

구조적 착시의 삼각지대를 넘어선 대안 컨센서스



Quant Analyst

이민재

☎ (02) 3772-1538

✉ minjae@shinhan.com

구조적 착시의 삼각지대를 넘어선 대안 컨센서스

컨센서스 구조적 착시 요인 세 가지: 1) 표본 편倚 2) 후행성 3) 정확성

애널리스트 실적 컨센서스(Earnings Consensus)는 단순히 예측치라는 개념을 넘어서 기업 실적 전망의 집합적 평균치로서 투자 결정과 시장 운영에 객관적인 기능을 수행한다. 그러나 2010년 이후 분기 실적 컨센서스 대비 실제치 괴리율이 $\pm 20\%$ 이내일 확률은 평균적으로 50% 수준에 불과하다. 컨센서스 괴리를 야기하는 구조적 착시 요인 세 가지 1) 표본 편倚 2) 후행성 3) 정확성을 제시한다.

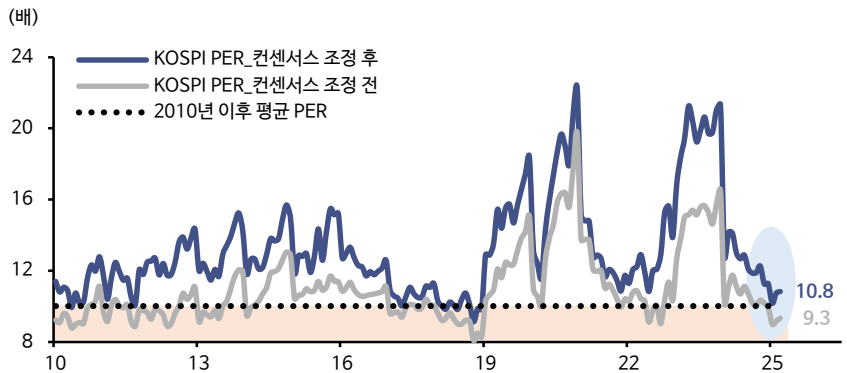
기존 컨센서스의 구조적 한계를 보완한 대안 컨센서스

기존 컨센서스의 구조적 한계를 보완한 “섹터 국면 조정 컨센서스”를 대안으로 제시한다. 업종별 업황 사이클에 따른 괴리율 변화 패턴을 기존 컨센서스에 반영해 애널리스트의 이익 과대 추정 및 조정 지연 경향을 완화시켰다. 실적 예측 정확성 및 후행성 측면에서 조정 전 대비 개선된 퍼포먼스를 보였다. 영업이익 기준 대안 컨센서스의 분기 평균 괴리율은 조정 전 대비 1/4 수준으로 축소되었다.

조정 순이익 컨센서스를 활용한 KOSPI 밸류에이션 진단 및 전망

2025년 3월 기준 애널리스트 순이익 컨센서스를 통해 산출한 KOSPI PER은 9.3배다. 대안 컨센서스 PER은 10.8배로 역사적 평균치를 상회한다. 기존 컨센서스의 이익 과대 추정을 보정해 증시 저평가를 해소했다. 향후 산업재 이익 모멘텀 지속과 IT 턴어라운드, 수출 업종 고환율 수혜 등이 동반된다면 지수의 중장기적 상승 흐름은 지속될 것으로 예상된다. 현재 KOSPI 레벨에 애널리스트 컨센서스 PER 9.3배가 반영되어 있다는 전제 하에 조정 후 PER 10.8배를 적용해 지수의 추가 상승 여력은 +16% 내외로 전망한다.

대안 컨센서스는 KOSPI 밸류에이션 저평가 해소



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 컨센서스가 존재하는 KOSPI 상장사 대상 PER 산출

I. 국내 컨센서스 현황과 구조적 착시

국내 컨센서스 현황과 구조적 착시

국내 애널리스트 실적 컨센서스 현황

실적 컨센서스 개요

다수 금융기관 및 리서치 기관에서 발표하는 애널리스트 실적 컨센서스(Earnings Consensus)는 기업에 대한 실적 전망의 집합적 평균치다. 애널리스트 컨센서스는 단순히 예측치라는 개념을 넘어서 1) 기업 적정가치 평가 2) 시장 참여자 간 정보 비대칭성 완화 3) 시장 예측 및 변동성 완화 등 투자 결정과 시장 운영에 객관적인 기능을 수행한다.

컨센서스 산출 로직

일반적으로 컨센서스는 다음과 같은 과정을 통해 산출된다.

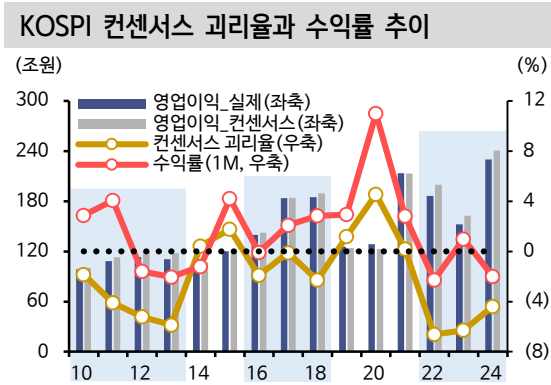
- 1) 애널리스트들이 기업 재무제표, 산업 동향 등을 분석해 실적 전망 작성
- 2) FnGuide 등 금융정보 서비스 기관들이 애널리스트들의 실적 추정치 수집
- 3) 수집된 다수의 실적 추정치들에 근거한 평균값이 실적 컨센서스로 산출
- 4) 컨센서스는 애널리스트 추정치 변화 등을 반영해 주기적으로 업데이트

컨센서스 괴리율은 주가 변동성 확대 요인

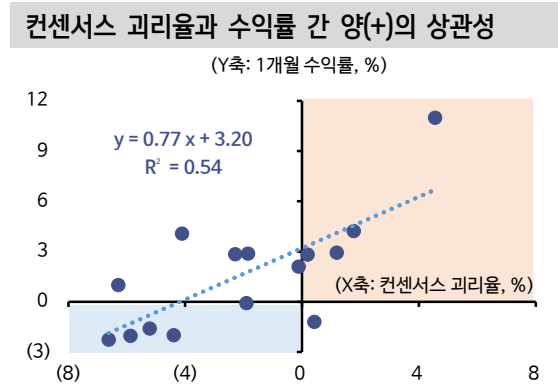
애널리스트 컨센서스는 실적 발표 전 기업의 잠정적 가치에 대한 시장 기대치를 형성한다. 컨센서스와 실제 실적 간 괴리는 주가 변동성 확대 요인으로 작용한다. 어닝 서프라이즈(Earnings Surprise)와 어닝 쇼크(Earnings Shock)는 시장 참여자들의 매수 심리 및 매도 압력을 자극한다.

컨센서스 괴리율과 수익률 간 양(+) 의 상관성

KOSPI 상장 기업에 대한 컨센서스 괴리율과 주가 수익률 간 양(+)¹⁾의 상관성을 갖는다. 양(+)²⁾의 컨센서스 괴리율을 기록한 연도의 연간 결산 종료 후 1개월 전 대비 수익률 평균치는 4.0%이며 최고 수익률은 11.0%다. 음(-)³⁾의 괴리율을 기록한 연도의 동일 기간 평균 수익률은 0.5%에 그치며 최저 수익률은 -2.3%다.



자료: FnGuide, 신한투자증권
 주: 1) 컨센서스가 존재하는 KOSPI 상장사 대상
 2) 컨센서스는 당해 연도 연간 영업이익 추정치
 3) 수익률은 연간 결산 종료 후 1개월 전 대비 수익률



자료: FnGuide, 신한투자증권
 주: 1) 괴리율과 수익률은 연간 데이터
 2) 컨센서스가 존재하는 KOSPI 상장사 대상
 3) 수익률은 연간 결산 종료 후 1개월 전 대비 수익률

실적 컨센서스의 구조적 착시 요인 분석

분기 컨센서스 괴리율
±20% 이내(인라인)
확률 50% 수준

애널리스트 컨센서스는 시장 참여자들에게 기업 실적 예측 및 투자 의사결정에 중요한 지표로 활용된다. 그러나 실제 실적과 애널리스트 컨센서스 간 일정 수준 이상 괴리가 발생하는 사례는 이전부터 지속적으로 관찰되어 왔다. 2010년 이후 KOSPI 분기 영업이익의 컨센서스 괴리율이 ±20% 이내(인라인)일 확률은 평균적으로 50%를 하회한다.

평균적으로 어닝 쇼크
발생 비율은 서프라이즈
비율 대비 높음

2010년 이후 KOSPI 상장 종목 중 분기 컨센서스 대비 실제치 간 괴리율이 +20%를 초과해 어닝 서프라이즈가 발생한 종목 비율의 평균치는 17.5%다. 반면 어닝 쇼크 발생 종목 비율 평균치는 29.2%로 어닝 서프라이즈 비율 대비 10%p 이상 높다. 2010년 이후 60개 분기 중 어닝 쇼크 대비 서프라이즈 비율이 높은 분기는 11개 분기로 20% 미만의 확률에 불과하다.

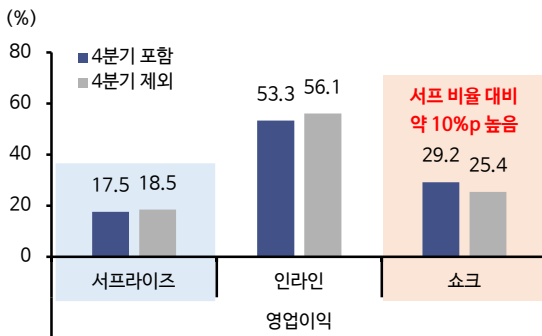
애널리스트 컨센서스
구조적 착시 요인:
기업 간 정보 비대칭 등

위와 같은 현상은 컨센서스 산출 과정에 내재된 구조적 한계와 시장 환경적 요인에서 기인할 가능성이 높다는 것을 시사한다. 해당 주요 요인에는 애널리스트와 기업 간 정보 비대칭 및 이해관계, 경기민감 산업의 이익 변동성 등이 있다. 행동재무학적 관점에서는 애널리스트의 기준점 편향(Anchoring Bias), 군집 행동(Herd Behavior), 낙관 편향(Optimism Bias) 등 인지적 편향이 컨센서스 괴리를 야기할 수 있다.

컨센서스 괴리 발생 원인
1) 표본 편의
2) 후행성
3) 정확성

컨센서스 괴리를 야기하는 요인을 1) 표본 편의 2) 후행성 3) 정확성 측면에서 분석해보았다. 국내 애널리스트 컨센서스는 1) 연간 실적 추정치 데이터가 일부 KOSPI 및 대형주에 편중되어 있고 시기적으로 불균등하게 분포되어 있어 표본 대표성에 한계가 있고 2) 실적 반영 속도가 시장 대비 후행하며 3) 어닝 서프라이즈 대비 쇼크 발생 비율이 높다는 구조적 결함에 노출되어 있다.

분기 어닝 서프라이즈 및 쇼크 발생 종목 비율



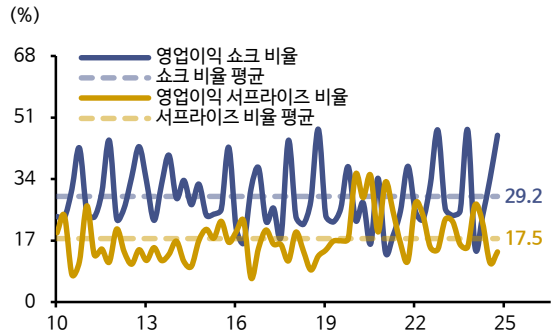
자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 1) KOSPI 상장 기업 분기 실적 기준

2) 2010년 이후 분기 평균

3) 서프라이즈 및 쇼크 기준 괴리율은 실제치 대비 ±20%

어닝 서프라이즈 및 쇼크 발생 종목 비율 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 1) 2010년 이후 KOSPI 상장 기업 분기 실적 기준

2) 서프라이즈 및 쇼크 기준 괴리율은 실제치 대비 ±20%

II. 컨센서스의 구조적 착시 ① 표본 편倚

컨센서스의 구조적 착시 ① 표본 편倚

컨센서스의 표본 편倚: ① 종목 편중

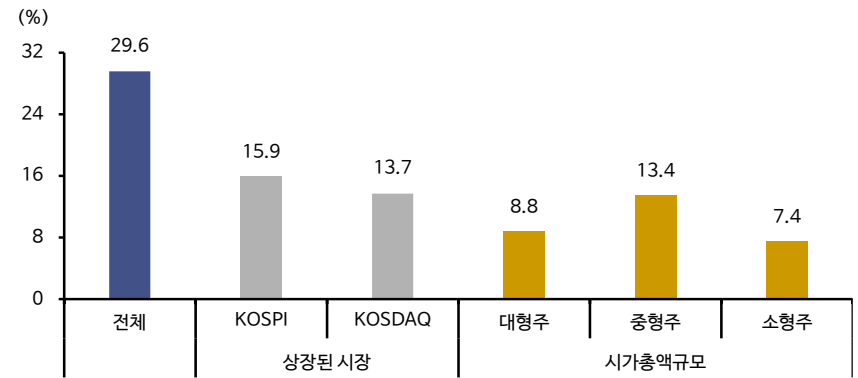
컨센서스 괴리 발생 원인
1) 표본 편倚

첫 번째 컨센서스 데이터의 구조적 착시 요인은 표본 편倚(Sampling Bias)다. 컨센서스 추정치의 정확성과 신뢰성은 추정치 표본의 대표성에 의존한다. 증시 전반의 추정치 최대한 많은 기업에 대해 시계열 상 균일하게 분포된 컨센서스 표본에 기반해야 한다. 그러나 종목 및 시기 편중에 따른 불균일한 데이터 분포는 표본 대표성을 저하시키고 이는 컨센서스 괴리 발생 요인으로 작용할 수 있다.

표본 대표성 한계
1) 종목 편중
→ KOSPI, 대형주 중심

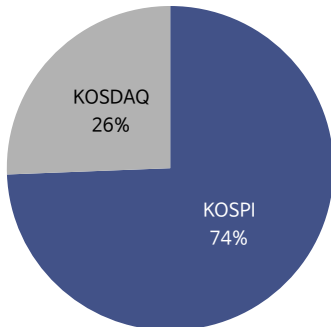
전종목 중 실적 컨센서스가 존재하는 종목 수의 평균 비율은 30%를 미달하고, 컨센서스 데이터들은 일부 종목에 편중되어 있다. 그 30% 중에서 KOSPI와 KOSDAQ 종목 비율은 각 16%, 14%로 유사한 수준이다. 하지만 컨센서스 데이터 표본 수 비율은 KOSPI가 74%로 압도적으로 높다. 이러한 양상은 대형주와 소형주에서도 나타난다. 국내 애널리스트 컨센서스는 시장 전반의 실적 분포를 포괄하지 못하고, 특정 종목군에 치우친 예측으로 왜곡될 가능성이 높아진다.

전종목 대비 컨센서스 존재 종목 수 비율



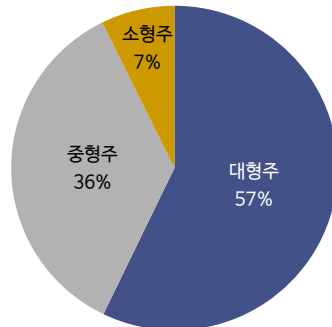
자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 1) 2010년 이후 연평균 2) 컨센서스는 당해 연도 EPS 추정치

컨센서스 데이터 비율: 상장된 시장



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 2010년 이후 연평균

컨센서스 데이터 비율: 시가총액규모



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 2010년 이후 연평균

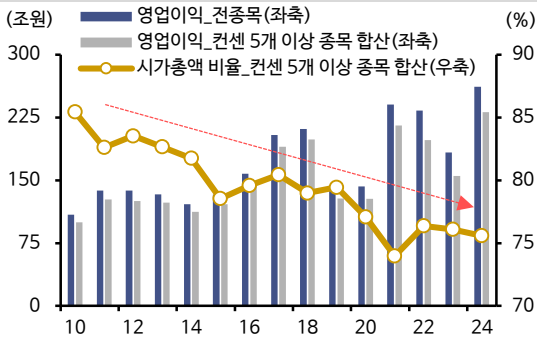
표본 대표성 한계

1) 종목 편중

→ 데이터 표본 5개 이상
종목 비중 50% 미만

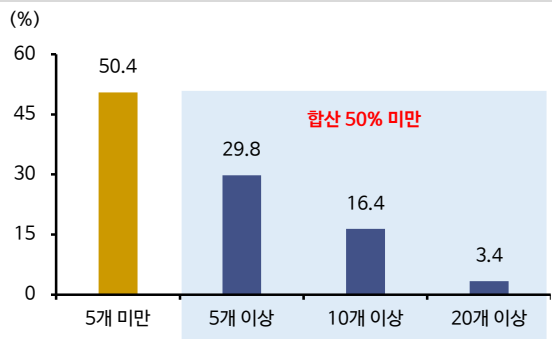
컨센서스 데이터 표본 수가 5개 이상인 종목들의 합산 시장 비중이 지속적으로 감소하고 있다. 이익 추정치가 존재하는 종목들 중에서도 추정치가 5개 이상인 종목의 비율이 평균적으로 50%를 밑돌고 있다. 이는 시장 내에서 실적 추정의 신뢰성을 뒷받침할 충분한 분석이 이루어지지 못하고 있는 종목군이 많아지고 있다는 의미로 해석된다.

컨센서스 5개 이상 종목 시장 비중 감소 지속



자료: FnGuide, 신한투자증권
주: 컨센서스는 당해 연도 연간 영업이익 추정치

컨센서스 5개 이상 종목 비율 50% 미만



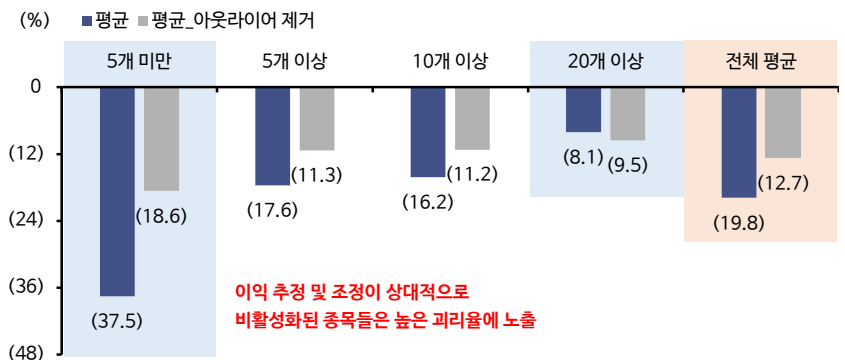
자료: FnGuide, 신한투자증권
주: 1) 2010년 이후 연평균 비율
2) 컨센서스는 당해 연도 연간 영업이익 추정치

소외된 중소형주

이익 추정 비활성화 및
과리율 확대 리스크 노출

위와 같이 컨센서스 데이터 분포가 일부 종목에 편중되는 근본적인 원인은 일부 KOSPI 및 대형주 종목 중심으로 애널리스트들의 실적 추정 및 조정이 집중되기 때문이다. 반면 상대적으로 비주류에 속하는 중소형주 종목들에 대해서는 이익 추정이 충분히 잘 이루어지고 있지 않다. 이로 인해 소외된 중소형주 종목들은 대형주 대비 2~3배 이상 높은 컨센서스 과리율에 노출된다.

애널리스트 분석으로부터 소외된 종목들은 높은 과리율에 노출



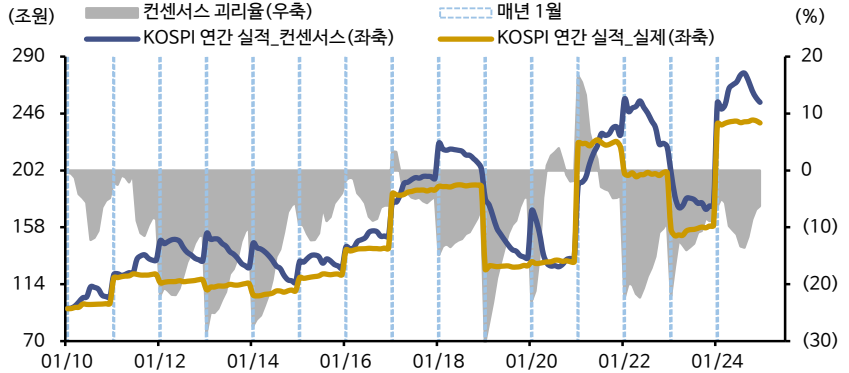
자료: FnGuide, 신한투자증권
주: 1) 2010년 이후 연평균
2) 컨센서스는 각 연도별 전종목 당해 연도 연간 영업이익 추정치

컨센서스의 표본 편倚: ② 시기 편중

표본 대표성 한계
2) 시기 편중
→ 매년 연말 컨센서스
과리율 축소

매년 연초 KOSPI 당해 연도 연간 실적 컨센서스 과리율이 급격히 확대되었다가 연말에 가까워질수록 축소되는 계절성이 있다. 이러한 현상을 설명할 수 있는 요인은 정보량 제한, 추정치 조정 시차, 시장 환경 변화 등 다양하다. 다양한 요인 중 시간 흐름에 따른 컨센서스가 존재하는 종목 수 변화를 살펴볼 필요가 있다.

컨센서스 데이터 계절성: 매년 연초 컨센서스 과리율 확대



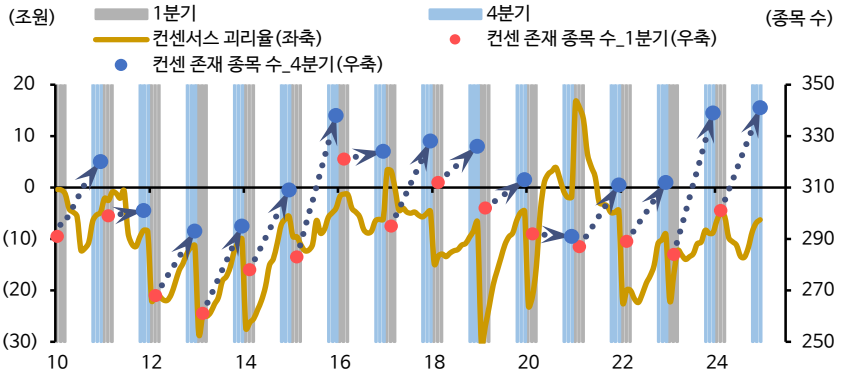
자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 1) 컨센서스가 존재하는 KOSPI 상장사 대상 2) 컨센서스는 당해 연도 연간 영업이익의 추정치

표본 대표성 한계
2) 시기 편중
→ 매년 연말 컨센서스
존재 종목 수 증가

컨센서스 데이터가 존재하는 종목 수는 연초 대비 연말에 많아지는 경향이 있다. 연초 이후 애널리스트들의 이익 전망치를 제시하는 종목들과 그 데이터 표본이 늘어나면서 연말에는 KOSPI 연간 실적 컨센서스가 실제치에 점진적으로 수렴하게 된다. 이처럼 컨센서스 데이터가 시계열 상 불균일한 분포를 갖기 때문에 표본 대표성을 확보하는 데에 한계가 있다. 이로 인해 전체 시장 또는 개별 기업 실적을 추정하는 과정에 구조적 제약이 있다고 볼 수 있다.

컨센서스 데이터 계절성: 매년 연초 → 연말 컨센서스 존재 종목 수 증가



자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 1) KOSPI 상장사 중 당해 연도 연간 영업이익 컨센서스 존재 종목 대상
2) 컨센서스는 각 연도별 전종목 당해 연도 연간 영업이익 추정치

II. 컨센서스의 구조적 착시 ② 후행성

컨센서스의 구조적 착시 ② 후행성

컨센서스의 후행성: 시장의 선행성, 애널리스트의 후행성

컨센서스 괴리 발생 원인
2) 후행성

두 번째 컨센서스 데이터의 구조적 착시 요인은 후행성이다. 효율적 시장 참여자들은 새로운 정보를 즉각적으로 선반영하여 주가를 변동시킨다. 반면 애널리스트들은 기업 간 정보 비대칭 및 이해관계, 인지 편향 등 구조적 요인에 컨센서스를 사후적으로 수정하는 경향이 있다.

주가 결정 요인
1) 이익(EPS)
2) 멀티플(PER)

주가(P)는 기업의 이익(EPS)과 시장이 부여하는 멀티플(PER)의 함수로 결정된다. “ $P = EPS \times PER$ ” 수식에 근거하여 EPS와 PER의 증감을 통해 주가 결정 및 변동을 설명할 수 있다. EPS는 애널리스트들이 평가하는 기업의 잠재적 가치를, PER은 시장 참여자들이 그 잠재성에 부여하는 가치를 의미한다. 애널리스트는 EPS, 시장은 PER 조정을 통해 실적이라는 새로운 정보를 주가에 반영하는 과정에서 시차가 존재한다.

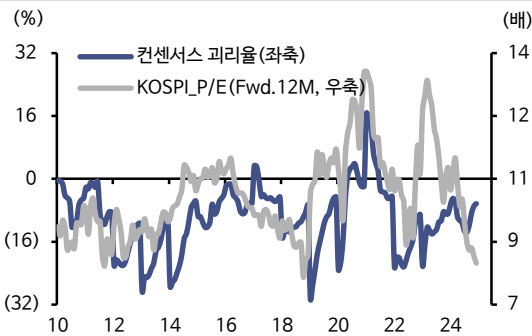
실적 반영 속도 차이
1) 시장 선행

시장은 실적 발표 전 어닝 서프라이즈 또는 쇼크 가능성에 선제적으로 반응한다. 그 가능성을 주가에 반영하기 위해 시장 참여자들은 멀티플을 빠르게 조정한다. 예를 들어, 긍정적인 실적 전망을 뒷받침하는 새로운 정보가 시장에 유입되는 순간 투자자들은 PER을 상향 조정하며 주가를 상승시킨다. 이로 인해 KOSPI 실적 컨센서스 괴리를 대비 PER이 선행하는 경향이 나타나는 것이다.

실적 반영 속도 차이
2) 애널리스트 후행

애널리스트는 기업이 실적을 발표한 후 사후적으로 실적 내용에 반응한다. 애널리스트는 시장의 선행적 신호를 이익 추정치에 즉시 반영하지 않는다. 기업이 발표한 실적 및 가이드스 내용을 확인하고 시장 반응을 감안하여 EPS를 조정한다. 이에 따라 실적 컨센서스 괴리를 대비 EPS가 후행하는 패턴이 관찰되는 것이다.

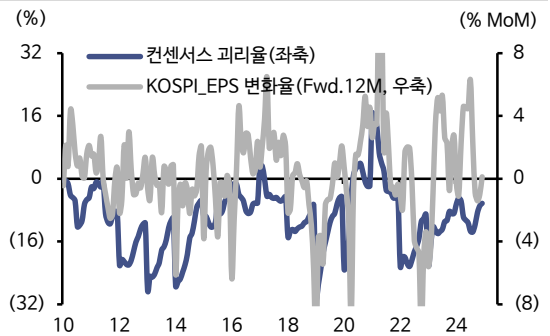
시장은 실적 서프/쇼크 가능성을 사전적으로 반영



자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 1) 컨센서스가 존재하는 KOSPI 상장사 대상
2) 컨센서스는 당해 연도 연간 영업이익 추정치

애널리스트는 실적 내용을 사후적으로 반영



자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 1) 컨센서스가 존재하는 KOSPI 상장사 대상
2) 컨센서스는 당해 연도 연간 영업이익 추정치

지표별 실적 반영 구조

요약하자면 기업이익(EPS)과 시장이 부여하는 멀티플(PER)의 움직임을 고려한 실적 반영 구조는 아래 표와 같다. 기업 어닝 서프라이즈 및 쇼크 가능성에 따라 1) 시장이 사전적으로 PER을 상승 및 하락시킨 후 2) 시차를 두고 애널리스트들이 EPS 전망치를 조정하면 3) PER은 재조정된다.

지표별 실적 반영 구조		
지표	실적 반영 속도	주요 원인
12개월 선행 PER	선행	시장이 사전적으로 반영
컨센서스 괴리율	-	기업이 실적 발표하는 즉시 변동
12개월 선행 EPS	후행	애널리스트들이 사후적으로 전망치 조정

자료: 신한투자증권

시장 가격과 애널리스트 컨센서스 선행성 점검

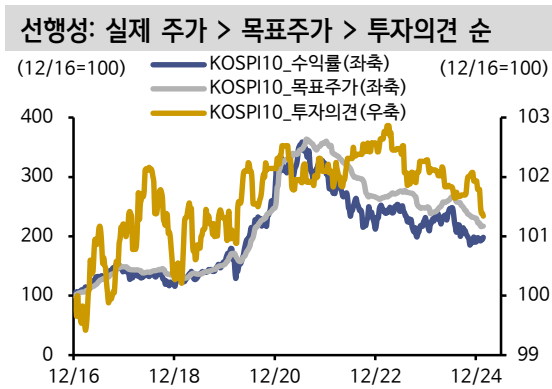
시장 가격과 애널리스트 컨센서스 간 선행성 점검

실제 주가와 애널리스트 목표주가 및 투자 의견 추이 분석을 통해 시장 가격과 애널리스트 컨센서스 간 선행성을 점검해보았다. KOSPI10 지수는 2016년 이후 연평균 EPS 컨센서스 개수 상위 10개 기업으로 제작한 시가총액 동일가중지수다. 위 지수에는 삼성전자, SK하이닉스, NAVER, 현대차, 카카오, 기아, 현대모비스 등이 포함되며 해당 기업들의 연평균 EPS 추정치 수는 20개를 초과한다.

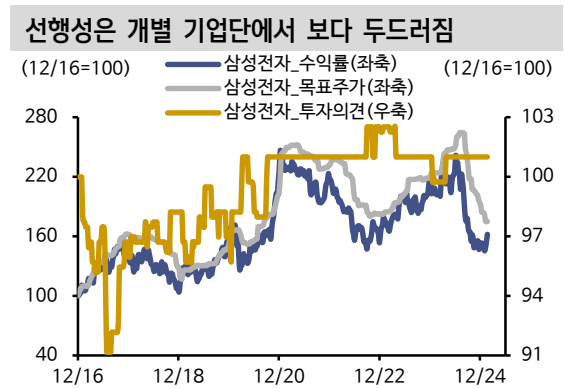
선행성 순위:

- 1) 실제 주가
- 2) 애널리스트 목표주가
- 3) 애널리스트 투자 의견

분석 결과 시장이 애널리스트 컨센서스를 선행한다. 실적 전망에 대해 실제 주가 > 애널리스트 목표주가 > 애널리스트 투자 의견 순으로 반응하는 것으로 보인다. 시장 참여자들은 새로운 정보에 대한 즉각적인 투자 심리를 주가에 반영한다. 이에 반해 애널리스트 목표주가는 최근 주가 흐름을 감안하여 기업 실적과 산업 전망, 밸류에이션 모델 등에 근거해 산출된다.



자료: FnGuide, 신한투자증권
 주: 1) KOSPI10은 2016년 이후 연평균 EPS 컨센서스 표본 개수 상위 10개 기업으로 구성된 시가총액 동일가중지수
 2) 애널리스트 투자 의견은 수치화된 데이터 (5: 강력 매수, 4: 매수, 3: 중립, 2: 매도, 1: 강력 매도)



자료: FnGuide, 신한투자증권
 주: 1) 2016년 이후 주간 데이터 기준
 2) 애널리스트 투자 의견은 수치화된 데이터 (5: 강력 매수, 4: 매수, 3: 중립, 2: 매도, 1: 강력 매도)

III. 컨센서스의 구조적 착시 ③ 정확성

컨센서스의 구조적 착시 ③ 정확성

컨센서스의 정확성 한계: 어닝 서프라이즈 대비 높은 어닝 쇼크 비율

컨센서스 괴리 발생 원인
3) 정확성

세 번째 컨센서스 데이터의 구조적 착시 요인은 정확성이다. 애널리스트들은 기업 실적 예측을 위해 과거 실적과 향후 가이드스 데이터를 바탕으로 다양한 거시경제 지표 및 산업 전망을 반영해 이익 추정치를 산출한다. 컨센서스가 실제 실적과 일치하기를 기대하는 것은 비현실적이다.

컨센서스 괴리 발생은
필연적

기업 실적은 경기 사이클, 원자재 가격 및 환율 변동, 대내외 정책 등 다수 외부 변수로부터 영향을 받기 때문에 일정 수준의 괴리율이 필연적으로 발생한다. 컨센서스 괴리를 초래하는 불확실성은 실적 발표 전까지 지속될 수밖에 없다. 이는 본질적으로 컨센서스 예측이 가진 현실적 한계다.

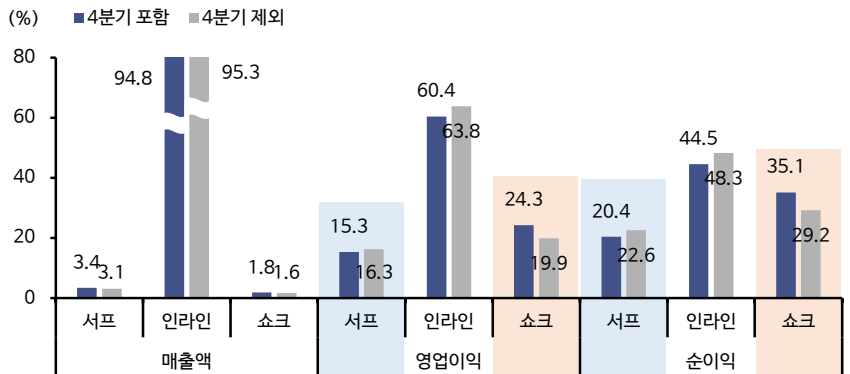
근본적 문제:
평균적으로 어닝 쇼크
발생 비율은 서프라이즈
비율 대비 높음

그러나 근본적으로 직면해야 할 구조적 문제는 단순히 괴리 발생 여부에 따른 정확성 측면의 한계가 아니라, 어닝 서프라이즈 대비 쇼크 발생 비율이 상대적으로 높은 수준을 유지하고 있다는 점이다. 2010년 이후 분기 평균 기준 영업이익 쇼크 발생 비율은 24.3%로 서프라이즈 비율 15.3% 대비 약 8%p 높다. 순이익의 경우, 어닝 쇼크 비율은 35.1%로 서프라이즈 비율 대비 약 15%p 높다.

애널리스트 컨센서스
구조적 착시 요인:
기업 간 정보 비대칭 등

위와 같은 현상은 컨센서스 산출 과정에 내재된 구조적 한계와 시장 환경적 요인에서 기인할 가능성이 높다는 것을 시사한다. 해당 주요 요인에는 애널리스트와 기업 간 정보 비대칭 및 이해관계, 경기민감 산업의 이익 변동성, 애널리스트 인지 편향 등이 존재한다.

실적 항목별 연평균 컨센서스 예측 성과



자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 1) 2010년 이후 분기 평균

2) 서프라이즈 및 쇼크 기준 괴리율은 실제치 대비 ±20%

3) 필터링 조건 ① 컨센서스 표본 개수 5개 이상 ② 괴리율 절댓값 500% 이상 종목 제외

아웃라이어 제거 전후
경기민감 섹터 괴리율
변화 큼

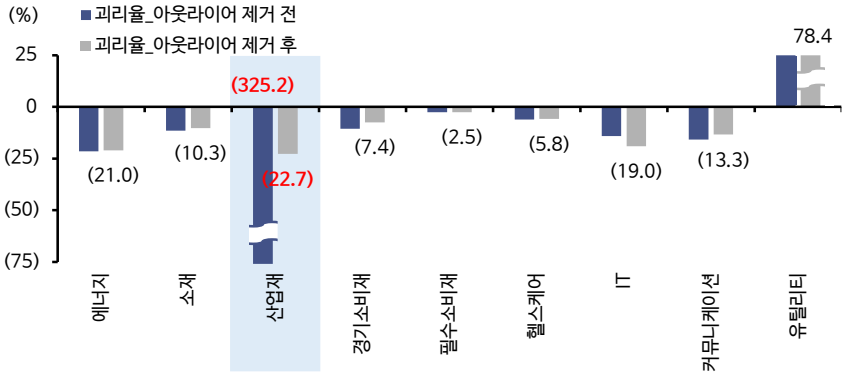
섹터별 괴리율 분석 시
산업 특성 고려 필요

섹터 및 업종별 컨센서스 괴리율 분석

경기민감 섹터의 경우 아웃라이어 제거 전후에 따라 컨센서스 분기 평균 괴리율의 변화가 크다. 그 중에서도 특히 조선, 건설, 운송 등 산업재 섹터에서 다른 업종 대비 예외적으로 높은 괴리율이 빈번하게 나타난다. 예를 들어 조선 업종의 경우 2010년 이후 60개 분기 중 15개 분기에서 괴리율 절대값이 500%를 상회하는 등 극단적인 실적 변동성을 보였다.

산업재는 프로젝트 기반 산업 특성을 고려해야 한다. 대표적 경기민감 업종인 조선, 건설, 플랜트 산업 등은 장기 수주 계약을 기반으로 운영되며, 매출 및 이익이 프로젝트 완료 시점에 집중되는 경향이 있다. 이로 인해 분기별 실적 변동성이 다른 업종 대비 상대적으로 큰 편이며, 애널리스트들이 실적 추정시 이를 정교하게 반영하기 어려워 컨센서스 괴리율이 확대되는 것으로 유추해 볼 수 있다.

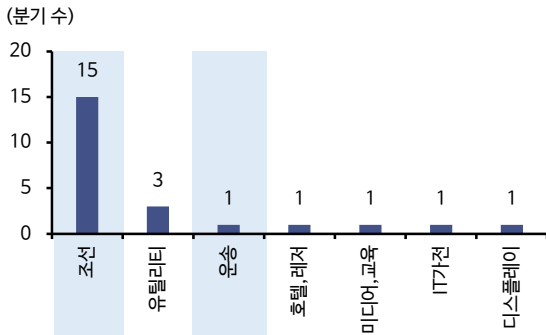
섹터별 영업이익 컨센서스 분기 평균 괴리율



자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 1) 금융 섹터 제외 컨센서스 존재하는 종목 대상 2010년 후 분기별 영업이익 컨센서스 기준
2) 아웃라이어 필터링 조건 괴리율 절대값 500% 이상 종목 제외

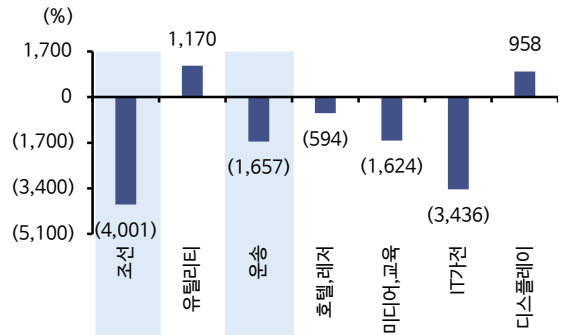
업종별 괴리율 절대값 500% 초과 분기 수



자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 컨센서스는 KOSPI 상장사 분기별 영업이익 추정치

괴리율 절대값 500% 초과 분기 평균 괴리율



자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 컨센서스는 KOSPI 상장사 분기별 영업이익 추정치

업황 국면에 따른 업종별 괴리율 분석

업황 국면에 따른 업종별 괴리율 변화 검토 필요성

앞서 조선 업종을 비롯한 경기민감 업종의 경우 업황 사이클에 따라 컨센서스 괴리율의 변동폭이 크다는 사실을 확인했다. 보다 정밀한 섹터 및 업종별 컨센서스 괴리율 분석을 위해서는 각 업종별 업황 국면에 따른 괴리율 변화 패턴을 검토할 필요가 있다. 업종별 경기 민감도와 실적 변동성을 고려했을 때, 국면별 패턴을 분석한다면 업종 간 차별적 특성을 파악할 수 있기 때문이다.

업종별 업황 국면 판별 조건

각 업종별 업황 국면은 12개월 선행 지배순이익의 변화율에 근거하여 1) 회복 2) 확장 3) 후퇴 4) 수축 네 가지로 구분하여 정의했다. 시계열에 따른 장단기 업황 사이클을 파악하고자 업종별 선행 지배순이익의 전년동기대비 증가율과 최근 3개월 이동평균 대비 증가율을 고려했다.

업종별 업황 국면 판별 조건

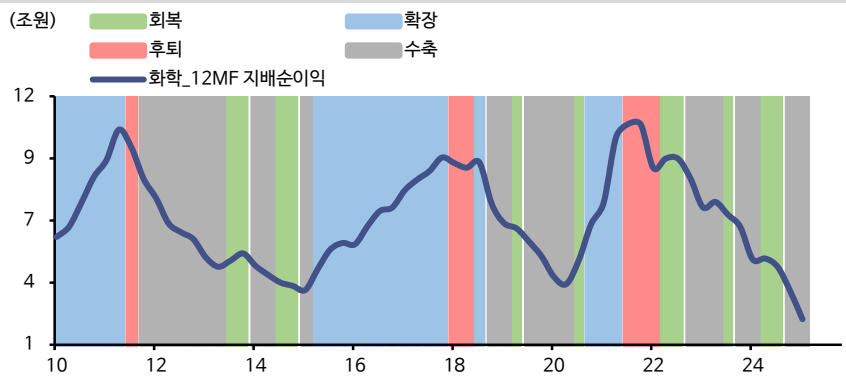
국면	조건
회복	업종 12개월 선행 EPS가 전년동기대비 증가율(% YoY)이 “-” 이면서 최근 3개월 이동평균 대비 증가율이 “+”
확장	업종 12개월 선행 EPS가 전년동기대비 증가율(% YoY)이 “+” 이면서 최근 3개월 이동평균 대비 증가율(% MoM)이 “+”
후퇴	업종 12개월 선행 EPS가 전년동기대비 증가율(% YoY)이 “+” 이면서 최근 3개월 이동평균 대비 증가율(% MoM)이 “-”
수축	업종 12개월 선행 EPS가 전년동기대비 증가율(% YoY)이 “-” 이면서 최근 3개월 이동평균 대비 증가율(% MoM)이 “-”

자료: 신한투자증권

국면 판별시 12개월 선행 지배순이익 변화율 활용 이점

12개월 선행 지배순이익의 변화율을 기준으로 업종별 업황 국면을 판별할 경우, 애널리스트 이익 추정치의 후행성이 분석 결과에 반영된다는 한계가 존재한다. 그러나 업종단 이익 동향의 장단기 추세를 반영한 변화율에 근거할 경우, 단기 시장 노이즈 및 개별 기업 이벤트 영향을 최소화할 수 있다. 또한 업종 간 차별적 특성이 나타나는 구조적 패턴을 효과적으로 파악할 수 있다.

(예시) 시계열에 따른 화학 업종 업황 국면 판별 결과



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 업종 분류는 FnGuide W126 기준

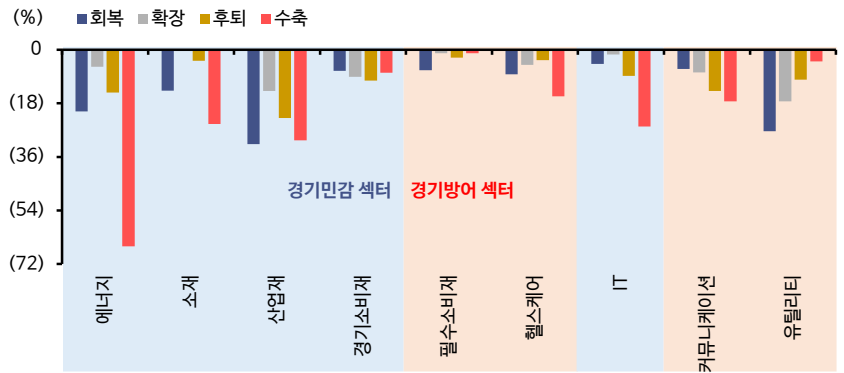
실적 변곡점(회복, 수축)
국면에서 어닝 쇼크
리스크 확대

애널리스트 인지 편향에
의한 기업이익 예측 왜곡

업황 국면에 따른 섹터별 괴리율 변화 패턴 분석 결과, 실적 추세가 전환되는 변곡점에서 컨센서스의 정확성 및 후행성 문제가 부각된다. 회복, 수축 국면에서 대부분 업종에서 음(-)의 컨센서스 괴리율이 크게 확대되는 패턴이 공통적으로 나타난다. 특히 수축 국면에서 에너지, 소재, 산업재 등 경기민감 섹터의 어닝 쇼크 리스크가 확대된다.

애널리스트들은 과거 실적 및 최근 추정치에 대한 기준점 편향(Anchor Bias)으로 인해 급격한 업황 변화를 반영하지 못할 공산이 크다. 또한 애널리스트들 간 서로의 이익 추정치에 상호 동조하며 독립적 판단을 약화시키는 군집 행동(Herding Behavior)이 나타나기도 한다. 수축 국면에서는 낙관 편향(Optimism Bias)에 이익 과대 추정 및 조정 지연 경향이 심화되어 예측이 왜곡되는 것으로 추정된다.

(영업이익) 업황 국면에 따른 섹터별 분기 평균 컨센서스 괴리율

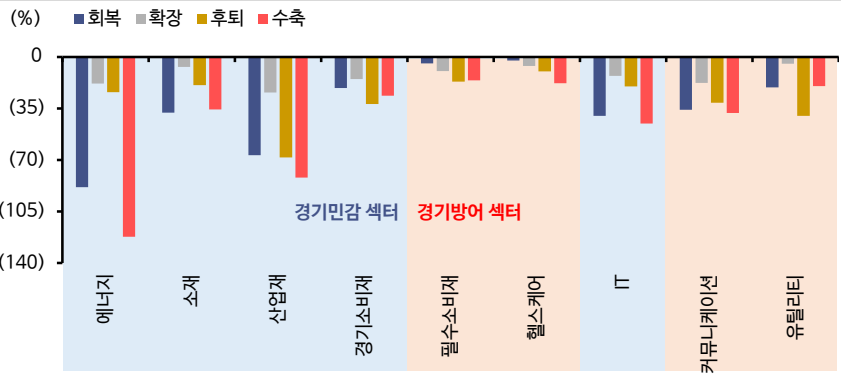


자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 1) 금융 섹터 제외 2010년 이후 분기별 영업이익의 컨센서스 기준

2) 필터링 조건 ① 컨센서스 표본 개수 5개 이상 ② 괴리율 절대값 500% 이상 종목 제외

(순이익) 업황 국면에 따른 섹터별 분기 평균 컨센서스 괴리율



자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 1) 2010년 이후 분기별 영업이익의 컨센서스 기준

2) 필터링 조건 ① 컨센서스 표본 개수 5개 이상 ② 괴리율 절대값 500% 이상 종목 제외

IV. 섹터 국면 조정 컨센서스

섹터 국면 조정 컨센서스

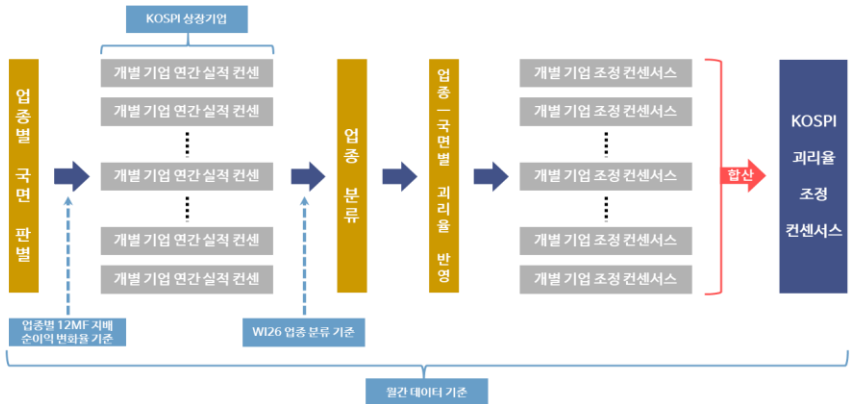
기존 컨센서스의 구조적 한계를 보완한 대안 컨센서스

대안 컨센서스 제시:
섹터 국면 조정 컨센서스

업종별 업황 사이클에 따른 괴리율 변화 패턴을 기존 컨센서스에 반영한 “섹터 국면 조정 컨센서스”를 대안으로 제시한다. 컨센서스 산출 로직은 아래와 같다.

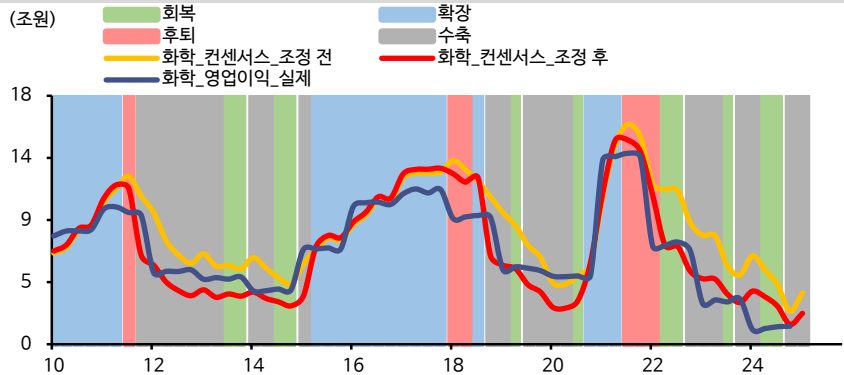
- 1) 업종별 12개월 선행 지배순이익 변화율 기준 업종별 업황 국면 판별
- 2) 애널리스트 실적 컨센서스가 존재하는 개별 기업 필터링 및 업종 분류
- 3) 개별 기업 컨센서스에 업종/국면별 분기 평균 컨센서스 괴리율 사전 반영
- 4) 개별 기업 조정 컨센서스를 업종별 및 전체 합산하여 대안 컨센서스 도출

섹터 국면 조정 컨센서스 산출 프레임워크



자료: FnGuide, 신한투자증권

(예시) 화학 업종 영업이익의 컨센서스 및 실제치 추이

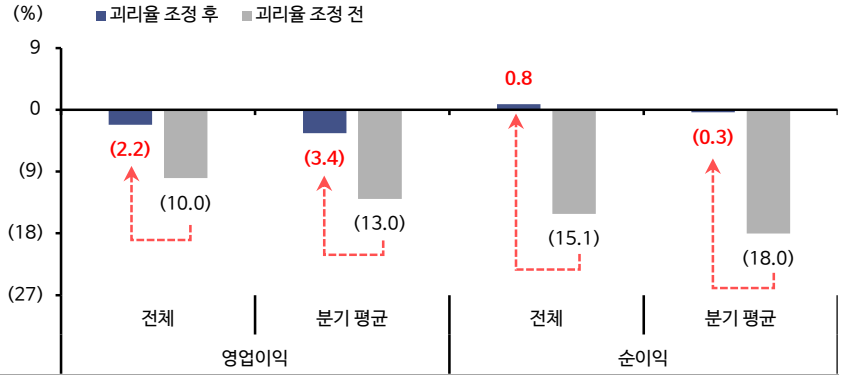


자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 실적 데이터는 각 연도별 전종목 당해 연도 연간 영업이익 기준

기존 컨센서스 대비
대안 컨센서스 괴리율
1/4 수준으로 완화
(영업이익 기준)

조정된 영업이익과 순이익 컨센서스는 각각의 기존 컨센서스 대비 대폭 완화된 괴리율을 보여준다. 업종별 업황 사이클에 따른 괴리율 변화 패턴을 기존 컨센서스에 반영해 애널리스트의 이익 과대 추정 및 조정 지연 경향을 완화시킨 영향으로 해석된다. 영업이익 기준 조정 후 컨센서스의 2010년 이후 전체 평균 괴리율은 -2.2%로 조정 전 괴리율 -10.0% 대비 1/4 수준으로 축소되었다. 순이익 기준으로는 괴리율이 기존 컨센서스 대비 1/20 수준으로 감소되었다.

업종 괴리율 조정 후 컨센서스 괴리율은 대폭 완화



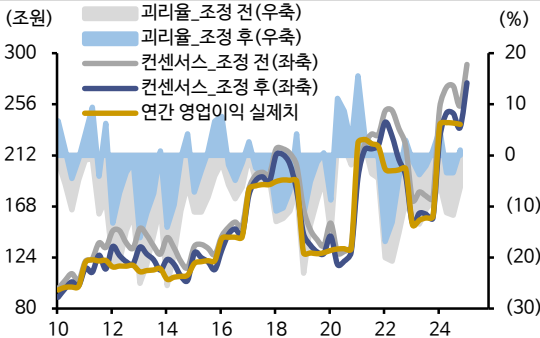
자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 1) 컨센서스가 존재하는 KOSPI 상장사 대상 2) 컨센서스는 당해 연도 연간 영업이익 추정치

대안 컨센서스 한계 분석

대안 컨센서스는 실적 예측 정확성 및 후행성 측면에서 기존 컨센서스 대비 개선된 퍼포먼스를 보였다. 단 실적 추세가 전환되는 변곡점 국면에서는 후행성 문제에 대한 개선 여지가 남아있는 것으로 판단한다. 이는 컨센서스 조정계수 산출 시 선행 순이익 컨센서스 변화율을 고려함에 따라, 애널리스트 이익 추정의 후행성이 완전히 제거되지는 않은 영향으로 추정된다.

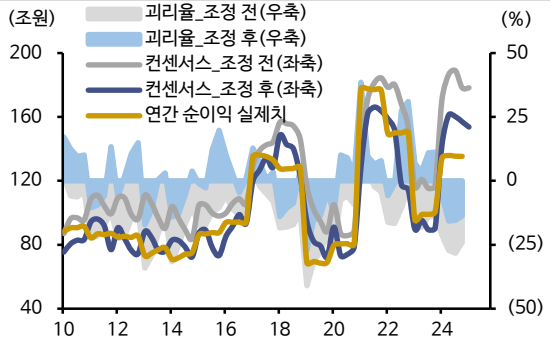
(영업이익) 조정 및 기존 분기 실적 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 1) 컨센서스가 존재하는 KOSPI 상장사 대상
2) 컨센서스는 당해 연도 연간 영업이익 추정치

(순이익) 컨센서스 유형별 이익 추정 괴리율 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 1) 컨센서스가 존재하는 KOSPI 상장사 대상
2) 컨센서스는 당해 연도 연간 순이익 추정치

조정 순이익 컨센서스를 활용한 KOSPI 밸류에이션 진단 및 전망

KOSPI 밸류에이션 진단:

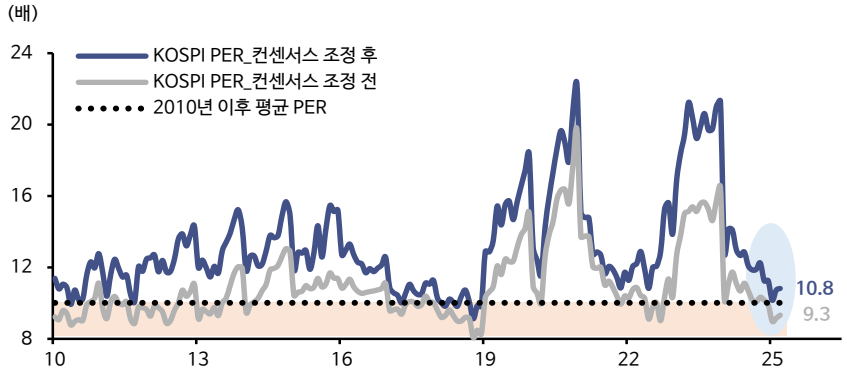
- 시장 PER: 9.3배
- 대안 PER: 10.8배

**KOSPI 지수 향후 전망:
추가 상승 여력 유효**

2025년 3월 기준 애널리스트 순이익 컨센서스를 통해 산출한 KOSPI PER은 9.3 배다. 2010년 이후 역사적 평균 PER이 10배 수준임을 감안했을 때, 밸류에이션 차원에서 기존 컨센서스는 국내 증시 저평가를 야기한다. 반면, 대안 컨센서스에 근거한 KOSPI PER은 10.8배로 역사적 평균치를 상회한다. 대안 컨센서스는 애널리스트 컨센서스의 이익 과대 추정 영향을 완화시켜 저평가를 일부 해소했다.

대안 컨센서스 기준 2024년 12월 이후 에너지, 소재 등 경기민감 섹터 중심으로 이익 하향 조정이 이어지고 있다. 그러나 동기간 멀티플 상향에 힘입어 KOSPI 지수는 반등을 시도하고 있다. 향후 산업재 이익 모멘텀 지속과 IT 턴어라운드, 수출 업종 고환율 수혜 등이 동반된다면 지수의 중장기적 상승 흐름은 지속될 것으로 예상된다. 현재 KOSPI 레벨에 애널리스트 컨센서스 PER 9.3배가 반영되어 있다는 전제 하에 조정 후 PER 10.8배를 적용해 지수의 추가 상승 여력은 +16%내외로 전망한다.

대안 컨센서스는 KOSPI 밸류에이션 저평가 해소



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 컨센서스가 존재하는 KOSPI 상장사 대상 PER 산출

업종별 업황 국면 판별 결과

(2025년 3월 기준) 업종별 업황 국면 판별 결과				
국면	업종명 (W126)	시장 컨센서스 (영업이익, 조원)	조정 컨센서스 (영업이익, 조원)	조정 괴리율 (%)
회복	비철, 목재등	0.6	0.6	(7.2)
	화장품, 의류, 완구	4.1	3.7	(11.1)
	미디어, 교육	0.4	0.1	(68.3)
	소매(유통)	0.8	0.5	(39.2)
	IT하드웨어	1.5	1.4	(9.2)
	IT가전	1.6	0.3	(79.9)
확장	기계	3.1	2.0	(37.7)
	조선	2.2	2.2	(1.2)
	상사, 자본재	10.7	8.0	(25.5)
	운송	7.6	5.4	(28.8)
	자동차	31.1	30.6	(1.5)
	필수소비재	3.5	3.1	(9.7)
	은행	22.4	23.0	2.4
	증권	7.0	7.2	3.2
	소프트웨어	4.6	4.2	(8.0)
	반도체	51.2	53.9	5.4
후퇴	에너지	0.4	0.3	(23.9)
	호텔, 레저서비스	0.5	0.3	(36.5)
	건강관리	2.6	2.3	(10.0)
	보험	9.5	7.1	(25.9)
	통신서비스	2.4	1.5	(36.5)
	유틸리티	5.2	3.1	(40.2)
수축	화학	0.9	0.6	(37.8)
	철강	2.5	1.2	(51.9)
	건설, 건축관련	3.2	0.2	(94.3)
	디스플레이	(1.3)	(2.1)	(54.9)

자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 업종 분류는 FnGuide W126 기준

🔗 Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이민재).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.