

투자포커스

향후 주도 업종은 4분기 외형 회복, 내년 1분기 이익률 회복 업종

Quant Analyst 이대상 769-3545 daesanglee@daishin.com

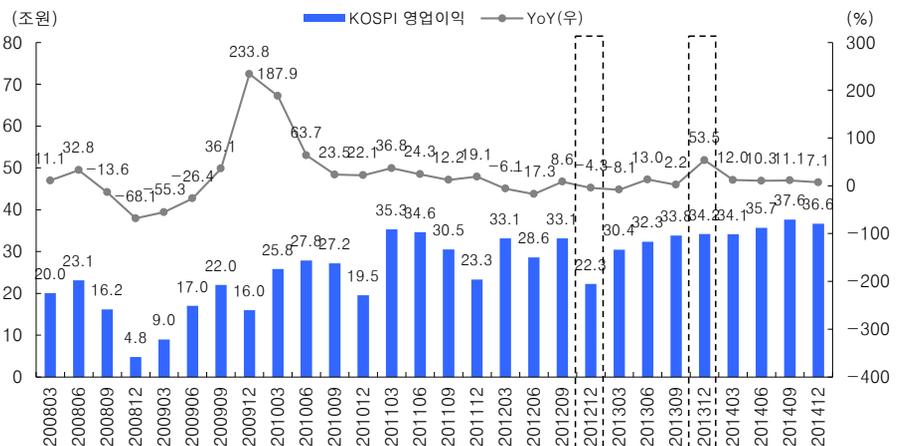
2013년 4분기는 2012년 4분기의 기저효과가 나타나는 시기

2013년 4분기는 KOSPI의 2012년 4분기 영업이익의 기저효과가 나타나는 시기이다. 2012년 4분기 영업이익은 22.2조원으로 2011년 4분기 영업이익 23.2조원보다 4.3% 역성장한 결과를 보여주었다. 2012년 영업이익이 1분기 33.1조원, 2분기 28.6조원, 3분기 33.1조원이었던 것을 감안하면 상당히 낮은 수치의 영업이익 기록한 것이다. 2011년 유럽발 금융위기를 극복하는 과정에서 나타난 심각한 이익 훼손이었다.

하지만 이러한 이익의 순간적인 하락은 1년후 지금의 시점에서는 기저효과와 모습으로 시장에 긍정적 영향을 주고 있는 것으로 파악된다. 2013년 4분기 영업이익은 35.0조원이 예상되는데(물론 이 값이 하향 조정 될 것이다) 전년동기 대비 57.3%의 증가율을 기록할 수 있는 수치이다. 실제로 35.0조원을 달성한다면 2011년 1분기 35.3조원에 이어 역사상 두번째로 높은 영업이익을 기록하는 것이다. 올 6월말 이후 나타난 KOSPI의 가파른 상승도 이러한 기저효과가 보여주는 가시적 이익 상승의 힘이 아닐까 생각된다.

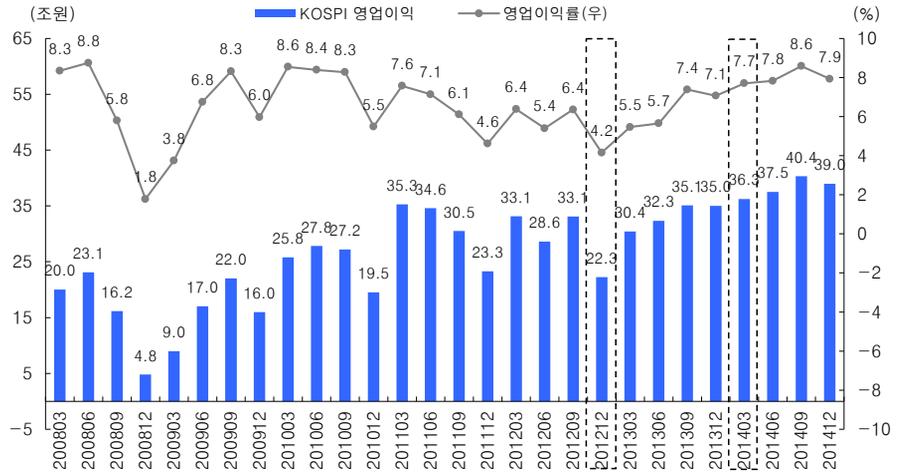
이러한 기저 효과는 이익 외형의 회복을 의미한다. 이어지는 분기에서 이익률의 회복까지 더해진다면 한국 업종의 성장세는 더욱 부각될 수 있을 것이다. 향후 시장은 4분기 이익 회형 회복과 내년 1분기 이익률 회복을 동시에 달성할 수 있는 업종이 주도해 나갈 것으로 예상된다. 그러한 업종으로는 운송, 건설, 조선, 화학, 화장품-의류 등을 들 수 있다.

그림 1. KOSPI 2013년 4분기는 기저효과가 나타나는 시기



자료: WSEIn, 대신증권 리서치센터

그림 2. KOSPI 분기 영업이익 및 영업이익률 추이(2008년 이후 평균 영업이익률 6.4%)



자료: WISEin, 대신증권 리서치센터

표 1. 4분기 이익 회복, 1분기 이익률 회복 업종 순위

(%)

Sector	2013년 4분기 YoY 증가율	2014년 1분기 YoY 증가율	2013년 1분기 영업이익률	2013년 2분기 영업이익률	2014년 1분기 예상 영업이익률	2014년 2분기 예상 영업이익률	업종 매력도
KOSPI	57.3	19.1	5.5	5.7	7.7	7.8	
운송	289.1	219.4	-1.3	0.1	20	2.5	1
건설	394.4	495.8	-0.6	2.7	32	3.9	2
조선	220.2	227.7	1.0	-1.8	35	3.4	3
화학	286.5	36.8	3.0	4.1	5.1	5.6	4
화학품, 의류	392.0	5.6	8.5	8.1	12.9	12.1	5
기계	146.5	12.0	3.5	4.4	5.5	6.2	6
상사, 자본재	171.1	30.8	2.7	3.6	3.7	4.1	6
유틸리티	231.3	4.3	5.1	-2.3	6.4	1.5	8
통신서비스	152.6	31.3	6.9	8.3	9.0	9.3	9
비철금속	27.9	-13.1	6.1	6.9	10.2	10.2	10
미디어, 교육	-1.3	24.8	5.6	6.9	8.4	9.7	10
소프트웨어	7.1	17.2	17.5	13.3	21.5	22.1	10
호텔, 레저	33.9	39.7	14.7	14.6	17.5	16.6	13
에너지	62.6	11.7	3.7	2.7	4.2	4.3	14
IT 하드웨어	24.4	31.2	4.9	8.3	6.9	8.4	15
철강	45.3	12.7	4.3	5.2	5.3	5.9	16
디스플레이	-43.2	47.3	1.4	4.5	2.2	3.8	17
자동차	27.5	11.7	7.6	8.9	8.6	9.5	18
IT 가전	92.9	4.8	2.5	3.2	2.7	3.4	18
필수소비재	14.0	-0.9	6.6	6.0	7.7	7.8	20
반도체	23.6	16.9	16.2	17.2	17.4	17.3	21
건강관리	3.5	-42.6	6.7	7.9	8.7	9.1	22
소매(유통)	13.3	7.7	6.0	7.1	6.2	7.0	23
은행	80.8	12.7	8.0	7.4	69.7	65.5	
증권	176.5	-12.5	5.6	0.1	9.6	9.6	
보험	-25.4	-19.1	3.1	3.6	3.9	4.1	

자료: WISEin, 대신증권 리서치센터

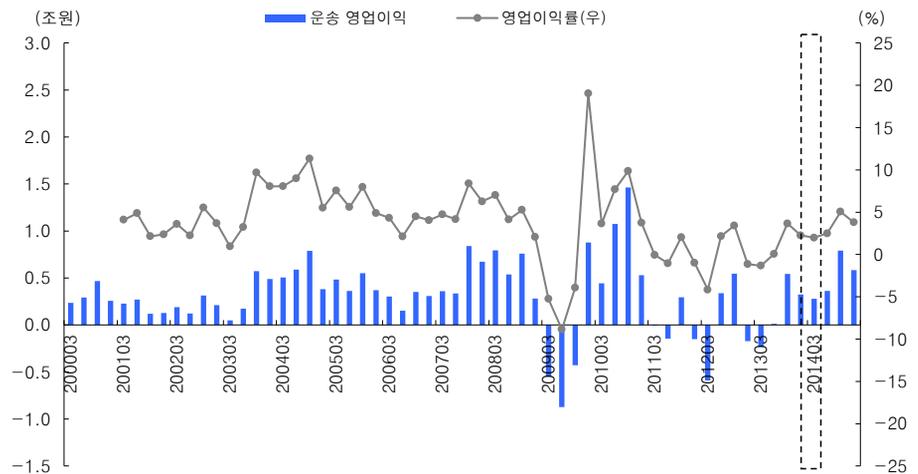
이익 외형 회복과 이익률 개선은 단순 명료한 펀더멘털 개선 지표

분기 단위의 이익 추이는 투자 시계가 긴 투자자에게는 가장 중요한 투자 판단 근거가 될 수 있다. 단순 명료하게 생각해서 분기 이익 성장이 이어지거나 이익 수준이 회복되거나 여기에 이익률의 성장으로 이익의 질도 좋아진다면 그 투자 대상의 펀더멘털이 개선되고 있다고 판단할 수 있다.

집작컨데 외국인 투자자들은 주간 단위의 이익 추정치 상향-하향 조정보다는 분기, 연간 단위의 이익을 파악하면서 투자 의사 결정을 하는 것으로 보인다. 이익이 하향 조정되고 있더라도 전년 동기 대비 이익이 개선되는 것이 확실하고, 이익률도 좋아진다면 그리고 여기에 밸류에이션 요소만 체크하게 되면 최종 투자 의사결정을 하는데 무리가 없다.

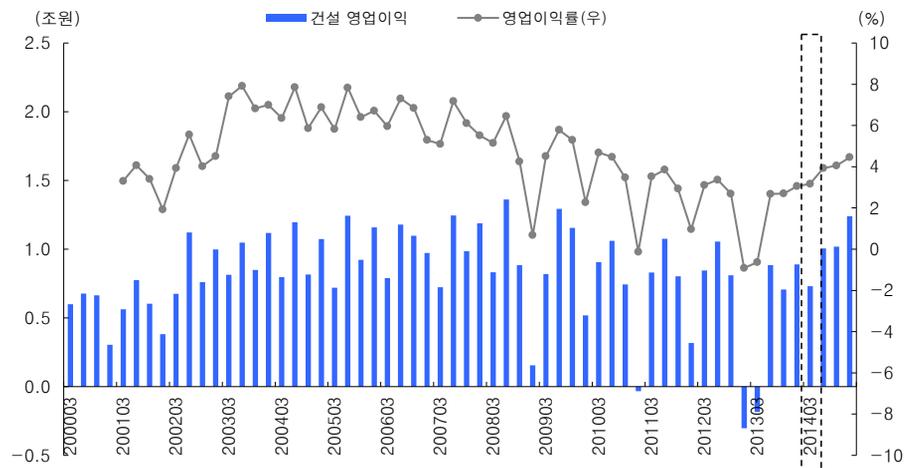
경기 민감 업종의 대표로 꼽히는 운송, 건설, 조선, 화학 업종은 4분기 기저효과로 전년 동기 대비 이익 성장이 크게 나타나고 내년 1분기 이익률도 전년 동기, 전분기 대비 상승하는 업종이다. 외형 회복-이익률 회복 컨셉에 가장 잘 맞아떨어진다.

그림 3. 운송 업종 분기 영업이익 및 영업이익률 추이(2008년 이후 평균 영업이익률 2.0%)



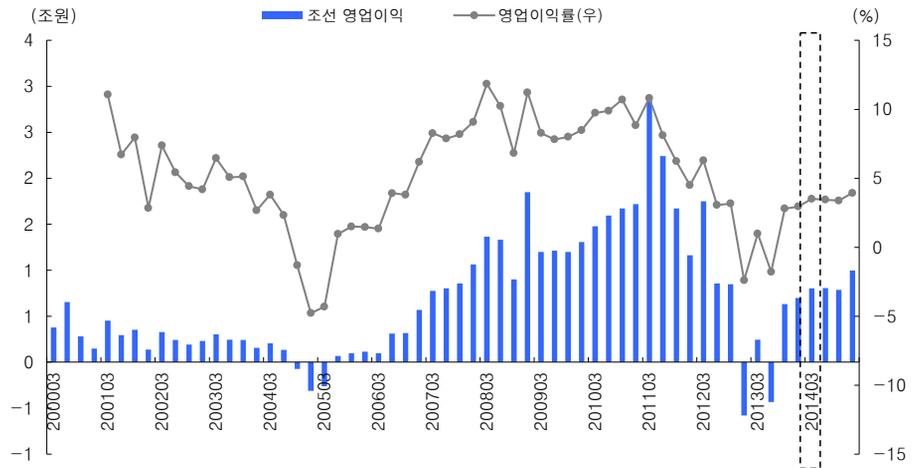
자료: WSEIn, 대신증권 리서치센터

그림 4. 건설 업종 분기 영업이익 및 영업이익률 추이(2008년 이후 평균 영업이익률 3.1%)



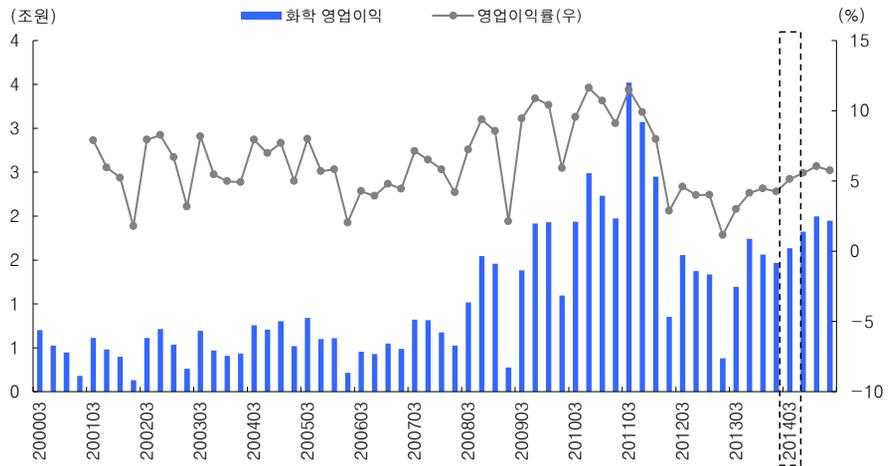
자료: WSEIn, 대신증권 리서치센터

그림 5. 조선 업종 분기 영업이익 및 영업이익률 추이(2008년 이후 평균 영업이익률 6.7%)



자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

그림 6. 화학 업종 분기 영업이익 및 영업이익률 추이(2008년 이후 평균 영업이익률 7.1%)



자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

경기 민감 업종은 이익의 증가보다 주가가 먼저 움직임

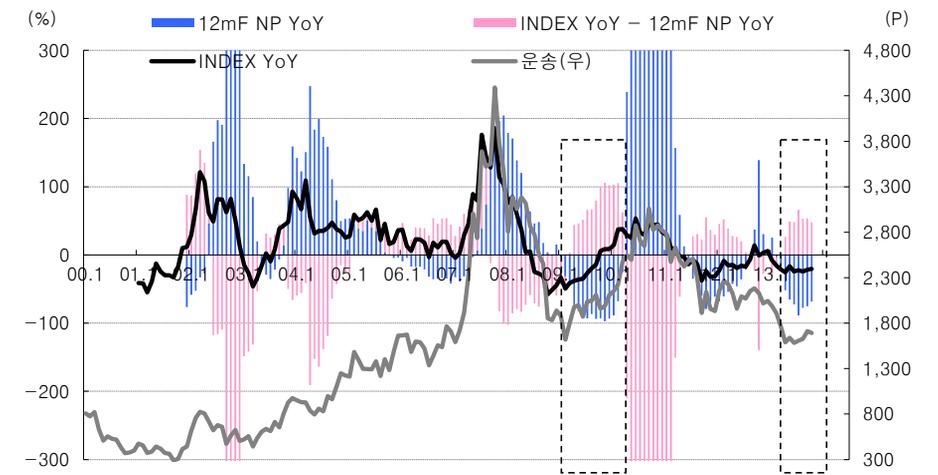
향후 주도 업종이 될 것으로 보는 운송, 건설, 조선, 화학이 이익 수준 대비 주가 수준이 어떠한지 살펴보는 것도 중요하다. 즉 밸류에이션 레벨이 합리적이어야 주가가 상승 가능하기 때문이다. 일반적인 밸류에이션 지표인 PER, PBR과는 조금 다른 지표로 살펴보자.

주가의 YoY 변화율은 이익의 전년 동기 대비 증가분과 그 나머지로 이루어진다고 볼 수 있다. 여기서 그 나머지 부분을 밸류에이션 측면 즉 멀티플에 영향을 주는 모든 것으로 파악할 수 있다. 이는 다음 식으로 정리할 수 있다.

$$\text{Index YoY Chage} - 12\text{mF Net Profit YoY Growth} = \text{Multiple Factor}$$

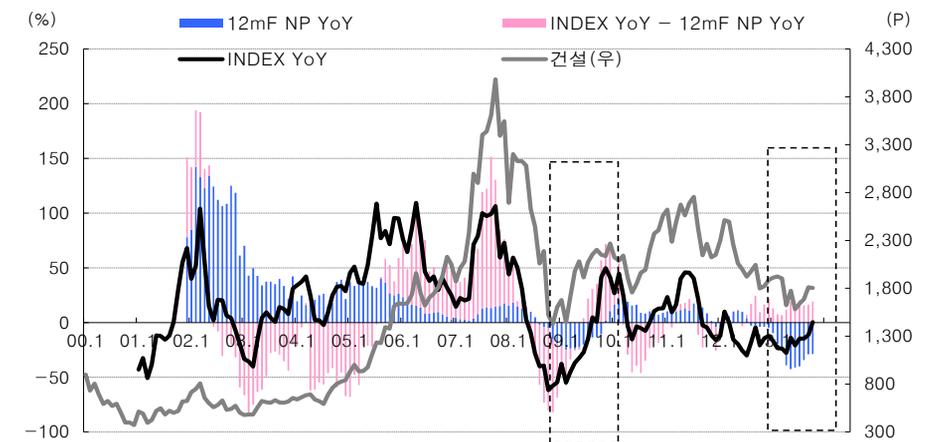
Multiple Factor는 결국 주가의 움직임과 이익 성장의 움직임을 의미하는데 통상적으로 주가는 이익보다 빨리 움직인다고 알려져 있다. 특히 경기 민감 업종의 주가는 이익의 회복보다 수 개월 앞서 움직인다. 앞서 언급한 업종의 이익은 이제 바닥을 찍고 회복하는 중임을 그림7~10을 통해 확인할 수 있다. 주가는 이익의 회복을 예견하고 움직인바 있지만 2009년의 케이스를 살펴보면 이익이 실제로 돌아서는 것을 확인할 때까지 주가가 상승하는 것을 경험한바 있다.

그림 7. 운송 업종의 Multiple Factor



자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

그림 8. 건설 업종의 Multiple Factor

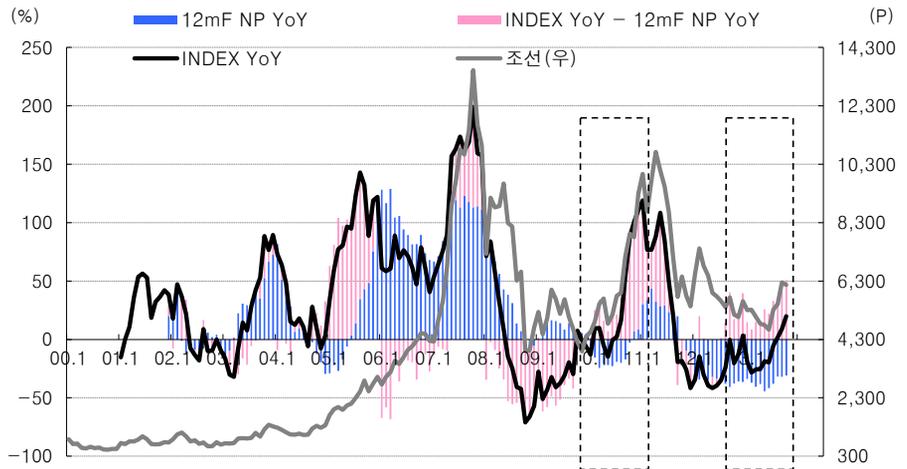


자료: WSEfn, 대신증권 리서치센터

화학은 2006년말 운송, 조선, 건설은 2009년~2010년의 이익회복기와 유사함

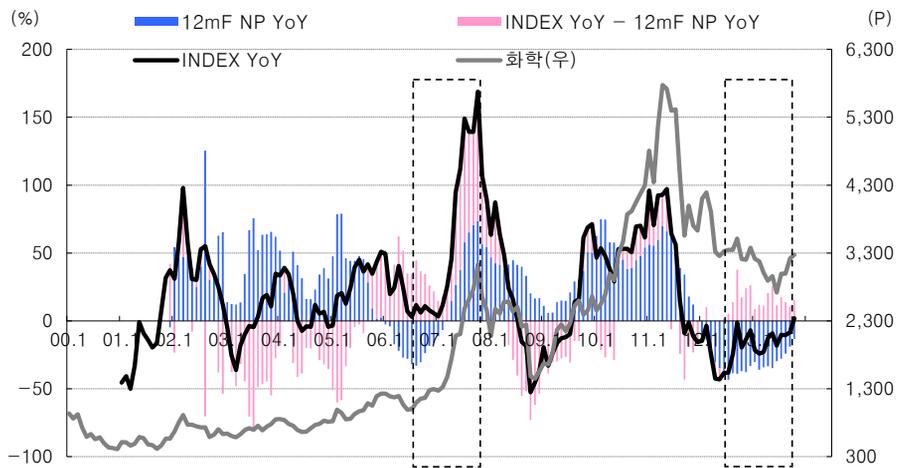
이익 회복의 경우는 2006년 중국 인프라투자 사이클 케이스와 2008년 금융 위기 이후의 회복 케이스에서 경험한 바 있다. 화학은 2006년말에서 2007년의 이익 회복과 운송, 조선, 건설은 시기는 조금씩 다르지만 2009년에서 2010년의 시기에 이익이 회복하는 것과 유사한 궤적을 그리고 있다.

그림 9. 조선업종의 Multiple Factor



자료: WSEIn, 대신증권 리서치센터

그림 10. 화학업종의 Multiple Factor



자료: WSEIn, 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 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 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.