

퀀트가 제시하는 **잘** 나갈 **알짜** 전략

본격 1분기 실적을 반영한 관심 종목

[Quant / Strategy]
이상민 Quant Analyst
smlee@barofn.com
+822-6099-8665

윤석준 R.A
fineince@barofn.com
+822-6099-8506

1분기 실적을 반영한 관심 종목 List

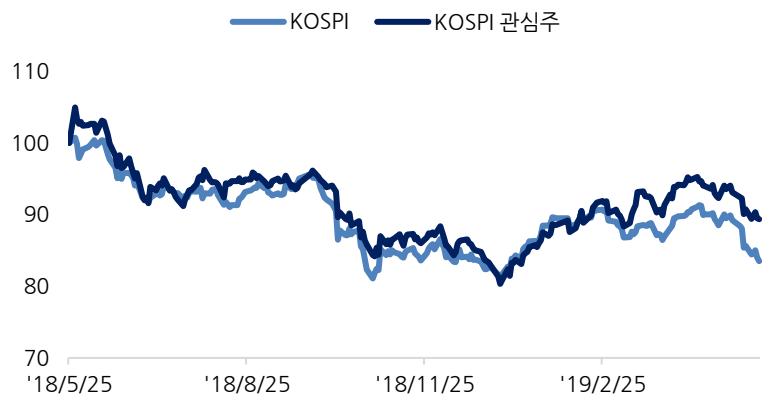
2019년 1분기 실적을 반영하여 관심 종목을 선정하였음. 종목 선정을 위한 기본 컨셉은 “짜면서 강한 실적 모멘텀을 보이는 종목”임. 여기서 기업의 규모를 반영하는 동시에, 중소형주 또한 대단히 매력적이라면 관심종목에 포함하는 것이 타당하다고 판단하여 자본총계를 모델에 결합하였음. 밸류에이션에 30%, 실적 모멘텀에 40%, 자본총계에 30%의 비중을 부여하여 종목별 투자 매력도를 산출한 후 KOSPI와 KOSDAQ 시장 내에서 다음과 같이 관심 종목을 각각 15종목씩 선정하였음.

구분	관심 종목 (시가총액 상위 순)
KOSPI	현대차, 현대모비스, 기아차, 키움증권, 코리안리, 다우기술, 넥센타이어, 동원 F&B, 대상, 한국단자, 대한해운, 교보증권, 광동제약, 코오롱글로벌, 비상교육
KOSDAQ	동원개발, 파워로직스, 성우하이텍, 이테크건설, 이엔에프테크놀로지, 인탑스, 서희건설, 프로텍, 도이치모터스, 한국알콜, 탐엔지니어링, 모베이스, 아바코, 동아엘텍, 인지디스플레이

4분기 관심 종목 Review

당사에서 제시한 4분기 관심종목(KOSPI)는 2019년 4월 15일부터 2019년 5월 17일까지 총 -6.17%의 수익률을 올림. 동 기간 KOSPI 지수는 -8.34% 하락하여 지수 대비 +2.17%p 상회한 수익률을 보였음. 4분기 관심종목(KOSDAQ)은 동기간 -7.40%의 수익률을 올렸으며, 동기간 KOSDAQ 지수는 -6.86% 상승하여 지수대비 -0.54%p 하회한 수익률을 보였음.

발간 이후 KOSPI 관심종목 누적 수익률 추이 (2018.5.25 = 100)



Source: Fnguide, Baro Research Center

Table of contents

4 분기 실적을 반영한 관심 종목 Review	3
자료 발간 이후 분기 관심 종목 성과	5
표준화 이익을 사용한 1 분기 우수 실적 종목	6
밸류에이션과 이익을 감안한 1 분기 관심 종목 선정	7
Logic : QoQ 와 YoY 는 좋은 기준이 아니다	9
표준화 이익이라는 대안	10
Backtest : 표준화 이익을 활용한 투자는 성공적	11
Appendix : 1 분기 매력도 Top 120 종목 List	12
Appendix : 표준화 이익 모형을 쓰기 전에	14

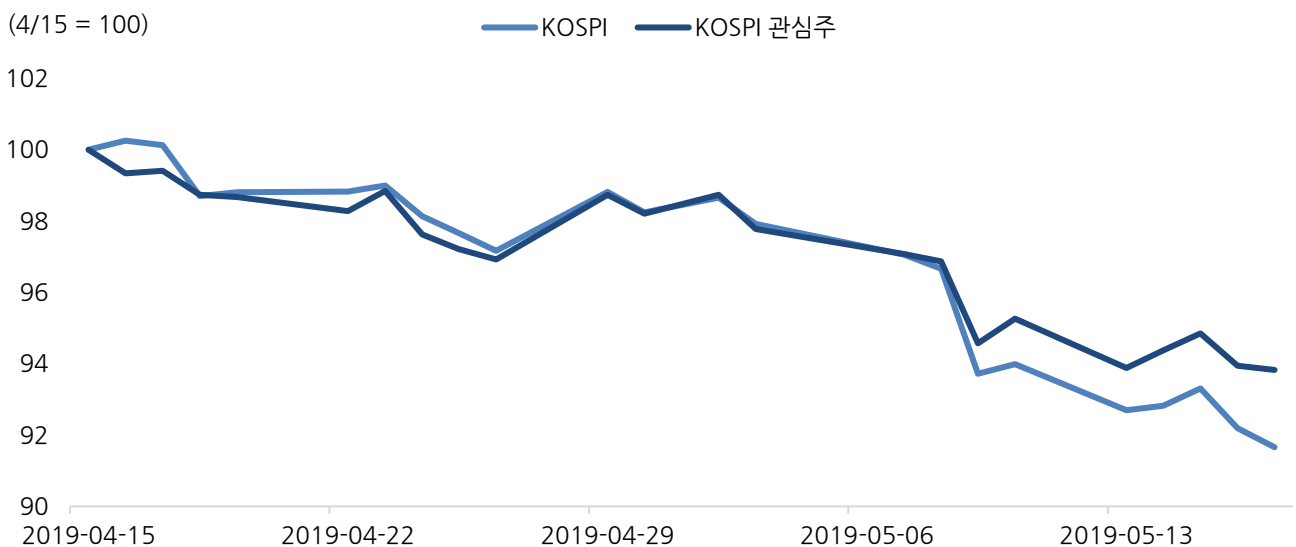
4 분기 실적을 반영한 관심 종목 Review

2019년 1분기 실적이 발표되었다. 이에 당사에서 제시하였던 ‘2018년 4분기 실적을 반영한 관심 종목’의 성과를 측정해 보았다.

당사에서 제시한 4분기 관심종목(KOSPI)는 2019년 4월 15일부터 2019년 5월 17일까지 총 -6.17%의 수익률을 올렸다. 동 기간 KOSPI 지수는 -8.34% 하락하여 지수 대비 +2.17%p 상회한 수익률을 보였다.

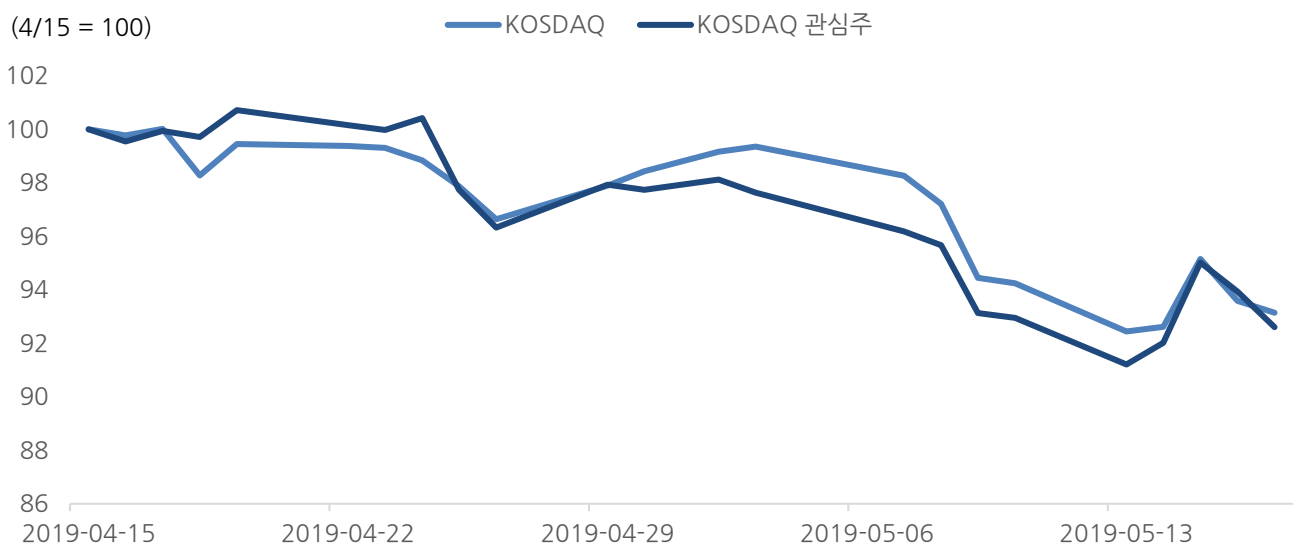
4분기 관심종목(KOSDAQ)은 동기간 -7.40%의 수익률을 올렸으며, 동기간 KOSDAQ 지수는 -6.86% 하락하여 지수대비 -0.54%p 하회한 수익률을 보였다.

Exhibit 1. 4분기 KOSPI 관심 종목 수익률 (2019. 4. 15 ~ 2019. 5. 17)



Source: Fnguide, Baro Research Center

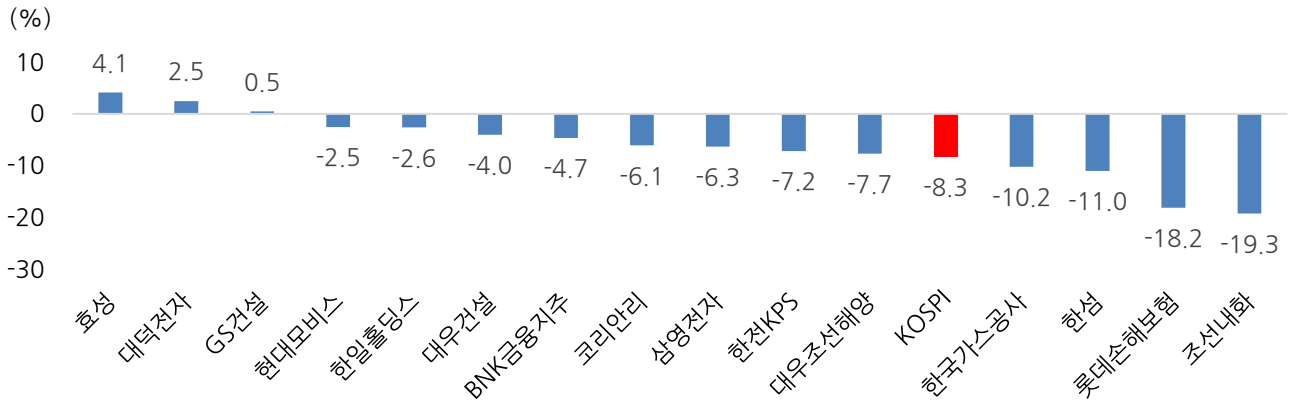
Exhibit 2. 4분기 KOSDAQ 관심 종목 수익률 (2019. 4. 15 ~ 2019. 5. 17)



Source: Fnguide, Baro Research Center

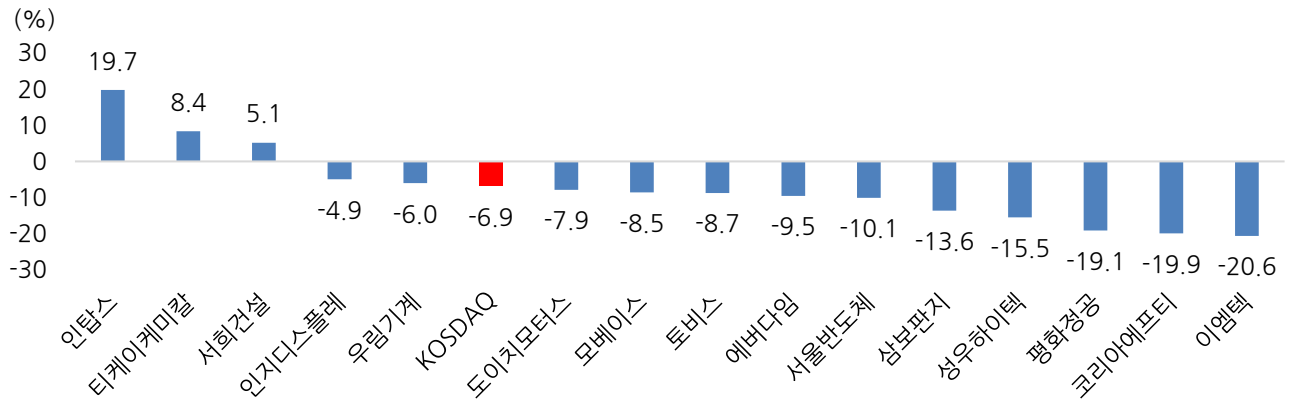
KOSPI 관심종목 중 가장 수익률이 높았던 종목은 효성(+4.1%) 이었으며, 가장 손실이 컸던 종목은 조선내화(-19.3%)이었다. KOSPI 지수 대비 우수한 수익률을 올린 종목은 총 15 종목 중 11 종목이었다. 또한 KOSDAQ 관심종목 중 가장 수익률이 높았던 종목은 인탑스(+19.7%)이었으며, 가장 손실이 컸던 종목은 이엠텍(-20.6%)이었다. KOSDAQ 지수 대비 우수한 수익률을 올린 종목은 총 15 종목중 5 종목이었다.

Exhibit 3. 4분기 KOSPI 관심 종목 수익률 (2019. 4. 15 ~ 2019. 5. 17)



Source: Fnguide, Baro Research Center

Exhibit 4. 4분기 KOSDAQ 관심 종목 수익률 (2019. 4. 15 ~ 2019. 5. 17)



Source: Fnguide, Baro Research Center

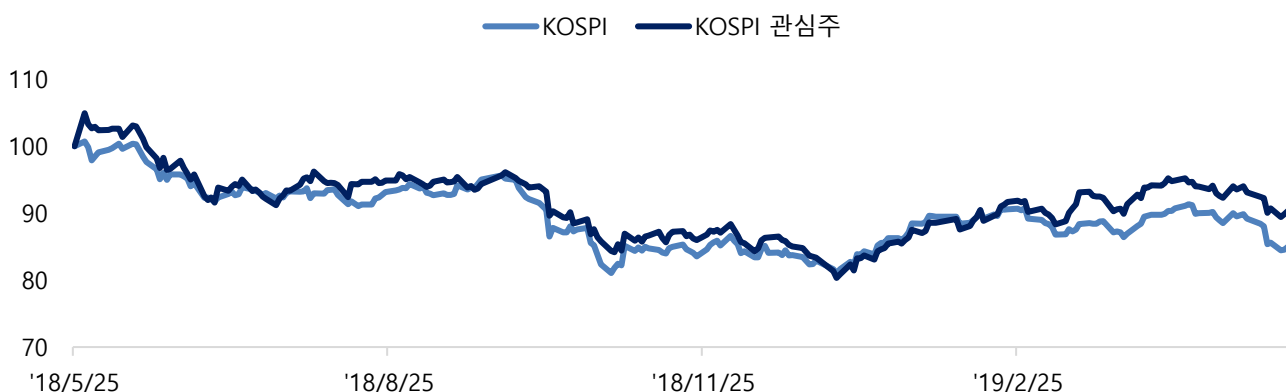
자료 발간 이후 분기 관심 종목 성과

당사에서는 2018년 5월 25일부터 분기 관심 종목을 KOSPI / KOSDAQ 으로 나누어 제시하고 있다. 이에 분기 관심 종목들의 누적 성과를 아래와 같이 나타내었다.

먼저 KOSPI 관심주는 2018년 5월 25일부터 2019년 5월 17일까지 누적 수익률 -10.63%를 기록하였다. 동 기간 KOSPI 지수는 -16.49% 수익률을 기록하여, 지수 대비 +5.85%p 초과 수익을 기록하였다.

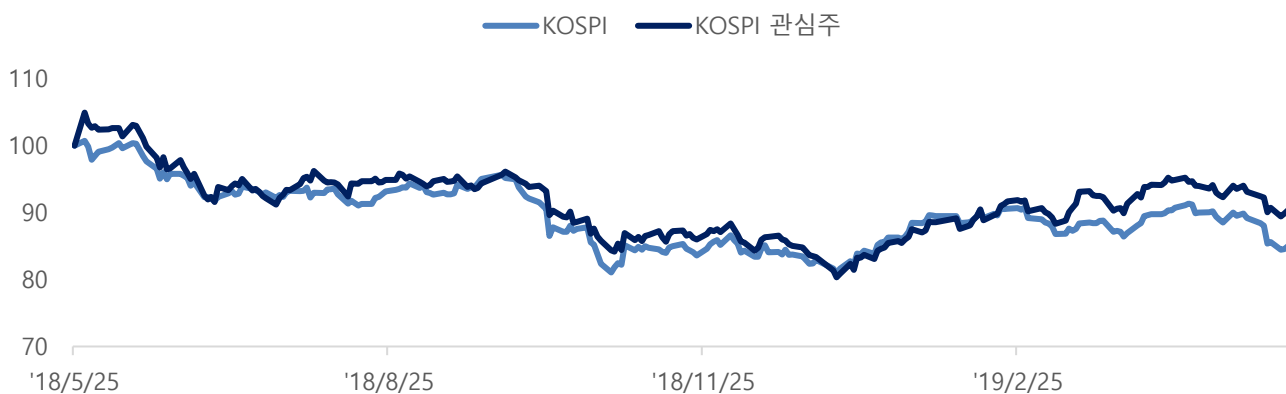
다음으로 KOSDAQ 관심주는 2018년 5월 25일부터 2019년 5월 17일까지 누적 수익률 -12.16%를 기록하였다. 동 기간 KOSDAQ 지수는 -17.49% 수익률을 기록하여, 지수 대비 +5.34%p 초과 수익을 기록하였다.

Exhibit 5. KOSPI 관심 종목 누적 수익률 (2018. 5. 25 ~ 2019. 5. 17)



Source: Fnguide, Baro Research Center

Exhibit 6. KOSDAQ 관심 종목 누적 수익률 (2018. 5. 25 ~ 2019. 5. 17)



Source: Fnguide, Baro Research Center

표준화 이익을 사용한 1분기 우수 실적 종목

2019년 1분기 실적이 발표되어, 이에 표준화 이익을 사용한 우수 실적 종목 List를 선정해 보았다. 유니버스는 시가총액 5천억 이상, 60일 평균 거래대금 10억 이상 기업들로 잡았다. 단, 최근 분기 영업이익 또는 순이익이 적자인 기업은 제외하였다.

선정된 종목은 다음과 같다. (Exhibit 7)

신세계인터내셔널, 동원 F&B, 케이엠더블유, 키움증권, 파트론, 현대차, 텔콘RF 제약, 신세계, 현대위아, 다우기술, 씨젠, 아난티, 한세실업, JYP Ent., 동아에스티, 아프리카 TV, 기아차, 메디포스트, 한국단자, 오스템임플란트, 대웅제약, 카카오, 호텔신라, SK머티리얼즈, 씨에스윈드, 오뚜기, 동진썬미켄, NH투자증권, 넥센타이어, 한올바이오파마

Exhibit 7. 2019년 1분기 이익을 반영한 표준화 이익 Top 30 종목 (시가총액 5000억 이상)

종목명	시가총액 (억원)	업종 (Fnguide)	거래 시장	표준화 이익		영업이익 (억원)		지배주주 순이익 (억원)	
				영업이익	순이익	18 1Q	19 1Q	18 1Q	19 1Q
1 신세계인터내셔널	20,885	내구소비재 및 의류	KSE	2.49	1.53	118	292	90	228
2 동원F&B	9,841	음식료 및 담배	KSE	1.89	1.95	229	349	157	250
3 케이엠더블유	5,201	하드웨어	KOSDAQ	2.17	1.65	28	248	7	214
4 키움증권	17,857	증권	KSE	1.76	1.69	1,142	2,026	877	1,579
5 파트론	8,611	하드웨어	KOSDAQ	1.48	1.59	95	261	65	194
6 현대차	268,154	자동차 및 부품	KSE	1.61	1.44	6,813	8,249	6,680	8,295
7 텔콘RF 제약	5,610	하드웨어	KOSDAQ	2.19	0.64	-31	15	-12	2
8 신세계	28,945	유통	KSE	-0.54	3.29	1,133	1,096	758	6,665
9 현대위아	11,640	자동차 및 부품	KSE	1.57	1.02	-298	146	-172	138
10 다우기술	10,073	증권	KSE	1.75	0.84	1,233	2,119	484	671
11 씨젠	6,506	의료 장비 및 서비스	KOSDAQ	1.53	0.92	27	58	25	51
12 아난티	11,566	소비자 서비스	KOSDAQ	0.74	1.69	-31	36	-49	85
13 한세실업	9,940	내구소비재 및 의류	KSE	1.35	0.86	-140	51	-92	27
14 JYP Ent.	9,800	미디어	KOSDAQ	0.96	1.24	14	58	18	64
15 동아에스티	8,165	제약 및 바이오	KSE	1.07	1.08	105	204	76	202
16 아프리카TV	7,724	소프트웨어	KOSDAQ	1.30	0.84	60	90	58	78
17 기아차	170,253	자동차 및 부품	KSE	1.06	0.97	3,056	5,941	4,320	6,491
18 메디포스트	5,201	제약 및 바이오	KOSDAQ	1.01	1.02	-33	2	-31	4
19 한국단자	6,832	자동차 및 부품	KSE	0.84	1.19	66	110	65	121
20 오스템임플란트	9,914	의료 장비 및 서비스	KOSDAQ	1.16	0.86	69	126	54	111
21 대웅제약	18,944	제약 및 바이오	KSE	1.42	0.52	54	126	28	59
22 카카오	103,835	소프트웨어	KSE	1.03	0.90	104	277	139	275
23 호텔신라	38,306	유통	KSE	1.19	0.71	442	817	317	519
24 SK머티리얼즈	16,940	에너지	KOSDAQ	1.11	0.70	338	545	216	324
25 씨에스윈드	6,534	에너지	KSE	0.97	0.85	14	136	7	112
26 오뚜기	26,066	음식료 및 담배	KSE	1.93	-0.35	385	529	303	300
27 동진썬미켄	6,453	반도체	KOSDAQ	1.03	0.51	146	236	129	180
28 NH투자증권	37,146	증권	KSE	0.82	0.71	1,763	2,370	1,281	1,711
29 넥센타이어	9,864	자동차 및 부품	KSE	1.31	0.17	320	485	253	260
30 한올바이오파마	15,019	제약 및 바이오	KSE	1.02	0.42	3	26	7	33

Source: Fnguide, Baro Research Center

밸류에이션과 이익을 감안한 1분기 관심 종목 선정

전 종목 중에서 관리, 거래정지 종목, 2019년 1분기 및 최근 4분기 누적 영업이익 또는 순이익이 적자인 기업을 제외한 후 시장별로 관심 종목을 선정해 보았다. 기준은 밸류에이션과 실적 모멘텀이다. 쉽게 말로 풀어 쓰자면, 핵심 투자 아이디어는 “싸고 이익이 늘어나는” 종목이다.

밸류에이션은 P/E, P/B, P/C, P/S 를 기준으로 하였으며, 이익은 표준화 이익을 기준으로 하였다. 여기서 60일 평균 거래대금이 5억원 미만이거나 시가총액이 500억 미만으로 유동성이 부족한 종목은 유니버스에서 제외하였다. 또한, 2018년 기준 영업현금흐름이 적자인 기업 또한 유니버스에서 제외하였다.

또한 중소형주에 종목이 편중되지 않기 위해 퀀트들이 가장 많이 사용하는 방법은 시가총액 및 거래대금으로 일정 기준을 충족하지 못하면 유니버스에서 제외하는 방법이다.

그러나, 자칫 좋은 투자기회를 놓칠 수 있다는 단점이 있다. 예를 들어 시가총액 5천억 이상 종목만을 유니버스로 취했다고 가정해 보자. 그 경우, 시가총액 조건에는 비록 맞지 않을 수 있다 하더라도(가령 시가총액이 4900억이라던가) 이익 모멘텀이 매우 강력하고 밸류에이션도 굉장히 싼 투자기회를 놓칠수도 있게 된다. 이러한 이유로 당사에서는 해당 방법론을 선호하지 않는다.

이에 당사에서는 자기자본의 크기에 30%의 비중을 부여하여 이 문제를 해소하고자 한다. 또한, 실적개선이 뒤따르지 않는 단순 저밸류 종목의 비중을 줄이기 위해 실적 모멘텀에 비중을 약간 더 실어 주었다. 즉, 충분히 매력적이 있다면 시가총액이 작은 종목이라도 매수를 고려할 수 있도록 한 것이다.

이상의 내용을 요약하면 다음과 같다.

밸류에이션 (30%)

P/E , P/B, P/S, P/C 각 25%

실적 모멘텀 (40%)

표준화 영업이익 50%, 표준화 (지배주주) 순이익 50%

기업규모 (30%)

지배주주지분 100%

이상의 절차에 따라 2019년 1분기 실적을 이용하여 KOSPI 관심주 15종목과 KOSDAQ 관심주 15종목을 다음과 같이 선정하였다. (Exhibit 8, Exhibit 9) 이하에서는 분기 Quant Portfolio 에서 사용하는 ‘표준화 이익’에 대한 개념에 대해 설명한다.

Exhibit 8. 2019년 1분기 이익을 반영한 KOSPI 관심주 15선

종목코드	종목명	시가총액 (억원)	업종 (Fnguide)	거래 시장	표준화 이익		Valuation (배)			매력도 순위 (%)	
					영업이익	순이익	P/E	P/B	P/S		P/C
1 A005380	현대차	268,154	자동차 및 부품	KSE	1.61	1.44	16.06	0.39	0.28	5.09	0.00
2 A000270	기아차	170,253	자동차 및 부품	KSE	1.06	0.97	12.40	0.62	0.31	5.51	0.20
3 A023590	다우기술	10,073	증권	KSE	1.75	0.84	7.81	0.84	0.43	6.31	0.40
4 A039490	키움증권	17,857	증권	KSE	1.76	1.69	6.78	0.87	2.89	8.17	0.80
5 A003690	코리안리	10,376	보험	KSE	0.59	0.58	9.14	0.46	0.14	9.38	1.20
6 A003070	코오롱글로벌	2,453	자본재	KSE	1.37	0.42	9.26	0.55	0.07	6.86	1.40
7 A005880	대한해운	5,801	운송	KSE	0.51	0.87	5.58	0.75	0.43	3.08	1.60
8 A049770	동원F&B	9,841	음식료 및 담배	KSE	1.89	1.95	14.90	1.56	0.35	9.62	1.80
9 A009290	광동제약	3,717	제약 및 바이오	KSE	1.77	1.22	15.36	0.92	0.31	9.34	2.00
10 A002350	넥센타이어	9,864	자동차 및 부품	KSE	1.31	0.17	9.46	0.69	0.50	3.90	2.60
11 A012330	현대모비스	202,050	자동차 및 부품	KSE	0.70	0.36	10.60	0.66	0.57	7.76	3.20
12 A001680	대상	9,164	음식료 및 담배	KSE	0.87	0.47	13.26	1.00	0.31	6.23	3.50
13 A030610	교보증권	3,924	증권	KSE	0.63	0.52	4.56	0.45	1.44	4.81	3.70
14 A100220	비상교육	1,280	소비자 서비스	KSE	1.35	1.63	13.41	0.62	0.79	6.52	3.90
15 A025540	한국단자	6,832	자동차 및 부품	KSE	0.84	1.19	15.12	0.99	0.92	7.41	4.10

Source: Fnguide, Baro Research Center

주: P/E는 최근 4분기 누적 지배주주순이익 사용. P/B는 2018년도 4분기 기준, P/C, P/S는 2018년도 확정실적 기준. 시가총액은 2019년 5월 17일 기준.

주 2: 위 종목들은 계량 모델에 근거하여 선정된 것으로 당사 섹터 애널리스트의 투자 의견과는 무관함

Exhibit 9. 2019년 1분기 이익을 반영한 KOSDAQ 관심주 15선

종목코드	종목명	시가총액 (억원)	업종 (Fnguide)	거래 시장	표준화 이익		Valuation (배)			매력도 순위 (%)	
					영업이익	순이익	P/E	P/B	P/S		P/C
1 A013120	동원개발	4,250	자본재	KOSDAQ	0.88	0.99	3.11	0.60	0.70	3.48	0.60
2 A065130	탑엔지니어링	1,580	디스플레이	KOSDAQ	2.94	2.18	6.05	0.92	0.17	3.38	1.00
3 A015750	성우하이텍	3,320	자동차 및 부품	KOSDAQ	0.50	0.31	12.01	0.32	0.10	1.24	2.20
4 A016250	이테크건설	3,234	자본재	KOSDAQ	1.14	0.89	7.39	1.14	0.22	3.06	2.40
5 A035890	서희건설	2,316	자본재	KOSDAQ	0.79	0.95	5.39	0.83	0.20	5.02	2.80
6 A067990	도이치모터스	2,131	자동차 및 부품	KOSDAQ	1.74	1.29	5.10	1.19	0.20	5.19	3.00
7 A049070	인탑스	2,872	하드웨어	KOSDAQ	0.79	0.73	9.57	0.71	0.40	5.71	3.40
8 A101330	모베이스	1,337	하드웨어	KOSDAQ	0.79	0.59	5.60	0.60	0.36	3.65	4.70
9 A083930	아바코	1,083	디스플레이	KOSDAQ	2.08	1.02	3.37	0.91	0.44	4.06	5.90
10 A088130	동아엘텍	982	디스플레이	KOSDAQ	0.80	0.96	4.56	0.63	0.39	5.16	6.10
11 A102710	이엔에프테크놀로지	2,995	반도체	KOSDAQ	1.18	0.98	9.01	1.35	0.70	6.91	6.50
12 A037330	인지디스플레이	691	디스플레이	KOSDAQ	0.45	0.69	5.62	0.47	0.13	2.60	6.70
13 A053610	프로텍	2,214	반도체	KOSDAQ	3.01	2.74	5.79	1.34	1.44	7.84	6.80
14 A047310	파워로직스	3,477	하드웨어	KOSDAQ	1.76	1.04	10.85	1.90	0.46	7.21	7.40
15 A017890	한국알콜	1,970	소재	KOSDAQ	0.60	0.30	6.35	0.67	0.77	4.99	8.60

Source: Fnguide, Baro Research Center

주: P/E는 최근 4분기 누적 지배주주순이익 사용. P/B는 2018년도 4분기 기준, P/C, P/S는 2018년도 확정실적 기준. 시가총액은 2019년 5월 17일 기준.

주 2: 위 종목들은 계량 모델에 근거하여 선정된 것으로 당사 섹터 애널리스트의 투자 의견과는 무관함

Logic : QoQ 와 YoY 는 좋은 기준이 아니다

많은 투자자들이 실적을 정리하며 다음 분기에 초과 수익을 거둘 종목을 찾고 있다. 여기서 실적이 개선되었다는 기준을 무엇으로 잡아야 할까? 많은 투자자들이 직전 분기 대비(QoQ) 혹은 전년 동기 대비(YoY)를 기준으로 삼아 종목을 스크리닝 할 것이다.

당사에서는 이러한 방법론이 한계가 뚜렷하다고 판단한다. 먼저, 이러한 방법은 업종 또는 개별 기업의 특성을 고려하지 않는 방법론이라는 문제가 있다.

예를 들어 보자. 아래는 2007년 1분기 당시, 동서와 피에스케이의 순이익이다. 동서는 대형 음식료주이며, 피에스케이는 중소형 IT주이다. 동서는 전년 동기 대비 +18.10%의 순이익 증가율을 기록하였으며, 피에스케이는 전년 동기 대비 +27.02%의 순이익 증가율을 기록하였다.

Exhibit 10. 2007년 1분기, 동서와 피에스케이의 순이익 (단위 : 억원)

	2006 1Q	2007 1Q	YoY (%)
동서	176	208	18.1
피에스케이	88	112	27.02

Source: Fnguide, Baro Research Center

전년 동기 대비 순이익 증감률을 토대로 살펴보면, 피에스케이가 동서보다 실적이 더 좋은 종목인 것 처럼 보인다. 그러나 실제로는 그렇지 않다. 동서는 대형주인 동시에, 음식료 섹터이다. 경기 변동에 비교적 둔감한 섹터이다. 반면 피에스케이는 중소형주인 동시에 실적 변동이 심한 IT 섹터이다. 단순히 전년 동기 대비 이익 증감율만을 놓고 보아, 피에스케이가 동서보다 실적이 더 잘나왔다고 판단하는 것은 무리가 있다. 개별 기업과 업종의 특성을 고려하지 않고 실적을 비교하는 전형적인 사례이다.

또한, 흔히 사용하는 전년 동기 대비 실적 증감율 및 직전 분기 대비 실적 증감율은 흑자전환, 적자전환, 적자지속의 경우 적용이 곤란하다는 단점이 있다.

아래 사례는 대림산업과 하이트진로의 2015년 4분기 실적이다. 둘 다 흑자전환이다. 1차적으로, 전년 동기 대비 혹은 직전 분기 대비로 얼마나 실적이 좋아졌는지를 QoQ 또는 YoY 로 비교하기 곤란하다. 또한, '흑전' 으로만 놓고 보기에는 무언가 아쉽다는 느낌을 지울 수 없다. 두 기업의 순이익 규모는 146억과 143억으로 거의 비슷하다. 그러나, 3606억원의 적자를 기록했던 대림산업과 49억의 적자를 기록했던 하이트진로를 동일하게 '흑전' 이라고 취급해야 할까? QoQ 와 YoY 로 실적을 비교하는 것은 분명 문제가 있다는 판단이다.

Exhibit 11. 2015년 4분기, 대림산업과 하이트진로의 순이익 (단위 : 억원)

	2014 4Q	2015 4Q	YoY (%)
대림산업	-3606	146	흑전
하이트진로	-49	143	흑전

Source: Fnguide, Baro Research Center

표준화 이익이라는 대안

이에 당사에서는 표준화 이익을 비교의 기준으로 제시한다. 표준화 이익은 Z-Score 를 통하여 이익을 표준화 하는 개념이다. Z-Score 는 우리가 수학능력시험에서 받아드는 성적표에서 ‘표준 점수’ 라는 이름으로도 접해 본 적이 있는 개념이다.

Z-Score 는 아래와 같은 공식을 통하여 계산할 수 있다.

$$Z = (\text{관측값} - \text{평균}) / \text{표준편차}$$

이를 영업이익, 순이익에 적용하여 이익을 표준화하여 본다면, 위에 언급하였던 두 가지 단점을 배제한 비교가 될 것으로 기대한다.

다만 영업이익 및 순이익을 그대로 사용하기 보다는, 전년 동기 대비 증감액을 사용하여 표준화 하는 것이 더 타당하다고 판단한다. 시장 참여자들은 이익의 변동률, 즉 이익의 기율기에 더 관심을 두는 편이다. 그렇다면 전년 동기 대비 혹은 직전 분기 대비로 판단하는 것이 더 타당한데, 직전 분기 대비로 기업의 실적을 비교한다면 계절성 등을 제대로 반영하지 못한다는 단점이 있다. 이에 필자는 전년 동기 대비 증감액을 사용하여 표준화를 하기로 하였다.

여기서 문제가 되는 것은 평균과 표준편차를 구할 때, 기간을 얼마로 잡는가에 대한 문제가 있다. 일반적으로 산업의 한 사이클을 보려면 3~5년 가량을 보고 판단한다. 즉, 분기로 바꿔 말하면 12개 분기에서 20개 분기이다. 20개 분기는 충분한 표본이 확보되나 데이터가 부족할 수 있다는 우려가 있으며, 12개 분기는 표본이 다소 부족할 수 있다. 당사에서는 중간값인 4년(16개 분기)를 사용하여 표준화를 하기로 하였다.

앞서 살펴 보았던 동서와 피에스케이, 그리고 대림산업과 하이트진로의 사례를 다시 한번 참조해 보자. 전년 동기 대비 실적 증감율로 보았을 때에는 피에스케이가 실적이 더 잘 나온 것으로 판단된다. 그러나, 표준화 순이익을 사용한다면 동서의 순이익이 훨씬 좋은 것으로 판단할 수 있다. 또한, 대림산업과 하이트진로도 단순히 ‘흑전’ 이 아니라 실적의 증감폭을 조금 더 객관적으로 판단할 수 있게 되었다.

Exhibit 12. 2007년 1분기, 동서와 피에스케이의 표준화 순이익

	2006 1Q	2007 1Q	YoY (%)	표준화 순이익
동서	176	208	18.1	0.54
피에스케이	88	112	27.02	0.18

Source: Fnguide, Baro Research Center

Exhibit 13. 2015년 4분기, 대림산업과 하이트진로의 표준화 순이익

	2006 1Q	2007 1Q	YoY (%)	표준화 순이익
대림산업	-3,606	146	흑전	2.17
하이트진로	-49	143	흑전	1.17

Source: Fnguide, Baro Research Center

Backtest : 표준화 이익을 활용한 투자는 성공적

표준화 순이익을 사용한 전략에 대하여 백 테스트를 시행하였다. 2005년 3월 1일부터 2017년 11월 10일까지를 백 테스트 기간으로 삼았다. KOSPI 200 종목 중, 표준화 한 순이익에 따라 1~5 분위로 나눈다. 1 분위에 해당하는 종목은 표준화 순이익 값이 가장 큰 종목들로 구성되며, 5 분위에 해당하는 종목들은 표준화 순이익 값이 가장 작은 종목들로 구성된다. 그 결과, 1 분위 종목들은 총 수익률 459.9%, 연 환산 14.0%의 수익률을 달성하였으며 (동 기간 KOSPI 200 은 158.2%, 연 환산 7.5%) 5 분위 종목들은 총 수익률 32.1%, 연 환산 2.1%의 수익률을 달성하였다.

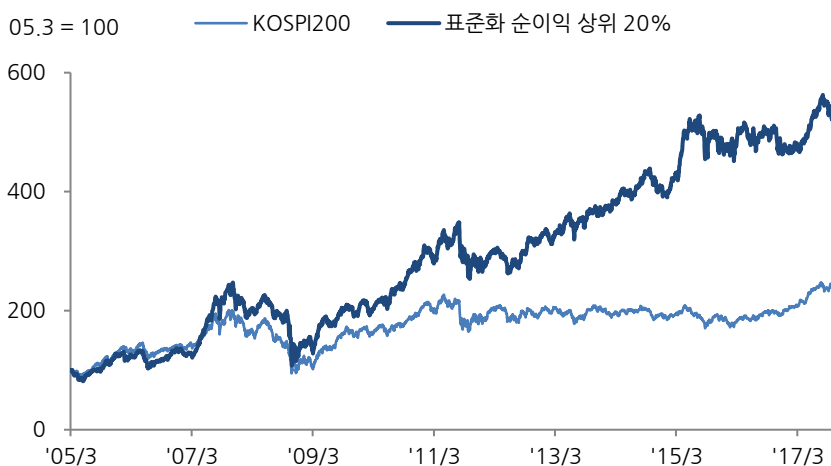
동일한 방식으로 영업이익을 표준화 한 전략에 대해서도 백 테스트를 시행하였다. 표준화 영업이익 상위 20% 종목은 동 기간 동안 431.5%의 수익률 (연 환산 13.6%)을 기록하였다.

Exhibit 14. 표준화 순이익을 활용한 투자 요약

	KOSPI 200	1 분위	2 분위	3 분위	4 분위	5 분위
총 수익률	158.2%	459.9%	318.0%	320.7%	127.8%	32.1%
CAGR	7.5%	14.0%	11.5%	11.6%	6.5%	2.1%
Hit Ratio		57.1%	53.1%	50.8%	50.2%	42.9%

Source: Fnguide, Baro Research Center

Exhibit 15. 표준화 순이익 Top 20% Vs. KOSPI 200



Source: Fnguide, Baro Research Center

Appendix : 1 분기 매력도 Top 120 종목 List

Exhibit 16. 2019년 1분기 이익을 반영한 관심 종목 1위 ~ 60위

종목명	시가총액 (억원)	업종 (Fnguide)	거래 시장	표준화 이익		Style	Valuation (배)				매력도 순위 (%)
				영업이익	순이익		P/E	P/B	P/S	P/C	
1 현대차	268,154	자동차 및 부품	KSE	1.61	1.44	Attractive	16.06	0.39	0.28	5.09	0.00
2 기아차	170,253	자동차 및 부품	KSE	1.06	0.97	Attractive	12.40	0.62	0.31	5.51	0.20
3 다우기술	10,073	증권	KSE	1.75	0.84	Attractive	7.81	0.84	0.43	6.31	0.40
4 동원개발	4,250	자본재	KOSDAQ	0.88	0.99	Attractive	3.11	0.60	0.70	3.48	0.60
5 키움증권	17,857	증권	KSE	1.76	1.69	Attractive	6.78	0.87	2.89	8.17	0.80
6 탑앤지니어링	1,580	디스플레이	KOSDAQ	2.94	2.18	Attractive	6.05	0.92	0.17	3.38	1.00
7 코리안리	10,376	보험	KSE	0.59	0.58	Attractive	9.14	0.46	0.14	9.38	1.20
8 코오롱글로벌	2,453	자본재	KSE	1.37	0.42	Attractive	9.26	0.55	0.07	6.86	1.40
9 대한해운	5,801	운송	KSE	0.51	0.87	Attractive	5.58	0.75	0.43	3.08	1.60
10 동원F&B	9,841	음식료 및 담배	KSE	1.89	1.95	Attractive	14.90	1.56	0.35	9.62	1.80
11 광동제약	3,717	제약 및 바이오	KSE	1.77	1.22	Attractive	15.36	0.92	0.31	9.34	2.00
12 성우하이텍	3,320	자동차 및 부품	KOSDAQ	0.50	0.31	Attractive	12.01	0.32	0.10	1.24	2.20
13 이테크건설	3,234	자본재	KOSDAQ	1.14	0.89	Attractive	7.39	1.14	0.22	3.06	2.40
14 넥센타이어	9,864	자동차 및 부품	KSE	1.31	0.17	Attractive	9.46	0.69	0.50	3.90	2.60
15 서희건설	2,316	자본재	KOSDAQ	0.79	0.95	Attractive	5.39	0.83	0.20	5.02	2.80
16 도이치모터스	2,131	자동차 및 부품	KOSDAQ	1.74	1.29	Attractive	5.10	1.19	0.20	5.19	3.00
17 현대모비스	202,050	자동차 및 부품	KSE	0.70	0.36	Attractive	10.60	0.66	0.57	7.76	3.20
18 인탑스	2,872	하드웨어	KOSDAQ	0.79	0.73	Attractive	9.57	0.71	0.40	5.71	3.40
19 대상	9,164	음식료 및 담배	KSE	0.87	0.47	Attractive	13.26	1.00	0.31	6.23	3.50
20 교보증권	3,924	증권	KSE	0.63	0.52	Attractive	4.56	0.45	1.44	4.81	3.70
21 비상교육	1,280	소비자 서비스	KSE	1.35	1.63	Attractive	13.41	0.62	0.79	6.52	3.90
22 한국단자	6,832	자동차 및 부품	KSE	0.84	1.19	Attractive	15.12	0.99	0.92	7.41	4.10
23 SK증권	3,256	증권	KSE	0.93	1.83	Attractive	11.42	0.60	1.57	15.82	4.30
24 KCTC	1,013	운송	KSE	1.33	0.62	Attractive	11.17	0.54	0.25	5.57	4.50
25 모베이스	1,337	하드웨어	KOSDAQ	0.79	0.59	Attractive	5.60	0.60	0.36	3.65	4.70
26 NH투자증권	37,146	증권	KSE	0.82	0.71	Attractive	9.20	0.74	3.02	9.63	4.90
27 DGB금융지주	14,005	은행	KSE	0.20	0.22	Attractive	3.54	0.32	0.69	3.09	5.10
28 한국금융지주	39,677	증권	KSE	0.73	0.68	Attractive	6.73	0.92	2.74	6.85	5.30
29 유니드	4,329	소재	KSE	0.74	0.32	Attractive	9.94	0.66	0.53	5.18	5.50
30 아이마켓코리아	3,684	유통	KSE	0.99	0.82	Attractive	25.49	0.97	0.13	13.36	5.70
31 아바코	1,083	디스플레이	KOSDAQ	2.08	1.02	Attractive	3.37	0.91	0.44	4.06	5.90
32 동아엘텍	982	디스플레이	KOSDAQ	0.80	0.96	Attractive	4.56	0.63	0.39	5.16	6.10
33 메리츠종금증권	29,478	증권	KSE	0.24	0.90	Attractive	6.32	0.87	2.85	6.23	6.30
34 이엔에프테크놀로지	2,995	반도체	KOSDAQ	1.18	0.98	Attractive	9.01	1.35	0.70	6.91	6.50
35 인지디스플레이	691	디스플레이	KOSDAQ	0.45	0.69	Attractive	5.62	0.47	0.13	2.60	6.70
36 프로텍	2,214	반도체	KOSDAQ	3.01	2.74	Attractive	5.79	1.34	1.44	7.84	6.80
37 종근당홀딩스	4,784	제약 및 바이오	KSE	1.36	0.51	Attractive	14.62	1.11	0.90	9.27	7.00
38 신세계	28,945	유통	KSE	-0.54	3.29	Attractive	3.49	0.83	0.56	5.35	7.20
39 파워로직스	3,477	하드웨어	KOSDAQ	1.76	1.04	Attractive	10.85	1.90	0.46	7.21	7.40
40 서흥	3,893	제약 및 바이오	KSE	1.17	1.05	Attractive	13.43	1.42	0.99	7.43	7.60
41 삼성카드	41,304	기타금융	KSE	0.22	0.47	Attractive	11.67	0.61	1.66	6.91	7.80
42 현대글로벌비스	55,875	운송	KSE	1.38	-0.02	Attractive	13.04	1.31	0.33	9.02	8.00
43 메리츠금융지주	20,403	보험	KSE	0.03	0.59	Attractive	5.94	0.82	1.31	4.38	8.20
44 한국공항	1,529	운송	KSE	0.11	0.41	Attractive	7.59	0.48	0.29	4.37	8.40
45 한국알콜	1,970	소재	KOSDAQ	0.60	0.30	Attractive	6.35	0.67	0.77	4.99	8.60
46 우리종금	4,955	기타금융	KSE	1.47	1.09	Momentum	12.63	1.57	2.41	14.35	8.80
47 신세계인터내셔널	20,885	내구소비재 및 의류	KSE	2.49	1.53	Momentum	29.29	3.85	1.65	21.85	9.00
48 차이나그레이트	652	내구소비재 및 의류	KOSDAQ	0.08	-0.02	Attractive	2.06	0.13	0.14	1.91	9.20
49 동아에스티	8,165	제약 및 바이오	KSE	1.07	1.08	Momentum	39.60	1.41	1.44	29.12	9.40
50 DB하이텍	6,504	반도체	KSE	0.31	0.32	Attractive	6.45	1.16	0.97	4.22	9.60
51 삼양통상	1,914	내구소비재 및 의류	KSE	0.35	0.51	Attractive	6.91	0.65	1.04	6.59	9.80
52 한미글로벌	1,238	자본재	KSE	3.65	3.59	Attractive	5.96	1.26	0.60	12.77	10.00
53 동우팜투데이블	1,090	음식료 및 담배	KOSDAQ	0.54	0.28	Attractive	5.30	0.58	0.44	5.48	10.10
54 HDC현대EP	1,700	자동차 및 부품	KSE	0.57	0.24	Attractive	19.69	0.60	0.19	9.05	10.30
55 동진세미켐	6,453	반도체	KOSDAQ	1.03	0.51	Attractive	12.23	2.14	0.78	7.75	10.50
56 파트론	8,611	하드웨어	KOSDAQ	1.48	1.59	Momentum	38.10	2.84	1.08	14.20	10.70
57 JB금융지주	10,893	은행	KSE	-0.72	0.37	Value	4.04	0.35	0.57	3.38	10.90
58 미래에셋생명	9,063	보험	KSE	0.07	-0.02	Attractive	8.57	0.44	0.44	4.93	11.10
59 현대공업	506	자동차 및 부품	KOSDAQ	1.11	1.13	Attractive	14.65	0.52	0.32	12.66	11.30
60 팬오션	23,575	운송	KSE	0.20	0.26	Attractive	16.05	0.89	0.88	7.35	11.50

Source: Fnguide, Baro Research Center

Exhibit 17. 2019년 1분기 이익을 반영한 관심 종목 61위 ~ 120위

종목명	시가총액 (억원)	업종 (Fnguide)	거래 시장	표준화 이익		Style	Valuation (배)				매력도 순위 (%)
				영업이익	순이익		P/E	P/B	P/S	P/C	
61 호텔신라	38,306	유통	KSE	1.19	0.71	Momentum	29.35	5.01	0.81	20.72	11.70
62 BNK금융지주	22,685	은행	KSE	-0.12	-0.04	Value	4.81	0.30	0.63	3.54	11.90
63 유니퀘스트	1,863	반도체	KSE	0.44	1.34	Attractive	10.94	0.99	0.69	13.81	12.10
64 영원무역	17,902	내구소비재 및 의류	KSE	-0.02	0.72	Attractive	15.18	1.16	0.85	10.10	12.30
65 카카오	103,835	소프트웨어	KSE	1.03	0.90	Momentum	168.72	2.02	4.30	56.77	12.50
66 LG유플러스	66,802	통신서비스	KSE	-0.01	0.10	Attractive	13.40	0.97	0.55	3.10	12.70
67 KT&G	137,293	음식료 및 담배	KSE	0.80	0.27	Momentum	14.83	1.70	3.07	13.05	12.90
68 CJ헬로	6,227	미디어	KSE	0.11	0.00	Attractive	15.28	0.59	0.53	2.00	13.10
69 SK머티리얼즈	16,940	에너지	KOSDAQ	1.11	0.70	Momentum	13.72	4.50	2.46	8.18	13.30
70 포스코인터내셔널	20,974	자본재	KSE	0.42	-0.35	Value	15.45	0.73	0.08	5.50	13.40
71 엠에스오토텍	1,280	자동차 및 부품	KOSDAQ	1.22	0.63	Attractive	8.76	1.55	0.14	2.15	13.60
72 지엠비코리아	1,448	자동차 및 부품	KSE	0.45	0.38	Attractive	321.57	0.65	0.32	5.37	13.80
73 메리츠화재	24,839	보험	KSE	0.09	0.10	Attractive	10.09	1.09	0.35	9.22	14.00
74 평화정공	1,793	자동차 및 부품	KOSDAQ	-0.10	-0.09	Value	4.23	0.33	0.17	1.84	14.20
75 태경산업	1,687	자본재	KSE	-0.68	2.83	Attractive	4.86	0.74	0.30	4.87	14.40
76 방그레	7,369	음식료 및 담배	KSE	0.59	0.34	Attractive	20.18	1.35	0.86	12.14	14.60
77 환인제약	3,608	제약 및 바이오	KSE	1.04	0.73	Momentum	15.40	1.39	2.33	14.82	14.80
78 엠씨넥스	3,869	하드웨어	KOSDAQ	1.04	0.78	Attractive	10.07	2.98	0.56	5.51	15.00
79 코오롱인더	12,828	소재	KSE	0.56	-0.42	Value	25.85	0.61	0.27	4.73	15.20
80 노루페인트	1,534	자본재	KSE	0.35	-0.04	Attractive	12.67	0.50	0.25	5.90	15.40
81 백산	2,529	내구소비재 및 의류	KSE	1.96	0.72	Attractive	12.07	1.85	0.78	13.20	15.60
82 에스맥	2,254	하드웨어	KOSDAQ	1.02	0.46	Attractive	16.58	1.00	1.59	12.93	15.80
83 엘엠에스	681	디스플레이	KOSDAQ	0.50	0.37	Attractive	6.71	0.58	0.62	4.18	16.00
84 한화투자증권	4,009	증권	KSE	0.03	0.00	Attractive	5.30	0.42	1.26	4.83	16.20
85 신한지주	213,153	은행	KSE	0.05	-0.05	Value	6.62	0.60	1.57	6.16	16.40
86 기업은행	80,205	은행	KSE	-0.25	-0.05	Value	4.46	0.38	0.89	4.18	16.60
87 위닉스	3,798	내구소비재 및 의류	KOSDAQ	2.49	2.00	Momentum	10.45	3.20	1.15	13.98	16.70
88 삼성생명	161,000	보험	KSE	-0.19	0.11	Value	9.35	0.56	1.00	7.83	16.90
89 제주항공	9,568	운송	KSE	0.61	0.29	Attractive	12.58	2.50	0.76	8.93	17.10
90 두산인프라코어	13,843	자본재	KSE	-0.16	-0.15	Value	6.00	0.72	0.18	2.84	17.30
91 샘표	1,582	음식료 및 담배	KSE	0.47	0.45	Attractive	10.53	1.05	0.57	5.84	17.50
92 강원랜드	66,429	소비자 서비스	KSE	0.33	0.64	Momentum	21.48	1.85	4.62	18.28	17.70
93 HDC	9,529	자본재	KSE	0.22	-0.70	Value	1.12	0.50	0.62	0.99	17.90
94 토비스	1,137	디스플레이	KOSDAQ	-0.05	0.31	Attractive	5.84	0.64	0.26	3.59	18.10
95 GS글로벌	2,270	자본재	KSE	-0.21	0.11	Value	9.72	0.59	0.06	5.39	18.30
96 씨에스윈드	6,534	에너지	KSE	0.97	0.85	Momentum	39.80	2.16	1.30	30.67	18.50
97 황금에스티	1,175	소재	KSE	-0.58	0.76	Attractive	6.48	0.51	0.48	5.15	18.70
98 KT	72,720	통신서비스	KSE	-0.29	-0.20	Value	10.06	0.55	0.31	1.79	18.90
99 삼보모터스	1,046	자동차 및 부품	KOSDAQ	0.34	0.01	Attractive	32.67	0.53	0.11	2.13	19.10
100 삼기오토모티브	786	자동차 및 부품	KOSDAQ	0.26	0.50	Attractive	88.19	0.59	0.28	2.52	19.30
101 조선내화	3,488	소재	KSE	-0.27	0.05	Value	6.48	0.59	0.44	4.33	19.50
102 엘비세미콘	4,510	반도체	KOSDAQ	2.06	1.41	Momentum	19.51	3.87	1.64	8.25	19.70
103 SK텔레콤	207,920	통신서비스	KSE	0.96	-1.70	Value	7.39	0.93	1.23	3.24	19.90
104 상아프론테크	2,534	디스플레이	KOSDAQ	1.46	1.17	Momentum	16.34	2.13	1.39	11.99	20.00
105 AK홀딩스	6,505	소재	KSE	-0.28	-0.08	Value	6.12	0.77	0.18	3.23	20.20
106 진성티이씨	1,985	자본재	KOSDAQ	0.81	0.43	Attractive	8.32	1.65	0.56	7.11	20.40
107 현대건설	55,901	자본재	KSE	-0.15	0.01	Value	14.44	0.89	0.33	10.10	20.60
108 한섬	10,652	내구소비재 및 의류	KSE	0.26	0.00	Attractive	13.89	1.07	0.82	10.41	20.80
109 모토닉	3,828	자동차 및 부품	KSE	0.66	0.33	Momentum	34.48	0.97	1.96	19.61	21.00
110 현대제철	55,647	소재	KSE	-0.53	-0.16	Value	16.38	0.33	0.27	2.80	21.20
111 스카이라이프	5,547	미디어	KSE	0.33	-0.29	Value	11.05	0.84	0.80	3.70	21.40
112 SK디스커버리	5,093	에너지	KSE	-1.06	-0.01	Value	6.76	0.35	0.07	3.91	21.60
113 CJ ENM	41,578	미디어	KOSDAQ	1.72	-0.58	Attractive	28.52	1.50	1.21	6.03	21.80
114 크라운해태홀딩스	1,648	음식료 및 담배	KSE	0.00	0.03	Attractive	37.01	0.57	0.15	3.37	22.00
115 현대엘리베이	22,514	자본재	KSE	0.22	0.72	Momentum	35.50	2.44	1.20	63.50	22.20
116 웅진씽크빅	3,898	소비자 서비스	KSE	-0.69	2.13	Attractive	11.41	1.23	0.61	8.88	22.40
117 수산중공업	875	자본재	KSE	1.47	0.31	Attractive	11.67	0.88	1.03	9.40	22.60
118 동원산업	8,744	음식료 및 담배	KSE	0.01	-0.16	Value	13.21	0.90	0.36	5.79	22.80
119 동아지질	2,191	자본재	KSE	0.16	0.31	Attractive	10.78	1.25	0.61	4.57	23.00
120 오뚜기	26,066	음식료 및 담배	KSE	1.93	-0.35	Momentum	16.33	2.16	1.16	11.85	23.20

Source: Fnguide, Baro Research Center

Appendix : 표준화 이익 모형을 쓰기 전에

해당 모형을 비롯하여 퀀트들이 제시하는 모형을 사용할 때 꼭 한번 체크해 볼 필요가 있는 것이 강건성 검증(Robustness Test)이다. 이런 이야기들을 많이 한다.

“퀀트가 제시하는 모형들은 분명 누적으로 보면 잘 맞는 것 처럼 보인다. 그런데 왜 내가 쓰면 언더퍼폼 하거나 수익률이 망가지는가?”

그래서 필자는 어떤 전략을 백테스팅 할 때 꼭 한번 살펴보는 것이, 누적수익률 그래프가 아닌 알파의 분포도 및 Rolling 수익률의 추이다. 누적수익률을 살펴본다면, 해당 전략이 특정 구간에 Outlier가 발생하여 유독 수익률이 높아지는 경우를 보고 ‘좋은 전략’이라고 오판할 가능성이 있다. 또한, 시장 수익률 하회 구간이 얼마나 길어지는 지 또한 매니저에게 중요한 요소이다.

대표적인 것이 Value Factor이다. Value Factor를 멀티팩터 모형에 추가하여 백테스팅을 한다면, 2000년 이후 백테스트시 압도적인 수익률을 기록한다. 그러나 2011년 이후 이러한 Value Factor의 작동이 망가지기 시작했다. 대형주에서 Value Factor가 더 이상 알파를 제공하기 힘들어진 것이다.

이것이 퀀트의 한계일까? 필자는 동의하지 않는다. 이는 단순 Back Testing 방식의 강건성(Robustness)이 충분하지 않았기 때문이라고 생각한다. 필자가 제시하는 방법론 이외에도 여력이 되는 투자자라면 Out Of Sample Testing이나 몬테카를로 시뮬레이션 등을 활용하여 모델의 신뢰도를 더 올릴 수 있다. 혹은, 멀티팩터 모델을 사용할 때 각 Factor를 동일한 비중으로 결합하기보다는 국면에 따라 최근 성과가 좋은 Factor의 비중을 높이는 등의 ‘비선형 모형’ 또한 방법이 될 수 있을 것이다.

다음 페이지는 당사가 표준화 이익 모형을 처음 제시하였을 당시 KOSPI 200을 대상으로 한 표준화 이익 모형의 각 분위별 초과수익률 분포도 및 Rolling Test이다.

Exhibit 18 을 살펴보자. 대체로 큰 알파가 발생한 구간은 3 개 구간이다. 2007 ~ 2008 년, 2010 년, 2013 ~ 2016 년이다. 이 구간의 공통점은 뚜렷한 주도주가 있었다는 것이다. 2007 년~2008 년은 조선이었으며, 2010 년은 차화정, 2013~2016 년은 화장품 및 중국소비, 바이오 등이었다.

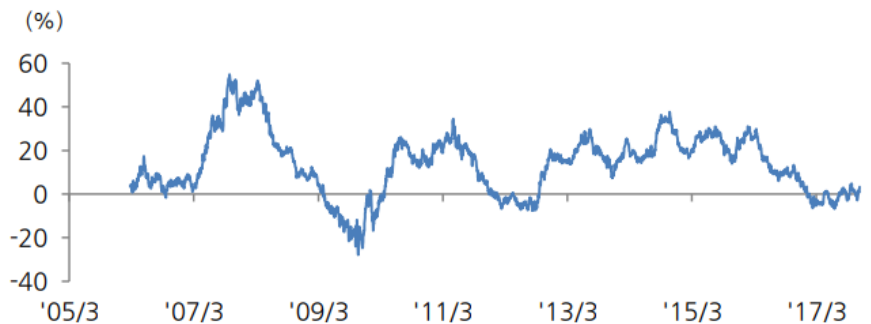
또한 수익률이 부진했던 구간은 크게 3 군데다. 2008 년 말, 2012 년, 2017 년. 이 시기의 공통점은 기존의 주도주가 꺾이거나, 개별종목에서 알파를 내기 힘들었던 장이었다. 이를 통해 우리는 다음과 같은 생각을 해 볼 수 있다.

- 1) 표준화 이익 모형은 액티브 매니저가 개별종목을 통해 알파를 내기 쉽거나 뚜렷한 주도주가 있는 장에 강력한 모형이다.
- 2) 다만 기존의 주도주가 꺾이는 (특히 Cyclical) 장에서는 실적보다 주가가 먼저 꺾이는 경향이 있어, 이에 취약한 단점이 있다.

Exhibit 17 과 18 또한 주의깊게 볼 만 하다. 표준화 순이익 1 분위 (상위 20%) 종목군이 1 달간 -4%p ~ +4%p 사이의 초과수익률을 보였던 기간이 81.1%에 달한다. 즉, 300bp 정도의 Underperform 이 그리 놀랄일이 아니라는 이야기다.

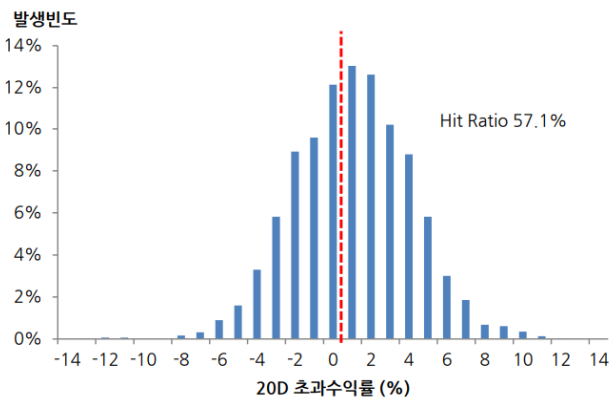
상위 1 분위 종목이 1 달간 -4%p Underperform 한 구간은 -6.4%에 달하며, +4% Outperform 한 구간은 +12.4%가 되었다. 다소 기복이 심하되, 이길때 확실하게 이기는 타입의 모형임을 인지하고 사용할 필요가 있다.

Exhibit 18. 1 분위 Long - 5 분위 Short 수익률의 12 개월 Rolling 수익률 추이



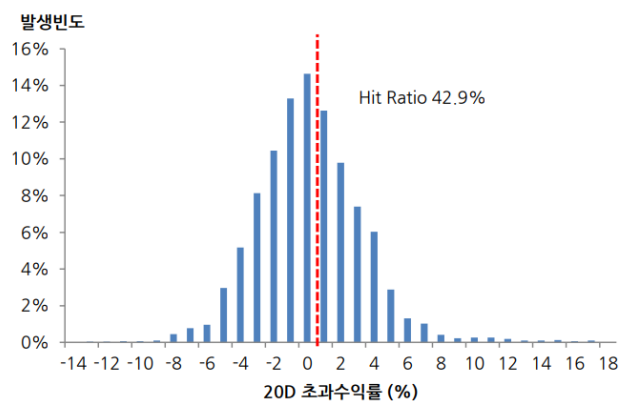
Source: Fnguide, Baro Research Center

Exhibit 19. 표준화 순이익 1 분위 초과수익률 분포



Source: Fnguide, Baro Research Center

Exhibit 20. 표준화 순이익 5 분위 초과수익률 분포



Source: Fnguide, Baro Research Center

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.