

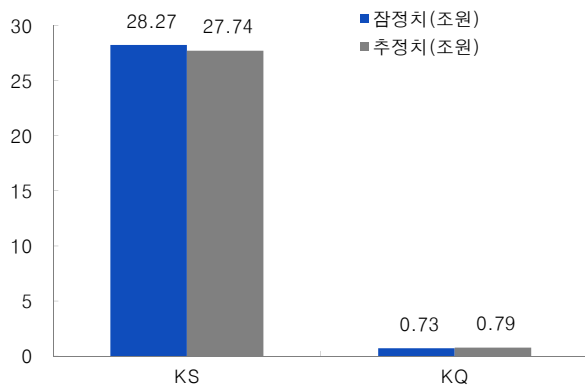
불황기 턴어라운드 투자 전략

Quant Analyst, 김 솔, 769-3607 kimsol@daishin.com

코스피는 어닝 서프라이즈, 코스닥은 어닝 쇼크

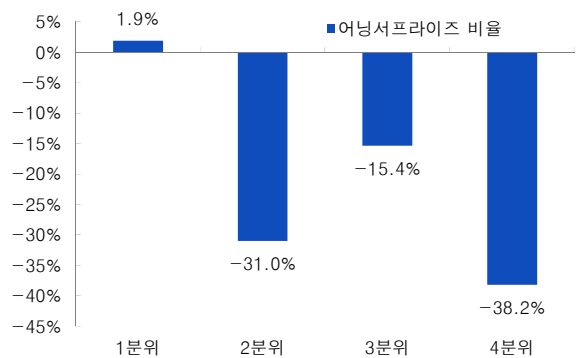
3분기 실적 시즌이 마무리되었다.(12월 결산법인 실적발표일 기준) KOSPI 기업 중 202개, 코스닥 기업은 204개 기업이 실적을 발표한 가운데 영업이익 추정치를 상회하는 기업은 74개, 167(69.3%)개 기업은 추정치를 하회하는 실적을 발표했다. 지금까지 실적 발표를 한 기업 중 컨센서스가 존재하는 기업들을 대상으로 분석해 보았을 때 코스피의 발표 영업이익의 합계는 28.3조원으로 추정치인 27.7조원을 1.9% 상회하였고, 코스닥 기업의 경우 영업이익은 0.73조원으로 추정치인 0.79조원을 8.2% 하회하는 결과를 나타내었다. 시가총액 규모별로 살펴보았을 때 시총 상위 25% 종목은 1.9%의 어닝서프라이즈를 기록하였지만 나머지 종목들은 큰 폭의 어닝쇼크를 기록한 것을 확인할 수 있다.[그림2]

그림 1. 이익 잠정치와 추정치 비교



자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

그림 2. 시총 규모별 어닝서프라이즈 비율



자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

시총 2000억 이상 어닝서프라이즈 상위 종목

Code	Name	시장구분	시가총액(억원)	영업이익 잠정	영업이익 컨센서스	어닝서프라이즈 비율
A128940	한미약품	KS	9,701.4	182.6	32.5	461%
A000230	일동제약	KS	2,228.6	19.8	4.0	394%
A006400	삼성SDI	KS	67,654.1	15,204.8	3,243.3	369%
A950100	SBI모기지KDR	KS	2,552.2	661.0	189.0	250%
A032830	삼성생명	KS	186,000.0	3,215.0	1,464.0	120%
A004970	신라교역	KS	4,200.0	367.9	179.4	105%
A030200	KT	KS	99,744.7	5,388.0	3,515.4	53%
A004430	승원산업	KS	2,688.0	229.2	152.0	51%
A079160	CJCGV	KS	6,979.0	551.4	378.8	46%
A000640	동아제약	KS	13,028.0	291.2	205.5	42%
A035080	인터파크	KQ	4,770.0	184.8	132.5	39%
A069620	대웅제약	KS	5,417.3	153.5	110.3	39%
A010140	삼성중공업	KS	76,535.2	3,239.0	2,464.4	31%

자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

불황기에는 실적이 턱어라운드하는 중소형주가 매력적

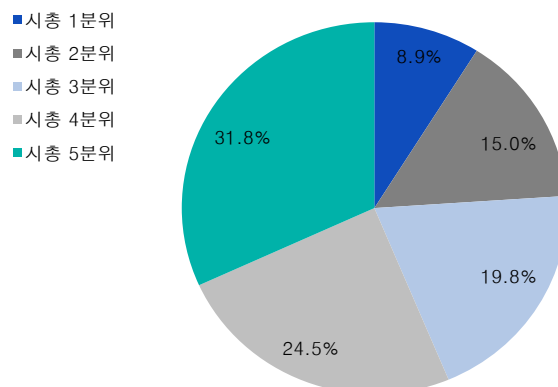
2012년은 이익 전망치가 하향 조정되는 시기이다. 2011년말부터 2012년 초에 형성되었던 긍정적 기대감은 시간이 갈수록 부정적 현실이 되면서 애널리스트들은 이익 전망치를 지속적으로 하향 조정했던 것이다. 이렇게 이익 전망치가 하향조정되는 시기는 경기 상황이 좋지 않은 불황기일 때가 많다. 기업 전반적으로 실적이 부진할 것으로 예상되더라도 이익 전망을 하는 당사자는 긍정적 기대를 어느 정도 반영하게 마련인데, 현실은 그러한 기대와 상반되는 방향으로 실현되는 경우가 많다. 이러한 불황기에는 기업의 실적이 전망치에 미달하는 사례 즉 어닝 쇼크를 기록하는 기업도 속출한다.

그러나 이러한 불황기에도 이전의 부진한 실적을 딛고 일어서는 기업, 소위 턱어라운드하는 기업이 존재한다. 직전 두 분기 연속으로 영업이익 적자를 기록했지만 최근 분기에 흑자 전환하는 기업을 턱어라운드 하는 기업으로 설정한다면, 불황기에 이러한 기업에 투자하여 의미있는 수익을 거둘 수 있을것이다.

회소성의 법칙은 주식시장에서도 적용되는 경우가 많다. 많은 기업이 YoY, QoQ 기준으로 성장하는 시기인 호황기에는 성장주가 흔하고 기업 본질가치보다 저평가되어 있는 가치주는 귀해지는 현상이 나타난다. 반대로 불황기에는 대부분의 기업 기업실적이 악화되기 때문에 성장하는 회사는 희소해진다. 이러한 불황기 때 지난 분기동안의 적자를 털고 흑자 전환하는 '성장'을 보여주는 기업을 시장에서 주목하는 것은 회소성의 법칙에도 부합하는 현상이라 할 수 있다.

2005년부터 과거 분기 영업이익 적자 기업의 분포를 살펴본 결과 시가총액이 낮을 수록 적자가 날 확률이 높았다[그림3]. 이렇게 시가총액 규모가 작은 기업에서 적자가 날 확률이 높은 이유는 중소형사의 사업구조 특성에 있다고 할 수 있다. 중소형사는 대형사와 달리 사업분야가 다양하지 않고 한 두 영역에 집중하고 있는 경우가 많다. 그래서 경기가 좋지 않거나 전방 산업의 환경이 좋지 않으면 그 영향이 직접적으로 실적으로 이어져 영업 적자가 날 확률이 상대적으로 대형사 보다 높은 것이다. 이는 반대로 적자에 놓여 있는 기업도 특정 사업부의 영업 호전으로 실적이 턱어라운드 할 수 있는 가능성이 있어 투자자 입장에서는 긍정적인 측면도 있다. 실적 턱어라운드 이슈는 중소형주에서 더 자주 발생하고 그 만큼 투자 기회도 많은 것이다.

그림 3. 시가총액 분위 별 적자 기업 분포 - 2005년 이후 분기 평균



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

턴어라운드 기업의 분기 투자 성과

턴어라운드 기업의 투자 성과를 판단하기 위해 과거 2005년 1분기부터 시뮬레이션을 실행하였다. 유니버스는 당시 상장된 전 종목을 대상으로 하였으며 영업이익 기준으로 2분기 연속 적자 후 최근 분기에 흑자 전환하면서 매출액은 전년 동기 대비 증가한 기업을 추출하여 분기 리밸런싱하는 방식이다. 턴어라운드 기업의 조건으로 영업이익 흑자와 매출액 YoY 증가를 동시에 고려하는 이유는 탑라인의 증가가 이루어진 상황에서 영업 흑전이 의미 있다고 생각하기 때문이다.(이익률의 상향 보다는 매출단가(P), 매출수량(Q)의 상승으로 인한 실적)

데이터는 확정 데이터를 사용하게 되며 각 분기 말인 2, 5, 8, 11월 말에 리밸런싱하게 된다. 예를 들어, 2011년 3분기 흑자전환 기업의 경우 2011년 2분기, 2011년 1분기 영업이익이 적자이면서 2011년 3분기 매출액이 YoY로 증가하는 기업을 스크리닝 하여 이들 기업을 2011년 11월 말부터 2012년 2월 말까지 보유하면서 리밸런싱 하게 된다.

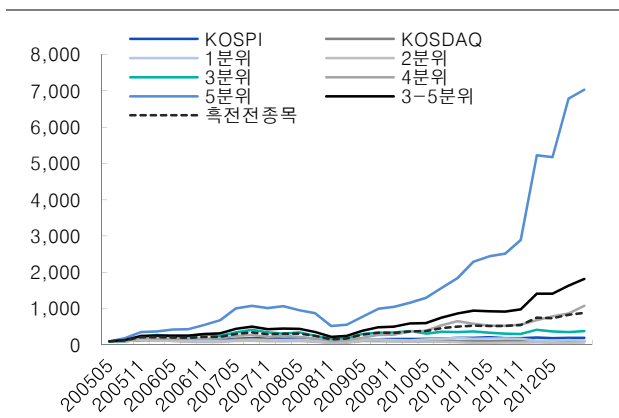
표 1. Simulation Rule

항목	세부내용
Universe	당시 상장된 전 종목
리밸런싱 주기	분기(3개월)
리밸런싱 시기	2월, 5월, 8월, 11월 일 증가 기준 리밸런싱 (실적 확정치가 대부분 나오는 시기로 설정)
성과 측정 분위	시가총액을 5분위로 나누어 측정

자료: 대신증권 리서치센터

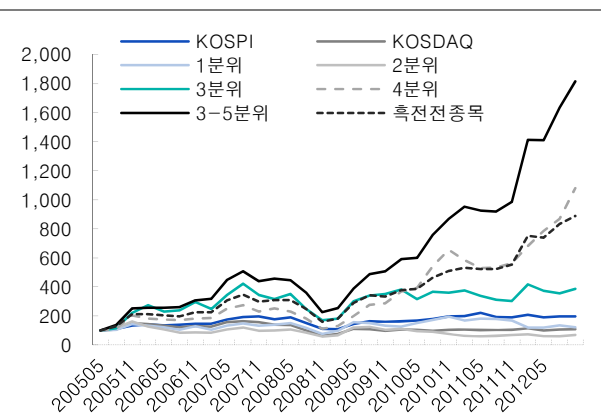
턴어라운드 주식 시뮬레이션 결과 시가총액 하위로 갈수록 누적 성과가 뛰어난 것으로 결과가 나타났다. 흑자전환의 경우 증가율 자체를 계산하여 우선순위를 산출해 내는 것보다 흑자전환의 여부를 판단하여 투자하는 것이 좋을 것으로 판단된다. 시가총액 상위 종목의 경우 적자 기업의 숫자 자체가 작고 투자하더라도 큰 수익률을 기대하기 힘들었다. 그러나 적자기업의 수가 많은 시총 하위 종목일수록 흑자전환의 기회가 많고 상승여력 또한 높은 것으로 판단된다.

그림 4. 턴어라운드 기업 누적 성과



자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

그림 5. 턴어라운드 기업 누적 성과(시총5분위 제외)



자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

2012년 1분기, 2분기 기준 흑자전환 기업 성과

과거 두개의 분기 성과를 살펴본 결과 코스피 대비 큰 폭의 아웃퍼폼을 기록했다.

2012년 1분기 흑자전환 기업 성과

Code	Name	매출액증가 율(YoY)	영업이익 (11 3Q)	영업이익 (11 4Q)	영업이익 (12 1Q)	시가총액 (12/5/31)	수정주가 (12/5/31)	수정주가 (12/8/31)	수익률
A001020	페이퍼코리아	8.3	-68.6	-69.2	63.0	967.4	948	793	-16.4%
A015590	대경기계	11.5	-86.4	-181.7	33.3	966.2	1,765	2,410	36.5%
A086980	미디어플렉스	25.6	-41.9	-34.0	17.8	863.9	1,380	1,480	7.2%
A005960	동부건설	17.1	-6.1	-2,197.4	384.0	844.4	3,875	3,940	1.7%
A002920	유성기업	23.3	-2.3	-1.5	68.0	769.3	2,965	2,975	0.3%
A002100	경농	14.6	-30.0	-130.0	219.9	646.4	2,980	3,265	9.6%
A048410	현대아이비티	28.4	-68.8	-52.7	5.9	632.2	3,160	1,720	-45.6%
A006910	보성파워텍	60.4	-4.0	-9.4	7.6	584.1	1,900	2,100	10.5%
A008900	티이씨앤코	139.8	-6.9	-28.9	1.0	524.2	1,001	855	-14.6%
A003080	성보화학	21.5	-17.7	-25.4	83.3	509.5	25,450	24,400	-4.1%
A006050	국영지앤엠	34.6	-4.0	-12.7	24.7	495.6	1,685	1,350	-19.9%
A089230	용현BM	52.1	-37.1	-35.9	6.7	490.3	5,950	6,420	7.9%
A063170	서울옥션	17.6	-9.5	-26.8	11.2	487.2	2,880	3,480	20.8%
A060570	아이리버	25.7	-73.9	-143.5	7.0	461.2	1,785	2,290	28.3%
A062860	티엘아이	10.4	-2.8	-63.1	0.9	460.9	5,650	6,190	9.6%
A039290	인포뱅크	55.0	-5.2	-2.1	13.5	438.2	5,040	9,060	79.8%
A082800	루미마이크로	16.7	-7.3	-24.4	3.2	435.4	1,320	1,740	31.8%
A001470	삼부토건	9.4	-189.3	-1,032.4	253.3	420.1	5,250	4,800	-8.6%
A010770	평화홀딩스	1.1	-31.7	-49.8	30.8	416.8	2,850	2,770	-2.8%
A092730	네오팜	31.7	-1.5	-1.5	13.4	414.1	5,550	6,550	18.0%
A094480	갤럭시아캡즈	18.7	-3.0	-352.9	2.1	396.9	1,285	1,725	34.2%
A033290	필코전자	4.9	-7.1	-3.0	5.2	386.4	1,405	1,300	-7.5%
A039010	현대통신	0.5	-10.2	-16.5	4.1	328.6	3,810	2,630	-31.0%
A004200	고려개발	18.9	-1,590.9	-778.0	45.0	324.0	1,620	1,655	2.2%
A080440	세진전자	9.9	-1.2	-15.4	3.2	307.0	2,430	2,270	-6.6%
A093640	다들멀티미디어	47.4	-3.4	-2.7	5.2	272.4	4,440	7,440	67.6%
A046120	케이엔디티앤아이	4.3	-7.0	-9.5	2.4	269.3	3,380	4,590	35.8%
A037340	티모이앤엠	30.0	-2.0	-9.7	7.7	254.5	1,095	1,100	0.5%
A027830	대성창투	156.7	-0.2	-5.9	14.2	216.0	540	1,320	144.4%
A073540	에프알텍	1,629.5	-3.9	-4.6	52.7	212.6	3,730	3,370	-9.7%
A095300	엔에스브이	40.4	-11.4	-1.1	7.9	212.1	2,510	1,980	-21.1%
A003580	동원	23.4	-15.3	-52.0	0.4	206.5	4,380	4,500	2.7%
A019590	엠벤처투자	8.5	-4.9	-45.0	2.4	198.7	298	397	33.2%
A044380	주연테크	73.3	-29.7	-49.4	4.5	184.9	431	773	79.4%
A066060	휴먼텍코리아	8.6	-2.0	-274.9	7.9	175.5	585	708	21.0%
A001550	조비	18.2	-29.9	-38.7	4.8	143.4	9,150	16,650	82.0%
A036480	대성미생물	37.0	-5.2	-1.2	5.9	131.3	34,550	34,950	1.2%
A024940	PN풍년	2.0	-4.4	-3.3	3.7	122.5	1,225	1,340	9.4%
A087730	네패스신소재	16.4	-4.0	-10.9	6.2	114.3	3,995	5,180	29.7%
A037760	세니트	22.2	-5.4	-11.0	3.1	102.8	433	654	51.0%
포트폴리오 평균									16.7%
KOSPI							1843.47	1905.12	3.3%

2012년 2분기 흑자전환 기업 성과

Code	Name	매출액증 가율(YoY)	영업이익 (11 4Q)	영업이익 (12 1Q)	영업이익 (12 2Q)	시가총액 (12/8/31)	수정주가 (12/8/31)	수정주가 (12/11/13)	수익률
A025850	KPX화인케미칼	14.1	-101.3	-22.4	38.4	972.8	25,600	27,000	5.5%
A042110	에스씨디	3.4	-0.8	-0.7	7.4	654.9	1,355	1,245	-8.1%
A095700	제넥신	492.8	-64.0	-4.5	1.9	643.6	12,750	16,250	27.5%
A079660	사조해표	8.0	-25.4	-15.1	30.0	593.6	8,290	9,280	11.9%
A033110	이디	5.0	-7.4	-9.2	1.9	459.3	2,610	2,850	9.2%
A025980	에머슨퍼시픽	94.3	-14.3	-13.2	3.8	458.9	4,175	2,900	-30.5%
A048470	대동스틸	18.2	-11.9	-0.9	18.5	417.5	4,175	3,070	-26.5%
A049520	유아이엘	39.6	-15.3	-15.3	76.4	413.6	3,630	6,750	86.0%
A002250	근화제약	11.0	-4.8	-2.1	8.4	407.5	12,500	37,450	199.6%
A033340	좋은사람들	7.6	-1.0	-9.5	25.6	407.1	1,730	1,495	-13.6%
A041190	우리기술투자	299.3	-17.1	-7.1	19.7	373.8	445	479	7.6%
A048870	코아로직	85.6	-4.8	-4.3	10.2	354.7	3,360	2,940	-12.5%
A042600	새로닉스	1.4	-8.1	-1.1	3.5	284.5	2,290	2,165	-5.5%
A024890	대원화성	10.3	-86.3	-18.5	15.1	268.7	863	948	9.8%
A109820	진매트릭스	16.0	-1.9	-1.6	0.3	264.2	6,190	7,490	21.0%
A001880	삼호	3.6	-52.8	-68.1	32.1	254.2	1,765	1,685	-4.5%
A121890	에스디시스템	109.7	-18.0	-26.6	3.5	223.8	5,890	5,510	-6.5%
A009140	경인전자	131.2	-0.7	-16.9	3.2	216.8	13,800	13,400	-2.9%
A066110	백산OPC	0.1	-41.0	-8.5	9.8	212.7	1,390	1,315	-5.4%
포트폴리오 평균									13.8%
KOSPI							1905.12	1889.7	-0.8%

자료: Wisedfn, 대신증권 리서치

2012년 3분기 기준 흑자전환 기업 리스트

2012년 1분기와 2분기 연속 적자인 기업은 전체 1765개 기업 중 234개(13.8%)에 달했다. 이들 234개의 종목 중 3분치를 발표한 기업은 총 23개로 이중 5개 기업만이 흑자 전환에 성공하고 나머지 기업은 적자를 지속하였다.

2012년 3분기 흑자전환 기업 리스트

Code	Name	매출액 (11 3Q)	매출액 (12 3Q)	영업이익 (12 1Q)	영업이익 (12 2Q)	영업이익 (12 3Q)	시가총액 (12/11/13)
A015760	한국전력	117,249.0	137,240.1	-1,053.6	-19,563.2	19,775.6	171,083.4
A034220	LG디스플레이	62,687.3	75,930.5	-1,782.2	-254.9	2,534.1	125,414.4
A011200	현대상선	18,916.1	21,214.7	-2,030.5	-1,225.7	286.3	35,603.4
A072130	유엔젤	105.2	133.3	-18.7	-13.2	32.6	977.8
A037070	파세코	431.4	462.9	-13.9	-11.5	54.2	334.0

자료: Wisedfn, 대신증권 리서치 주: 향후 3분기 이익이 집계되는 대로 종목 스크리닝 결과 제공 예정

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.