

투자포커스

이익창출능력 측면에서 살펴본 KOSPI의 상승 가능성

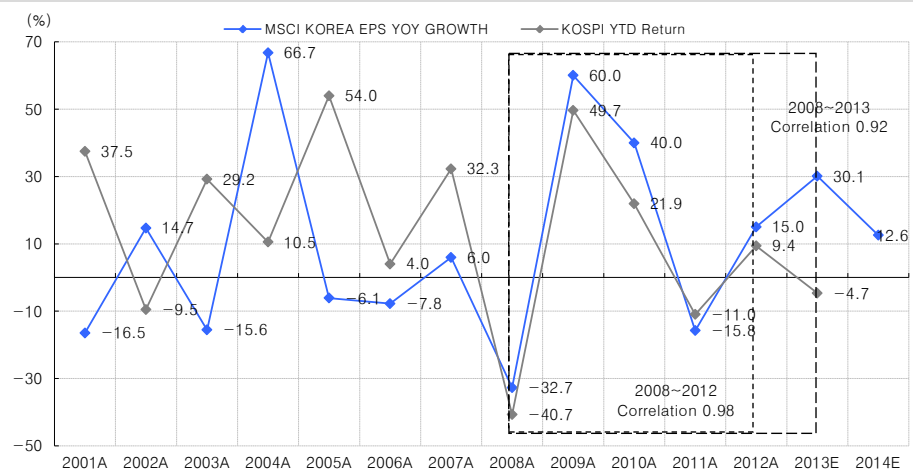
Quant Analyst 이대상 769-3545 daesanglee@daishin.com

주가는 이익의 시녀, 그런데 올해 KOSPI는 이익을 따라가지 않고 있음

주식 격언 중에 '주가는 이익의 시녀다'라는 말이 있다. 시녀가 주인의 시중을 들기 위해 계속 가까이서 따라다니는 것과 마찬가지로 주가는 이익을 따라다니는 의미로 사용되는 말이다. 이 격언은 한국 주식 시장에는 아주 잘 맞아들어가고 있었다. 2008년부터 2012년까지는 그랬다. KOSPI의 연간 수익률은 MSCI KOREA의 연간 EPS YOY GROWTH와 상관관계 0.98이라는 매우 높은 상관관계를 기록했다. 이쯤 되면 거의 동행한다고 보아도 무방하다. 좀더 엄밀히 이야기한다면 주가는 일간으로 매일 결과값이 나오는 반면 연간 이익 증가율은 몇 달 뒤에 확정치를 확인할 수 있기 때문에 주가는 이익을 알고 있다고 할 수도 있다. 이른바 '주가의 이익발견 기능' 이라고 표현할 수도 있을 정도이다. 하지만 이렇게 아름답게 동행하던 KOSPI의 수익률과 연간 EPS YOY GROWTH는 2013년 들어 정반대 방향으로 움직이고 있다.

MSCI KOREA 기준으로 2013년 예상 EPS YOY GROWTH는 30.1%이지만 KOSPI의 연초 대비 수익률은 -4.7%에 불과하다. 이 수익률마저도 7월에 2.6% 상승해서 나온 결과이다. 올해는 왜 이렇게 움직이는 것일까. 주가의 이익 발견 기능이 맞다면 2013년 이익 증가율인 30.1%가 터무니없는 숫자인 것으로 받아들 수 밖에 없다. 혹은 하반기 지수가 상승하여 결과적으로 동행하는 그림을 만들어낼 수도 있다. 2013년에도 주가가 이익을 발견해내는 기능을 할 수 있을까.

그림 1. 2008년부터 KOSPI는 연간 EPS YOY GROWTH와 동행



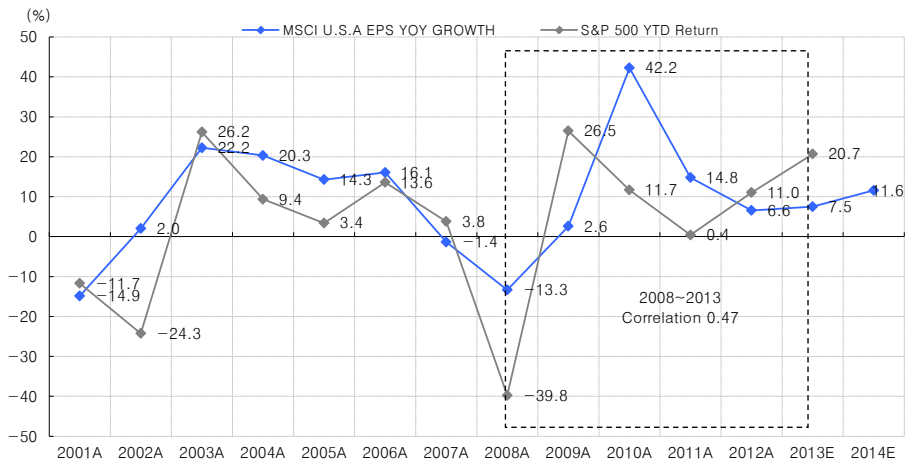
자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

미국과 일본은 2013년에도 동행 중

한국을 살펴보기 앞서 미국과 일본의 경우를 보자. 미국의 경우 MSCI USA EPS YOY GROWTH와 S&P500 연간 수익률은 높은 상관관계를 보이지 않고 있다. 2008년부터 2013년까지 상관계수 0.47, 2001년부터 2013년까지 0.57이다. 하지만 2013년에 S&P500은 연초 대비 20.7% 상승하고 있다. 2013년 MSCI USA EPS YOY GROWTH는 7.5%에 불과한데도 말이다.

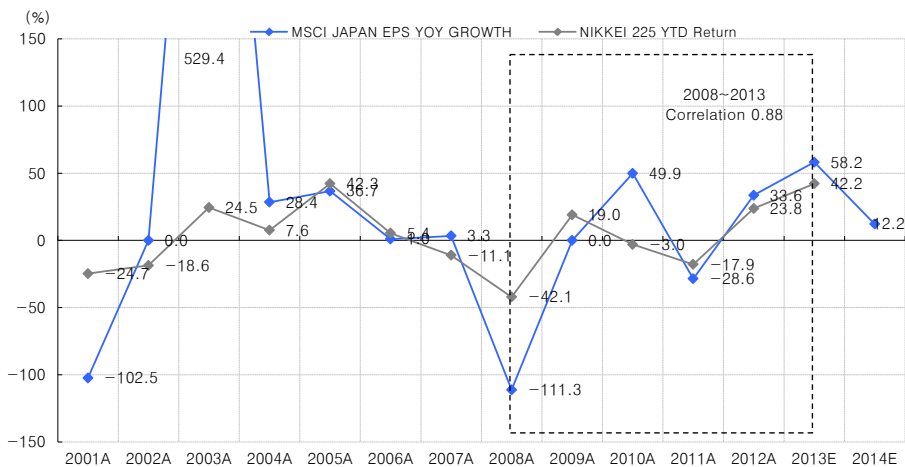
일본은 한국 만큼이나 높은 상관관계를 보이고 있다. MSCI JAPAN EPS YOY GROWTH와 NIKKEI225 연간 수익률은 2008년부터 2013년까지 상관계수 0.88, 2001년부터 2013년까지 0.50이다. 2008년 금융위기 이후 0.88이라는 높은 상관관계가 돋보인다. 더군다나 2013년에도 NIKKEI225 지수는 큰 폭으로 상승했고 한 차례 하락을 겪었지만 다시 상승 중이다. 연초 대비 수익률 42.2%, EPS YOY GROWTH 58.2%이다. S&P500은 좀 과도한 면이 없지않지만, NIKKEI225는 이 정도 상승할만하다.

그림 2. MSCI USA EPS YOY GROWTH와 S&P500 연간 수익률



자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

그림 3. MSCI JAPAN EPS YOY GROWTH와 NIKKEI225 연간 수익률



자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

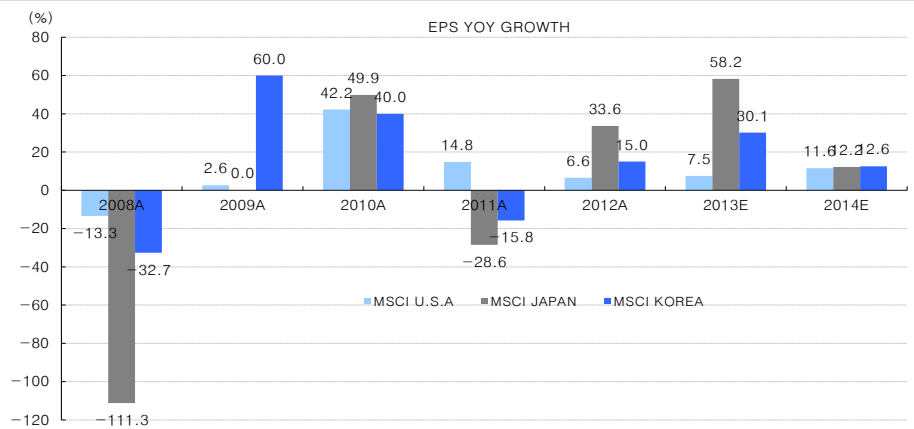
차이점은 이익 모멘텀(미국)과 성장률의 절대값(일본)

한국이 미국, 일본과 어떤 차이가 있길래 지금의 이런 성적표를 받아들고 있는 것일까. 우선 미국, 일본과 한국은 사실 비교 대상 영역이 아니라는 것을 짚어두고 가자. 미국, 일본은 선진국으로 분류되고 한국은 신흥국으로 분류되기 때문이다.(이상 MSCI 기준, FTSE 기준으로는 한국도 선진국) 선진국과 신흥국의 격차는 메이저리그와 마이너리그의 차이 그 이상이라고 봐야 한다. 추종하는 자금의 규모와 자금의 성격이 판이하게 다르다.

한국이 미국과 다른 점은 이익 모멘텀에서 찾을 수 있다. 미국은 2012년부터 2014년까지 성장의 폭이 커지고 있다. 6.6%, 7.5%, 11.6%로 연간 이익 모멘텀이 커지고 있는 것이다. 올해 S&P500의 상승은 2014년 성장률을 일정 부분 감안하고 오르는 부분도 없지 않다. 미국의 이익 성장률은 역사상 최고의 안정적 성장을 기록해 ‘골디락스’라고도 불리던 2000년대 초반의 모습과도 흡사한 부분이 있어 향후 성장에 대한 기대감도 적지않게 반영되어있는 것으로 파악된다.

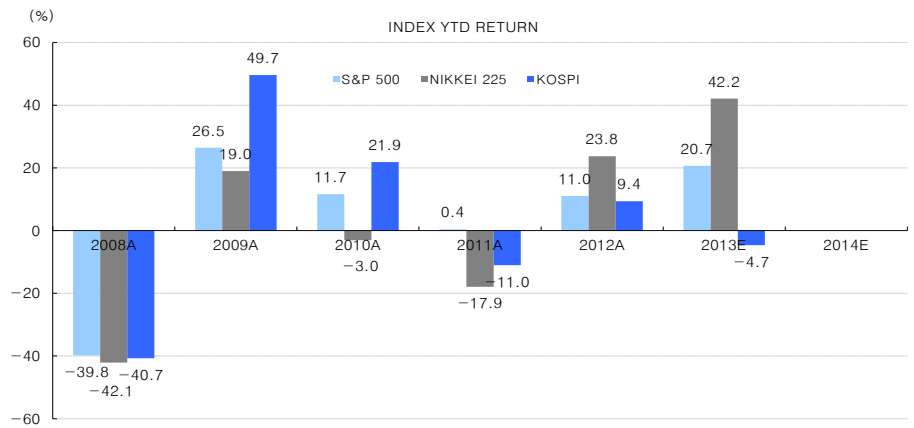
일본과의 차이점은 이익 성장률의 절대 수준에 있다. 일본은 2013년에 58.2%의 이익 성장을 예상하고 있다. 2012년 33.6%를 상승하고 난 다음해인데도 불구하고 58%에 달하는 이익 성장률은 거의 개발도상국에서나 가능한 절대 수준이다. 일본의 경제규모를 감안한다면 실로 놀라운 성장이다.

그림 4. MSCI USA, JAPAN, KOREA EPS YOY GROWTH 비교



자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

그림 5. MSCI USA, JAPAN, KOREA INDEX YTD RETURN 비교



자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

KOSPI에 드리워져 있는 이익 전망치 하향의 그림자

지금까지는 현재 확인할 수 있는 수치가 실제로 그렇게 나올 것이란 가정하에서 할 수 있는 이야기였다. 하지만 KOSPI에는 이익 전망치 하향 조정이라는 어두운 그림자가 드리워져 있다. KOSPI가 올해 이익 성장률과 같은 방향으로 움직이지 못하는 이유 중에서 가장 유력한 것을 꼽자면 이익 성장 전망이 현실과 차이가 많이나는 수준으로 과대평가되어 있다는 것을 들 수 있다. 다시 말해 30%대의 이익 성장률은 실제로는 0% 성장 혹은 역성장이 될 것이지만 추정치의 과대 평가로 높은 수준의 숫자가 나온 것이고 주가는 이미 그것을 알고 있다고 판단할 수 있다. 그도 그럴것이 이익 전망치 하향은 2010년부터 시작된 한국 주식시장의 부정적인 트렌드이다. 2010년 3분기부터 2013년 1분기까지 총 11개 분기 중에서 9개 분기에서 어닝 쇼크가 발생했다. 그리고 올해 2분기에도 어닝 쇼크가 발생할 가능성이 농후하다. 높은 이익을 추정해 놓고 실적 발표 시기 까지 꾸준히 하향 조정하면서 실제 이익과 맞추어가는 것이 최근 이익 전망치의 특징 아닌 특징이다. 이 정도되면 투자자들이 이익 전망치에 대한 모종의 신뢰성을 기대하는 것이 무의미한 수준이라고 할 수 있다. 이에 대한 극단적 표현이 올해 KOSPI 연초 대비 수익률과 이익 성장률의 괴리로 나타난 것이다.

그림 6. 2010년 3분기부터 11개 분기 중 9개 분기에서 어닝 쇼크 발생

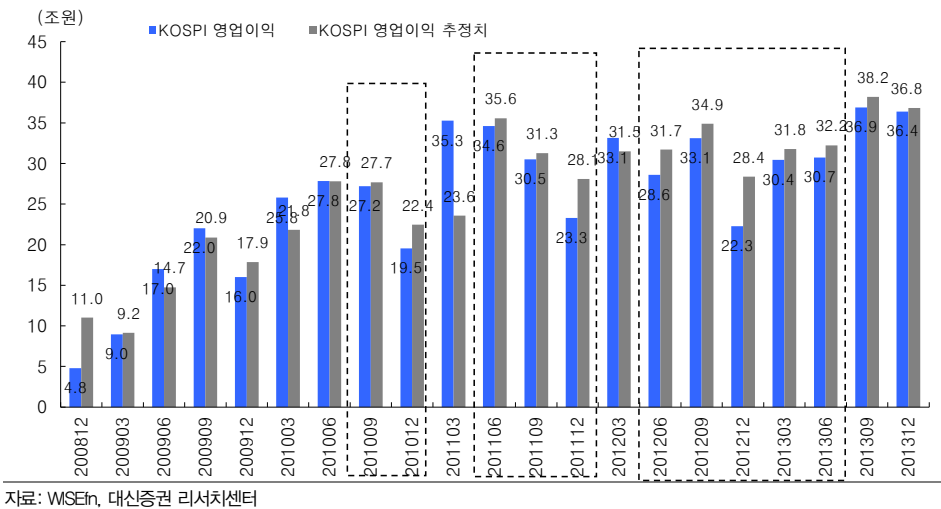


그림 7. KOSPI 2분기 영업이익 추이

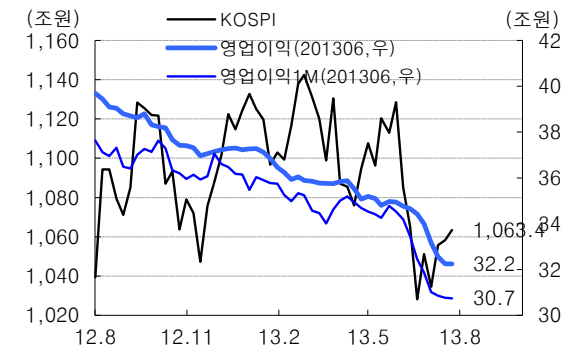


그림 8. KOSPI 2분기 순이익 추이

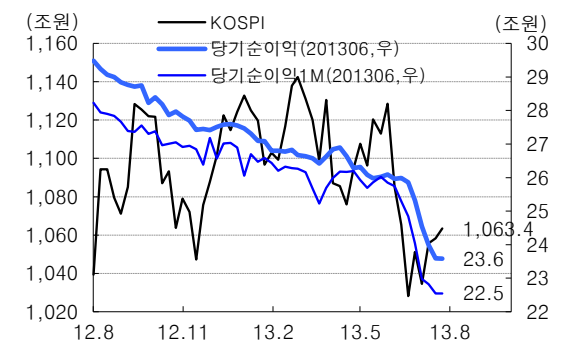
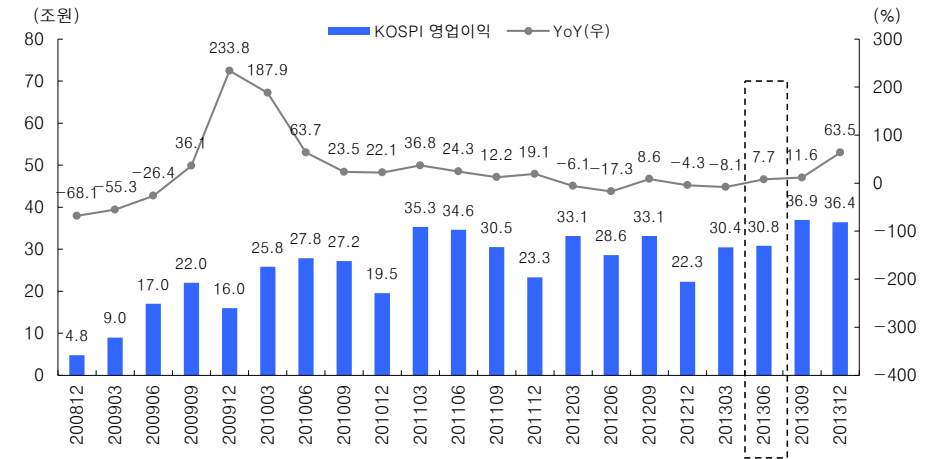
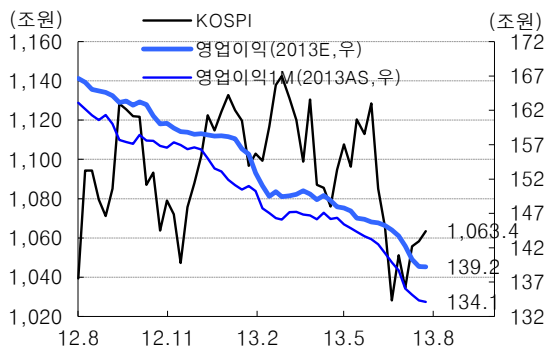


그림 9. KOSPI 분기 영업이익 및 YoY 증가율 추이



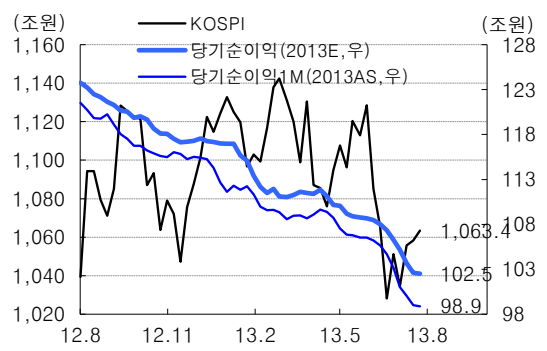
자료: WSEIn, 대신증권 리서치센터

그림 10. KOSPI 2013년 영업이익의 추정치 추이



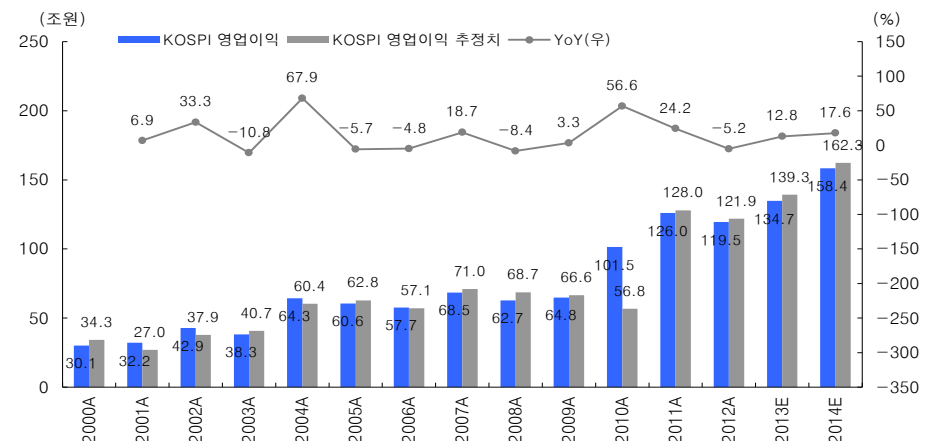
자료: WSEIn, 대신증권 리서치센터

그림 11. KOSPI 2013년 순이익의 추정치 추이



자료: WSEIn, 대신증권 리서치센터

그림 12. KOSPI 연간 영업이익 및 YoY 증가율 추이

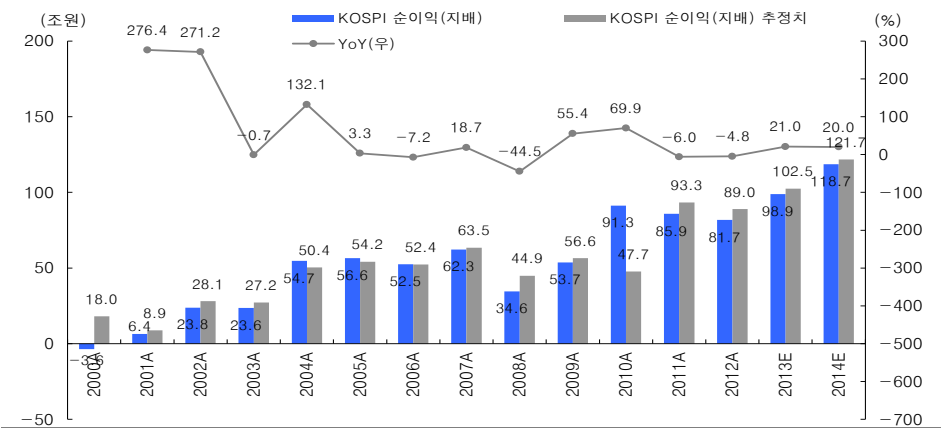


참고: 2013E, 2014E 순이익(지배) 값은 1개월 컨센서스의 값을 사용. 순이익(지배) 추정치는 3개월 컨센서스 값
 자료: WSEIn, 대신증권 리서치센터

주가가 예상하고 있는 이익 수준은 과도하다. 최소한 역성장의 가능성은 희박하다.

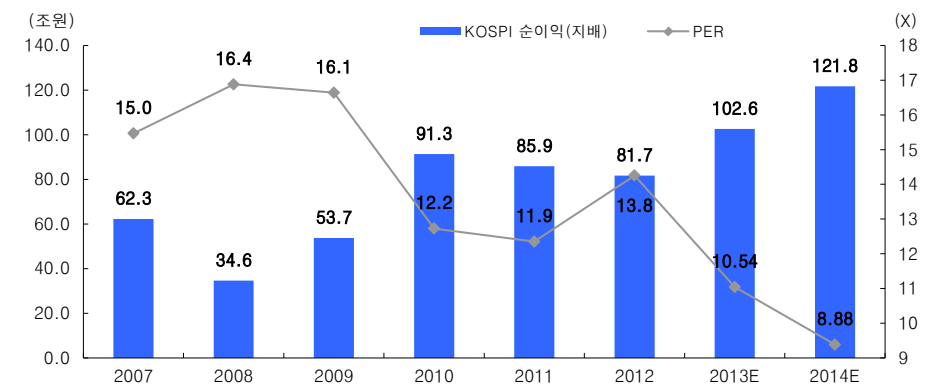
그러나 아무리 이익 전망치가 하향 조정 되는 것을 감안해서 현재 주가가 형성되었다고 해도, 지금의 주가는 과도한 우려가 반영되었다고 볼 수 밖에 없다. 지금 시점의 주가가 연말 종가로 가정하고 주가가 이익 발견 기능을 충실히 이행한다고 했을 때 2013년은 순이익 76.1조원 YOY 증가율 -6.9%, PER 14.1배로 끝나게 된다. 76.1조원은 현재 2013년 예상 순이익 98.8조원에서 23% 하향 조정된 수치이다. 이 수준은 하반기에 최악의 금융위기가 발생하지 않는다면 실현되기 어려운 시나리오이다. 이미 상반기가 지난 시점이고 상반기 순이익은 42.5조원에 가깝게 나올 것이다.(1분기 20.0조원 확정, 2분기 22.5조원 예상, 2012년 상반기 대비 1.4% 증가) 남은 하반기에서 39.2조원의 순이익만 나와도 작년과 같은 81.7조원을 기록하게 된다. 하반기 39조원은 비교적 이익 전망치 하향 조정정도가 크지 않고 상대적으로 이익 안정성이 높아 이익 추정에 대한 신뢰성이 상대적으로 높은 IT, 경기소비재, 필수소비재, 건강관리, 통신, 유틸리티의 순이익만 현재의 추정치 대로 나온다면 달성할 수 있는 수치이다. 에너지, 소재, 산업재에서는 적자만 나지 않으면 된다. 그만큼 현재 주가가 반영하고 있는 이익에 대한 우려는 과도하다는 것을 알 수 있다.

그림 13. KOSPI 연간 순이익(지배주주) 및 YoY 증가율 추이



참고: 2013E, 2014E 순이익(지배) 값은 1개월 컨센서스의 값을 사용. 순이익(지배) 추정치는 3개월 컨센서스 값
 자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

그림 14. KOSPI 연간 순이익(지배주주)과 연말기준 PER



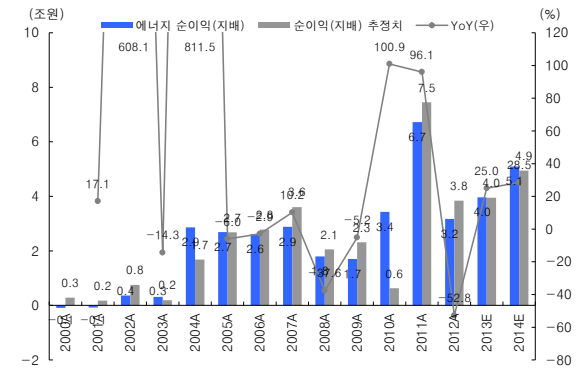
자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

17.3%의 하향 조정을 감안해도 연말 KOSPI 2000 가능하다

현재 추정되고 있는 2013년 KOSPI 연간 순이익(지배주주) 98.8조원이 하향 조정될것은 불을 보듯 뻔하다. 관건은 하향 조정의 수준이다. 17.3% 하향 조정되면 2012년과 같은 수준이 된다. 최소한 이 수준만 되어도 KOSPI는 작년말 종가인 1997.05에 가있을 것으로 예상된다. 지금부터 4.88% 더 상승한다는 계산이다. 대분류 업종별(GICS 10개 섹터)로 이익 전망치를 세분화해서 보면 조금 더 높은 신뢰성을 얻을 수 있다. 소재, 경기소비재, 필수소비재, 건강관리, 금융 등의 섹터가 작년 대비 역성장이 예상되지만 IT, 통신, 유틸리티, 에너지, 산업재 섹터는 성장이 예상되고 있고 성장의 폭도 크다. 2012년에는 산업재에서 큰 폭의 어닝 쇼크가 나는 바람에 연간으로 큰 어닝 쇼크를 기록했던 바 있는데, 올해는 그럴 가능성은 크지 않아 보인다. 최근 에너지, 소재, 산업재의 주가 상승의 배경에는 이러한 신뢰가 자리 잡고 있다고 미루어 짐작할 수 있다.

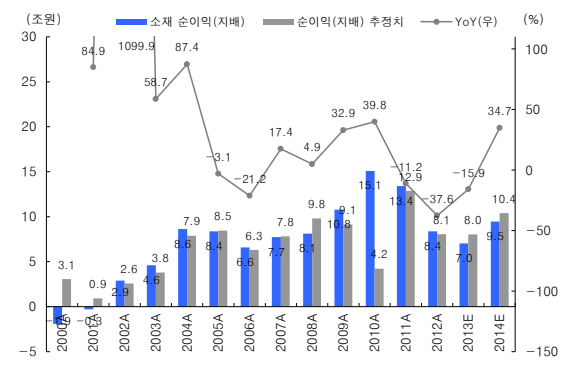
주가는 이익의 시녀다. 2008년부터 KOSPI는 더더욱 이익을 따라 다닌다. 물론 2013년이 예외가 되는 해일 수도 있다. 하지만 지금의 주가 수준은 과도한 이익 하향 조정을 반영한 수준이라고 봐야 한다. KOSPI의 이익창출 능력이 연간으로 50%대의 성장이 예상되는 일본과 올해, 내년 더 크게 성장하는 미국과 비교할 바는 아니지만, 역성장을 기록할 정도로 훼손되었다고는 보기 어렵다. 작년 대비 역성장만 아니라면 KOSPI는 2000을 다시 볼 수 있을 것이다.

그림 15. 에너지 연간 순이익(지배) 및 YoY 증가를 추이



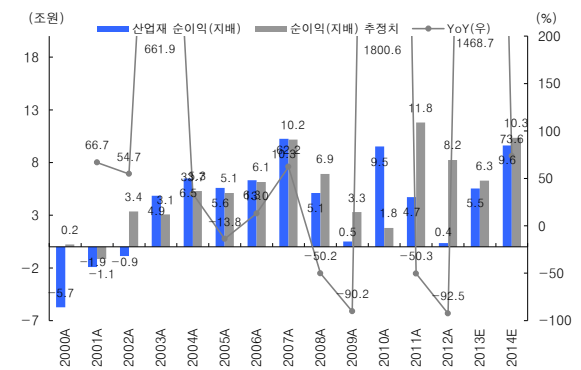
참고: 2013E, 2014E 순이익(지배) 값은 1개월 컨센서스의 값을 사용
자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

그림 16. 소재 연간 순이익(지배) 및 YoY 증가를 추이



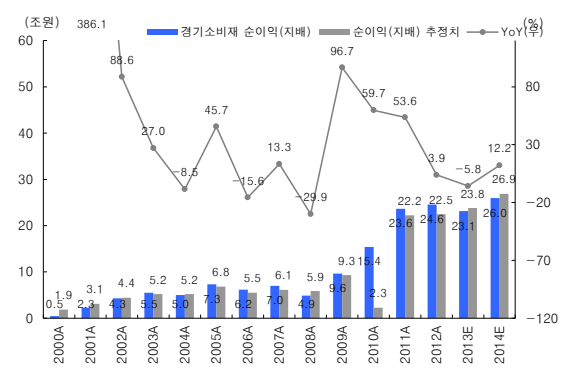
참고: 2013E, 2014E 순이익(지배) 값은 1개월 컨센서스의 값을 사용
자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

그림 17. 산업재 연간 순이익(지배) 및 YoY 증가를 추이



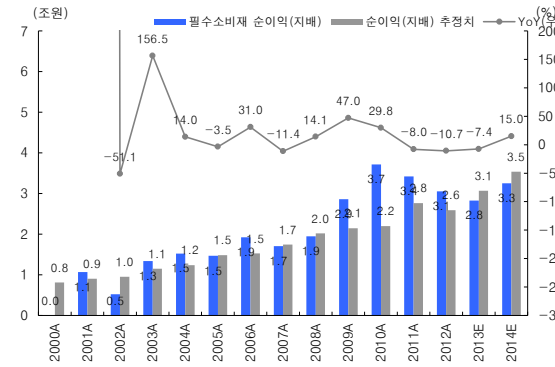
참고: 2013E, 2014E 순이익(지배) 값은 1개월 컨센서스의 값을 사용
자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

그림 18. 경기소비재 연간 순이익(지배) 및 YoY 증가를 추이



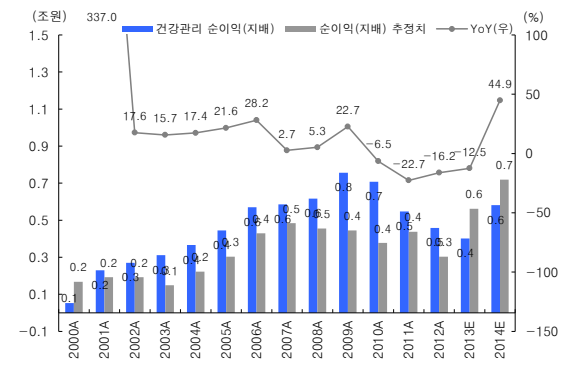
참고: 2013E, 2014E 순이익(지배) 값은 1개월 컨센서스의 값을 사용
자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

그림 19. 필수소비재 연간 순이익(지배) 및 YoY 증가율 추이



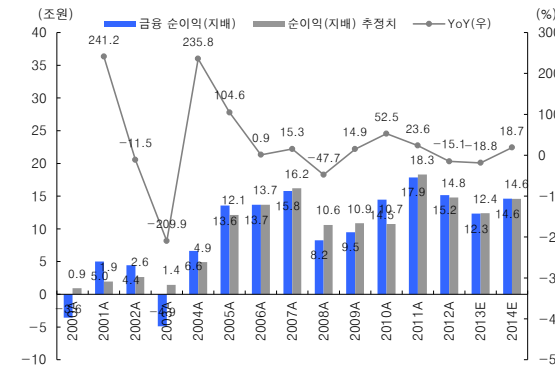
참고: 2013E, 2014E 순이익(지배) 값은 1개월 컨센서스의 값을 사용
 자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

그림 20. 건강관리 연간 순이익(지배) 및 YoY 증가율 추이



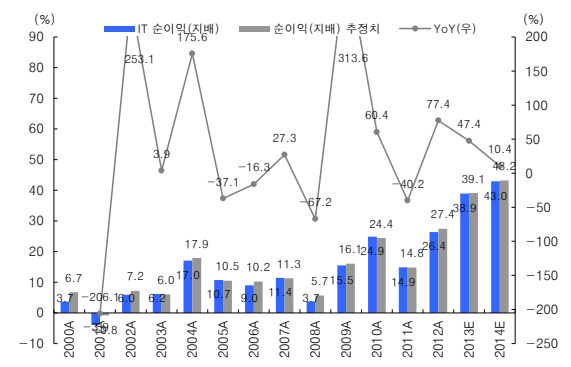
참고: 2013E, 2014E 순이익(지배) 값은 1개월 컨센서스의 값을 사용
 자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

그림 21. 금융 연간 순이익(지배) 및 YoY 증가율 추이



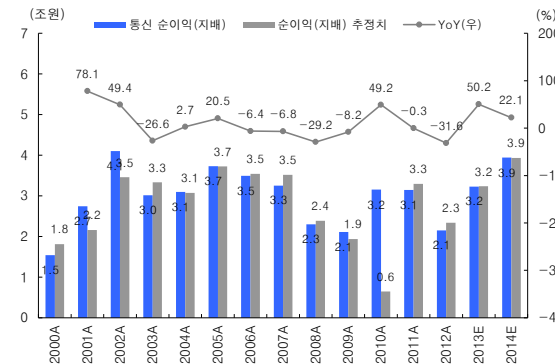
참고: 2013E, 2014E 순이익(지배) 값은 1개월 컨센서스의 값을 사용
 자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

그림 22. IT 연간 순이익(지배) 및 YoY 증가율 추이



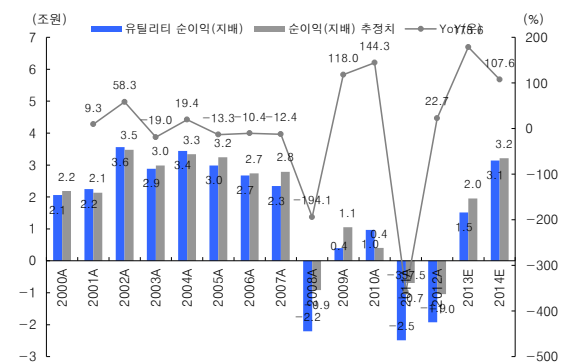
참고: 2013E, 2014E 순이익(지배) 값은 1개월 컨센서스의 값을 사용
 자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

그림 23. 통신 연간 순이익(지배) 및 YoY 증가율 추이



참고: 2013E, 2014E 순이익(지배) 값은 1개월 컨센서스의 값을 사용
 자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

그림 24. 유틸리티 연간 순이익(지배) 및 YoY 증가율 추이



참고: 2013E, 2014E 순이익(지배) 값은 1개월 컨센서스의 값을 사용
 자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객 의 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 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.