

어닝 서프라이즈 전략과



Review



CONTENTS

01/	코스피 실적 리뷰	03
02/	코스피 밸류, 수급 점검	07
03/	어닝 서프라이즈 전략	12
04/	2Q25 어닝 서프라이즈 리뷰	17

01

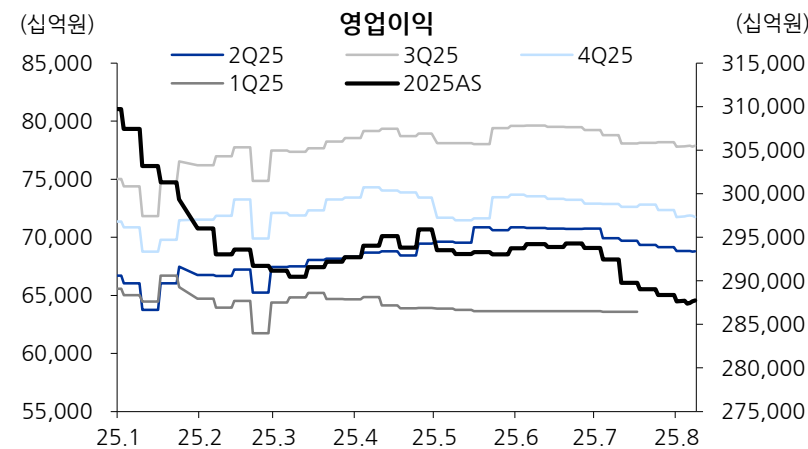
코스피 실적 리뷰

2025년 실적 전망

2025년 영업이익 추정치 총 약 288조원 예상

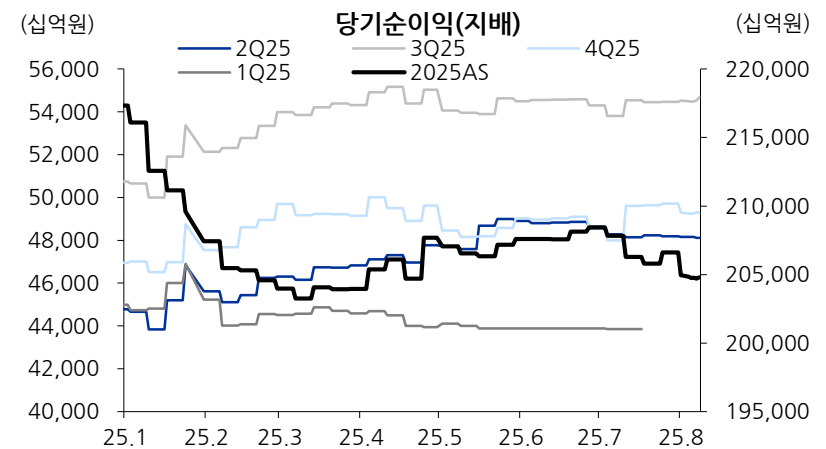
- 2025년 코스피 영업이익은 288조원(+15.3%,yoy)으로 예상됨, 2분기 프리뷰 당시 294조원 이었던 것을 감안하면 6조원 이상 감익된 수치
- 2025년 코스피 영업이익 추정치는 연초 예상했던 310조원 대비 약 -7.1% 하향 조정됨, 2025년 영업이익 추정치는 연초 급격한 하향 조정 이후, 2분기 실적 발표 전 소폭 상향 조정 되었으나 2분기 실적이 예상치를 하회하는 기업들이 많아지자 다시 하향 조정 중
- 2025년 코스피 순이익(지배)은 205조원(+21.9%,yoy)으로 예상됨
- 2025년 코스피 순이익(지배) 추정치는 연초 예상했던 217조원 대비 약 -5.8% 하향 조정됨

2025년 영업이익 추정치 추이



자료: 유진투자증권, Quantwise

2025년 순이익(지배) 추정치 추이

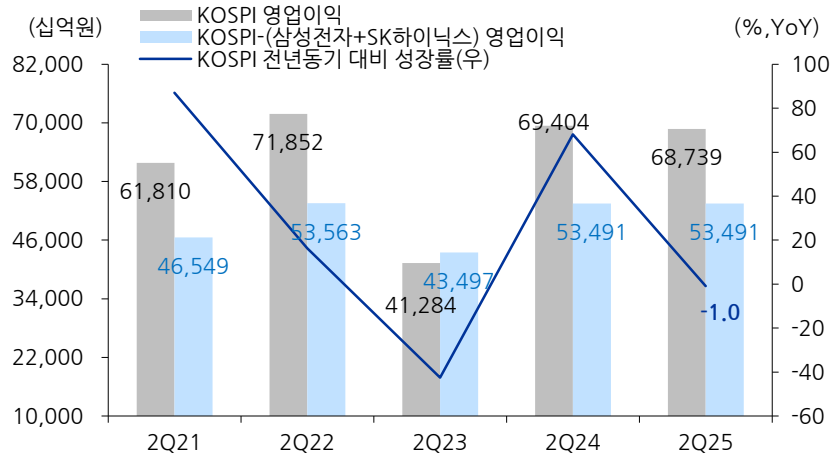


자료: 유진투자증권, Quantwise

2Q25년 실적 리뷰

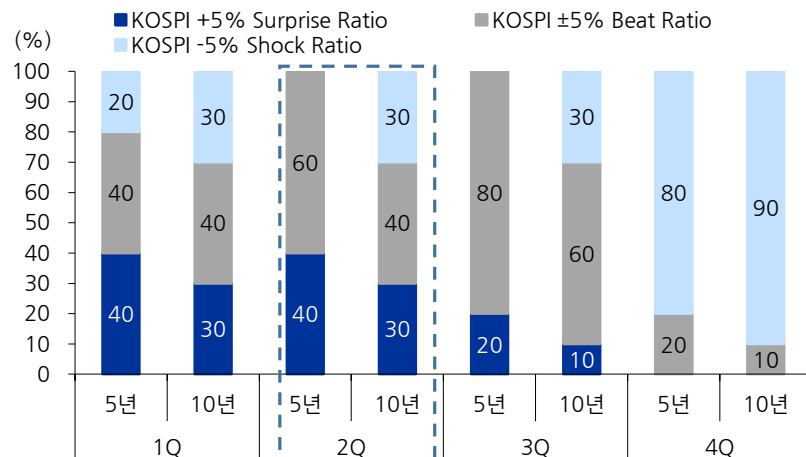
2Q25 실적 소폭 예상치 하회하며 이익 추정치 하향 조정 중

2Q25년 영업이익 추정치 추이



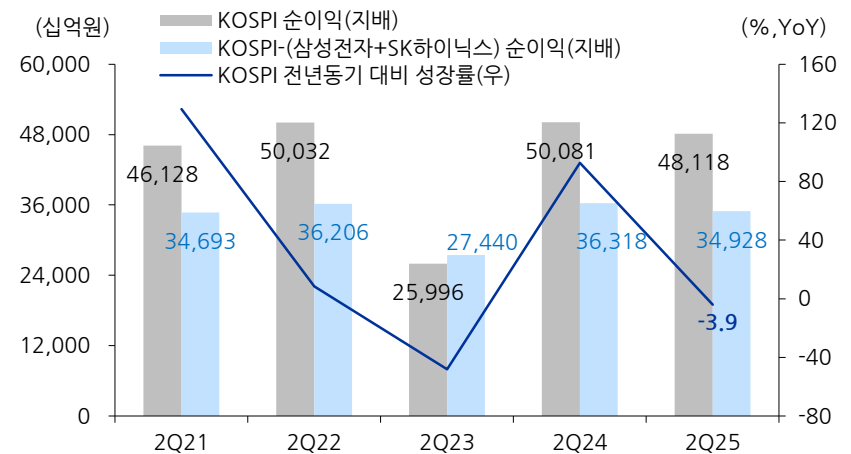
자료: 유진투자증권, Quantiwise

코스피 분기별 어닝서프라이즈 비율



자료: 유진투자증권, Quantiwise

2Q25년 순이익(지배) 추정치 추이



자료: 유진투자증권, Quantiwise

- 2Q25 코스피 영업이익은 69조원으로 추정되며, 전년동기 대비 -1.0% 감익이 예상된다. 특징적인 점은 대표 반도체 기업인 삼성전자와 SK하이닉스 영업이익을 제외하면 감익 폭이 더 커지는 것과는 다르게 반도체 대표기업을 제외하면 감익폭이 0%로 줄어드는 것을 확인할 수 있다. 두 개기업을 제외한 코스피 영업이익은 53.5조원으로 전년동기와 유사한 수준이다.
- 2Q25 코스피 당기순이익은 48.1조원으로 추정되며, 전년동기 대비 -3.9% 감익이 예상된다. 삼성전자와 SK하이닉스 순이익을 제외한 코스피 순이익은 34.9조원으로 전년동기대비 -3.8% 감익이 예상된다.
- 지난 10년간 코스피 2분기 실적은 60%의 확률로 실적 추정치와 부합하는 결과를 보였다.

02

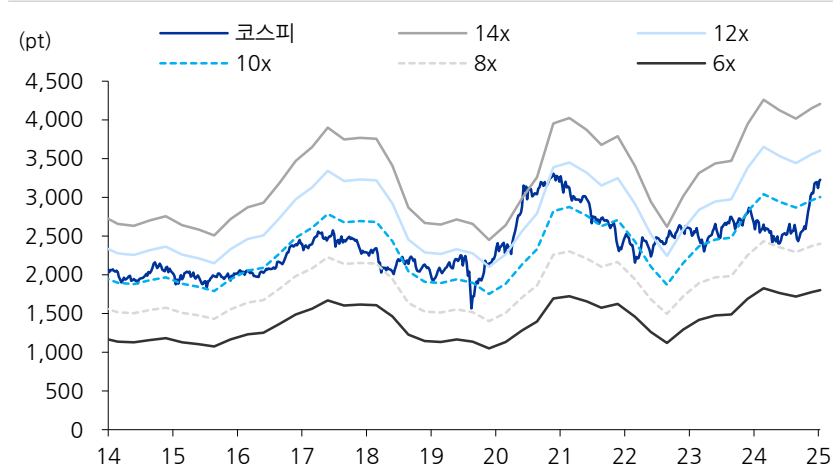
코스피 밸류, 수급 점검

코스피 Valuation

코스피 12MF PE, 10.7배, Trailing P/B, 1.09배

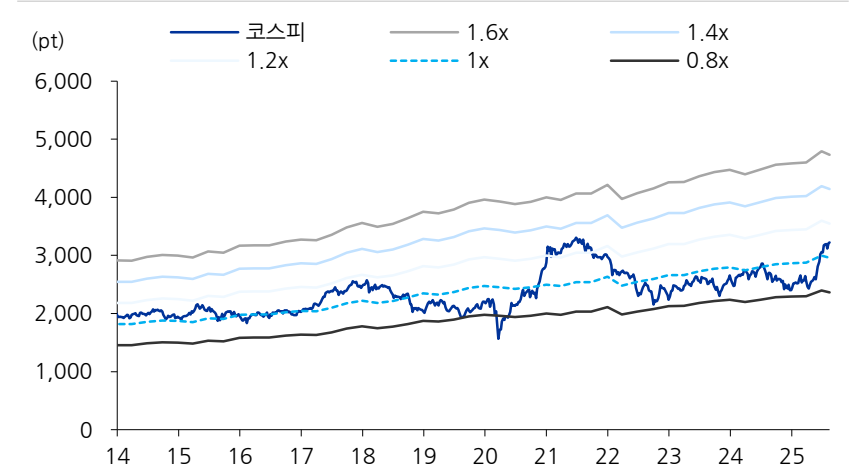
- 코스피 12MF P/E는 기준 10.7배, 12M Trailing P/B는 1.09배 기록 중
- 과거 코스피 12MF P/E는 9~11배 사이에서 꾸준히 등락을 반복. 20년 평균 10배 수준으로 평균 대비 소폭 고평가
- 유동성이 크게 뒷받침 되지 않는다면 2021년과 같은 리레이팅을 기대하기 어려움
- 작년 코스피 Trailing P/B 평균 0.9배 수준이었으나 현재 1.09배로 밸류에이션이 소폭 높아진 상황, 리레이팅 기대감 있음

12MF P/E Valuation(10.7배)



자료: 유진투자증권, Quantwise

Trailing P/B Valuation(1.09배)



자료: 유진투자증권, Quantwise

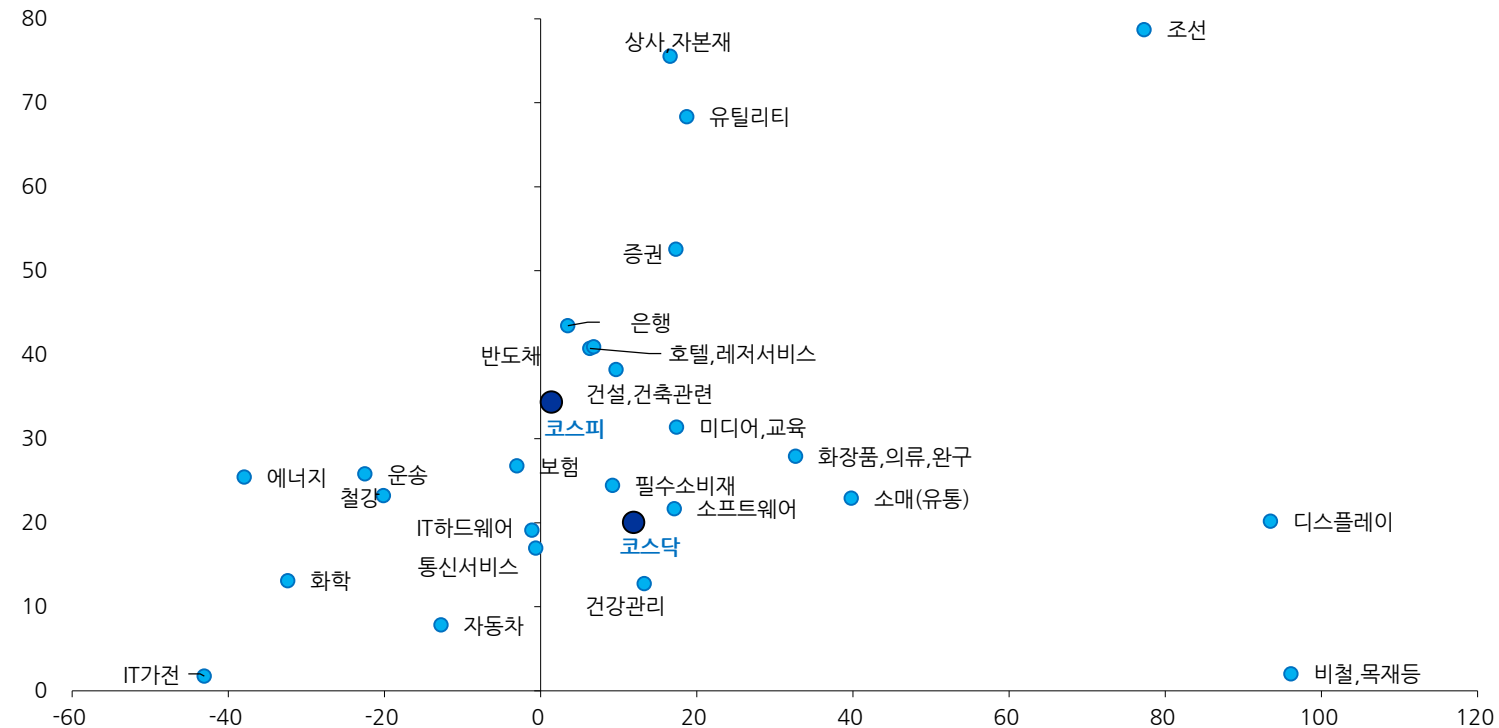
업종별 Valuation

비철목재, 건강관리, 디스플레이, 소프트웨어 등

- 최근 들어 연초 이후 이익추정치 상향조정 폭은 높았지만, 가격은 크게 상승하지 못한 업종을 주목할 필요가 있음
- 특히 비철목재, 건강관리, 디스플레이, 소프트웨어, 소매(유통) 업종의 경우 다른 업종 대비 가격 매력도가 높은 것으로 확인됨

EPS 변화율(YTD) , PER 변화율(YTD)로 살펴본 업종별 위치

(X축: %EPS, Y축: %증가)



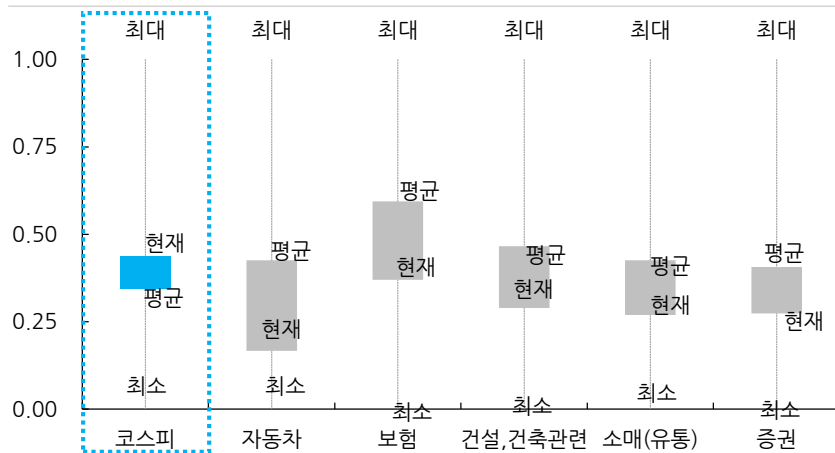
자료: 유진투자증권, Quantiwise

업종별 Valuation

밸류에이션 매력도가 높은 업종

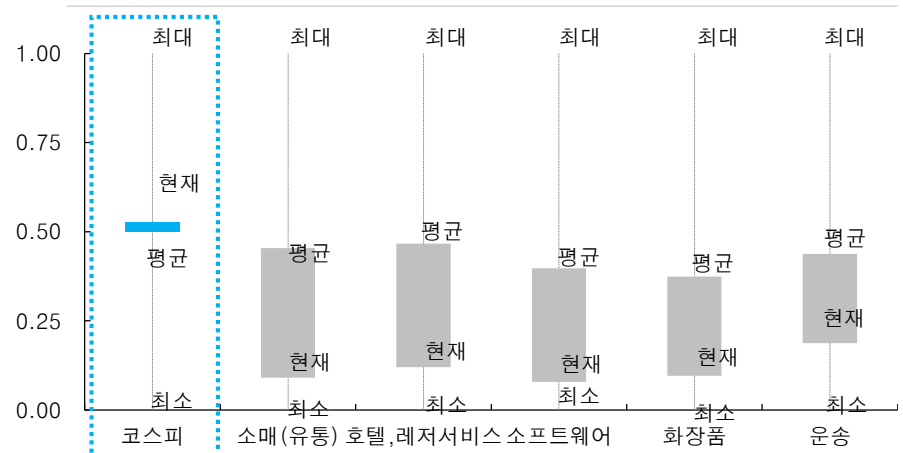
- 2009년 이후 역사적으로 밸류에이션 하단에 위치한 업종들을 살펴보았다. 1을 2009년 이후 업종별로 밸류에이션 최고점 0을 밸류에이션 최저점으로 두고 업종별로 평균대비 현재 밸류에이션 위치가 어디에 있는지를 나타낸 그림
- 업종별 역사적으로 밸류에이션 디스카운트가 가장 많이 된 업종을 살펴보면, P/E 기준으로는 자동차, 보험, 건설, **소매(유통)**, **증권** 업종
- P/B 기준으로는 업종으로는 **소매(유통)**, **호텔레저**, 소프트웨어, 화장품, 운송 업종이 밸류에이션 매력도가 높음

P/E VALUATION 매력도 높은 업종



자료: 유진투자증권, Quantiwise

P/B VALUATION 매력도 높은 업종



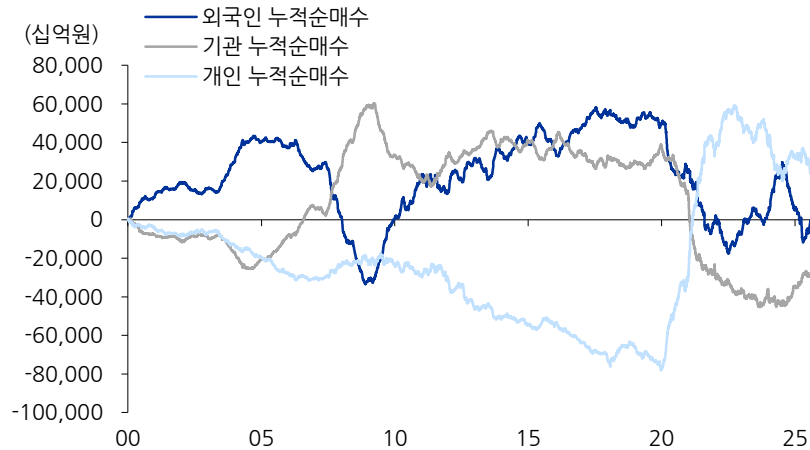
자료: 유진투자증권, Quantiwise

수급 현황

연초 이후 개인만 순매수

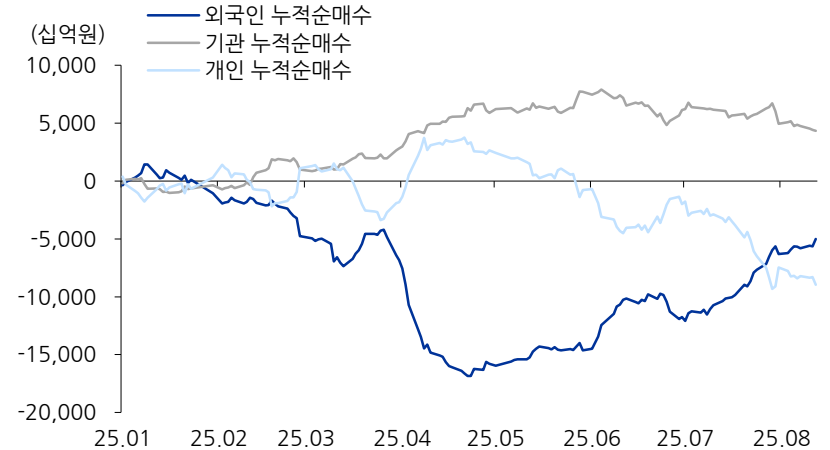
- 연초 이후 개인 8.9조원 순매도, 기관 4.3조원 순매수, 외국인 5조원 순매도
- 2000년 이후 25년간 개인 24조원 순매수, 기관 30.2조원 순매도, 외국인 320억원 순매수
- 올해 3월 이후 개인들의 순매도세가 지속되고 있으며, 5월 이후 외국인 순매수세 지속 중
- 2025년 5월 이후 외국인 11조원 순매수, 기관 -1.8조원 순매도, 개인 11.3조원 순매도

2000년 이후 투자 주체별 수급



자료: 유진투자증권, Quantiwise

연초 이후 투자 주체별 수급



자료: 유진투자증권, Quantiwise

03

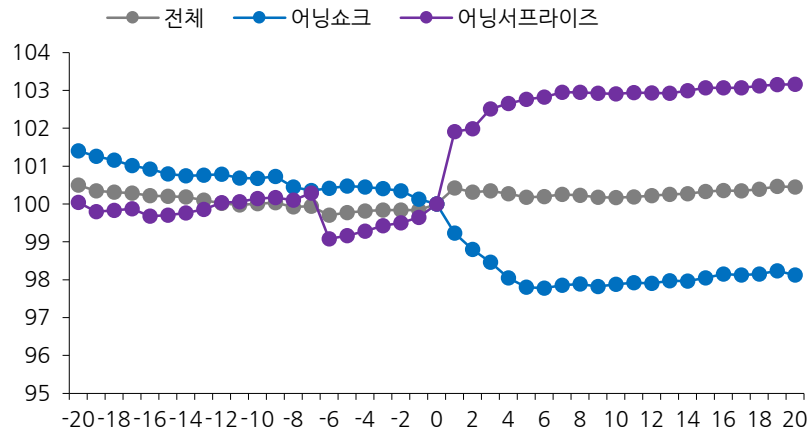
어닝 서프라이즈 전략

PEAD 전략

PEAD(Post Earnings Announcement Drift)

- PEAD전략이란, Post Earnings Announcement Drift 의 약자로 잠정실적 발표 초기에 회계이익의 정보성이 기업가치평가에 충분히 반영하지 못한다는 자본시장 이례현상을 기본 가정으로 함
- 주식시장이 비효율적이기 때문에, 실적 발표일에 주가가 실적을 전부 반영하지 못하고 일정기간 동안 서서히 일정 방향으로 움직이는 현상이 나타남
- 어닝서프라이즈 전략에 사용되는 팩터 리스트로는 4가지가 있음
- 그 중에서도 SUE, ESCR 지표가 가장 보편적으로 쓰임

잠정실적 발표 전후, SUE 기준 최상위/최하위 주가 흐름



자료: 유진투자증권, Quantwise

어닝서프라이즈 지표의 표준화

N O	팩터	팩터 설명
1	SUE	Standardized Unexpected Earnings, 어닝 서프라이즈 강도를 표준화 하는 대표적인 방법으로 어닝서프라이즈를 예상치의 표준편차로 나눈 값
2	ESCR	Earnings Surprise Over Consensus Range, 분모에 추정치들의 표준편차 대신 Range 를 대입
3	ESBR	Earnings Surprise Over Book value Ratio, 어닝서프라이즈를 BPS로 나눈 값
4	ESPR	Earnings Surprise Over Price Ratio, 분모에 추정치들의 표준편차 대신 시가총액을 사용

자료: 유진투자증권, Quantwise

PEAD 전략 실행 방안

1) 어닝서프라이즈 표준화 팩터별 결과(영업이익 기준)

- 여러가지 어닝서프라이즈 표준화 방식(SUE, ESCR, ESBR, ESPR)의 백테스트 결과를 영업이익 기준으로 비교
- 유니버스: 컨센서스가 3개 이상 존재하는 종목
- 백테스트 기간: 최근 40개 분기 대상
- 결과 해석: 어닝 서프라이즈(Long), 어닝쇼크(Short) 모두 대응해야 전반적으로 성과가 개선됨. Long-only의 경우 ESBR 지표, 보유기간은 15일이 가장 성과가 좋은 것으로 나타남. Long-short 전략을 시행 할 수 있을 경우 SUE, ESCR 지표의 성과가 가장 좋았으며, 보유기간은 각각 5일, 10일이 가장 성과가 좋은 것으로 나타남

어닝 서프라이즈 지표 계산식(영업이익 기준)

NO	팩터	계산식(영업이익 기준)
1	SUE	(영업이익 잠정치- 최근 추정치)/추정치들의 표준편차
2	ESCR	(영업이익 잠정치- 최근 추정치)/ Range(=추정치 최고치-추정치 최저치)
3	ESBR	(영업이익 잠정치-최근 추정치)/BPS
4	ESPR	(영업이익 잠정치- 최근 추정치)/시가총액

자료: 유진투자증권, Quantiwise

어닝서프라이즈 표준화 팩터별 성과

팩터	BM대비 Long				BM대비 Long/Short			
	5일후	10일 후	15일후	20일후	5일후	10일 후	15일후	20일후
SUE OP	0.66%	0.62%	0.68%	0.57%	2.04%	1.88%	1.81%	1.65%
ESCR OP	0.64%	0.66%	0.70%	0.57%	2.02%	1.98%	1.88%	1.60%
ESBR OP	0.51%	0.56%	0.79%	0.77%	1.68%	1.65%	1.70%	1.67%
ESPR OP	0.45%	0.31%	0.37%	0.27%	1.57%	1.34%	1.26%	1.10%

자료: 유진투자증권, Quantiwise

PEAD 전략 실행 방안

2) 당일 종가 vs 다음날 시가 대응

- 실적 발표 당일에 대응하기 힘들지만, 대응할 수 있다고 가정했을 때와 다음날 시가로 대응했을 때의 수익률 차이를 알아보고자 함
- 유니버스: 컨센서스가 3개 이상 존재하는 종목
- 백테스트 기간: 최근 40개 분기 대상
- BM: 코스피
- 결과 해석: Long-only의 경우 익일 시가 대응과 동일하게 ESBR 지표, 보유기간은 20일이 가장 성과가 좋은 것으로 나타남.

당일 종가 매수 할 경우, Long-short의 경우 5일 후 포지션을 청산하는 경우가 가장 수익률이 좋았고 SUE 팩터 사용시 가장 BM을 아웃 퍼폼 함.

PEAD 전략 성과 비교

팩터	BM대비 Long				BM대비 Long/Short			
익일 시가 매수	5일 후	10일 후	15일 후	20일 후	5일 후	10일 후	15일 후	20일 후
SUE OP	0.66%	0.62%	0.68%	0.57%	2.04%	1.88%	1.81%	1.65%
ESCR OP	0.64%	0.66%	0.70%	0.57%	2.02%	1.98%	1.88%	1.60%
ESBR OP	0.51%	0.56%	0.79%	0.77%	1.68%	1.65%	1.70%	1.67%
ESPR OP	0.45%	0.31%	0.37%	0.27%	1.57%	1.34%	1.26%	1.10%
당일 종가 매수	5일 후	10일 후	15일 후	20일 후	5일 후	10일 후	15일 후	20일 후
SUE OP	1.37%	1.21%	1.24%	1.20%	3.02%	2.77%	2.66%	2.62%
ESCR OP	1.38%	1.27%	1.26%	1.22%	2.98%	2.86%	2.69%	2.55%
ESBR OP	1.21%	1.22%	1.36%	1.37%	2.60%	2.53%	2.56%	2.55%
ESPR OP	1.19%	0.94%	0.96%	0.92%	2.49%	2.18%	2.07%	2.00%

자료: 유진투자증권,Quantiwise

PEAD 전략 실행 방안

3) 영업이익 vs 당기순이익(지배)

- 영업이익 서프라이즈가 있어도 순이익에서 비용으로 쇼크가 날 경우, 주가에 더 직접적으로 영향을 끼치기 때문에 어닝 서프라이즈 전략 또한 영업이익 보다는 당기순이익(지배) 추정치를 시그널로 이용하는 경우가 많음
- 유니버스: 컨센서스가 3개 이상 존재하는 종목
- 백테스트 기간: 최근 40개 분기 대상
- BM: 코스피
- 결과 해석: 영업이익 서프라이즈 지표가 수익률이 전반적으로 당기순이익(지배) 대비 좋았으며, 일회성 비용에 민감하게 대응하지 않는 국내 주식시장에 더 적합한 방법으로 볼 수 있음

PEAD 전략 성과

팩터	BM대비 Long				BM대비 Long/Short			
익일 시가 매수	5일 후	10일 후	15일 후	20일 후	5일 후	10일 후	15일 후	20일 후
SUE EPS	0.50%	0.60%	0.62%	0.61%	1.68%	1.66%	1.49%	1.38%
ESCR EPS	0.57%	0.69%	0.66%	0.71%	1.73%	1.72%	1.50%	1.43%
ESBR EPS	0.54%	0.74%	0.85%	0.93%	1.71%	1.87%	1.72%	1.79%
ESPR EPS	0.28%	0.35%	0.37%	0.37%	1.31%	1.34%	1.24%	1.07%
SUE OP	0.66%	0.62%	0.68%	0.57%	2.04%	1.88%	1.81%	1.65%
ESCR OP	0.64%	0.66%	0.70%	0.57%	2.02%	1.98%	1.88%	1.60%
ESBR OP	0.51%	0.56%	0.79%	0.77%	1.68%	1.65%	1.70%	1.67%
ESPR OP	0.45%	0.31%	0.37%	0.27%	1.57%	1.34%	1.26%	1.10%

자료: 유진투자증권,Quantwise

04

2Q25 어닝 서프라이즈 리뷰

2Q25 전략성과(영업이익 기준)

- 2Q25의 경우 어닝 쇼크가 많았기 때문에 대응할만한 종목이 많지 않았음 (총 10 종목)
- ESCR 기준 절대값 1이상으로 시그널이 있는 종목들을 대상으로 전략 진입 했을 경우 Long-only 기준 평균 2.3%, BM대비 1.5% 아웃퍼폼

PEAD 전략 종목별 성과(~25.08.14 기준)

Code	Name	잠정치 발표일	영업이익 (추정치)	영업이익 (잠정치)	커버#	Long	BM대비	ESCR	SUE	ESBR	ESPR
A006800	미래에셋증권	20250807	3,041	5,004	7	0.6%	0.2%	1.21	3.76	1.59%	1.60%
A034230	파라다이스	20250807	344	429	8	7.6%	7.1%	6.84	3.20	0.41%	0.61%
A035720	카카오	20250807	1,260	1,859	20	0.8%	0.3%	4.65	4.41	0.42%	0.23%
A042670	HD현대인프라코어	20250723	752	1,058	4	16.0%	14.9%	2.86	23.08	1.63%	1.26%
A069620	대웅제약	20250731	460	579	9	-8.7%	-12.1%	2.21	3.95	1.28%	0.71%
A071050	한국금융지주	20250806	3,673	5,856	10	-6.2%	-6.1%	2.41	3.63	2.19%	2.81%
A247540	에코프로비엠	20250805	137	490	18	10.2%	9.3%	1.87	6.77	1.80%	0.36%
A278470	에이피알	20250806	548	846	16	-1.6%	-1.6%	1.29	5.53	8.61%	0.51%
A298040	효성중공업	20250725	1,296	1,643	11	12.1%	11.2%	1.51	4.41	1.64%	0.42%
A326030	SK바이오팜	20250805	365	619	12	-7.5%	-8.3%	2.78	5.47	4.30%	0.35%
				평균	12	2.3%	1.5%				

자료: 유진투자증권, Quantiwise

2Q25 전략성과(당기순이익 기준)

- 2Q25 기준 영업이익 기준 서프라이즈 종목과 당기순이익 기준 서프라이즈 종목이 상이하여 당기순이익 기준 서프라이즈 종목으로 Long-only 포트폴리오 진입을 했을 때 수익률을 살펴봄 (총 12종목)
- ESCR 기준 절대값 1이상으로 시그널이 있는 종목들을 대상으로 전략 진입 했을 경우 Long-only 기준 평균 6.7%, BM대비 5.9% 아웃퍼폼

PEAD 전략 종목별 성과(~25.08.14 기준)

Code	Name	잠정치 발표일	영업이익 (추정치)	영업이익 (잠정치)	커버#	Long	BM대비	ESCR	SUE	ESBR	ESPR
A001740	SK네트웍스	20250813	117	253	3	0	0	1.17	2.22	0.68%	1.38%
A006800	미래에셋증권	20250807	2,392	4,033	8	0.6%	0.2%	1.53	5.47	1.33%	1.34%
A009240	한샘	20250811	65	322	5	-1.6%	-2.7%	5.34	12.70	7.12%	2.36%
A034220	LG디스플레이	20250724	-2,710	8,658	3	39.3%	38.3%	3.55	6.47	14.51%	25.38%
A035760	CJ ENM	20250807	-93	1,260	6	4.9%	4.4%	3.89	8.81	3.77%	8.23%
A055550	신한지주	20250725	14,568	15,491	10	1.5%	0.5%	1.11	2.76	0.16%	0.30%
A071050	한국금융지주	20250806	3,130	5,390	11	-6.2%	-6.1%	1.24	4.68	2.26%	2.90%
A086280	현대글로비스	20250724	3,663	5,024	11	23.1%	22.2%	1.60	5.67	1.52%	1.35%
A138930	BNK금융지주	20250731	2,475	3,092	10	1.9%	-1.5%	1.10	3.57	0.56%	1.56%
A240810	원익IPS	20250807	202	277	4	24.0%	23.5%	1.29	3.00	0.85%	0.58%
A251270	넷마블	20250807	629	1,603	14	-6.1%	-6.6%	1.15	4.06	1.78%	1.83%
A278470	에이피알	20250806	461	663	12	-1.6%	-1.6%	1.35	4.34	5.86%	0.34%
				평균	8	6.7%	5.9%				

자료: 유진투자증권,Quantiwise

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.