

투자포커스

2014년 한국의 이익전망 양봉이 가능할까?

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

*2014년 이익증가율 20%를 바라보는 차가운 시선

MSCI Korea 기준 2014년 이익증가율 전망치는 21%이다. 2013년 이익증가율 추정치가 9.9%, 2012년 이익증가율이 7.6%인 점을 감안하면 긍정적인 수치가 아닐 수 없다. 그러나 21% 증가율에 대한 신뢰는 높지 않다.

우선, 지난 3년간의 반복된 경험 때문이다. 연초에 높았던 이익에 대한 기대치는 1분기를 지나면서 큰 폭으로 하향 조정되는 패턴을 반복해 왔다. 2013년의 경우 4분기가 남아있지만 연초 19%에 달했던 이익증가율 전망치는 현재 9.9%까지 낮아져 있다. 2012년의 경우 연초 이익증가율은 15.5%였지만 결국 7.6%로 마무리되었다. 코스피의 고점이 형성되었던 2011년의 경우도 연초 10.8%의 이익증가율 전망은 -16.0%로 마무리되었다. 또한 이익개선의 신호가 아직 미미하다는 점도 신뢰를 낮추는 요인이 되고 있다. 2014년 이익증가율은 한달전 대비 상승하고 있다. 그러나 이익증가율을 높인 것은 2014년 EPS 상승이 아니라 전적으로 2013년 이익증가율이 크게 낮아진 기저효과 때문이다.

*2014년 이익증가율 양봉이 가능할까?

3년 연속 연간 이익증가율 패턴은 역망치형의 음봉을 만들어 냈다. 그러나 2014년 지난 3년간과는 다른 이익증가율 패턴이 나타날 것으로 기대한다.

첫째 긍정적인 경제전망이 반복되었던 이익 하향조정을 막는 방어막이 될 것이다. 2014년 한국 성장률 전망치는 3.5%로 잡혀있고 당사는 4.0%에 육박하는 성장률 서프라이즈를 예상한다. 4%의 성장률이 현실화 된다면 1분기 실적 발표를 기점으로 이익이 하향 조정되던 기존 패턴과는 다른 모습이 나타날 수 있다.

둘째, 유럽, 중국, 한국경기 회복에 힘입어 소재, 산업재, 금융의 이익 감익이 크지 않을 것으로 기대한다. 최근 나타나는 지표 둔화는 경기회복 초기 거쳐야하는 과정의 일환일 뿐이다. 실물지표 중심의 2차 회복에 대한 기대는 여전히 유효하다.

셋째, 경제전망치 상향, 삼성전자의 이익안정성은 연간 이익증가율의 변동성을 낮추며 추가에 긍정적인 요인으로 작용할 것이다. 현재 삼성전자가 포함된 MSCI KOREA IT의 이익증가율은 10.3% 수준이다(2013년 35%, 2012년 84%). 큰 폭의 이익 하향조정보다 이익 안정쪽에 무게가 실릴 것으로 전망한다.

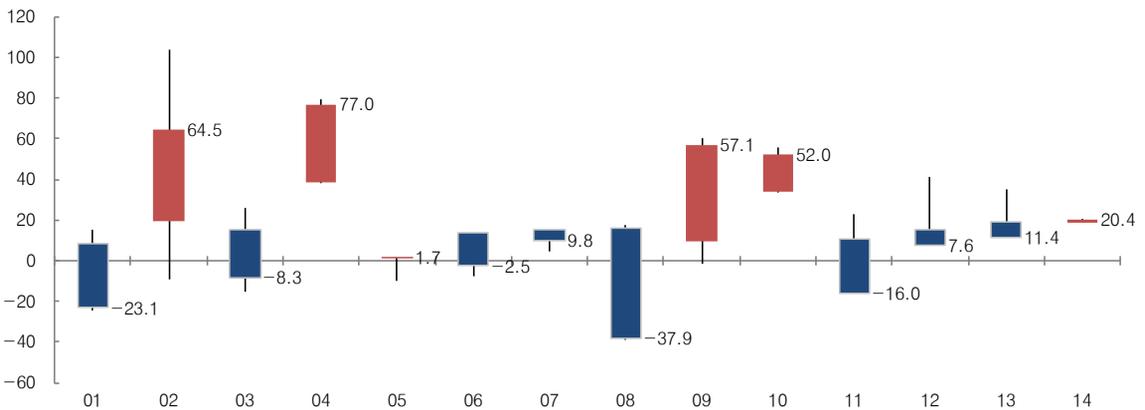
2014년 이익증가율 양봉이 가능할까

*2014년 이익증가율 양봉이 가능할까?

[그림1]은 2001년 이후 MSCI KOREA 이익증가율 전망치의 변화를 캔들차트로 나타낸 것이다. 2011년 이후 3년 동안 역망치형의 음봉 패턴이 지속되고 있다. 이익의 변동성 또한 높다. 그나마 2012년, 2013년 플러스 이익증가율이 나타난 것은 IT와 자동차의 이익개선이 소재, 산업재, 금융의 이익 감소를 압도했기 때문이다. 소재, 산업재, 금융업종의 경우 2년 연속 큰폭의 감익이 진행되었다.

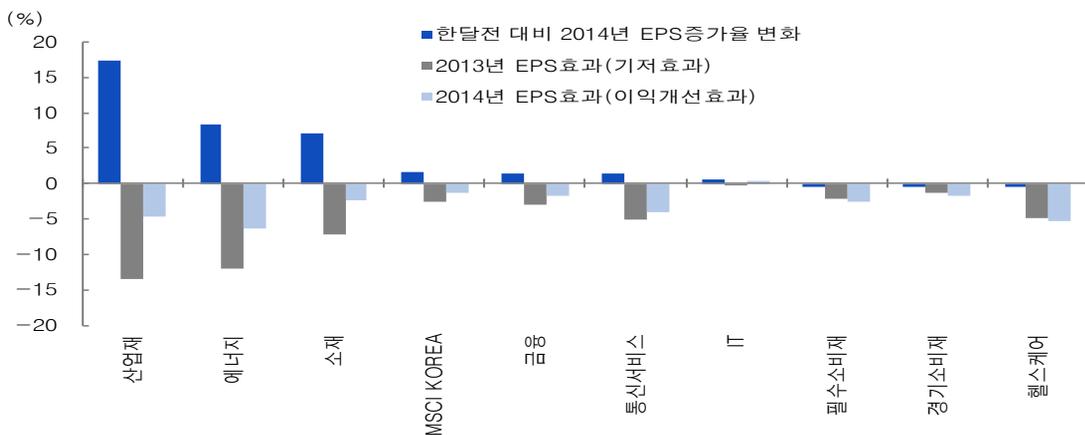
2014년 한국의 기업이익(EPS) 증가율 21%로 예상되고 있다. 그러나 21%의 이익증가율을 보는 시선은 곱지 않다. 두가지 때문이다. 우선 지난 3년간 연간 이익증가율 추이를 보면 1분기 실적발표를 계기로 큰폭의 하향조정이 반복되어 왔기 때문이다. 또한 최근 2014년 이익증가율이 상향되고 있지만 2014년 이익개선에 의한 것이 아니라 2013년 이익증가율이 낮아진데 따른 기저효과에 근거하고 있기 때문이다[그림2].

그림 1. MSCI KOREA EPS증가율 당해년 추정치의 캔들차트 => 3년 연속 음봉, 2014년 양봉이 가능할까



자료: IBES, 대신증권 리서치센터

그림 2. MSCI KOREA 섹터 EPS증가율 한달전 대비 변화 => 산업재, 소재, 에너지 개선되었지만 기저효과에 의존



자료: IBES, 대신증권 리서치센터

2014년 섹터별 이익 전망

2014년 한국의 기업이익 증가를 이끌 것으로 예상되는 섹터는 산업재, 소재, 금융섹터이다[그림3]. 산업재 97%, 소재 42%, 금융 24%의 이익 증가가 예상되고 있다(MSCI KOREA 2014 EPS증가율 기준).

물론 아직까지 2013년 이익 감익이 크게 진행된 데 따른 기저효과와 영향이 크다. 기저효과외에 2014년 EPS의 개선 효과는 크게 나타나고 있지 못하다.

이들 업종은 3년간 연초 높아진 이익에 대한 기대를 실망으로 바꾼 주범이었다. 그림 4,5,6의 이익증가율 캔들차트에서 보듯이 연초 10~20%의 이익증가율 전망에서 시작해 결국은 -20~-30%대의 이익 감익 결과를 보여주었다.

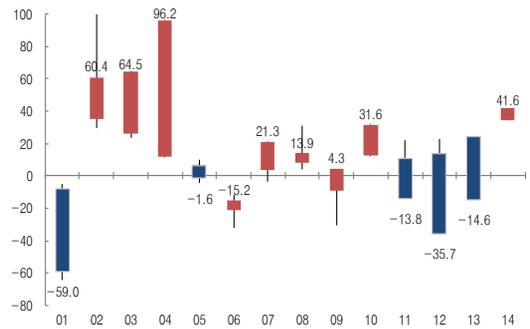
결국 2014년 한국의 이익전망의 핵심은 소재, 산업재, 금융의 이익가시성, 2년간 이익을 주도했던 삼성전자의 이익안정성에 맞추어질 것으로 보인다.

그림 3. MSCI KOREA 섹터별 이익(EPS) 증가율

(%)	2012년	2013년	2014년
산업재	-33.4	-38.3	97.2
소재	-35.7	-15.4	42.4
헬스케어	7.7	-6.9	37.8
에너지	-56.9	3.6	34.0
통신서비스	-37.6	79.2	28.8
금융	-14.1	-23.8	24.4
MSCI KOREA	7.6	9.9	20.5
필수소비재	-7.5	-2.1	14.0
경기소비재	16.0	6.8	12.0
IT	83.9	34.5	10.3

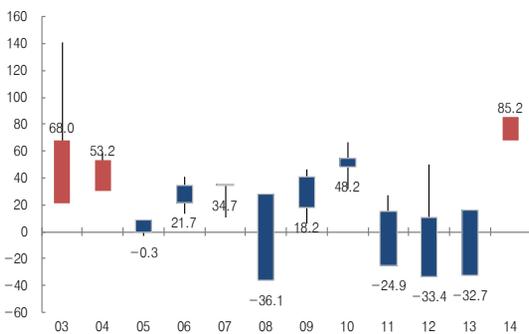
자료: IBES, 대신증권 리서치센터

그림 4. MSCI KOREA 소재 당해년 이익증가율 캔들 차트



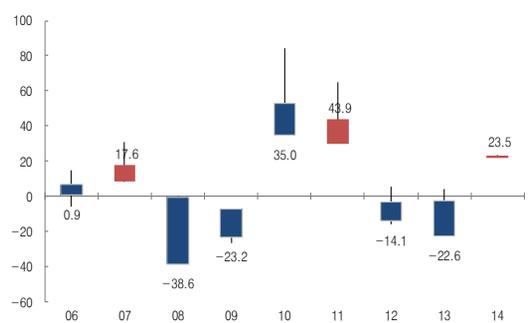
자료: IBES, 대신증권 리서치센터

그림 5. MSCI KOREA 산업재 당해년 이익증가율 캔들 차트



자료: IBES, 대신증권 리서치센터

그림 6. MSCI KOREA 금융 당해년 이익증가율 캔들 차트



자료: IBES, 대신증권 리서치센터

지난 3년과 다른 2014년 이익전망 - 경기모멘텀

*2014년 어떻게 될 것인가?

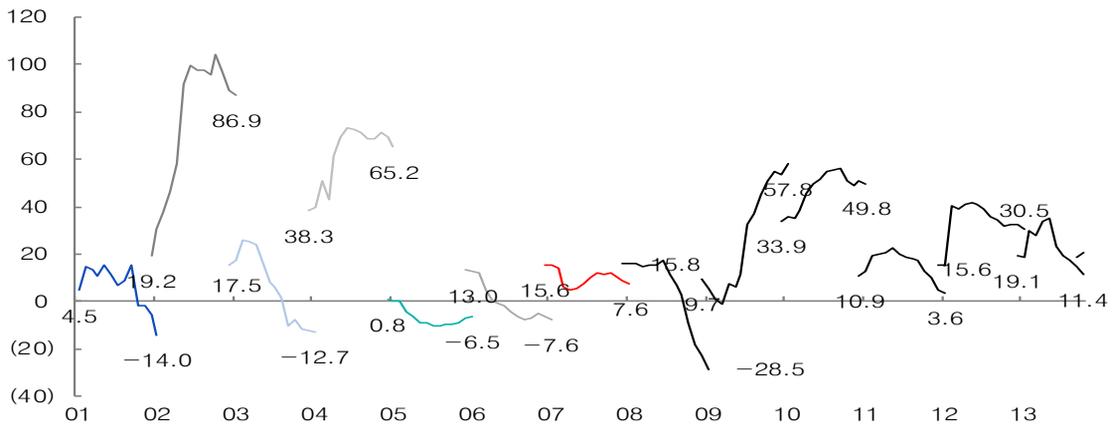
세가지 요인에 의해 지난 3년간과는 다른 이익증가율 패턴을 예상한다.

첫째, 경기패턴이다.

2011년 이후 3년간 예외없이 1분기 실적발표 전후 최고치를 기록한 이후 전망치가 급격히 하향되는 패턴을 반복해왔다[그림7]. 이는 경기패턴과도 무관치 않다. 경제전망이 상향된 2009년 하반기, 2010년이 예외였을 뿐 경기전망이 하향조정된 2011년, 2012년, 2013년 모두 상고하저의 이익증가율 패턴이 나타난 바 있다[그림8].

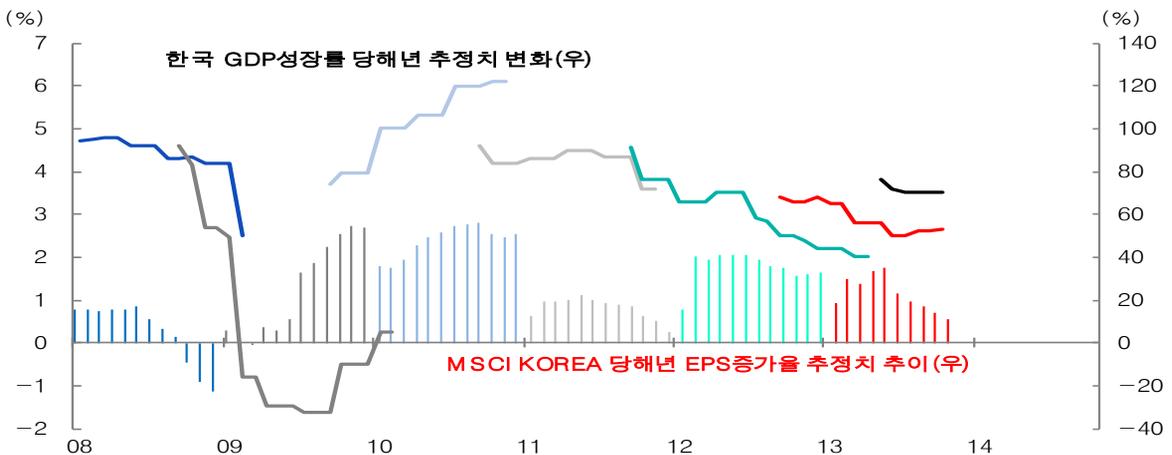
한국의 GDP성장률은 3분기 3.3%(전년동기비)를 기록하며 경기회복에 대한 기운을 높였다. 2014년 한국 성장률 전망치는 3.5%로 잡혀있고 당사는 4.0%에 육박하는 성장률 서프라이즈를 예상한다. 4%의 성장률이 현실화 된다면 1분기 실적 발표를 기점으로 이익이 하향조정되던 기존 패턴과는 다른 모습이 나타날 수 있다. 오히려 1분기 실적을 기점으로 기업이익 개선의 가시성은 더 높아질 수 있다.

그림 7. MSCI KOREA EPS증가율 당해년 추정치의 궤적



자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

그림 8. 한국의 GDP성장률 추이와 MSCI KOREA EPS증가율 당해년 추정치 변화 => 경기전망 하향은 이익 하향조정으로 이어져



자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

지난 3년과 다른 2014년 이익전망 – 소재, 산업재의 이익

*2014년 어떻게 될 것인가?

세가지 요인에 의해 지난 3년간과는 다른 이익증가율 패턴을 예상한다.

둘째, 3년간 이익감익이 가파르게 진행된 소재, 산업재, 금융의 이익 회복 여부가 중요하다. 경기 회복이 예상대로 진행될 경우, 그것도 유럽, 한국, 중국이 회복을 주도할 경우 3년간 이익 감익이 진행된 소재(중국), 산업재(유럽), 금융(한국)의 이익 증가가 가능하다. 가능성은 높아지고 있다. 심리지표의 개선 이후 실물지표(산업생산)의 개선이 빠르지 않아 실망을 주고 있지만 경기회복 초기 거쳐야하는 과정의 일환일 뿐이다. 실물지표 중심의 2차 회복에 대한 기대는 여전히 유효하다.

[그림9]는 MSCI KOREA 소재의 12개월 선행 EPS와 중국의 경기선행지수(6개월 선행)를 나타낸 것이다. 중국경기선행지수의 선행성을 감안하면 소재의 이익증가는 내년 상반기 현실화 될 가능성이 높다.

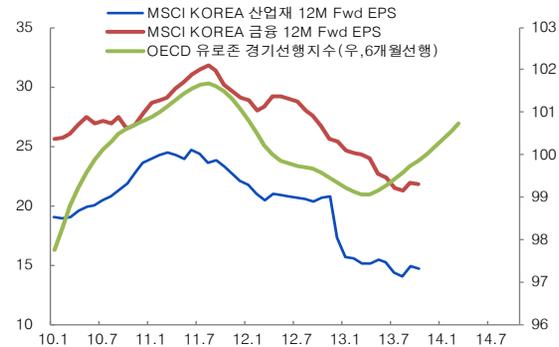
[그림10]은 MSCI KOREA 산업재, 금융과 OECD 유로존 경기선행지수(6개월 선행)를 나타낸 것이다. 유로존 경기선행지수는 중국보다 더 뚜렷한 경기 회복 방향성을 보여주고 있다. 한국의 산업재 이익도 내년 상반기 동행하는 모습을 보일 것으로 기대한다.

그림 9. 한국 소재업종과 중국의 경기선행지수



자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

그림 10. 한국 산업재/금융과 유로존 경기선행지수



자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

지난 3년과 다른 2014년 이익전망 – 삼성전자와 소재, 산업재의 균형

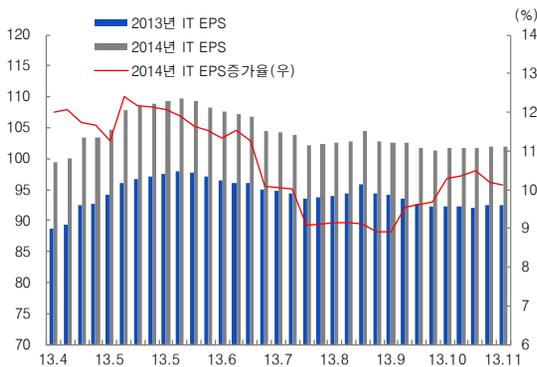
*2014년 어떻게 될 것인가?

세가지 요인에 의해 지난 3년간과는 다른 이익증가율 패턴을 예상한다.

셋째, 삼성전자의 이익 향방이다. 지난 2년간 한국 기업이익 증가를 이끌었던 삼성전자의 이익이 급격히 위축될 경우 소재, 산업재, 금융의 이익 증가가 나타나더라도 기업이 이익증가율이 하향될 수 있다. 그러나 현재 삼성전자가 포함된 MSCI KOREA IT의 이익증가율은 10.3% 수준으로(2013년 35%, 2012년 84%) 기대치가 지난 5월 이후 하향조정되어 왔다. 큰폭의 이익하향조정 보다 이익 안정쪽에 무게가 실릴 것으로 전망한다.

반면 3년간 큰폭의 이익하향을 겪었던 소재, 산업재의 경우 최근 나타나는 특징을 보면 2013년 이익추정치는 3분기 어닝쇼크로 크게 떨어졌지만 상대적으로 2014년 이익추정치의 하향폭은 크지 않다. 2013년 상반기 2013, 2014년 이익추정치가 동반 급락했던 것과는 다른 양상이다[그림13,14]. 지금은 기저효과가 2014년 증가율을 올리고 있지만 경기회복이 가시화될수록 2014년 이익 안정성은 높아질 것으로 기대한다.

그림 11. MSCI KOREA IT EPS 변화와 2014년 이익증가율



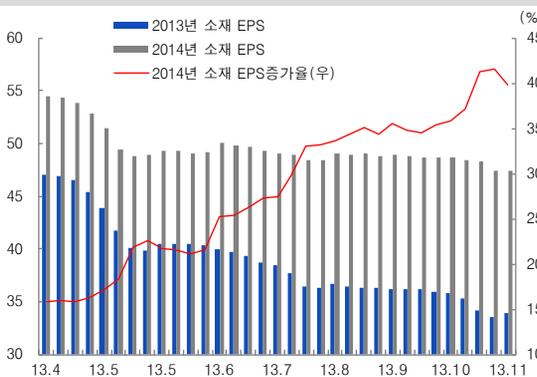
자료: IBES 대신증권 리서치센터

그림 12. 삼성전자의 분기영업이익 전망



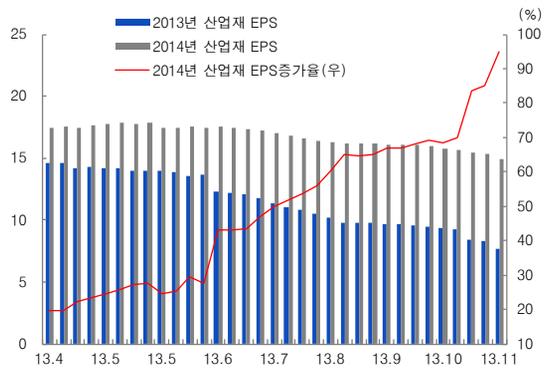
자료: Wisesfn, 대신증권 리서치센터

그림 13. MSCI KOREA 소재 EPS 변화와 2014년 이익증가율



자료: IBES 대신증권 리서치센터

그림 14. MSCI KOREA 산업재 EPS 변화와 2014년 이익증가율



자료: IBES 대신증권 리서치센터

이익추정치 변동성 축소는 2014년 주가에 긍정적

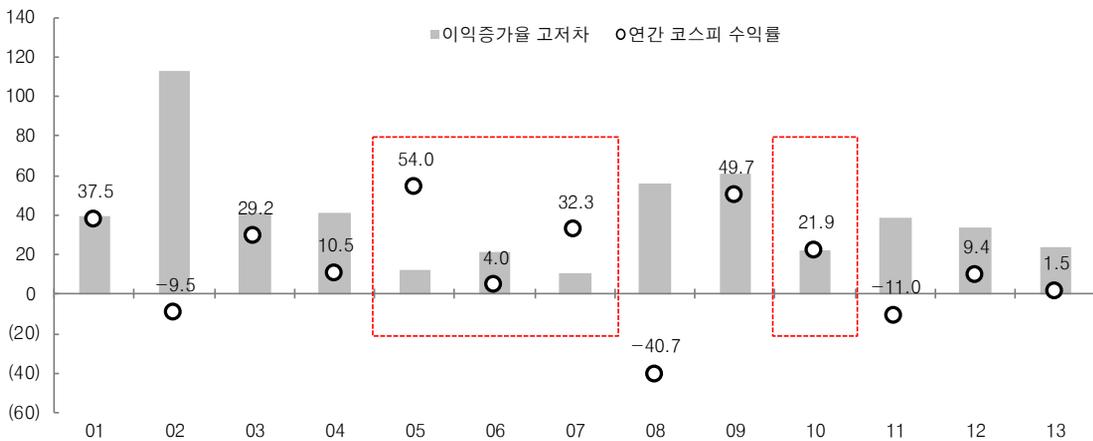
앞서 언급한 것처럼 경기회복(Non US주도), 이에 따른 소재/산업재/금융의 이익패턴 변화, 삼성전자 이익의 안정성에 근거 한국의 2014년 이익증가율은 3년간 지속되었던 역망치 음봉에서 벗어날 가능성이 높다고 판단한다.

이익증가율 패턴이 양봉 여부보다 더 중요한 것은 이익증가율 변동성의 안정이 될 것이다. [그림15]는 2001년 이후 이익증가율의 변동성(고점과 저점의 차)과 연간 코스피 수익률을 나타낸 것이다. 이익증가율의 변동성이 낮았던 2005~2007년, 2010년 코스피의 상승률이 크게 나타나는 특징을 보였다.

경제성장률의 전망치가 존재하는 2010년 사례를 보면 2010년은 성장률 전망치가 상향 조정되는 시기였다. 연초의 이익전망이 낙관적 기대가 많이 반영된다는 점을 고려하면 성장률 상향조정은 높아진 연초의 기대를 유지시키며 이익의 변동성을 낮추는데 기여했다고 볼 수 있다. 반면 2011년 이후는 성장률의 하향조정되는 시기였다. 성장률 하향 조정이 이익의 변동성을 높이는 요인으로 작용했다고 추론할 수 있다.

당사는 2014년 한국 경제성장률이 현재의 컨센서스인 3.5%를 넘어 4%에 육박할 것으로 전망하고 있다. 2014년 성장률의 상향조정 가능성이 열려있고 이는 2014년 이익증가율의 변동성을 낮추게 될 것으로 기대한다.

그림 15 MSCI KOREA 당해년 이익증가율 변동성과 연간 코스피 수익률 => 이익변동성 낮을수록 주가상승률 높아



자료: Bloomberg, IEBS, 대신증권 리서치센터

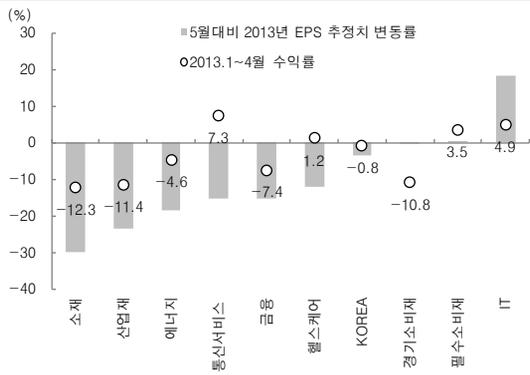
섹터별 이익추정치 변화와 연초 업종 수익률

2014년 이익전망은 연초의 업종 수익률에도 유의미한 영향을 준다.

2012년말로 돌아가서 당시의 2013년 추정치 변화와 연초 업종수익률의 관계를 살펴보자. [그림16]은 MSCI KOREA 섹터별 2012년말 기준 2013년 EPS의 추정치 변화율과 연초(2013.1~4월)의 업종 수익률을 나타낸 것이다(추정치 변화율은 2012년말 기준으로 1분기 실적발표가 마무리된 2012년 5월초 대비 섹터별 EPS 변화율).

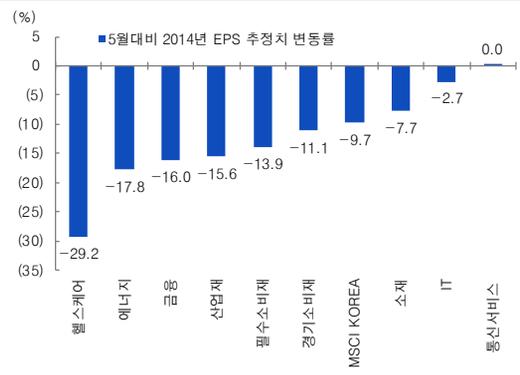
2013년 이익추정치 하향폭이 큰 업종일수록 연초 수익률이 부진했다. 차기년 이익추정치 하향이 연초 업종 수익률에도 영향을 줄 수 있다. [그림17]은 5월초대비 이익 하향조정 순위를 나타낸 것이다. 헬스케어, 에너지, 금융순이다. 지난해 상위권이었던 소재, 산업재는 지난해 대비 2014년 이익 하향조정폭이 크지 않다. 특히 소재의 경우 2014년 이익추정치 하향이 통신서비스, IT 다음으로 좋았다. 2013년과는 다른 2014년 연초를 기대해 볼 수 있다.

그림 16. 2012년말 기준 2013년 이익추정치 순위와 2013년 초 업종 수익률



자료: Bloomberg, IEBS, 대신증권 리서치센터

그림 17. 5월초 대비 2014년 EPS 하향 조정 순위



자료: Bloomberg, IEBS, 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.