MSCI 선진국 지수 편입 위한 로드맵 마련	○	○	×
	대통령 주도의 해외 IR	×	○	×
	배당소득세 비과세 한도 확대	△	○	×
	장기주식 보유자 및 펀드에 대한 세제 혜택 부여	×	○	×
	ISA 비과세 한도 확대	×	○	×
	외교 통한 지정학적 안보(북한) 리스크 해소	○	×	×

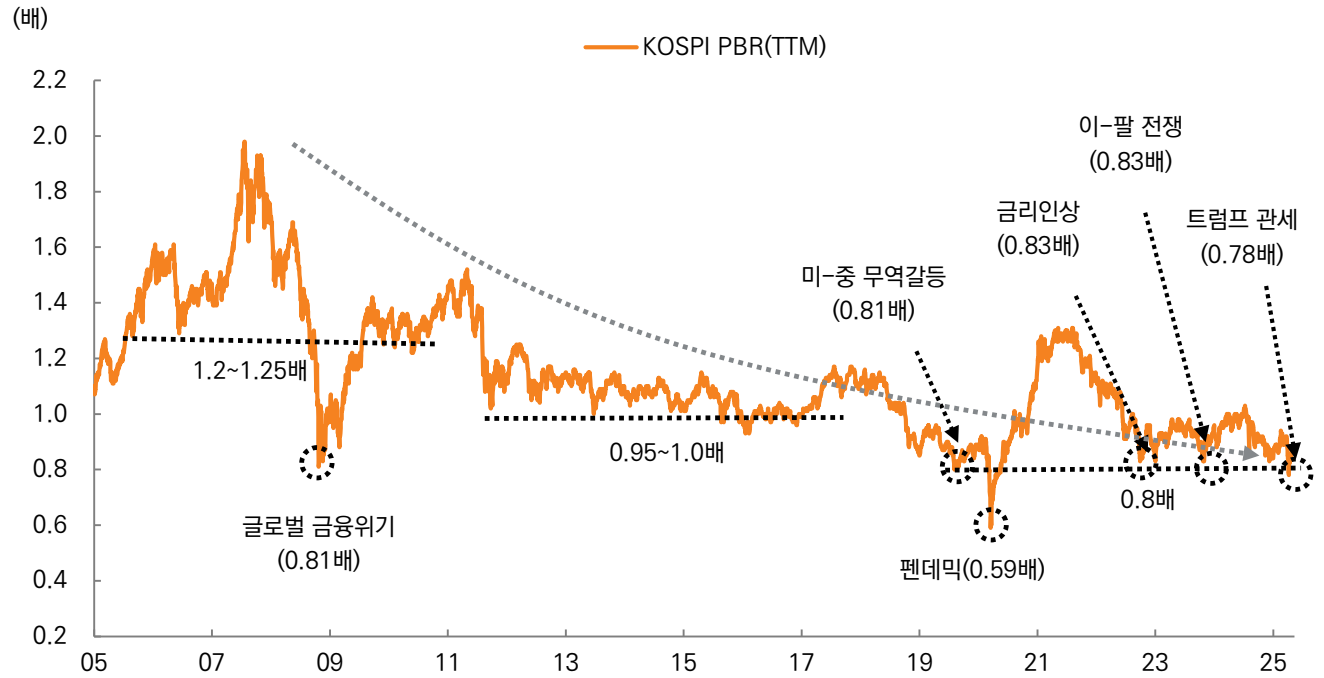
주: ○는 공식 공약 혹은 언론 인터뷰에서 직접 발언, △는 부분적 동의 혹은 소속 정당 입장, ×는 반대 입장 혹은 입장 부재를 의미
 자료: 각 후보 대선 캠페인 사이트, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

국내 증시 PBR의 구조적 하락

1.2배→1배→0.8배

- 팬데믹 이후 코스피 PBR 0.8배(확정실적 기준)는 의미 있는 지지선
- 그러나 코스피 PBR 하단은 2005년 이후 계단식 하락(1.2배→1.0배→0.8배)
- 구조적 하락 요인은 기업 지배구조, 낮은 주주환원율 등

KOSPI PBR 하단: 1.2배→1.0배→0.8배



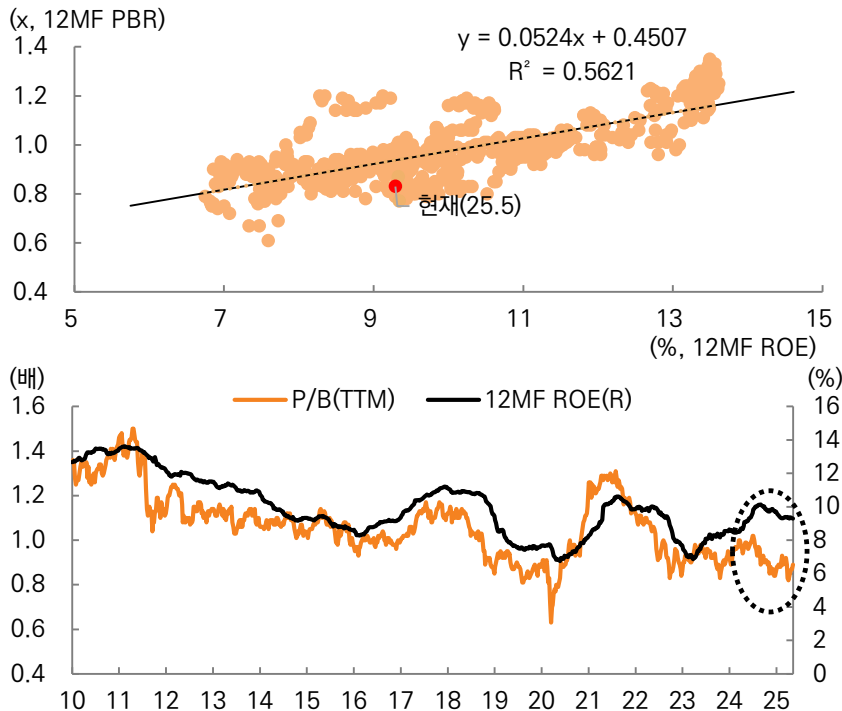
자료: 미래에셋증권 리서치센터

연말로 갈수록 지수 저점은 높아질 수 있음

ROE 대비 PBR는 저평가지만

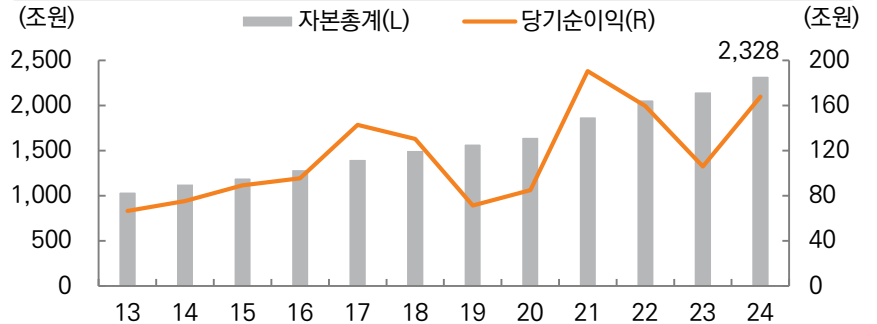
- ROE와 PBR의 상관관계에서 12MF ROE는 9.5%로 지난 19년, 22년~23년 PBR 0.8배 국면의 ROE 7%~7.5%보다 높음
- 또한, 연말로 갈수록 자본총계가 증가하면서 지수 저점은 높아질 수 있음. 과거 실적 둔화 국면에서 자본총계는 평균 4%, 실적 증가 국면에서는 7% 증가(순이익의 평균 95% 증가)
- 극단적인 실적 하향을 감안해도 자본총계는 2,490조원까지 증가(24년 순이익인 168조원 가정)
- 이를 PBR 0.8배로 환산한 코스피는 2,540pt~2,580pt

KOSPI ROE와 PBR

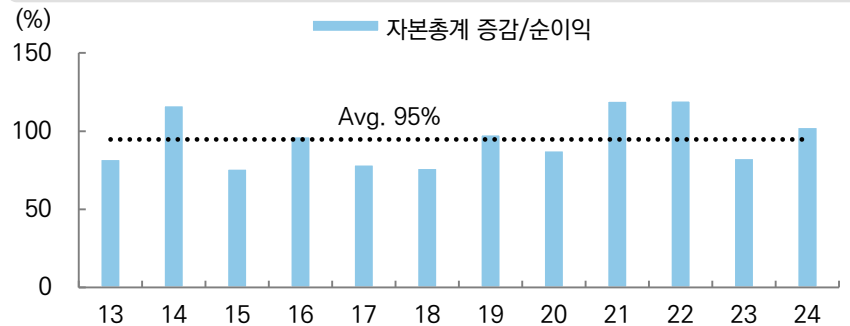


자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

코스피 자본총계 및 순이익 추이



연도별 순이익 대비 자본총계 변화



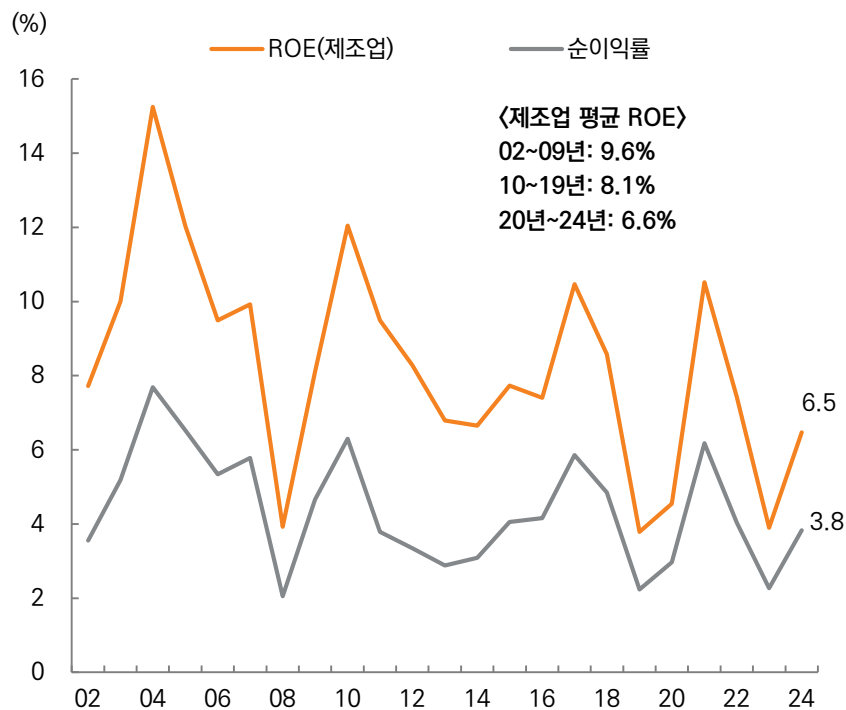
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

PBR의 구조적 하락의 원인

자산효율성 둔화

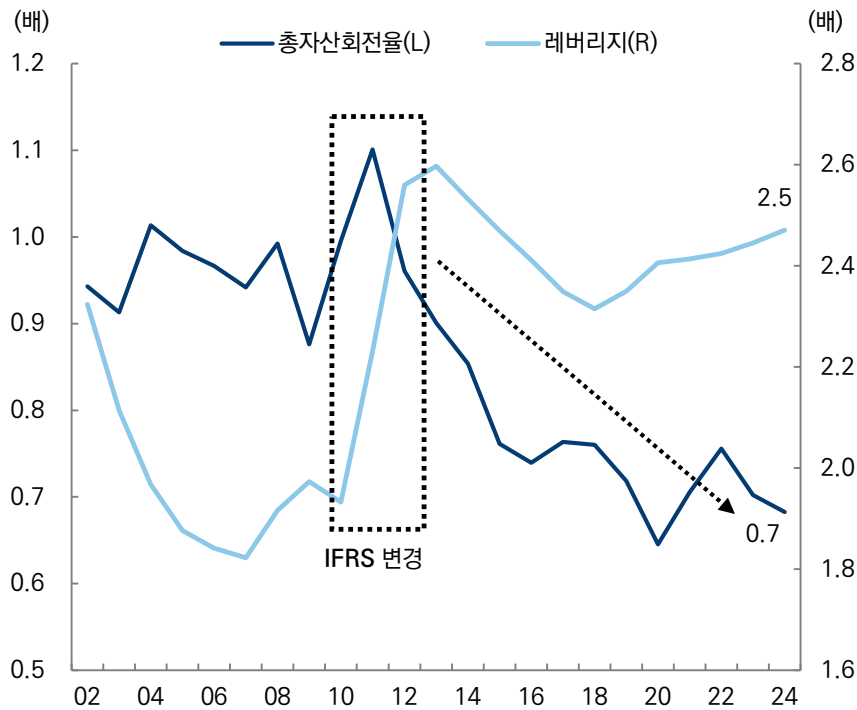
- 국내 기업들의 ROE는 장기적으로 우하향 추세(2017년 10.1% → 2023년 6.5%)
- 최근 몇 년간의 ROE 하락은 기업들의 이익모멘텀 훼손이 원인. 업종 구성상 경기에 민감하기 때문에 순이익률의 변동성이 큰 편
- 장기적으로는 자산효율성 둔화가 가장 큰 이유. 2012년 이후 총자산회전율(1.0→0.7배)로 하락

ROE 분해(Dupont Analysis): ROE 및 순이익률 추이



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

ROE 분해(Dupont Analysis): 총자산회전율 및 레버리지 추이



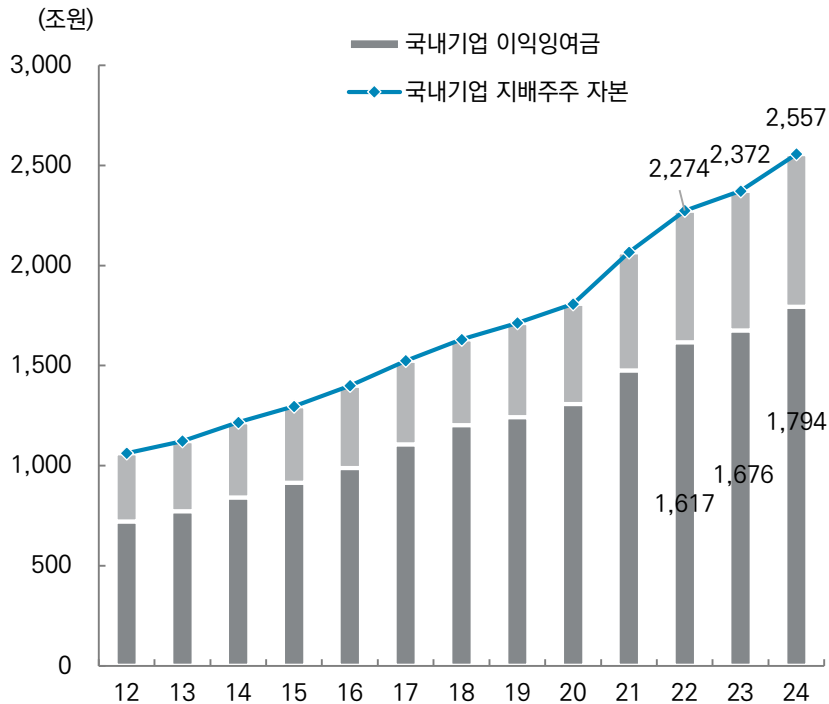
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

주주환원(배당+자사주)과 ROE 개선

세제혜택 시 ROE 민감도 높아질 것

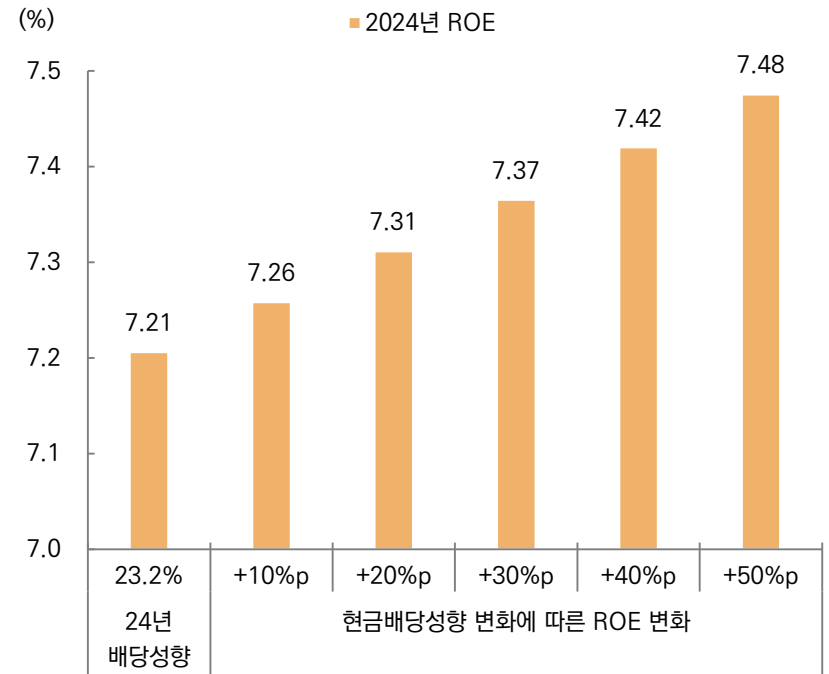
- 배당 증가, 자사주 매입에 따른 주주환원 확대 기대감 상승
- 그러나 주주환원(자본축소)을 통한 ROE 상승은 한계. 누적된 이익잉여금 규모가 크기 때문
- 2024년 KOSPI ROE 7.2%에서 주주환원만으로 +0.1%p 개선하기 위해서는 배당금은 33조원(39조원→72조원), 배당성향은 +20%p(23%→43%) 필요(ROE +0.2%p, 배당금 +67조원)
- 배당 확대 뿐만 아니라 자사주 매입까지 동반되어야 ROE 개선 가능할 것

주주환원만으로 ROE 개선은 어렵지만



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

세제혜택이 주어진다면 가능할 것으로 기대



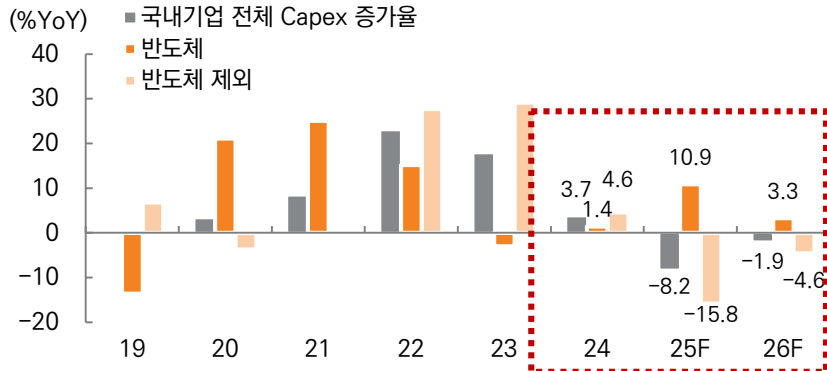
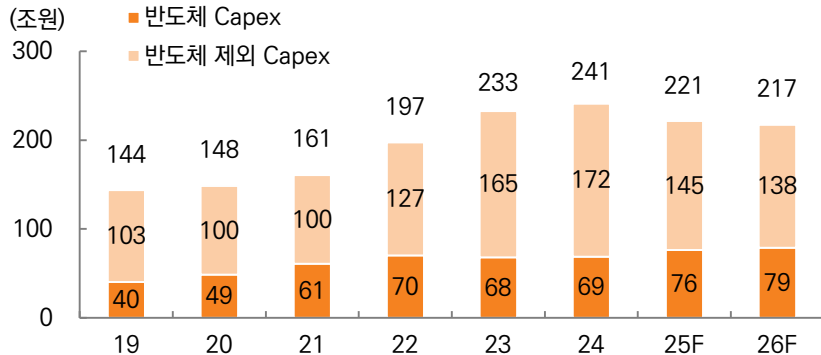
주: 2024F 컨센서스가 존재하는 295사 합산. ROE는 기말 자본총계 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

국내 기업 현금흐름은 개선 → 주주환원 여력 확대

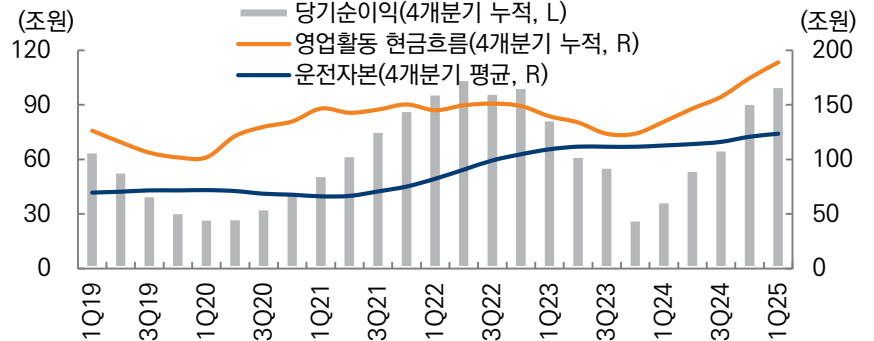
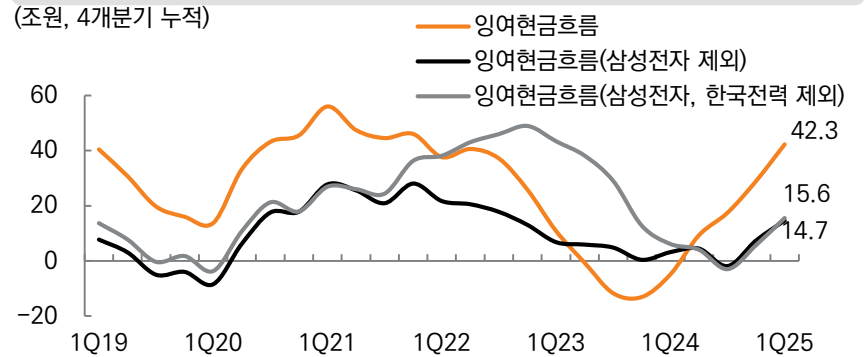
잉여현금흐름 개선은 긍정적

- 국내 기업들의 설비투자는 2024년 241조원에서 25년, 26년 221조원, 217조원으로 둔화 예상
- 현금흐름은 개선. 기업들의 주주환원 확대 여력이 높아졌다고 판단
- 잉여현금흐름 42조원으로 2Q24 (+) 전환 후 지속적으로 개선(삼성전자, 한국전력 제외 16조원)
- 매출액 대비 잉여현금흐름 비율도 2.8%로 4Q23 -0.9%에서 상승 추세
- 운전자본이 증가세가 둔화, 영업활동 현금흐름이 개선된 영향

국내 기업 설비투자 둔화로



잉여현금흐름(=주주환원 자원)은 개선



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

주: 1Q25 데이터가 존재하는 제조업 합산 데이터임(5/22 기준 931개)
 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

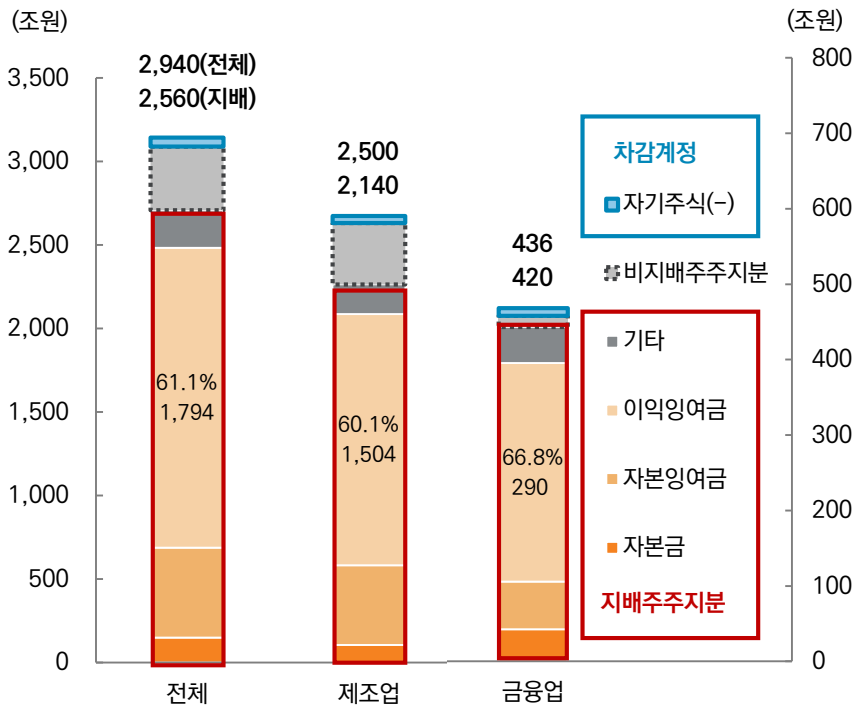
자사주 매입 증가 추세

자사주 매입

→ 자본총계 감소

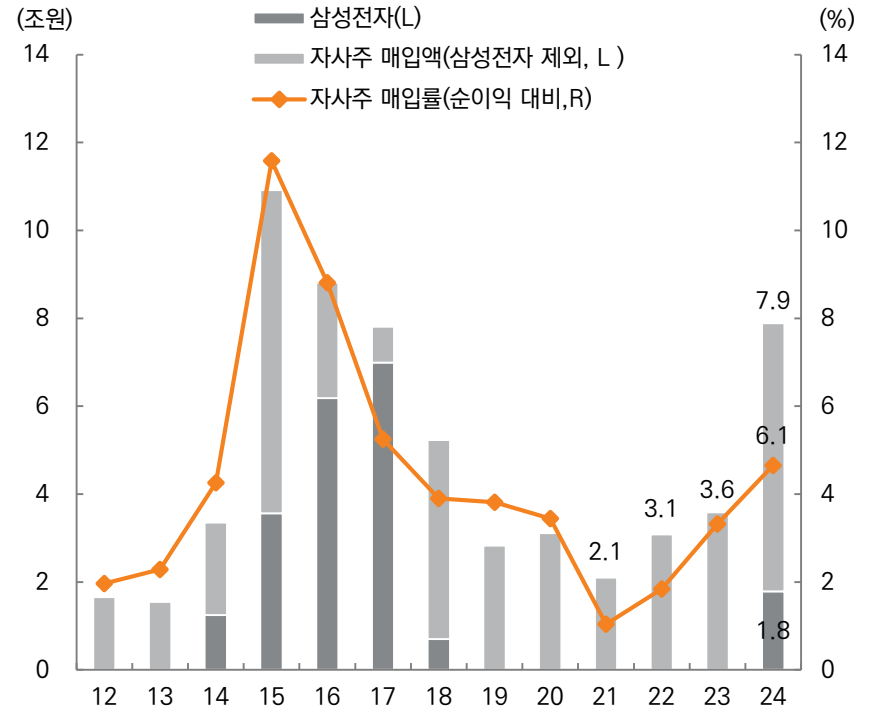
- 배당 확대뿐만 아니라 자사주 매입이 증가하고 있다는 점은 긍정적. 회계상 자사주를 매입한 금액만큼 자본총계 항목에서 차감(자본금 혹은 이익잉여금 감소)
- 지난해 자사주 매입금액은 7.9조원으로 23년 3.6조원 대비 2배 이상 증가
- 자사주 소각으로 이어지지 않는다면 주가 상승은 제한적. 최근 논의되고 있는 자사주 소각 의무화 시 긍정적 효과 기대

국내 기업들의 자본총계 구성



주: 4Q24 재무제표 기준, 전체 기업 합산
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

자사주 매입 증가



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

늘어나는 자사주 소각

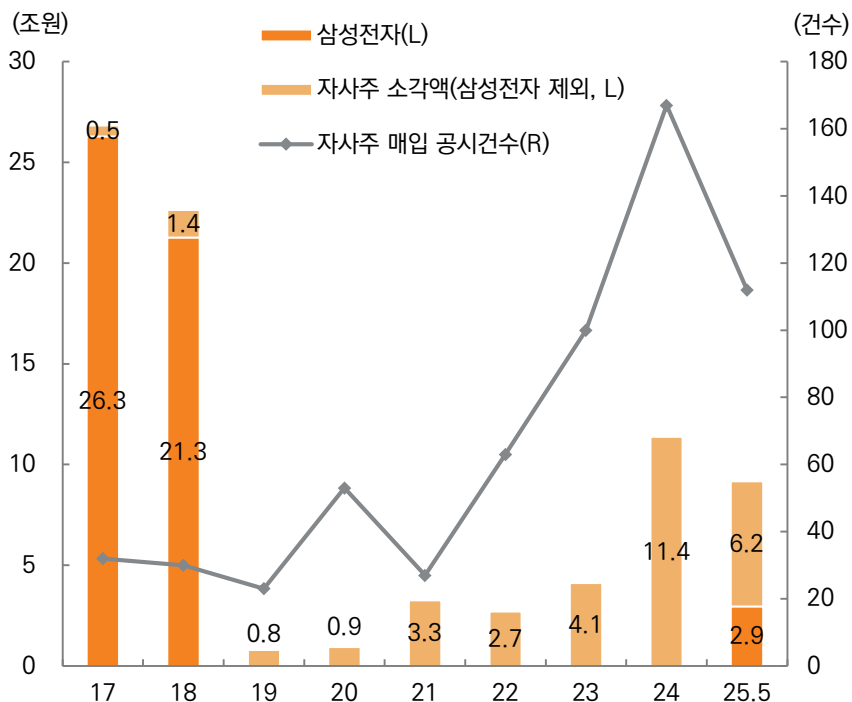
자사주 소각

→ 주식수 감소

→ EPS, BPS 상승

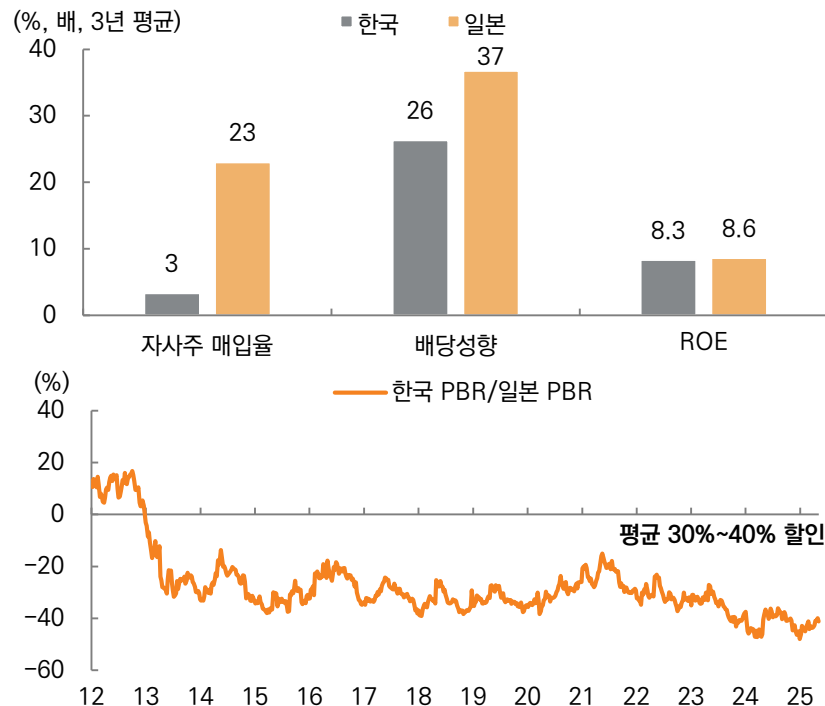
- 자사주 매입은 자본 축소의 효과는 있지만 배당과 마찬가지로 ROE 개선에는 한계가 존재
- 자사주 매입 후 소각으로 이어져야 실질적인 주가 상승이 가능(EPS, BPS 상승)
- 2024년 자사주 소각액은 11.4조원으로 23년 4.1조원 대비 크게 증가. 2025년 5월까지 9.1조원으로 2024년 소각액을 넘어설 것으로 예상
- ROE는 비슷하지만 일본 증시 PBR 대비 30~40% 할인. 기업들의 주주환원 확대로 밸류에이션 갭 축소 기대

연도별 자사주 매입액 추이(직접취득 기준)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

일본과 밸류에이션 축소 기대

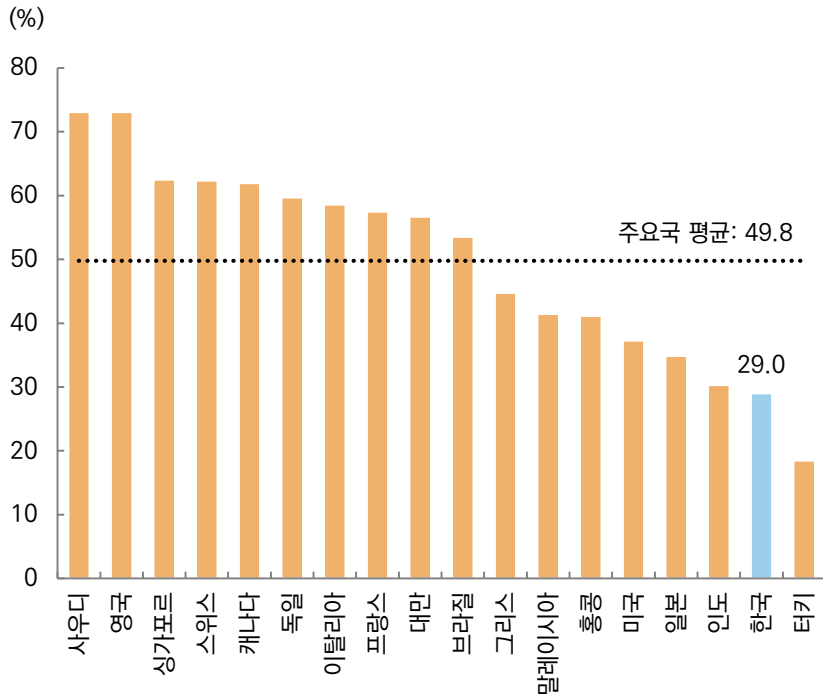


주: 일본은 MSCI 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

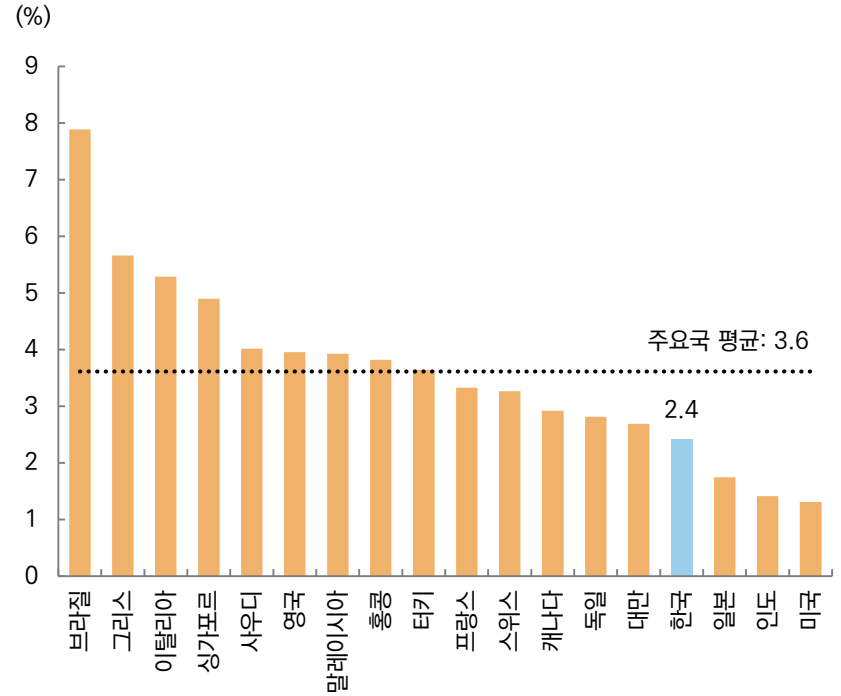
배당 소득 분리과세와 PBR 0.8배 법

- 1) 4월 24일 발의된 소득세법 일부개정법률안은 배당 성향이 35% 이상인 기업에 한해 배당소득세를 차등 적용하는 내용. 1) 2천만원 이하: 14%, 2) 2천만원~3억이하: 20%, 3) 3억 초과 25%
- 2천만원 초과분에 대해 금융소득종합과세가 아닌 분리과세가 적용되어 배당성향 35% 이하의 대주주 지분이 높은 기업들의 배당 확대 기대
- 2) 상속세 절감을 목적으로 대주주의 고의적인 주가 디스카운트를 막기 위한 법률도 5월 9일 발의. 기업 상속 시 PBR 0.8배를 하한선으로 산정하고 경영권 프리미엄을 고려한 20% 가산세율을 삭제하는 내용
- 두 법안 모두 민주당 이소영 의원이 발의. 차기 대선에서 민주당 집권 시, 해당 법안들의 추진은 더욱 탄력 받을 전망

주요국 배당성향 비교



주요국 배당수익률 비교



주: 각 국가의 대표 주가종합지수 평균 PBR 사용
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

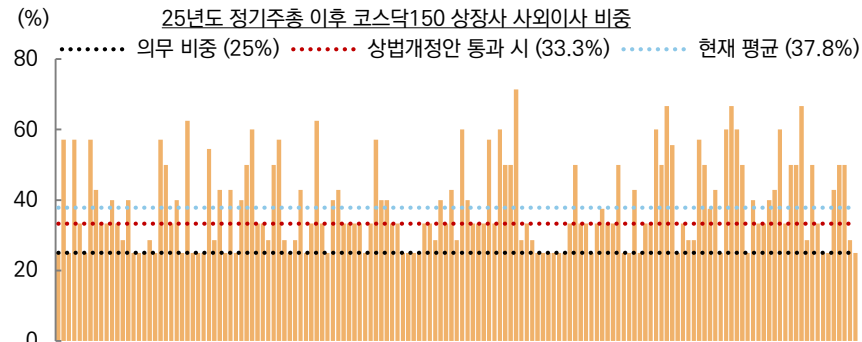
상법 개정안 → 기업지배구조 개선

야당 후보 당선시 재추진 가능성 높다고 판단

- 24년 4월 총선 이후 국회 과반 이상 의석수 차지하게 된 더불어민주당이 상법개정안 입법 추진 개시
- 25년 3월 국회 본회의의 통과 후, 정부는 4월 거부권 행사. 거부권 행사 배경은 상장사 한정이 아닌 중소 비상장사 포함하여 법적 리스크(소송 등) 높아진다는 점과 경영권 위축 우려 때문
- 6월 조기 대선에서 견고한 지지율 유지 중인 민주당 후보 당선 시 재추진 및 통과 가능성 높고, 범보수 후보 당선 시에는 타협안 추진 혹은 잠정 유예 가능성 높다고 판단

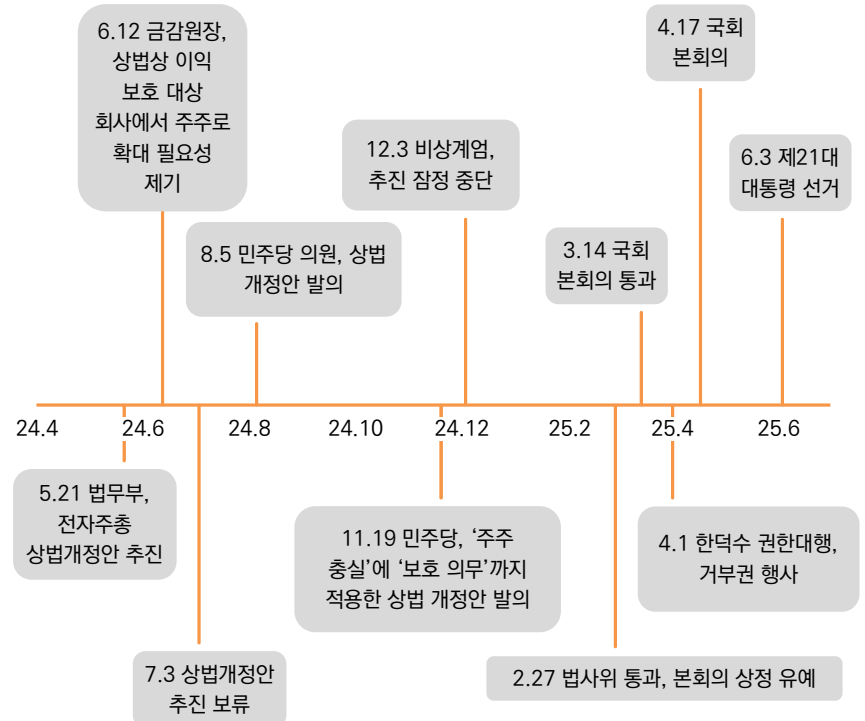
상법 개정안 주요 내용: 충실의무 대상 및 사외이사 비중 확대 등

주요 내용	개정 필요 이유(제시)
이사의 충실의무 대상 '회사' → '주주'	이사회(경영진) 및 최대주주 가치보호 중심적 경영구조에서 일반 주주 가치보호 소외되는 문제점 해결
상장사 주주총회에 전자투표 시스템 도입	일반 주주들의 의결권 행사 위한 접근성 제고
집중투표제 도입	주주총회 내 소액주주들의 의결권 강화
분리선출 통해 선임된 감사위원 수 확대	기업 경영 감시를 위한 감사위원들의 선출 과정 투명화
'사외이사'에서 '독립이사'로 명칭 변경	최대주주 및 경영진 이익 아닌 회사 전체(주주 포함)를 위한 사외이사의 독립성 강조
상장사 사외이사 비중 3분의 1로 확대	최대주주 및 경영진 이익 아닌 회사 전체(주주 포함)를 위한 사외이사 비중 확대



자료: 언론 종합, DART, 미래에셋증권 리서치센터

상법개정안 현황 타임라인



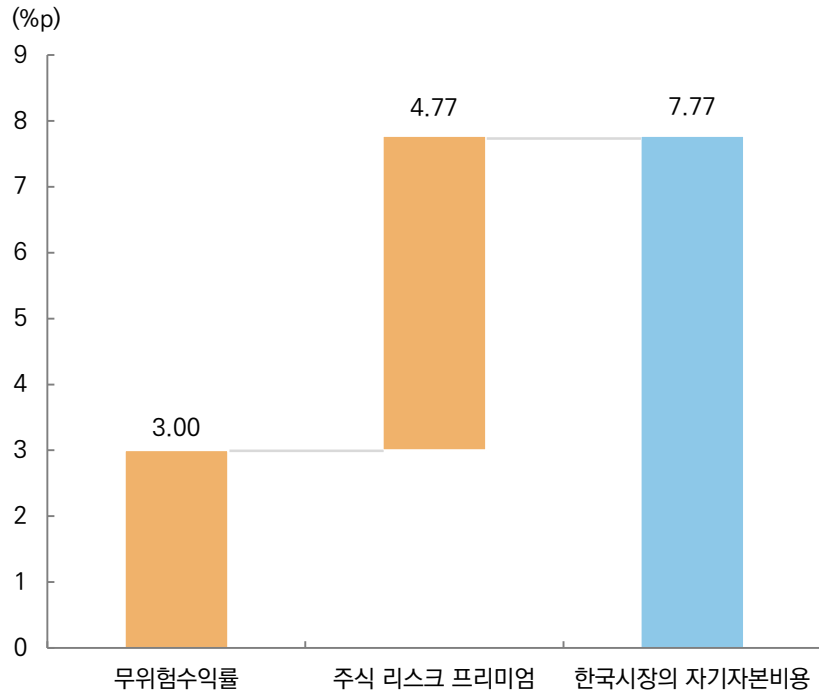
자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스 리스크가 한국 시장에 끼친 영향력

거버넌스 리스크는
주식 리스크 프리미엄의
6% 차지

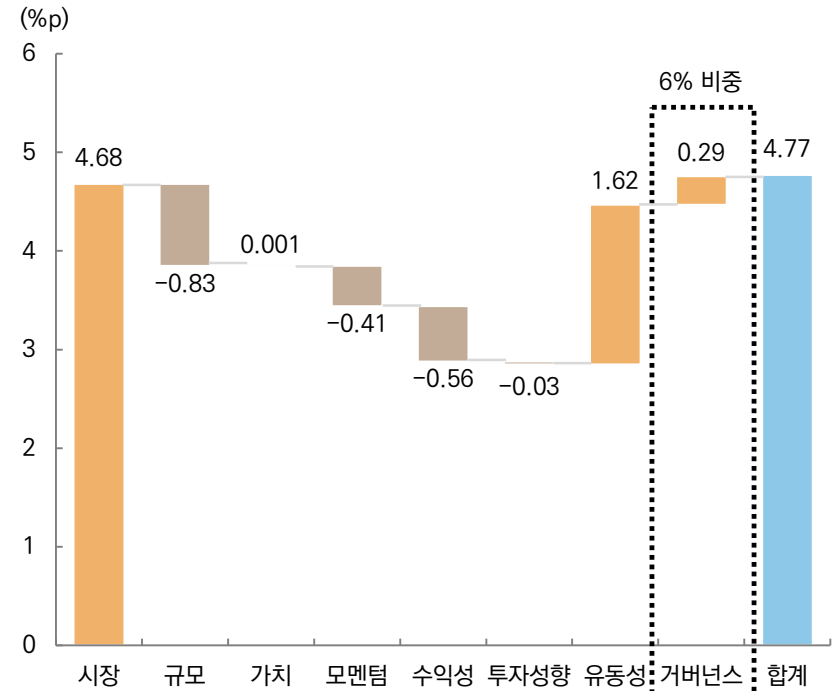
- 한국시장의 자기자본비용(COE)은 7.77%로 추정됨
- 3%의 무위험수익률(기회비용)을 제외한 4.77%는 주식 리스크 프리미엄(ERP)에 해당
- 4.77% 가운데 0.3%p는 거버넌스 리스크 프리미엄, 6% 비중(0.3/4.77)
- 투자자들은 한국 시장의 거버넌스 리스크 때문에 6%의 프리미엄을 더 요구하고 있는 상황

한국시장의 자기자본비용(COE) 구조



주1: 무위험수익률은 2024년 말 기준 한국무위험지표금리(KOFR) 사용
주2: 자세한 내용은 "ESG 퀀트투자 - 거버넌스 스타일 전략, 수익률과 펀더멘털 모두 우수"(5/7 발간) 참고
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

요인별 주식 리스크 프리미엄(ERP) 기여도



주: MSCI 거버넌스 스코어는 기업의 경영과 지배구조, 기업의 행태 2가지 테마를 측정, 107가지 하위 지표로 구성
자료: 미래에셋증권 리서치센터

저평가된 한국시장, 거버넌스 리스크 해소 시 재평가

거버넌스 리스크 해소로 PBR 재평가 가능

- 아시아 이웃 국가 대비 한국 시장의 PBR은 1배 미만으로 저평가
- PBR 저평가 주요 원인은 높은 '자기자본비용'
- 거버넌스 리스크 해소로 COE 하락과 ROE 상승 가능
- PBR 약 10% 상향 재평가 가능 (0.93x → 1.01x)

2024년 말 기준 한국 시장의 적정 PBR은 1배 미만

$$\text{적정(Justified)PBR} = \frac{\text{ROE} - g}{\text{COE} - g} = \frac{7.27\% - 2\%}{7.77\% - 2\%} = 0.93$$

COE > ROE = 기대치 > 실제 = 리스크 > 리턴

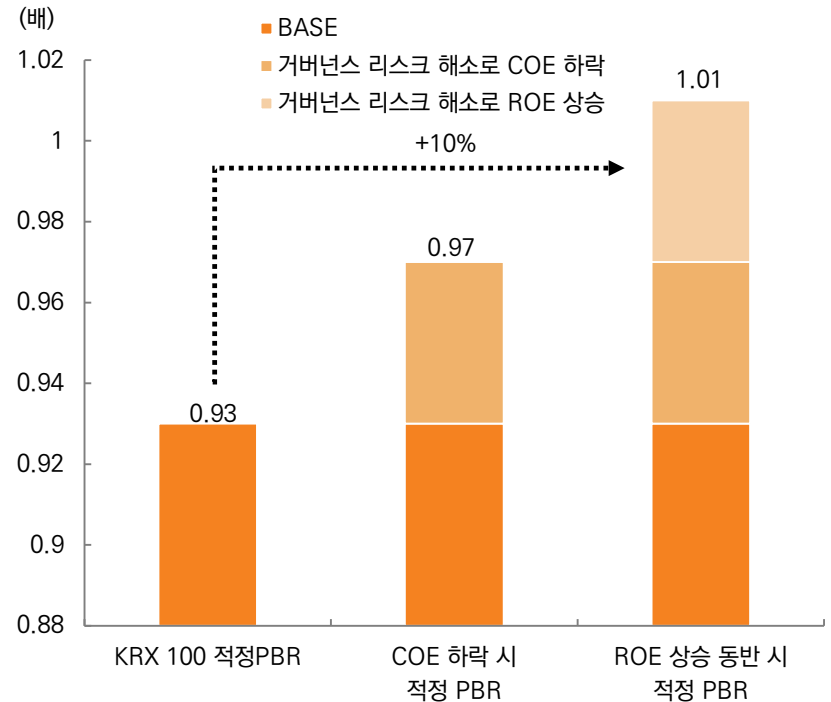
COE ▼ → PBR ▲

기업의 자기자본비용(COE)은 주주들이 감수하는 리스크와 기회비용에 대한 보상으로 요구하는 기대수익률과 같음.

COE ▼ → ROE ▲

COE 하락은 타인자본비용(COD) 하락을 동반. COD 하락은 세전이익 상승을 유도. 세전이익 상승은 ROE 상승에 기여

거버넌스 리스크 해소 시 한국시장의 PBR은 1배로 재평가



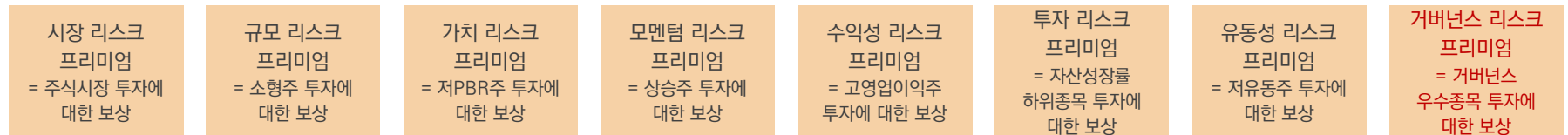
자료: 미래에셋증권 리서치센터

주1: 성장률(g) = 2024년 말 IMF 추정치, ROE = 2024년 말 KRX 100 기준, COE = 자체추정
 주2: 자세한 내용은 "ESG 퀀트투자 - 거버넌스 스타일 전략, 수익률과 펀더멘털 모두 우수"(5/7 발간) 참고
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

(참고) 자기자본비용과 거버넌스 리스크: 측정 방법

- 자기자본비용(COE)의 정의 및 측정 방법
 - 자기자본비용(COE) = 기대수익률 = 무위험 수익률 + 리스크 프리미엄
 - 멀티팩터 회귀 모형을 통해 한국 시장의 자기자본비용(COE) 추정
 - 리스크 프리미엄은 1) 시장, 2) 사이즈, 3) 가치, 4) 모멘텀, 5) 수익성, 6) 투자성향, 7) 유동성, 8) 거버넌스로 구분
- 거버넌스 리스크 팩터(GMB)의 정의 및 구성 방법
 - 거버넌스 리스크 프리미엄 (GMB) = 거버넌스 우수 기업 수익률 - 거버넌스 미흡 기업 수익률 (Long-Short)
 - MSCI 거버넌스 데이터를 활용하여 우수(Good) 및 미흡(Bad) 기업 구분

거버넌스 리스크 프리미엄(GMB)과 자기자본비용(COE)은 반비례 관계



$$E(R) = R_f + \beta_{MKT} \cdot MKT + \beta_{SMB} \cdot SMB + \beta_{HML} \cdot HML + \beta_{UMD} \cdot UMD + \beta_{RMW} \cdot RMW + \beta_{CMA} \cdot CMA + \beta_{IML} \cdot IML + \beta_{GMB} \cdot GMB$$

리스크 프리미엄 민감도		리스크 프리미엄		민감도 × 리스크 프리미엄	한국시장 자기자본비용
주식시장 투자 리스크에 대한 민감도 β_{MKT}	1.065***	시장 리스크 프리미엄(MKT)	4.4%	4.68%	
소형주 투자 리스크에 대한 민감도 β_{SMB}	0.737***	규모 리스크 프리미엄(SMB)	-1.1%	-0.83%	
저PBR주 투자 리스크에 대한 민감도 β_{HML}	0.0003	가치 리스크 프리미엄(HML)	3.7%	0.001%	
상승주 투자 리스크에 대한 민감도 β_{UMD}	-0.197***	모멘텀 리스크 프리미엄(UMD)	2.1%	-0.41%	
고영업이익주 투자 리스크에 대한 민감도 β_{RMW}	-0.114**	수익성 리스크 프리미엄(RMW)	4.9%	-0.56%	
자산성장을 하위종목 투자 리스크에 대한 민감도 β_{CMA}	-0.016	투자성향 리스크 프리미엄(CMA)	1.6%	-0.03%	
저유동주 투자 리스크에 대한 민감도 β_{IML}	0.117**	유동성 리스크 프리미엄(IML)	13.9%	1.62%	
거버넌스 우수종목 투자 리스크에 대한 민감도 β_{GMB}	-0.084***	거버넌스 리스크 프리미엄(GMB)	-3.5%	0.29%	
		KOFR 무위험 수익률		3.00%	

주1: 분석 기간은 2017년~2024년 월간 토탈리턴 데이터, 금융기업, 자본잠식 기업은 제외

주2: 신뢰도 99% 이상 ***, 신뢰도 95% 이상 **, 신뢰도 90% 이상 *

주3: 자세한 내용은 "ESG 퀀트투자 - 거버넌스 스타일 전략, 수익률과 펀더멘털 모두 우위"(5/7 발간) 참고

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주주환원율 상승 가능성이 높은 기업

최대주주지분율이 높고,
배당성향이 낮은 기업

- 시가총액 5,000억원 이상, PBR 0.8배 미만 기업 중에서 1Q25 순이익, 25년 순이익 컨센서스 (+), 배당성향 35% 미만, 잉여현금흐름 (+), 순현금 기업을 스크리닝
- 최대주주지분율이 높고, 배당성향이 낮다면 주주환원 확대 가능성이 있음
- 추가적으로 자사주 소각 의무화 관련해 자사주 보유비율이 높은 기업들도 관심 대상

주주환원율 상승 가능성이 높은 기업 리스트

(% , 억원)

종목코드	종목명	업종명	P/B (TTM)	현금배당수익률		현금 배당성향			잉여 현금흐름	순현금	최대주주 지분율	자사주 보유비율	24년 자사주 매입금액
				24	25F	22	23	24					
A057050	현대홈쇼핑	소매(유통)	0.26	6.2	5.3	34.5	23.5	20.3	1,347	6,641	57.4	6.6	0
A383800	LX홀딩스	상사,자본채	0.29	4.2	4.5	14.2	26.6	14.1	352	2,728	43.8	0.1	0
A005440	현대지에프홀딩스	상사,자본채	0.32	4.3	3.9	31.2	2.8	4.7	2,675	5,082	77.1	0	0
A375500	DL이앤씨	건설,건축	0.39	1.7	1.7	10.2	10.7	10.1	1,784	9,173	24.8	0.9	97
A161390	한국타이어엔테크놀로지	자동차	0.42	5.2	5.1	14.1	22.0	21.9	8,530	7,868	43.2	1.5	0
A086790	하나금융지주	은행	0.43	6.3	5.5	27.4	28.6	27.2			9.2	4.3	0
A012330	현대모비스	자동차	0.48	2.5	3.0	14.8	11.9	13.3	20,486	70,858	31.9	4	1,618
A036530	SNT홀딩스	자동차	0.49	7.1	4.7	19.7	13.2	16.2	1,510	9,524	64.1	11.3	0
A025540	한국단자	자동차	0.57	3.3	3.7	14.8	9.9	16.0	1,018	225	33.2	0	0
A005850	에스엘	자동차	0.61	4.0	4.0	17.9	12.4	15.0	2,438	3,386	63.0	0.8	0
A105560	KB금융	은행	0.62	3.8	3.7	27.7	25.4	23.6			8.4	7.3	0
A000270	기아	자동차	0.64	6.5	7.2	25.9	25.0	26.2	90,792	183,792	36.3	1.8	5,000
A002790	아모레퍼시픽홀딩스	화장품,의류	0.64	1.6	1.7	34.9	21.0	12.7	2,973	10,577	61.8	4	0
A402340	SK스퀘어	상사,자본채	0.65	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1,510	14,339	31.5	0.2	112
A006800	미래에셋증권	증권	0.65	3.1	2.2	18.0	27.9	15.9			31.3	23	1,703
A111770	영원무역	화장품,의류	0.66	3.3	2.5	10.0	11.1	14.0	2,906	8,281	50.7	4	0
A039490	키움증권	증권	0.71	6.5	5.0	17.6	20.2	24.6			42.4	3.2	469
A028260	삼성물산	상사,자본채	0.71	2.3	1.9	18.4	18.8	19.1	16,788	5,187	34.5	4.6	0
A064960	SNT모티브	자동차	0.75	4.2	3.2	24.4	24.2	19.6	1,036	4,905	42.0	10.2	0
A192400	쿠쿠홀딩스	화장품,의류	0.77	5.2	4.6	21.3	26.3	27.2	564	3,122	64.9	12.6	0

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

한국 MSCI 선진국 지수 편입 가능성 점검

선진국 지수 편입 노력

- 선진국 지수 편입 위해서는 사실상 모든 MSCI 리뷰 항목(하단 표 참고)에서 ‘+’ 등급 필요. 스페인(‘-’ 등급 1개) 제외한 나머지 편입국 모두 전 항목 ‘+’ 등급 이상 기록
- 한국은 MSCI로부터 지적 받아온 7개 사안 중 상당 부분 개선 진행: 1) 공매도 재개, 2) 지수사업자와의 정보 계약 허용, 3) 대체거래소 출범, 4) 외환시장 연장 운영 등
- 개선 진행한 점은 선진국 편입을 위한 긍정적 요인으로 작용할 전망이지만, 정량적 평가 아닌 정성적 평가 구조로서 국내 금융당국과 MSCI 간 ‘개선’의 정의에 대한 이견이 있을 우려는 잔존

MSCI Market Accessibility Review (24년 6월 vs 23년 6월)

리뷰 항목	24년 6월	23년 6월	평가 변화
A. 외국인 지분소유에 대한 개방성			
1) 투자자 자격 요건	++	++	변경 없음
2) 외국인 보유지분 제한 수준	++	++	변경 없음
3) 외국인 투자가능 잔여 주식	+	+	변경 없음
4) 외국인 투자자에 대한 동등한 권리	+	+	변경 없음
B. 자본유출입 편의성			
1) 자본유출입 통제 수준	++	++	변경 없음
2) 외환시장 자유화 수준	-	+	변경 없음
C. 시장운영 체계의 효율성			
1) 시장 진입			
1-1) 투자자 등록 및 계좌 설정	-	-	변경 없음
2) 시장 조직			
2-1) 시장 규제	++	++	변경 없음
2-2) 정보 흐름	-	-	변경 없음
3) 시장 인프라			
3-1) 청산 및 결제	-	-	변경 없음
3-2) 수탁	++	++	변경 없음
3-3) 기재 및 예탁	++	++	변경 없음
3-4) 거래	++	++	변경 없음
3-5) 양도성	-	-	변경 없음
3-6) 증권 대차	++	++	변경 없음
3-7) 공매도	-	+	하향
D. 투자상품 가용성	-	-	변경 없음
E. 제도적 체계 안정성	+	+	변경 없음

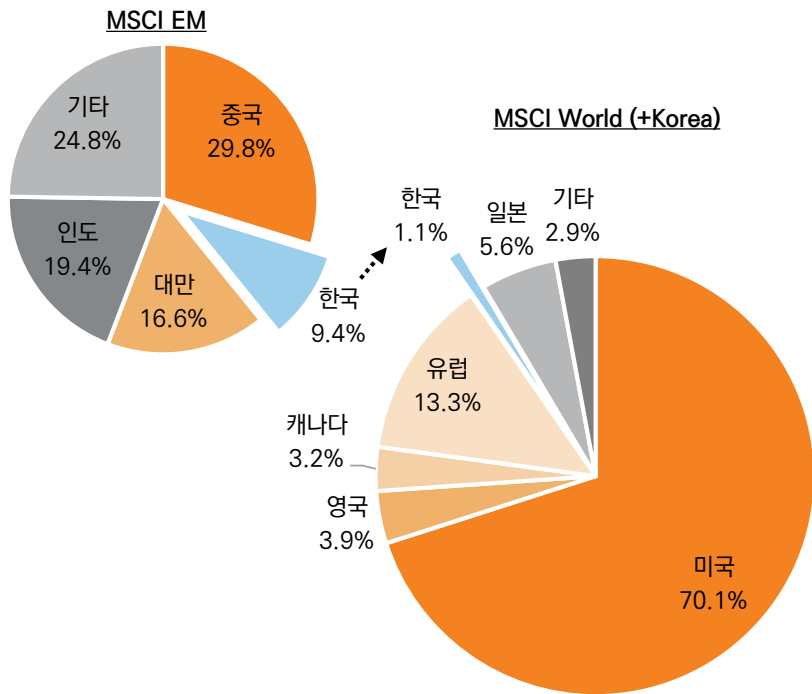
주: “++”: 문제 없음. “+”: 큰 문제 없으나 개선 여지. “-”: 개선 필요
 자료: MSCI, 미래에셋증권 리서치센터

한국 MSCI 선진국 지수 편입 기대 효과

증시 변동성 축소와 밸류에이션 상승 기대

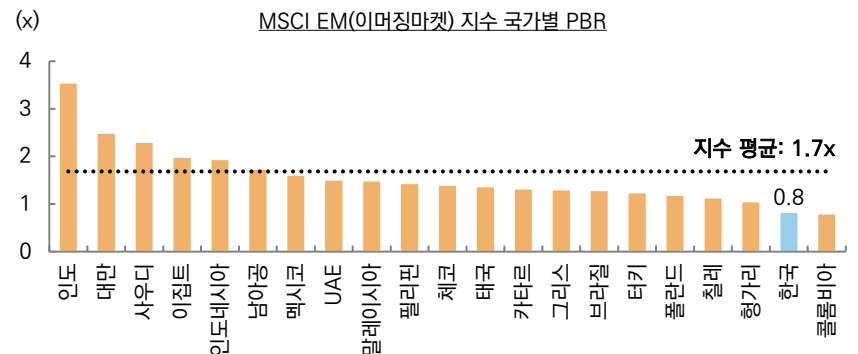
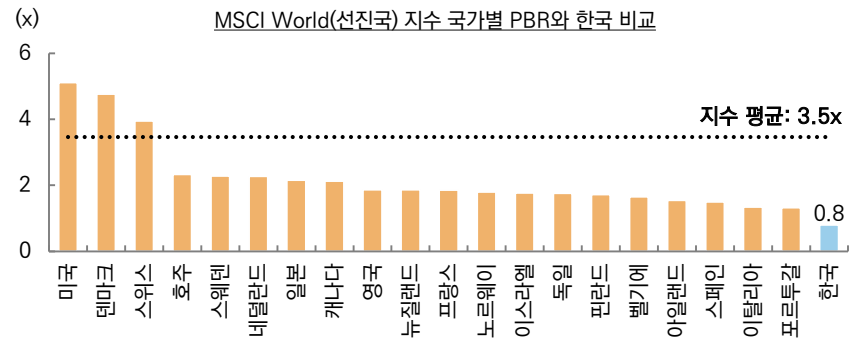
- 한국자본시장연구원은 선진국 지수 승격 시 자금 순유입 규모 50~360억 달러로 추정(22년 기준). 단, 추종자금 규모와 지수 내 한국 비중의 변화에 따라 유입 규모는 가변적
- 22년 이후 미국 증시 위주의 상승으로 당사 추정 금액은 순유입 39억달러 수준(신흥국 -1,760억, 선진국 +1,800억)
- 선진시장으로의 편입은 자본시장의 안정성 제고와 변동성 완화 측면에서 필요. 코리아 디스카운트 해소와 같은 구조적 개선 효과도 기대 가능

한국 MSCI 선진국지수 편입 시 1.1% 비중 확보 예상



주: 2025년 4월 17일 종가 기준. 국가별 편입 종목 시가총액(USD), 한국 시가총액은 현재 EM 편입 종목 기준
자료: MSCI, 미래에셋증권 리서치센터

EM 평균치에도 크게 하회 중인 한국 증시 PBR



주: 각 MSCI 지수 편입국별 대표 추가종합지수의 FYO PBR 사용
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

III

—

실적 플레이의 정석

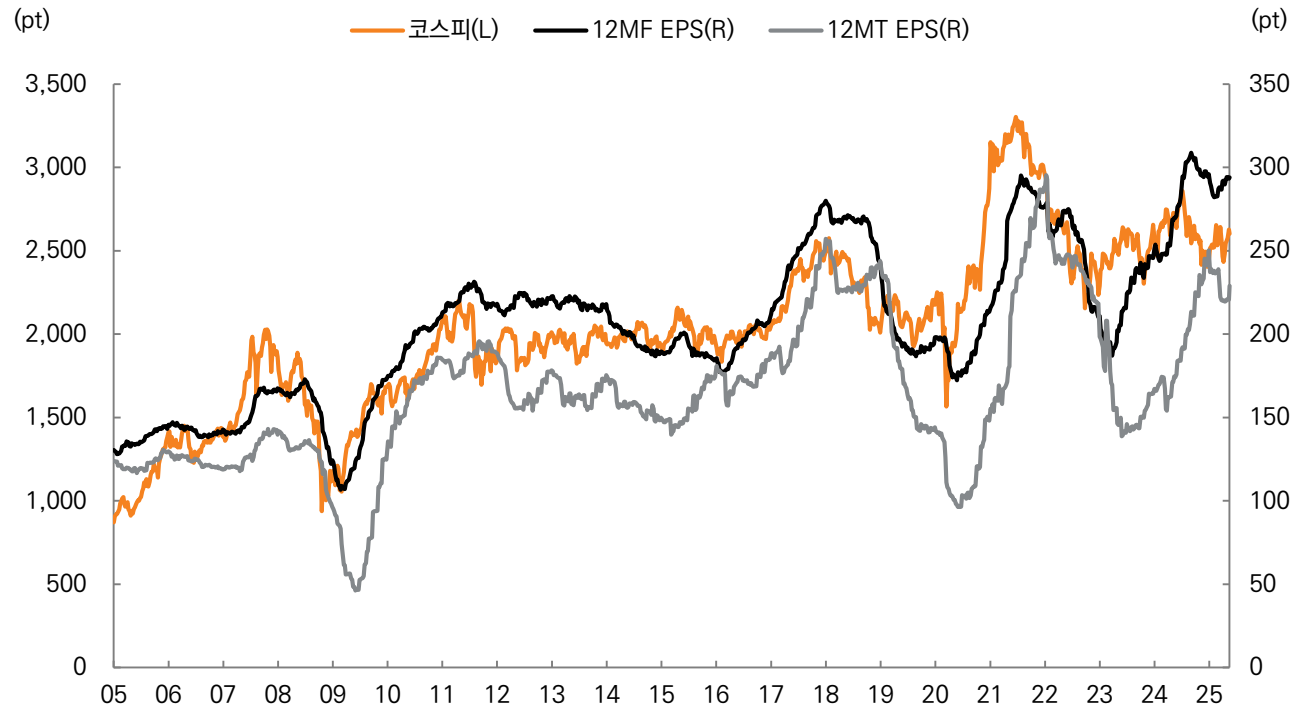


불확실성 국면, 기업 실적에 집중

실적, 주가는 결국 동행

- 기업 이익이 부진하더라도 매크로 환경이 긍정적이거나 수급 요인이 발생하면 주가는 상승 가능. 또한, 기업에 구조적인 변화가 발생하거나 금리 하락 등 매크로 환경 변화에 따라 당장의 실적이 부진하더라도 밸류에이션 상승으로 주가가 오를 수 있음
- 그러나 현재는 매크로 환경, 수급, 밸류에이션 모두 불확실성이 커져 예측이 쉽지 않음. 이러한 상황에서는 기업 실적에 보다 집중할 필요 존재

주가와 이익은 장기적으로 동행



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

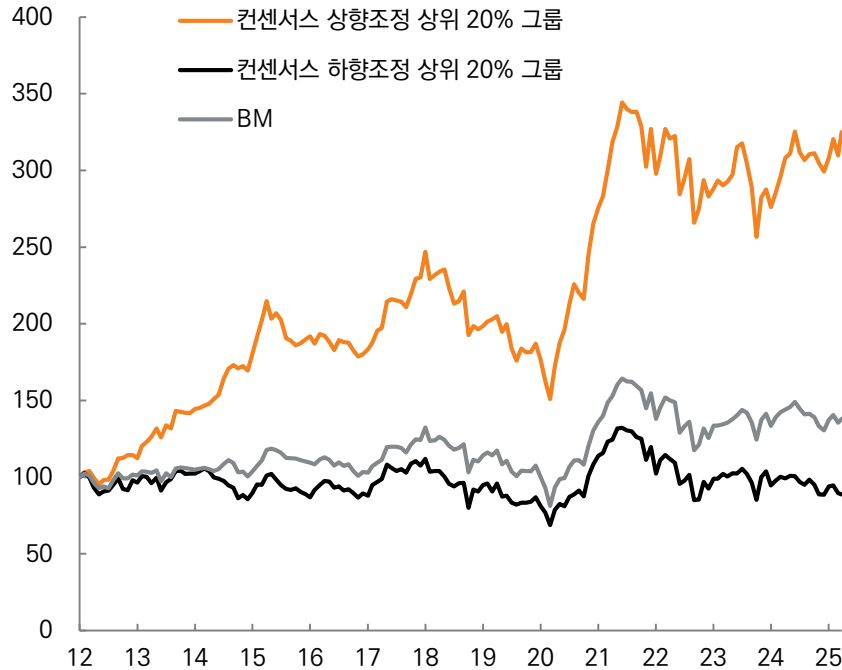
장기적으로 우수한 성과를 기록한 이익모멘텀 포트폴리오

이익모멘텀 전략 성과

- 매월 말 영업이익 컨센서스 상향 조정 폭이 큰 상위 20% 기업들로 포트폴리오를 구성했을 때 연평균 주가 상승률은 +9.2%를 기록(벤치마크를 +6.8%p 상회)
- 반면, 하향 조정 폭이 큰 상위 20% 기업들은 연평균 -0.8% 하락해 부진한 성과를 기록

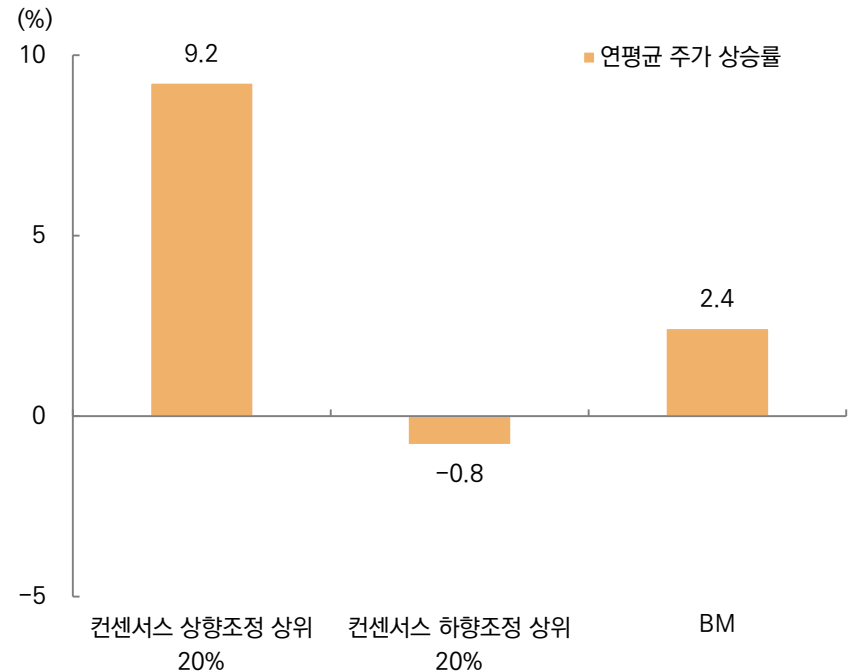
이익모멘텀 스타일은 장기적으로 긍정적인 성과

(12.1=100)



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

그룹별 연평균 주가 상승률



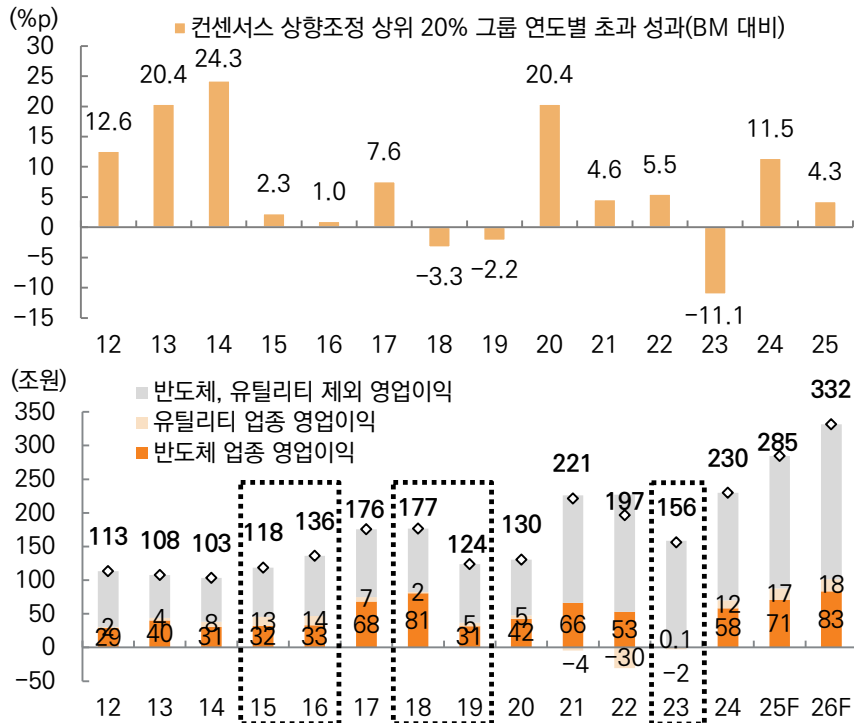
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

실적 둔화 국면에서는 부진한 이익모멘텀 전략

실적 둔화 국면에서는 컨센서스의 신뢰 ↓

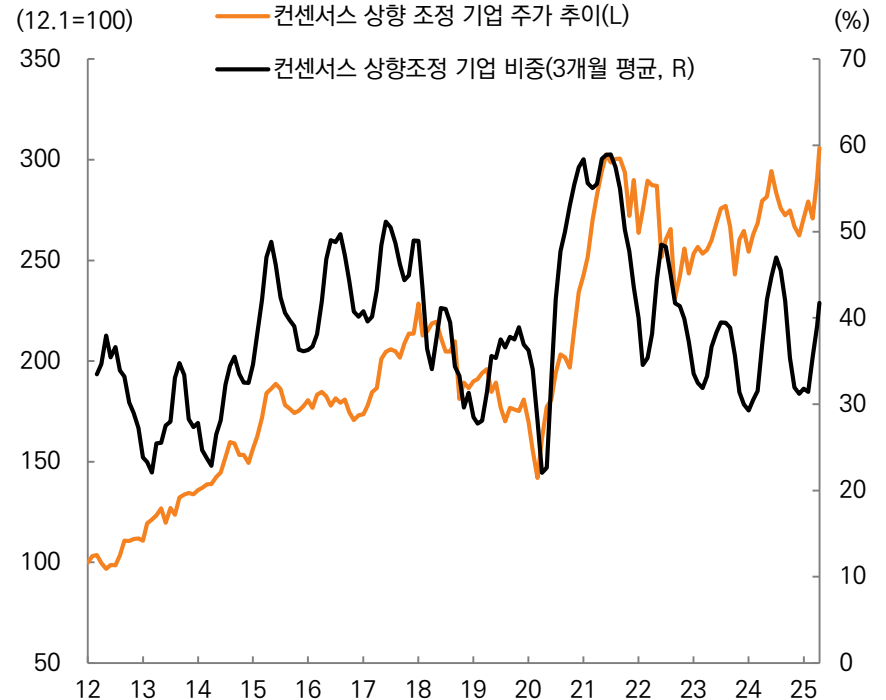
- 연도별 성과를 보면, 2015년~2016년, 2018년~2019년, 2023년은 이익모멘텀 포트폴리오의 주가가 부진(2018년, 2019년, 2023년은 벤치마크를 하회). 모두 국내 기업의 실적이 크게 둔화됐던 시기
- 2023년 국내 기업들의 합산 영업이익은 156조원으로 전년 대비 40조원 감소했는데, 이익모멘텀 포트폴리오의 주가 상승률은 벤치마크를 -11.1%p 나 하회
- 이익모멘텀이 긍정적인 기업에서도 선별적인 접근이 필요한 시기

컨센서스 상향조정 그룹 연도별 주가: 실적 둔화 시 성과가 둔화



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

컨센서스 상향 조정 기업 비중 하락 시 성과가 둔화



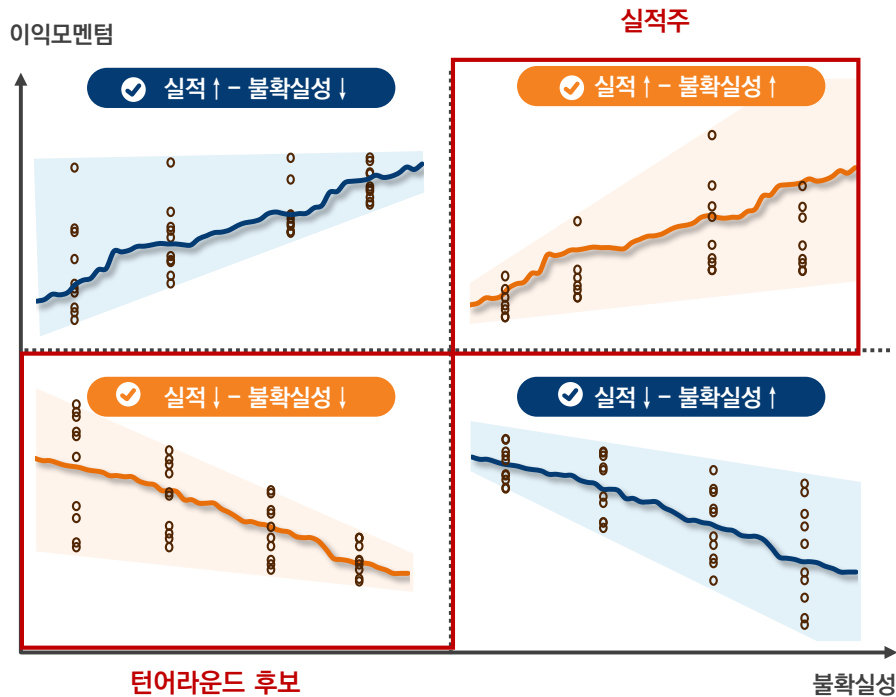
주: FY1 영업이익의 컨센서스 3개월 변화율 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

(2) 이익모멘텀 전략 성과 개선: 컨센서스 분포를 확인

컨센서스 분포는 표준편차로 판단

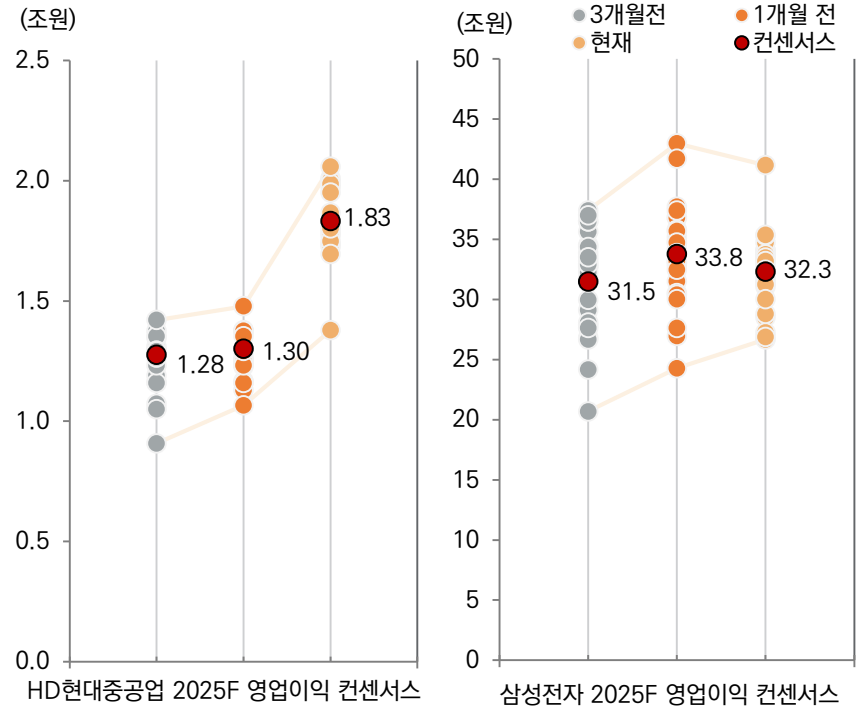
- 실적 컨센서스의 변화율과 분포를 활용해 4개 그룹으로 분류
- 컨센서스는 애널리스트 전망치의 평균값으로, 낙관적/보수적 전망치가 모두 반영된 값. 표준편차(분포)의 상승/하락으로 실적 불확실성을 판단할 수 있음
- 실적 상향 + 컨센서스 분포 확대 그룹의 이익모멘텀이 가장 긍정적
- 실적 하향 + 컨센서스 분포 축소는 실적에 대한 불확실성이 낮아진다고 판단

컨센서스의 비밀: 이익모멘텀과 실적 불확실성



자료: 미래에셋증권 리서치센터

예) HD현대중공업, 삼성전자 사례



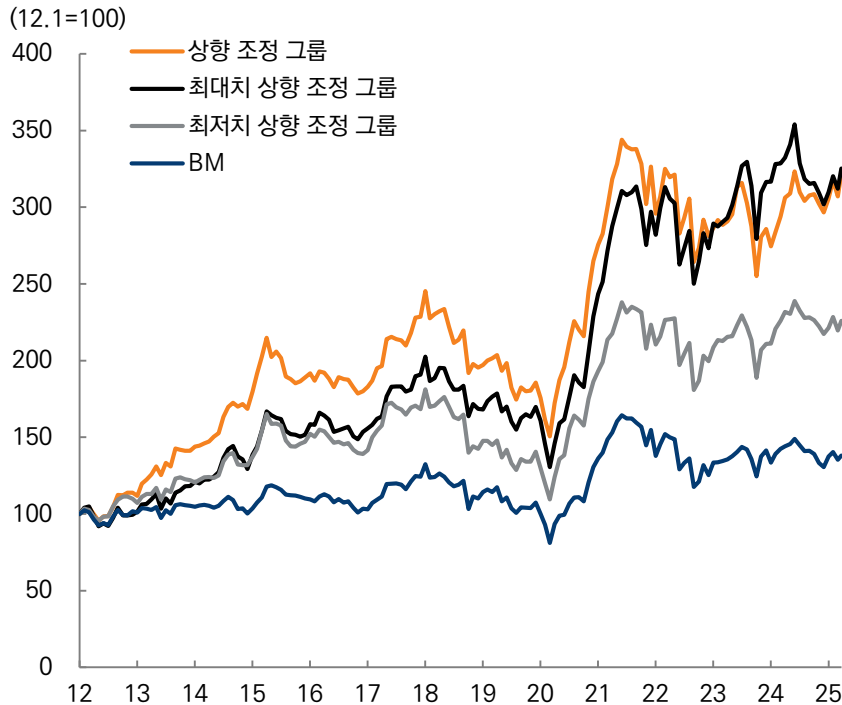
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

컨센서스 최대값 상향 조정 그룹 VS 최소값 상향 조정 그룹

이익모멘텀 전략 부진 시기에도 양호한 성과

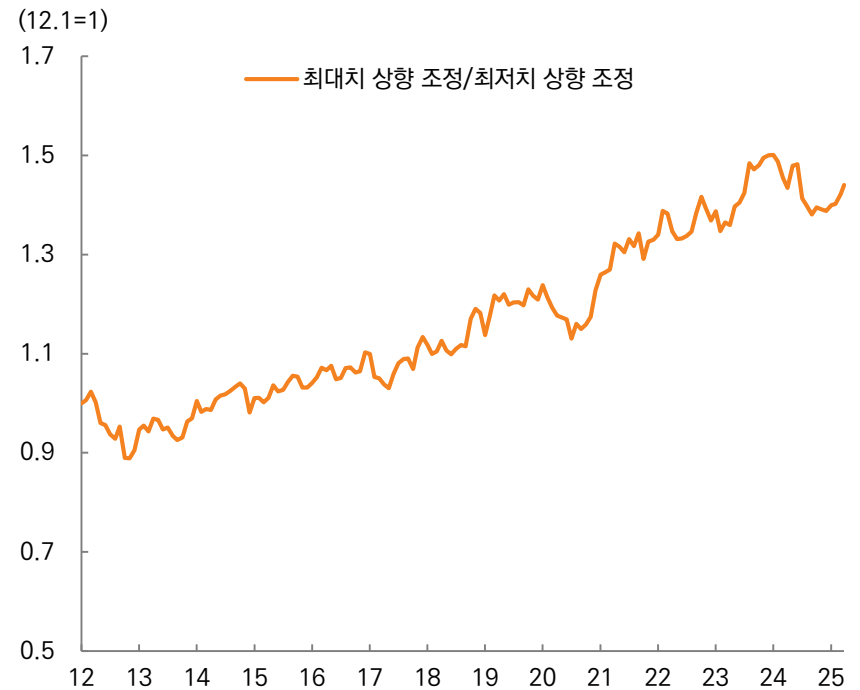
- 컨센서스 최대값이 상향 조정되는 그룹의 연평균 주가 상승률은 9.2%로 최소값 상향 조정 그룹의 6.3%보다 높았음
- 이익모멘텀 포트폴리오의 성과가 부진했던 2015~2016년, 2018년~2019년, 2023년 상대주가도 컨센서스 최대값 상향 조정 그룹이 긍정적

컨센서스 최대값, 최소값 상향 조정 그룹 주가



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

컨센서스 최대값, 최소값 상향 조정 그룹 상대 주가



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

주요 기업들의 이익모멘텀과 컨센서스 분포 변화

1사분면: 실적주

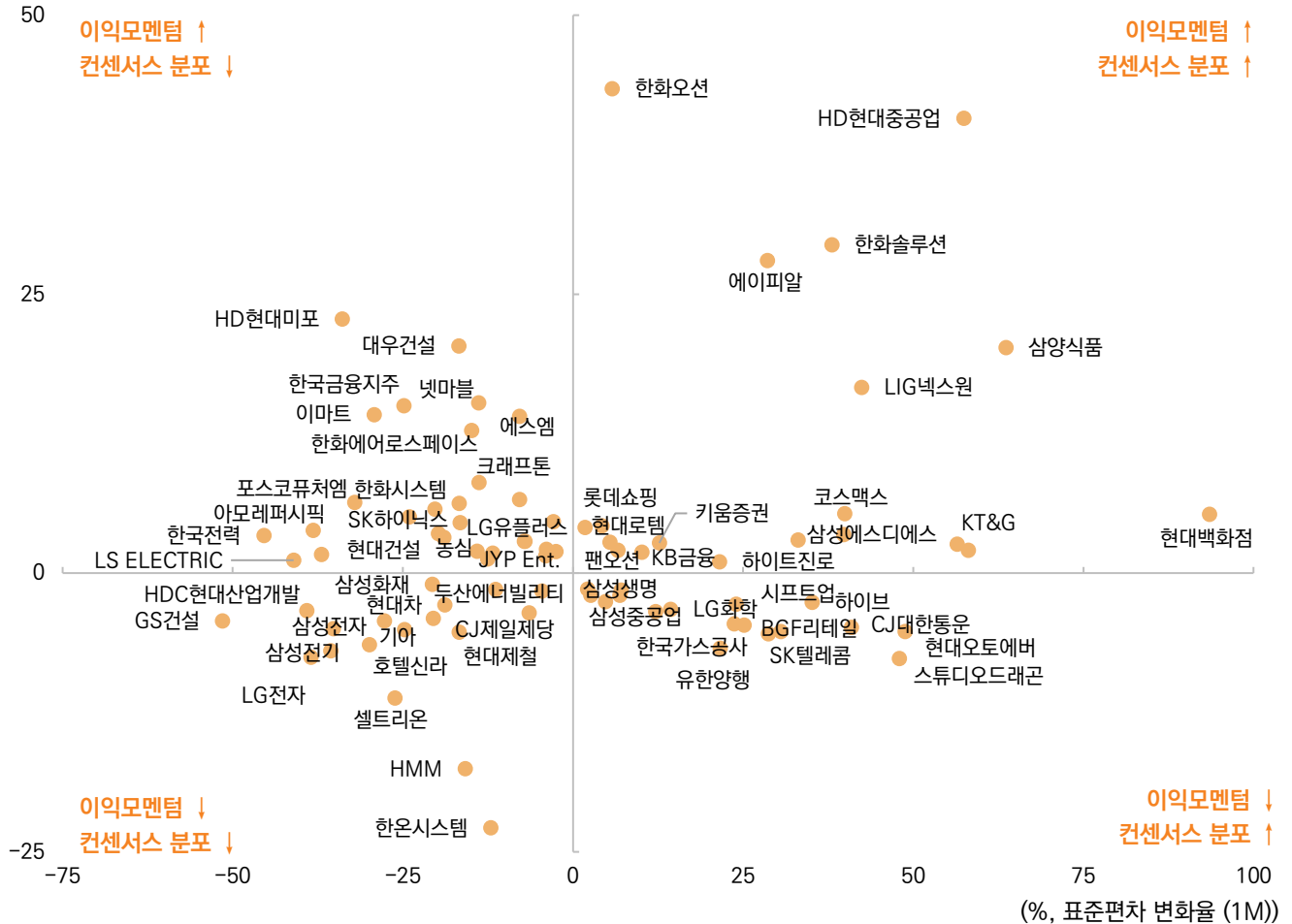
이익 ↑ + 컨센서스 분포 ↑

3사분면: 턴어라운드

이익 ↓ + 컨센서스 분포 ↓

주요 기업들의 이익모멘텀과 컨센서스 분포 변화

(%, 영업이익 변화율 (1M))



주: 컨센서스 분포는 표준편차의 1개월간 변화율로 계산
 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

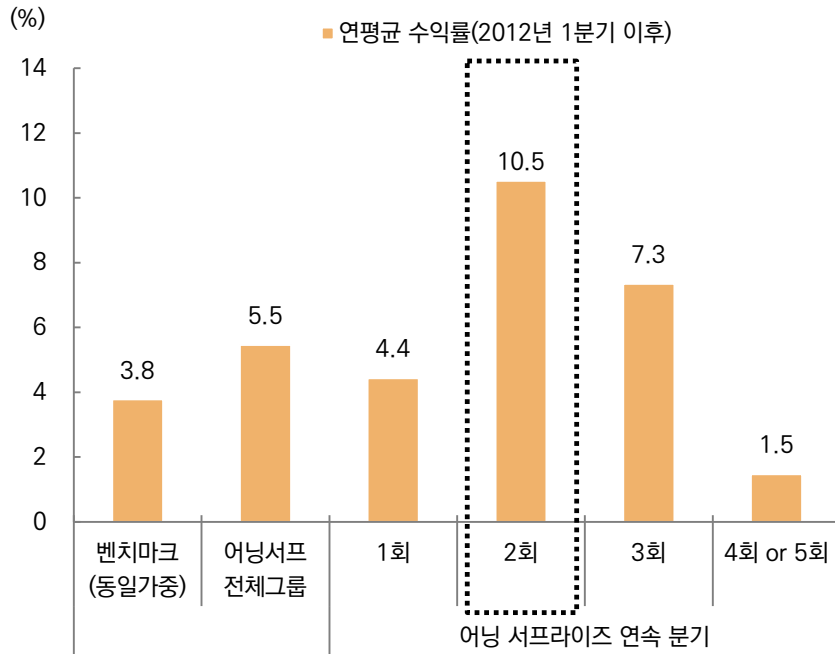
3) 이익모멘텀 전략 성과 개선: 어닝 서프라이즈 횟수 활용

연속 서프 확률: 38%

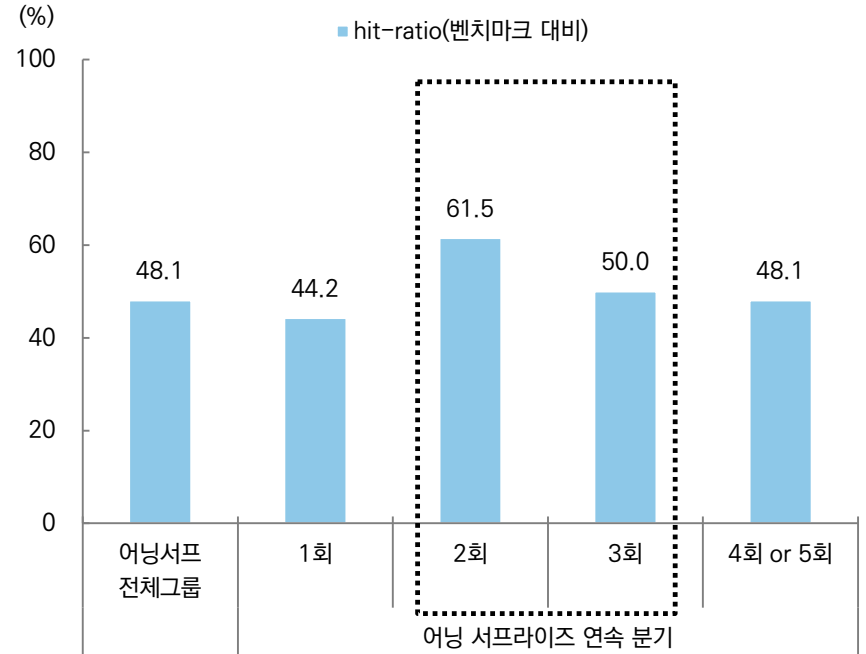
연속 서프 횟수: 2.7분기

- 연속적으로 어닝 서프라이즈를 기록한 기업들 중에서 2회 연속 그룹의 성과가 가장 우수. 연평균 주가 상승률은 +10.5%를 기록했고, 벤치마크 대비 상승 확률도 62%로 높은 수준을 달성
- 반면, 3회 연속 어닝 서프라이즈 그룹의 주가 상승률은 상대적으로 양호했지만(연평균 +7.3%) 4회 이상 지속된 기업들의 연평균 주가 상승률은 +1.5%로 벤치마크 수익률을 하회
- 첫 번째 어닝 서프라이즈를 기록한 그룹의 성과도 +4.4%로 부진. 첫 번째 어닝 서프라이즈를 기록한 기업들은 다음 분기 어닝 서프라이즈 유무에 따라 주가 변동성이 컸기 때문. 일회성일 가능성도 존재

어닝 서프라이즈 그룹별 연평균 주가 상승률



어닝 서프라이즈 그룹별 주가 상승 확률



주1: 분석 기간은 2012년 1분기~2024년 4분기. 분기 실적 데이터를 확인할 수 있는 5월 말, 8월 말, 11월 말, 2월 말 리밸런싱(동일 가중)

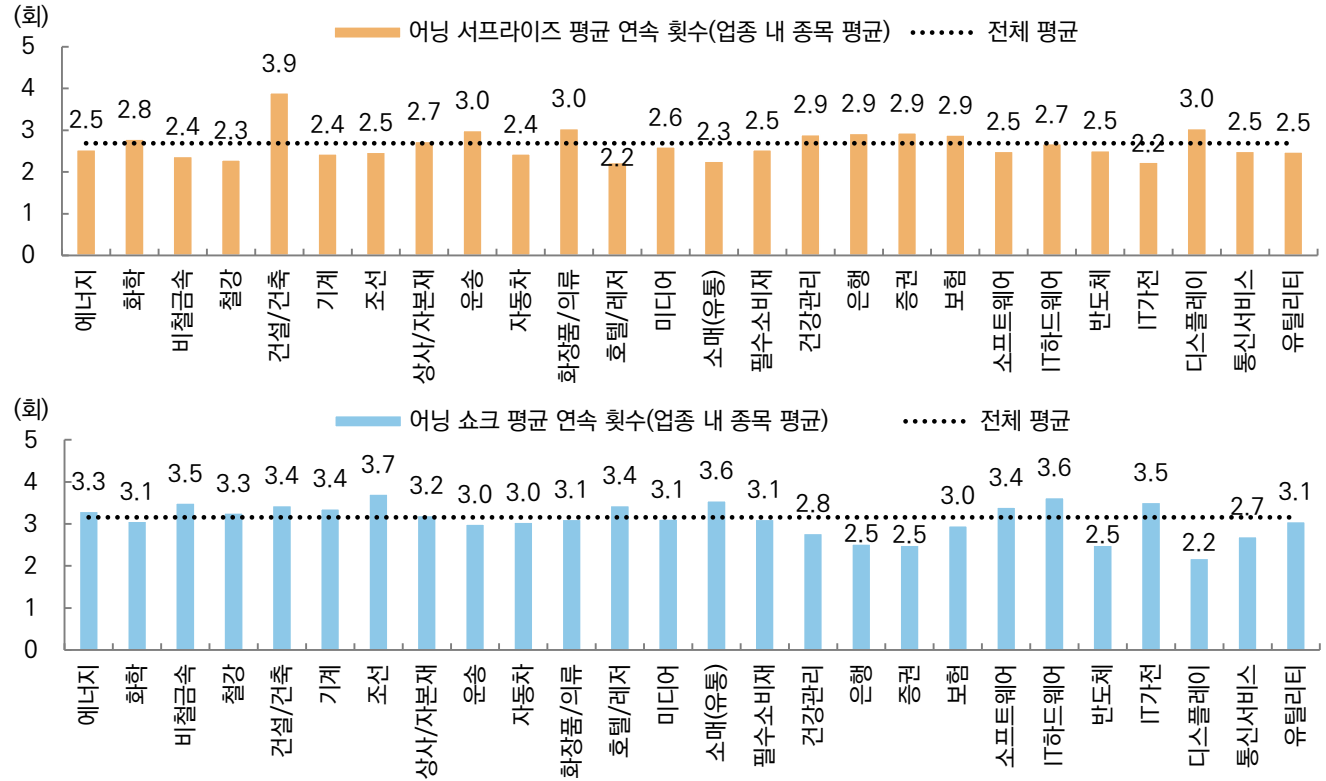
주2: 어닝 서프라이즈 기준은 영업이익 실적치와 컨센서스 괴리를 +5% 이상. 금융(은행, 증권, 보험) 업종은 순이익 데이터를 활용 / 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

(참고) 업종별 어닝 서프/쇼크 평균 연속 횟수

평균 2.7개 분기 연속
어닝 서프라이즈 기록

- 과거 국내 기업들의 어닝 서프라이즈 연속 횟수는 평균 2.7개 분기
- 앞선 분석에서 2회 어닝 서프라이즈의 주가 상승률이 가장 높고, 3회 이후부터 주가 상승률이 둔화되는 이유

국내 기업 어닝 서프라이즈/쇼크 평균 연속 횟수(업종 내 종목 평균)



주1: 2012년 1분기~2024년 4분기 영업이익 실적치와 컨센서스 데이터를 활용(금융 업종은 순이익)

주2: 어닝 서프라이즈/쇼크 기준은 실적치와 컨센서스 괴리율 ±5% 이상 / 주3: 어닝 서프라이즈는 4분기 실적 제외하고 계산

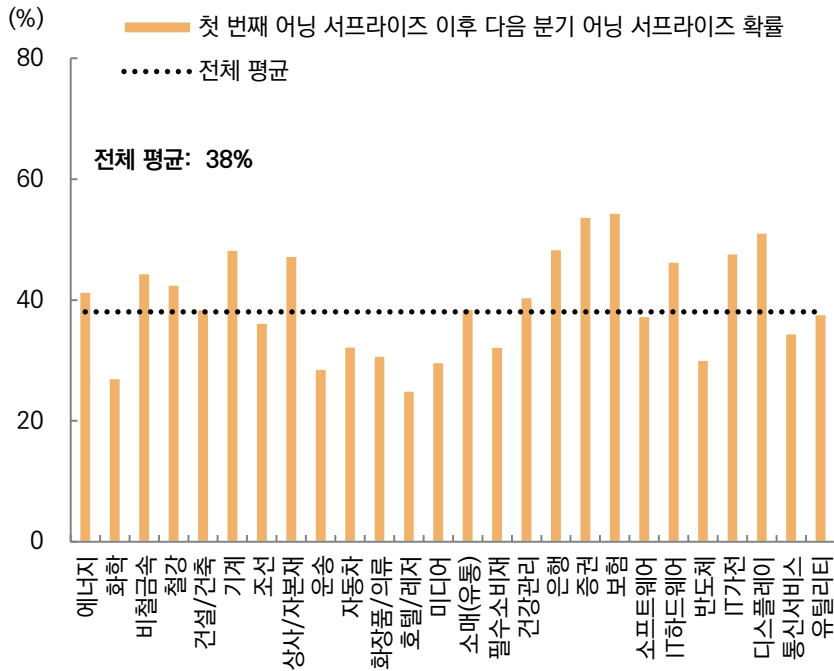
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

(참고) 업종별 연속 어닝 서프/쇼크 확률

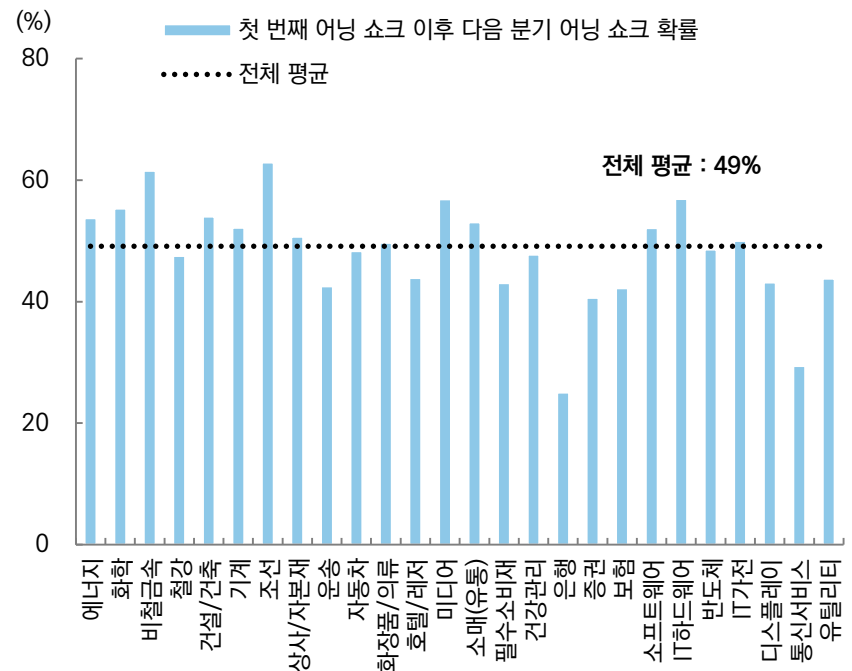
첫 번째 어닝 서프라이즈 그룹은 변동성 ↑

- 첫 번째 어닝 서프라이즈를 기록한 기업들은 부진한 성과 기록(연평균 수익률 +4.4%)
- 다음 분기 어닝 서프라이즈 유무에 따라 주가 변동성 ↑. 또한 업황 개선이 아닌 일회성 어닝 서프라이즈의 영향도 고려
- 과거 국내 기업들은 어닝 서프라이즈보다 어닝 쇼크가 연속될 확률이 높았음
- 첫 번째 어닝 서프라이즈 이후 다음 분기에도 어닝 서프라이즈가 발생할 확률은 38% 수준. 첫 번째 어닝 쇼크 이후 다음 분기에도 어닝 쇼크가 발생할 확률은 49% 기록

업종별 연속 어닝 서프라이즈 확률(1회→2회)



업종별 연속 어닝 쇼크 확률(1회→2회)



주1: 분기 실적 데이터를 확인할 수 있는 5월 말, 8월 말, 11월 말, 2월 말 리밸런싱(동일 가중)
 주2: 어닝 서프라이즈 기준은 영업이익의 실적치와 컨센서스 괴리율 +5% 이상 / 주3: 금융(은행, 증권, 보험) 업종은 순이익 데이터를 활용
 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

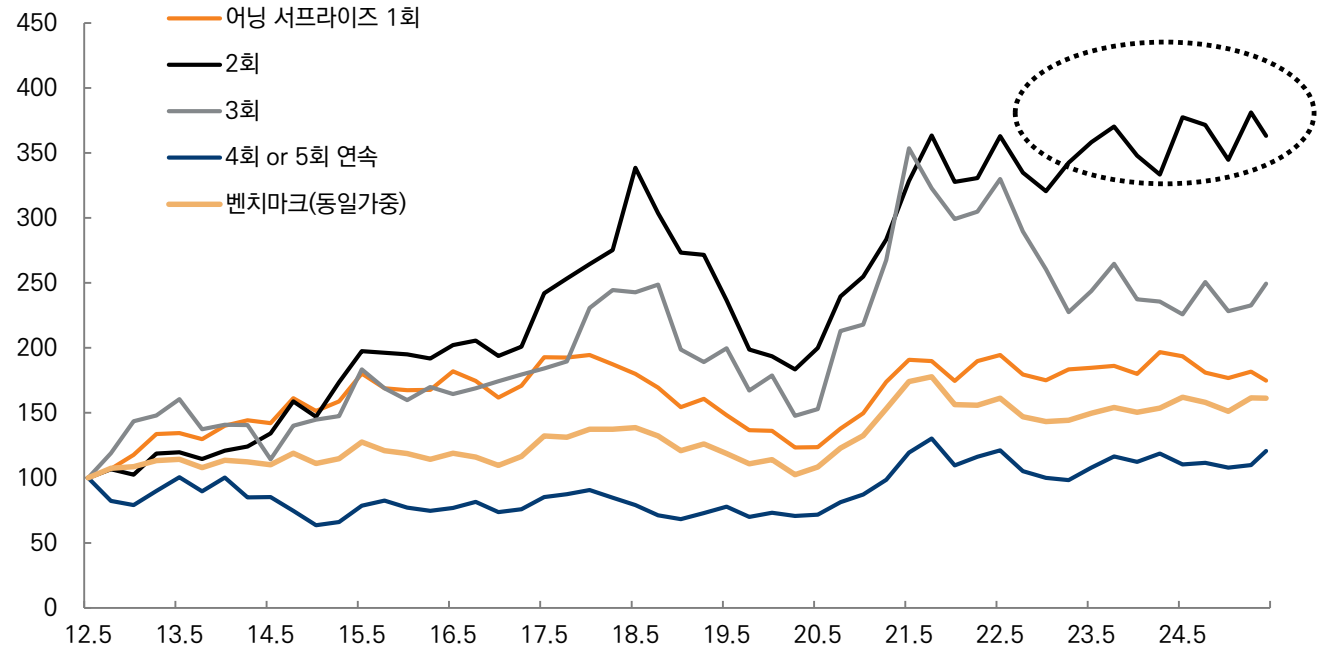
어닝 서프라이즈 2회 연속 그룹의 성과가 가장 우수

4회/5회 연속은
피크아웃 우려 ↑

- 국내 기업들의 어닝 서프라이즈 연속 횟수는 평균 3개 분기(4분기는 제외한 수치)
- 2회 어닝 서프라이즈의 주가 상승률이 가장 높고, 3회 이후부터 주가 상승률이 둔화되는 이유
- 이번 1Q25 어닝 서프라이즈 달성한 기업들 중에선 지난해 어닝 서프라이즈가 2회 이하인 기업이 주가 업사이드 관점에서 유리한 선택

어닝 서프라이즈 그룹별 주가 추이

(2012.5=100)



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

업종별 이익모멘텀과 어닝 서프라이즈 횡수

(%, %YoY)

구분	주가 상승률		25F 영업이익 증가율	25F 영업이익 변화율 (1M)	1Q25 어닝 서프 비율	컨센 상회 종목 비중	어닝 서프라이즈						
	3M	YTD					1Q25	4Q24	3Q24	2Q24	1Q24	4Q23	3Q23
전체	1.1	9.4	21.8	-0.7	3.4	48.5		X	X		○	X	
에너지	-3.6	5.0	165.7	-14.9	-41.7	55.6	X	X	X	X		X	◎
화학	-10.4	-6.6	흑전	-4.2	-30.4	56.3	X	X	X	X		X	X
철강	2.5	1.9	36.4	-0.4	6.2	50.0	○	X	X	◎	X	X	
건설	8.4	18.3	308.6	1.5	2.3	22.2		X	X		○	X	
전력기기	0.7	15.4	10.7	0.7	13.6	75.0	◎	○	X	◎	◎	X	
조선	20.5	40.6	142.4	34.6	49.3	75.0	◎	○		◎	◎	X	X
방산	41.3	91.8	66.7	12.4	16.3	75.0	◎	◎	◎	◎	X		
기계	8.4	57.2	30.5	-1.1	-20.4	42.9	X		X	X	○		X
운송	9.6	15.7	-20.0	-7.9	-4.0	45.5			◎	X		X	X
지주	2.8	16.5	28.1	1.7	9.8	28.6	○	◎	◎	X	X	X	X
자동차	-3.1	-3.8	-2.8	-4.2	-2.3	28.6		X			○	X	
화장품	18.7	23.4	31.6	1.2	8.2	50.0	○	X	X	X	◎	X	X
의류	2.5	4.9	33.8	-1.5	-3.5	33.3		X	X	○		X	X
호텔/레저	10.4	13.3	21.9	0.8	7.1	60.0	○	X		X	◎	X	X
미디어/엔터	10.9	24.0	57.2	-2.9	-8.3	50.0	X	X	X	X	X	X	
유통	14.7	18.2	54.0	3.1	7.2	60.0	○	X	X	X	○	X	X
필수소비재	9.9	11.5	10.1	-0.8	-0.5	35.7		X				X	○
건강관리	-7.2	-0.3	74.4	-7.7	4.0	52.2		X		○	X		
은행	8.2	12.2	8.4	3.1	0.0	60.0		X	○	○	◎	X	
증권	11.8	22.3	5.0	6.6	2.4	83.3	○		◎	◎	◎	X	○
보험	-6.5	-2.5	0.0	4.4	6.4	50.0		X	X	◎	◎	X	
소프트웨어	-7.2	1.1	17.7	0.3	3.3	42.9		X	X	○	○		
게임	5.7	5.7	흑전	-9.8	12.0	41.7	◎			◎	◎	◎	
IT하드웨어	-11.4	2.1	16.9	-4.8	-9.1	35.3	X	X	X	◎	○	X	X
반도체	-0.7	9.8	21.5	0.2	21.2	55.0	◎	X	X	◎	◎	X	◎
2차전지	-16.1	-17.2	6.7	-13.3	-52.6	33.3	X	X	X	X	X	X	
디스플레이	-9.0	-1.7	흑전	8.9	148.9	50.0	◎	X	○	○	X	X	X
통신서비스	3.2	7.8	52.4	-1.5	3.7	100.0		X				X	X
유틸리티	13.4	19.7	42.5	3.0	-3.3	33.3			◎	◎	X	◎	◎

주: 어닝 서프라이즈/쇼크는 영업이익 전망치 대비 ±5% 이상 시 적용, +10% 이상 상회 시 ◎ 표기 (금융은 순이익 기준)

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

이익모멘텀 상위 기업 리스트

(% 배. 억원)

종목코드	종목명	시가총액 (조원)	주가 상승률		25년 영업이익 변화율		밸류에이션		1) 표준편차 변화율	2) 최대값 변화율	3) 어닝 서프라이즈 횟수
			3M	YTD	1M	3M	12MF PER	PBR(TTM)			
A278470	에이피알	4.2	109.3	125.2	29.0	41.3	20.6	13.2	(+)	(+)	(+ +)
A083650	비에이치아이	1.2	64.4	144.8	26.0	32.8	32.5	10.0	(+)	(+)	(+ +)
A069960	현대백화점	1.5	28.8	39.3	5.6	10.8	6.4	0.3	(+)	(+)	(+ +)
A161890	한국콜마	2.0	42.0	50.3	4.6	1.6	14.9	2.6	(+)	(+)	(+ +)
A192820	코스맥스	2.4	37.8	40.8	4.3	8.4	16.4	4.9	(+)	(+)	(+ +)
A023530	롯데쇼핑	2.1	29.5	37.9	4.1	5.7	9.4	0.1	(+)	(+)	(+ +)
A035900	JYP Ent.	2.6	-8.9	5.6	3.0	-4.2	18.6	5.2	(+)	(+)	(+ +)
A062040	산일전기	1.9	-9.8	-8.3	2.0	3.5	14.8	4.7	(+)	(+)	(+ +)
A383220	F&F	2.6	-3.0	26.7	1.6	3.2	6.6	1.7	(+)	(+)	(+ +)
A042660	한화오션	24.9	4.2	117.4	45.2	56.1	30.1	5.0	(+)	(+)	(+)
A047040	대우건설	1.5	2.5	18.7	20.4	19.3	5.3	0.4		(+)	(+ +)
A007660	이수페타시스	3.0	2.3	55.7	18.6	22.4	17.3	8.1	(+)	(+)	(+)
A257720	실리콘투	2.3	22.6	16.1	16.3	-10.8	13.9	9.3	(+)	(+)	(+)
A079550	LIG넥스원	8.9	42.6	83.7	13.4	12.1	27.4	7.5	(+)	(+)	(+)
A112610	씨에스월드	2.1	16.7	16.6	10.5	17.2	8.9	1.8	(+)	(+)	(+)
A298020	효성티앤씨	1.1	9.9	4.8	8.0	5.5	5.9	0.7	(+)	(+)	(+)
A011780	금호석유화학	2.9	-4.5	20.4	6.1	10.0	7.4	0.5	(+)	(+)	(+)
A033780	KT&G	14.6	12.4	11.8	2.4	2.0	13.0	1.4	(+)	(+)	(+)
A051900	LG생활건강	4.9	2.3	3.6	2.2	1.4	18.5	0.9		(+)	(+ +)
A034230	파라다이스	1.2	27.4	37.4	1.4	-1.9	15.3	0.7		(+)	(+ +)
A128940	한미약품	3.8	12.5	4.5	1.0	1.2	24.8	3.4	(+)		(+ +)
A009540	HD한국조선해양	20.3	27.3	25.9	46.4	45.5	8.4	1.9	(+)	(+)	
A329180	HD현대중공업	37.2	25.4	45.9	41.2	43.5	24.4	6.2	(+)	(+)	
A139480	이마트	2.3	18.2	33.3	22.3	43.7	9.9	0.2		(+)	(+)
A003230	삼양식품	8.9	35.3	54.3	20.3	24.7	19.2	10.6	(+)	(+)	
A041510	에스엠	2.7	29.7	58.3	14.1	23.3	13.5	4.3			(+ +)
A214450	파마리서치	4.4	45.2	58.5	11.0	13.1	29.8	9.4	(+)	(+)	
A122870	와이지엔터테인먼트	1.4	44.1	62.7	6.4	23.4	23.8	2.9		(+)	(+)
A298040	효성중공업	5.5	19.9	48.9	5.0	4.8	14.5	2.9		(+)	(+)
A214150	클래시스	4.0	17.3	27.0	4.8	11.9	24.3	8.6	(+)	(+)	
A005440	현대지에프홀딩스	1.0	31.3	34.1	3.8	-3.1	3.6	0.3			(+ +)
A058470	리노공업	3.1	-10.4	5.2	3.8	10.3	22.5	4.9			(+ +)
A000720	현대건설	5.0	28.9	75.6	3.4	3.1	8.1	0.7			(+ +)
A090430	아모레퍼시픽	7.2	3.4	17.5	3.2	4.5	23.6	1.7		(+)	(+)
A006800	미래에셋증권	7.4	54.4	62.6	3.2	3.8	10.2	0.7	(+)	(+)	
A069620	대웅제약	1.6	7.8	12.5	1.7	1.9	11.7	2.1	(+)	(+)	

주1: 컨센서스 데이터가 5개 이상 존재하는 기업 중 2025년 영업이익 1개월 변화율이 (+)인 종목 대상, 2025년 5월 21일(수) 종가 기준

주2: 표준편차 변화율 0 이상, 컨센서스 최대값 변화율 0 이상, 2024년 분기 어닝 서프라이즈 1회 이하 시, 2회 시 각각 "+ +", "+" 표시 / 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

IV

—

Appendix

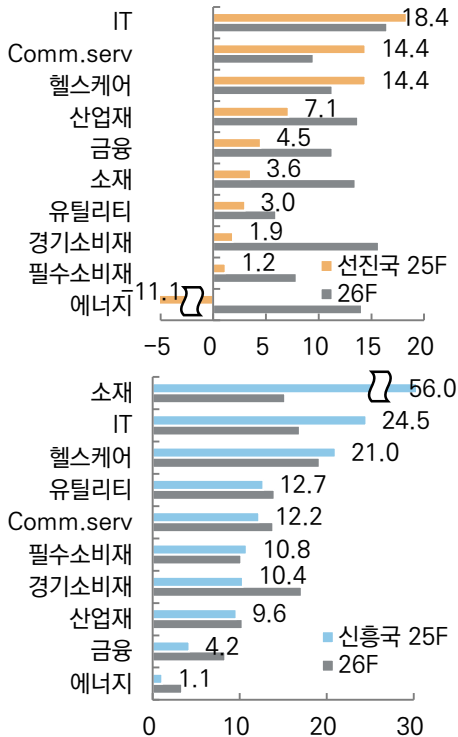


주요국, 업종별 이익 증가율

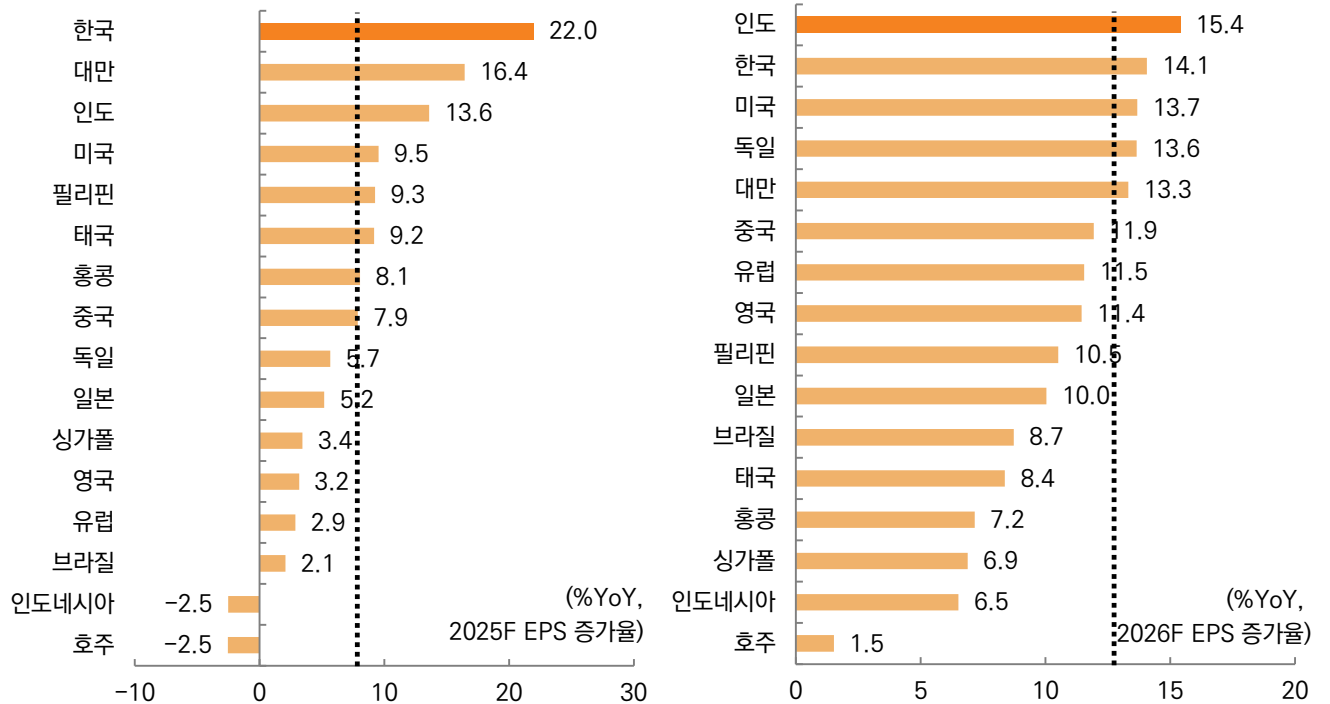
한국/대만/인도/미국 이익증가율 ↑

- 전세계 기업의 2025년 EPS 증가율 컨센서스는 +7.9%
- 한국, 대만, 인도, 미국, 필리핀, 태국, 홍콩이 전세계 평균 이익증가율을 상회
- 호주, 인도네시아, 브라질, 유럽, 영국, 싱가포르, 독일은 전세계 평균 이익증가율을 하회
- 선진국 내에선 IT, 커뮤니케이션 서비스, 헬스케어의 이익증가율이 높음. 신흥국 내에선 소재, IT, 헬스케어, 유틸리티가 긍정적

업종별 25F, 26F EPS 증가율



지역/국가별 2025, 2026년 EPS 증가율 컨센서스 비교



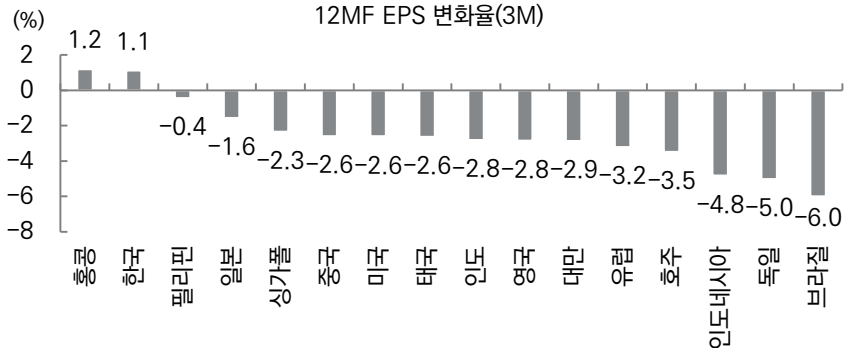
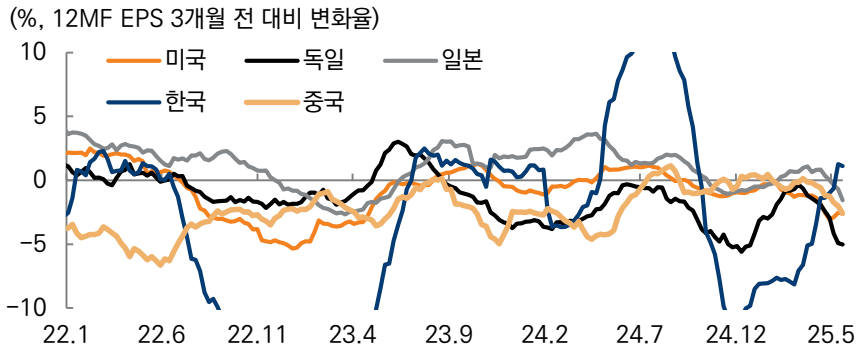
주: 점선은 전세계(MSCI AC World)의 2025년, 2026년 EPS 증가율 8.2%. 12.5% 수준, MSCI 기준
 자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

주요국, 업종별 이익 변화율

선진국, 신흥국 이익모멘텀 둔화

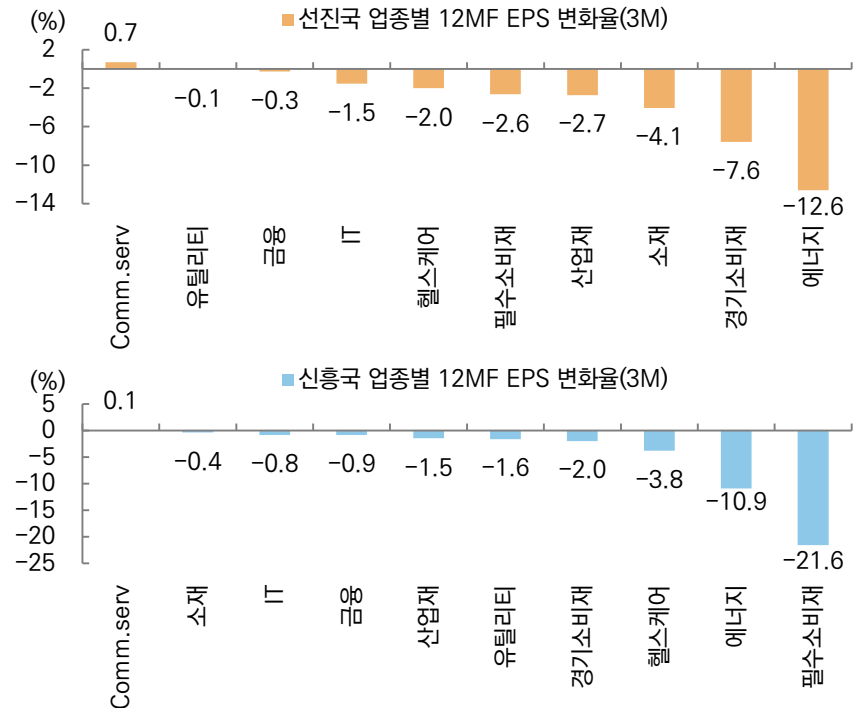
- 관세 불확실성 영향으로 선진국, 신흥국 이익모멘텀이 둔화. 커뮤니케이션 서비스 업종을 제외하고 대부분의 12개월 선행 EPS는 하향 조정
- 글로벌 이익모멘텀은 홍콩, 한국이 양호. 브라질, 독일, 인도네시아가 하향 조정 폭 ↑
- 한국의 12개월 선행 EPS 최근 3개월 간 +1.1% 상향 조정

지역/국가별 12개월 선행 EPS 변화율



자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

업종별 12개월 선행 EPS 변화율(3개월 전 대비)



자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

[한국] Earning & Valuation Table

한국 이익 & 밸류에이션 테이블

구분	시가총액 비중	주가 상승률		2025F 증가율			2026F 증가율			2025F 변화율(1M)		ROE			PER 12MF	PBR 12MF	배당수익률 25F
		3M	6M	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	2024	2025F	2026F			
												(%)	(%)	(%)			
전체	100.0	-1.6	6.0	6.0	24.0	28.6	5.8	16.5	15.6	0.1	0.0	7.4	8.9	9.5	9.3	0.9	2.3
KOSPI	84.9	-1.1	5.8	5.8	23.3	27.4	5.6	16.1	15.1	0.0	0.0	7.5	8.9	9.5	9.1	0.8	2.5
KOSPI(ex. 반도체)	63.2	0.4	6.3	5.0	23.7	33.4	5.4	15.5	16.9	0.1	0.0	6.3	7.9	8.6	9.7	0.8	2.3
KOSDAQ	15.1	-6.6	6.3	12.7	63.3	100.1	14.9	34.2	31.9	0.1	-0.5	5.6	10.3	12.1	17.0	1.9	0.8
대형주	70.8	-2.3	4.0	6.3	23.0	23.4	5.8	15.7	13.7	0.1	0.2	8.2	9.4	9.8	9.2	0.9	2.4
중소형주	28.8	0.5	13.9	5.0	29.6	79.7	5.6	21.0	28.0	0.0	-1.1	3.9	6.7	7.9	9.8	0.7	2.0
에너지	2.3	-6.0	1.1	3.0	77.6	흑전	4.3	35.3	148.4	-0.9	-6.7	-4.1	2.1	4.9	15.1	0.5	3.1
화학	2.8	-21.8	-22.7	3.2	흑전	흑전	9.5	92.5	187.5	-2.4	-1.0	-2.3	1.7	4.8	16.8	0.5	1.3
비철, 목재등	1.3	-0.8	-7.2	13.2	20.4	43.3	2.8	11.2	15.4	1.4	5.1	4.6	5.9	6.7	24.8	1.5	2.5
철강	1.4	-11.9	-15.2	-0.5	32.5	39.9	3.6	29.7	39.6	-1.0	-0.1	1.6	2.3	3.1	12.2	0.3	4.0
건설, 건축관련	1.6	9.7	16.8	-6.4	180.6	64.6	4.0	25.4	33.7	-0.9	1.6	4.3	6.6	8.2	6.6	0.5	2.6
기계	4.6	10.1	45.4	7.1	25.1	50.0	8.4	19.2	23.1	0.3	1.5	8.1	11.1	12.2	17.5	2.0	1.1
조선	4.8	25.5	55.2	13.0	144.0	89.8	10.4	28.7	34.1	1.2	34.2	9.4	15.2	17.3	18.5	3.0	0.9
상사, 자본재	6.4	15.8	43.2	11.6	30.4	23.4	6.2	15.9	20.5	1.8	3.8	6.7	7.8	8.8	12.9	1.1	1.7
운송	2.5	4.7	8.5	9.4	-19.0	-18.7	3.6	0.6	-4.8	-0.3	-8.4	11.4	8.8	7.8	8.5	0.7	3.0
자동차	5.6	-5.6	-6.7	6.4	-2.4	-0.5	4.2	3.7	4.0	2.1	-3.5	11.8	10.9	10.4	4.1	0.4	5.5
화장품, 의류, 완구	2.6	8.5	22.3	7.7	26.0	9.9	6.6	14.8	16.1	0.4	0.8	10.2	10.3	10.8	10.6	1.1	1.7
호텔, 레저서비스	0.4	7.9	7.6	5.2	19.8	-0.9	6.2	12.6	9.8	-1.4	0.3	8.1	7.7	8.1	13.1	1.0	4.2
미디어, 교육	1.4	7.2	20.0	8.6	51.9	흑전	8.4	25.6	22.6	0.1	-2.0	-2.9	7.6	8.7	20.8	1.7	1.3
소매(유통)	0.8	8.2	17.8	2.7	45.8	흑전	3.4	14.7	28.2	-0.4	2.5	-3.2	3.2	4.0	9.5	0.3	2.7
필수소비재	2.5	11.0	13.1	5.0	12.1	17.0	5.3	11.3	14.3	0.0	0.5	8.9	9.8	10.4	11.5	1.2	2.8
건강관리	11.0	-5.1	4.6	16.8	57.6	57.0	13.8	29.0	29.9	-0.8	-1.0	5.5	8.1	9.6	34.9	3.0	0.3
은행	5.6	9.0	3.0		2.8	7.3		4.9	4.5		-0.3	8.3	8.5	8.4	5.5	0.5	4.9
증권	2.3	10.5	21.4		5.2	5.5		4.7	3.7		1.9	12.6	12.4	12.0	6.5	0.8	3.2
보험	2.2	-1.1	-5.4		3.9	-1.1		6.1	6.2		-0.5	10.9	10.3	10.4	5.5	0.6	5.4
소프트웨어	5.6	-7.1	3.0	7.2	24.6	20.8	8.9	18.1	17.3	-0.5	0.8	6.9	7.7	8.3	16.4	1.3	0.8
IT하드웨어	2.1	-13.3	3.7	4.6	34.8	19.5	8.4	43.3	43.1	-0.1	-7.4	6.4	7.1	9.3	13.0	1.1	1.1
반도체	22.2	-5.3	4.6	10.8	흑전	16.7	6.8	17.8	11.5	-0.5	0.1	11.5	12.0	12.0	7.7	0.9	2.1
IT가전	5.0	-27.3	-30.9	2.8	159.8	흑전	12.4	102.2	180.0	-0.9	-12.5	-1.3	2.1	5.6	40.1	1.5	0.2
디스플레이	0.5	-11.0	-6.6	-0.8	흑전	흑전	2.2	44.4	229.2	-0.9	12.5	-27.8	2.4	7.3	15.9	0.7	0.7
통신서비스	1.2	2.2	6.7	2.7	52.4	67.2	1.0	-2.4	-2.6	-0.2	-1.4	5.7	9.2	8.6	8.6	0.8	5.6
유틸리티	1.3	19.1	9.9	1.8	42.2	79.3	0.9	8.0	12.1	-0.9	2.2	9.2	14.5	14.2	2.8	0.4	4.3

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

[Global] Earning & Valuation Table

글로벌 이익 & 밸류에이션 테이블

(%, 배)

지역/국가	주가 상승률		EPS 증가율				12MF EPS 변화율			PER		PBR		ROE			배당수익률		
	3M	6M	FY0	FY1	FY2	12MF	1M	3M	6M	12MF	3yAvg	12MF	3yAvg	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
전세계	-1.7	1.0	10.3	8.0	12.5	9.9	-1.2	-2.6	-3.1	18.1	16.4	2.9	2.6	15.7	15.6	16.1	1.8	1.9	2.0
선진국	-1.9	0.4	8.6	7.3	12.5	9.4	-1.2	-2.6	-3.1	19.1	17.2	3.2	2.8	16.4	16.3	16.8	1.7	1.8	1.9
북미	-2.6	-1.7	10.8	9.4	13.5	11.1	-1.0	-2.5	-3.2	21.3	19.2	4.2	3.7	19.6	19.7	20.1	1.3	1.4	1.5
유럽	0.0	10.2	2.7	2.9	11.5	6.6	-1.5	-3.2	-3.6	14.5	12.9	2.0	1.8	14.1	13.7	14.3	3.1	3.2	3.5
EAFE	0.1	7.4	4.5	3.2	10.6	6.1	-1.4	-2.8	-2.9	14.6	13.2	1.8	1.6	12.4	12.1	12.6	3.0	3.1	3.4
미국	-2.8	-1.9	11.3	9.5	13.7	11.2	-1.1	-2.6	-3.4	21.7	19.6	4.4	3.9	20.3	20.3	20.7	1.2	1.3	1.4
독일	5.9	22.3	0.4	5.7	13.6	9.0	-2.4	-5.0	-5.6	15.2	11.5	1.7	1.4	11.1	11.1	11.9	2.4	2.6	2.9
영국	1.4	7.5	-1.8	3.2	11.4	6.8	-1.3	-2.8	-3.4	12.2	10.7	1.8	1.6	15.1	14.8	15.4	3.5	3.7	4.1
싱가폴	3.1	9.6	12.2	3.4	6.9	4.3	-1.9	-2.3	-1.4	14.7	12.9	1.7	1.3	10.1	11.7	11.2	3.8	4.3	4.4
홍콩	9.4	12.2	12.8	8.1	7.2	7.6	0.5	1.2	0.3	12.6	12.4	1.0	0.9	7.4	7.6	7.8	4.0	4.2	4.4
일본	-0.9	1.3	10.2	5.2	10.0	5.9	-1.3	-1.6	-0.8	14.2	13.9	1.4	1.3	9.6	9.5	9.9	2.4	2.5	2.8
호주	1.2	0.1	-5.8	-2.5	1.5	1.8	-1.6	-3.5	-4.5	18.6	15.7	2.4	2.1	14.0	12.7	12.7	3.9	3.6	3.6
신흥국	0.1	6.6	21.3	12.4	12.4	12.3	-1.1	-2.5	-2.9	12.3	11.7	1.6	1.5	12.5	12.6	12.8	2.7	2.8	3.1
신흥 아시아	-0.6	6.3	28.2	12.4	12.8	12.5	-1.1	-2.1	-3.2	13.0	12.5	1.6	1.5	11.9	12.4	12.7	2.3	2.4	2.6
신흥 유럽	6.7	21.9	-13.2	26.9	16.6	22.0	-0.2	2.0	-2.2	7.8	6.6	1.1	1.1	12.4	14.2	14.5	4.3	4.9	5.5
라틴아메리카	6.9	6.1	3.7	5.9	7.8	6.7	-3.2	-11.4	-6.5	9.4	8.3	1.5	1.4	15.9	16.5	16.5	5.7	5.4	5.7
중국	-0.6	17.6	15.8	7.9	11.9	9.5	-1.1	-2.6	-2.7	11.2	10.0	1.3	1.2	11.8	11.7	12.0	2.3	2.4	2.6
인도	9.2	4.8	6.4	13.6	15.4	14.0	-1.7	-2.8	-5.7	22.5	21.5	3.4	3.3	15.4	14.9	15.3	1.2	1.4	1.5
인도네시아	5.1	-3.3		-2.5	6.5	1.2	-2.5	-4.8	-9.1	11.0	13.0	1.8	2.1	18.3	16.8	16.5	6.0	6.0	6.2
한국	-3.3	2.3	99.1	22.0	14.1	18.3	-0.2	1.1	-5.2	8.4	10.5	0.9	0.9	8.4	10.0	10.3	2.3	2.4	2.6
대만	-8.2	-2.8	40.0	16.4	13.3	15.0	-1.2	-2.9	-0.2	14.7	14.9	2.5	2.3	15.7	16.6	17.0	2.8	2.9	3.3
태국	-3.3	-16.7	8.2	9.2	8.4	11.1	-1.6	-2.6	-5.3	15.0	16.2	1.5	1.7	9.8	10.1	10.4	3.7	3.7	4.0
브라질	5.4	0.9	-0.4	2.1	8.7	4.9	-4.1	-6.0	-8.2	8.4	7.3	1.4	1.3	17.2	16.9	16.7	6.5	5.8	6.3

자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance

- 당사는 자료 작성일 현재 하이브 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 이마트,HD현대중공업,하이브,SK하이닉스,CJ,삼성전기,한화에어로스페이스,삼성물산 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 HD현대미포 의 자기주식 취득 및 처분을 위한 신탁 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 이마트,HD현대중공업의 지급보증·배서·담보제공·채무인수 등의 방법으로 채무이행을 직·간접적으로 보장하는 업무를 수행 중입니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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.