

퀀트전략

실적과 주가의 엇갈림



SUMMARY

[퀀트]

김상호, CFA

02-768-4122

sangho.kim.j@dwsec.com

- 2분기 실적시즌, 에너지, 화학, 증권 업종은 어닝 서프라이즈에도 불구하고 부진한 주가 흐름
- 실적시즌엔 실적의 결과와 향후 이익전망치의 변화를 함께 고려하는 것이 유리한 선택

2분기 실적과 주가의 엇갈림

2분기 실적시즌이 막바지에 다다랐다. 8월 7일 기준 2분기 잠정실적을 발표한 기업은 289개(시가총액 비중 61%)로, 이 기업들의 매출액, 영업이익, 순이익은 컨센서스대비 각각 3.4%, 12.7%, 17.2% 하회했다.

업종별로 보면, 에너지, 증권, 유틸리티, 화학 업종은 영업이익이 컨센서스대비 10% 이상 상회하며 어닝 서프라이즈를 기록했다. 반면 조선, IT가전, 기계, 유통, 호텔/레저, IT하드웨어 업종은 컨센서스를 큰 폭으로 하회하며 어닝 쇼크를 기록했다(그림1 참조).

일반적으로 어닝 서프라이즈와 쇼크는 기업들의 주가에 각각 호재와 악재로 작용한다. 하지만 이번 실적시즌의 특징은 어닝 서프라이즈 업종의 수익률이 대체로 시장대비 부진했고 어닝 쇼크 업종 중 상당수가 시장을 아웃퍼폼하는 이색적인 모습을 보였다.

<그림 2>를 보면 어닝 서프라이즈를 기록했던 에너지, 증권, 화학 업종의 7월~8월 7일까지 KOSPI대비 초과수익률은 각각 -8.3%, -2.2%, -3.7%로 시장수익률을 하회했다.

반면 어닝 쇼크를 기록했던 호텔/레저, 유통, IT하드웨어, 기계 업종의 초과수익률은 각각 +19.9%, +8.2%, +4.4%, +2.0%로 KOSPI대비 양호한 흐름을 보였다.

그림 1. 업종별 2015년 2분기 영업이익 실적치와 컨센서스 괴리율

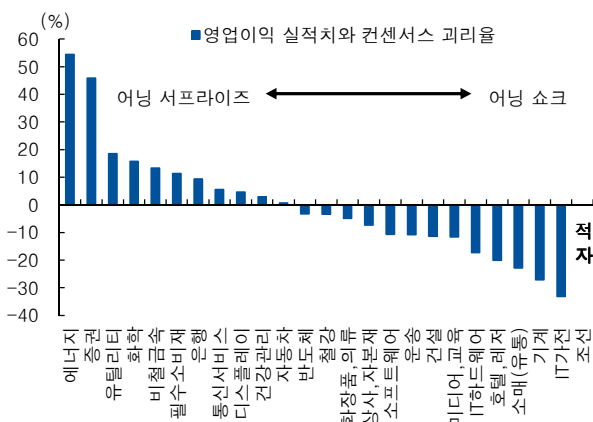
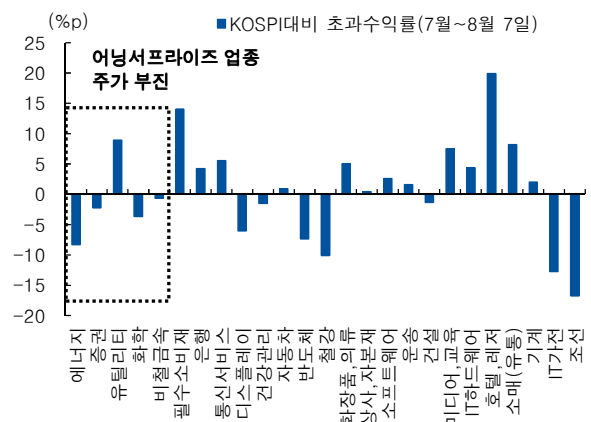


그림 2. 업종별 KOSPI대비 초과수익률



주: 8월 7일까지 발표한 기업기준임
자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

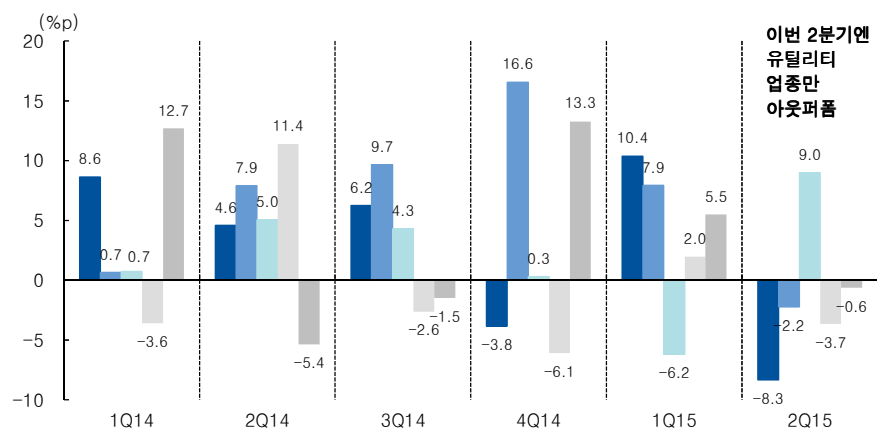
자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

과거 실적시즌엔 어닝 서프라이즈 기업의 주가는 대체로 시장을 아웃퍼폼했다.

<그림 3>은 2014년부터 각 실적시즌마다 어닝 서프라이즈 상위 5개 업종의 초과 수익률을 나타낸 그림이다. 올해 2분기를 제외하면 5개 업종 중 3~4개 업종이 시장수익률을 상회했다. 또한 <표 1>을 보면 5개 업종의 KOSPI대비 초과수익률도 평균 3.0%p이상을 기록했다.

하지만 이번 2분기엔 유일하게 유틸리티 업종만 아웃퍼폼한 모습을 보였고 5개 업종의 KOSPI대비 초과수익률도 평균 -1.2%p를 기록하며 시장 수익률을 하회했다.

그림 3. 어닝 서프라이즈 업종의 실적시즌 수익률(KOSPI대비)



주1: 어닝 서프라이즈는 영업이익의 실적치와 컨센서스의 괴리율로 계산함

주2: 실적시즌 수익률은 해당분기 이후 2개월로 계산, 1분기의 경우 4~5월 수익률임

자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 실적시즌 어닝서프라이즈 업종의 주가상승률(KOSPI대비)

(단위: %, %p)

실적시즌 어닝 서프라이즈 업종 TOP 5						
	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
1	IT 가전	보험	증권	조선	보험	에너지
2	보험	유틸리티	보험	미디어, 교육	에너지	증권
3	증권	철강	IT 가전	반도체	디스플레이	유틸리티
4	디스플레이	은행	은행	소프트웨어	증권	화학
5	화장품, 의류	IT 가전	유틸리티	필수소비재	필수소비재	비철금속
괴리율						
1	46.9	90.0	45.3	144.0	42.6	54.5
2	44.9	25.4	42.1	10.4	31.0	45.9
3	28.2	7.0	3.9	8.3	27.7	18.6
4	13.4	6.7	2.6	4.6	27.0	15.8
5	4.8	6.5	2.5	4.6	19.4	13.3
실적시즌 수익률(KOSPI대비)						
1	8.6	4.6	6.2	-3.8	10.4	-8.3
2	0.7	7.9	9.7	16.6	7.9	-2.2
3	0.7	5.0	4.3	0.3	-6.2	9.0
4	-3.6	11.4	-2.6	-6.1	2.0	-3.7
5	12.7	-5.4	-1.5	13.3	5.5	-0.6
평균수익률	3.8	4.7	3.2	4.0	3.9	-1.2

주1: 어닝 서프라이즈는 영업이익의 실적치와 컨센서스의 괴리율로 계산함

주2: 실적시즌 수익률은 해당분기 이후 2개월로 계산, 1분기의 경우 4~5월 수익률임

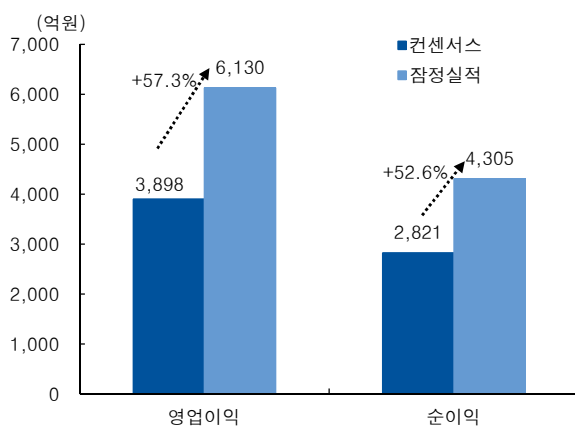
자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

어닝 서프라이즈 기업이라도 주가는 하락할 수 있다

이번 실적시즌에 어닝 서프라이즈 비율이 가장 높은 업종은 괴리율 54.5%를 기록한 에너지 업종이다. 에너지 업종에 속하는 S-Oil의 경우, 매출액, 영업이익, 순이익은 컨센서스대비 각각 +5.8%, +57.3%, +52.6% 상회하며 어닝 서프라이즈를 기록했다.

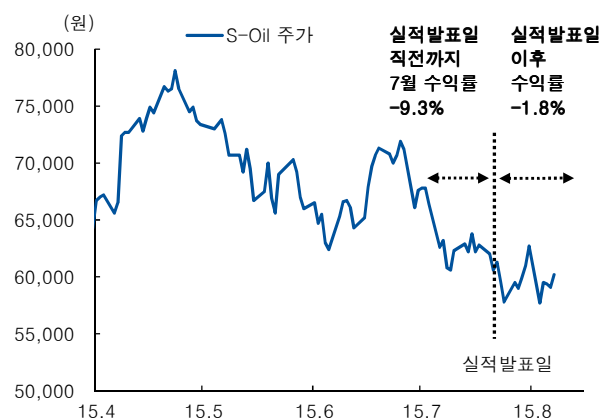
하지만 6월말부터 7월 실적발표일까지 주가상승률은 -9.3%를 기록했는데, 실적발표 이후에도 -1.8%를 기록하며 주가는 실적발표 전후 모두 부진한 모습을 보였다.

그림 4. S-Oil 2015년 2분기 잠정실적과 컨센서스



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. S-Oil 주가 추이



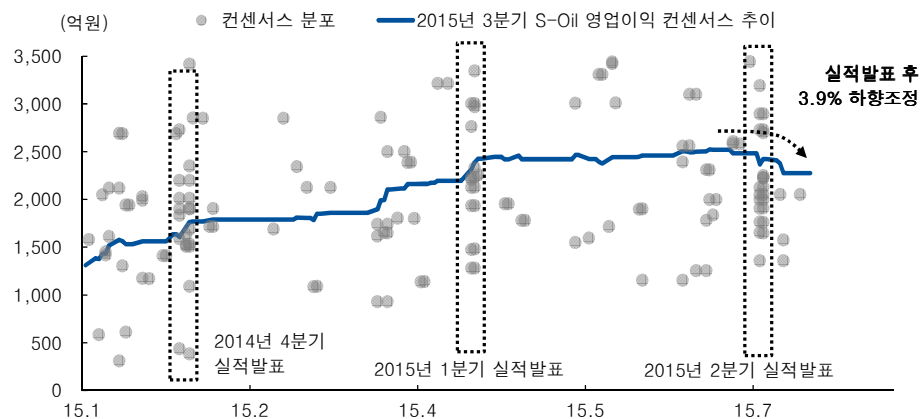
자료: KDB대우증권 리서치센터

2분기에 +57.3%의 어닝 서프라이즈를 기록했음에도 S-Oil의 주가가 하락한 이유는 하반기 이익전망치에서 찾을 수 있다.

유가 하락으로 인해 실적 둔화가 불가피해지면서 S-Oil의 2015년 3분기 영업이익 컨센서스는 2분기 잠정실적 발표일 이후 3.9% 하향조정됐다.

즉, 어닝 서프라이즈 기업일지라도 향후 전망이 불투명하면 주가는 하락했다.

그림 6. 2015년 3분기 S-Oil 영업이익 컨센서스 추이-2분기 실적발표 후 3.9% 하향조정



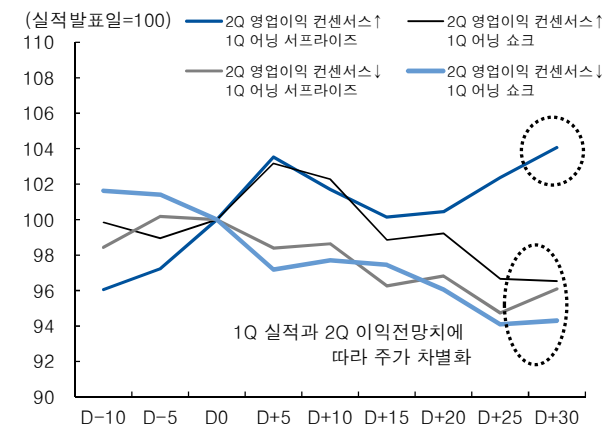
자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

2015년 1분기 실적시점에도 주가는 1분기 실적과 2분기 이익전망치에 반응했다.

<그림 7>은 2015년 1분기 실적치와 컨센서스 괴리율과 2분기 영업이익 컨센서스 변화율로 종목을 구분해 실적발표 이후 30일 간의 주가추이를 나타낸 그림이다.

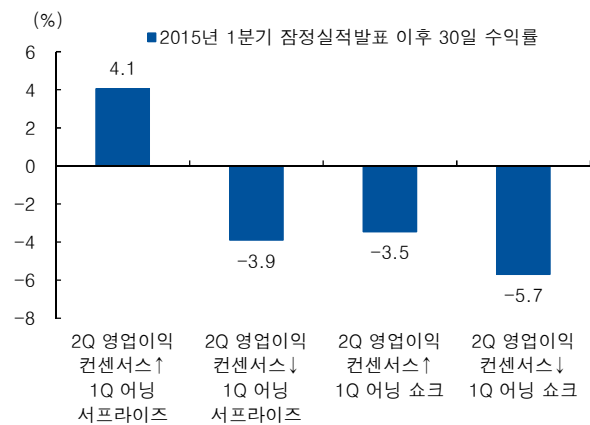
1분기에 어닝 서프라이즈를 기록하고 2분기 영업이익 컨센서스가 상향조정된 기업들은 주가가 아웃퍼폼했지만 2분기 영업이익 컨센서스가 하향조정된 경우 주가는 하락하는 모습을 보였다.

그림 7. 2015년 1분기 잠정실적 발표 이후 주가 추이



주: 어닝 서프라이즈는 +10%이상, 어닝 쇼크는 -10%이하임
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 2015년 1분기 잠정실적 발표 이후 30일 수익률



주: 어닝 서프라이즈는 +10%이상, 어닝 쇼크는 -10%이하임
자료: KDB대우증권 리서치센터

어닝 서프라이즈와 이익전망치를 함께 보면

위와 같은 방식으로 상장기업을 어닝 서프라이즈 수준과 이익전망치 변화로 그룹을 나누어 2012년부터 분기별로 수익률을 계산해보면 <표 2>와 같다.

어닝 쇼크를 기록했거나 이익전망치가 하향조정된 경우 주가는 하락했고 이익 전망치가 증가하거나 어닝 서프라이즈를 기록한 그룹(하늘색 영역)의 주가는 긍정적이었다.

특이한 점은 어닝 서프라이즈면서 동시에 이익전망치가 상향조정된 기업이 항상 좋은 성과를 보였던 것은 아니었다. <표 2>의 하늘색 영역 중 빨간색 박스 그룹(괴리율은 인라인, 이익전망치 상향조정 또는 이익전망치의 변화는 없지만 어닝 서프라이즈)이 수익률과 Hit ratio 측면에서 더 나은 성과를 보였다.

표 2. 실적발표 이후 30일 주가상승률(괄호 안은 종목들의 Hit ratio)

		FQ0 영업이익의 실적치-컨센서스 괴리율		
		서프라이즈(+10% 이상)	인라인	쇼크(-10% 이하)
FQ1 영업이익 변화율	업(+1% 이상)	2.9% (57.5%)	4.9% (62.7%)	-0.9% (41.7%)
	보합	4.2% (65.0%)	2.5% (53.1%)	-0.2% (49.0%)
	다운(-1% 이하)	-1.8% (37.0%)	0.0% (45.8%)	-1.9% (40.1%)

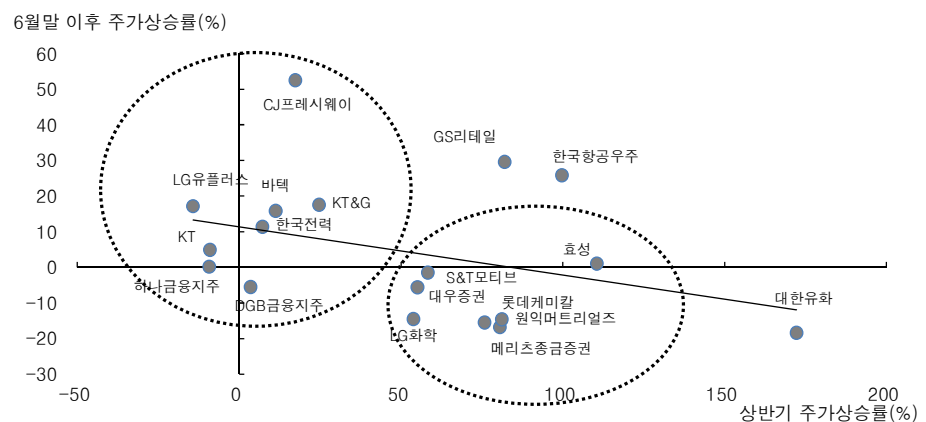
주1: 2012년부터 13개 분기 계산값의 평균, 주2: Hit ratio는 그룹내 종목들의 주가상승 여부로 계산
자료: KDB대우증권 리서치센터

이는 실적이 어닝 서프라이즈면서 이익전망치가 상향조정된 기업의 경우, 과거 어닝 서프라이즈 기업일 가능성이 높아 주가가 이미 반영됐던 것으로 판단된다.

<그림 9>를 보면 LG화학, 롯데케미칼, 한국항공우주, 효성, 대한유화와 같은 기업들은 1분기에도 어닝 서프라이즈를 기록하며 상반기 추가상승률이 50% 이상을 기록했는데, 6월말 이후 추가상승률은 부진한 모습을 보였다.

반면, 상반기에 추가상승률이 50% 이내였던 기업들은 6월말 이후 추가상승률이 상대적으로 양호한 흐름을 보였다.

그림 9. 2015년 2분기 어닝 서프라이즈 & 이익전망치 상향조정된 기업의 추가상승률



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

결론적으로 실적시즌엔 실적의 결과와 향후 이익전망치의 변화를 함께 고려하는 것이 유리한 선택이다. 특히, 1) 실적은 컨센서스에 부합하고 이익전망치가 상향조정된 기업이나, 2) 이익전망치엔 변화가 없지만 어닝 서프라이즈인 기업이 시장을 아웃퍼폼할 것으로 판단된다.

또한 3) 어닝 서프라이즈면서 이익전망치가 상향조정된 기업 중에선 연초 이후 주가상승률이 30% 이내의 기업들이 유리할 것으로 판단된다.

표 3. 2015년 2분기 어닝 서프라이즈 & 이익전망치 상향조정 기업

(단위: 억원, %)

구분	종목코드	종목명	시가총액	2Q15 잠정실적발표일	3Q15F 영업이익 컨센서스 실적발표일 이후 변화율	2Q15 영업이익 실적치-컨센서스 괴리율	주가상승률 (3M)
1) 실적은 컨센서스 부합 & 이익전망치 상향조정	A024950	삼천리전자거	3,232	08/06	1.2	4.3	27.5
	A120110	코오롱인더	14,468	08/05	1.0	0.7	19.1
	A021240	코웨이	80,595	08/04	1.5	2.1	24.1
	A108790	인터파크	7,849	08/04	1.5	2.7	4.1
	A122900	아이마켓코리아	11,646	08/03	2.0	4.6	14.1
	A024110	기업은행	77,062	07/30	7.5	0.1	-1.8
	A006360	GS 건설	17,218	07/30	1.2	0.2	4.3
	A000030	우리은행	64,179	07/29	1.8	-5.5	-5.1
	A000150	두산	20,654	07/29	3.7	-1.6	-6.2
	A009150	삼성전기	41,530	07/28	2.8	-9.0	1.6
	A000270	기아차	169,847	07/24	1.1	-4.5	-19.9
	A004020	현대제철	73,395	07/24	1.9	-2.0	-13.4
	A012630	현대산업	50,583	07/24	9.7	4.6	73.4
	A005380	현대차	303,982	07/23	1.4	-7.1	-18.3
	A012750	에스원	32,869	07/23	2.2	-4.7	21.5
2) 어닝서프라이즈 & 이익전망치 보합	A068870	LG 생명과학	12,052	07/28	0.2	377.8	100.3
	A119610	인터로조	4,310	07/28	0.0	41.2	111.1
	A003450	현대증권	20,372	07/27	0.0	37.4	24.4
	A055550	신한지주	200,824	07/22	0.8	16.5	-4.7
	A001430	세아베스틸	12,247	07/22	0.5	35.8	22.4
3) 어닝 서프라이즈 & 이익전망치 상향조정	A086790	하나금융지주	86,137	07/24	1.6	23.3	-9.1
	A030200	KT	77,942	07/31	8.1	17.4	-4.5
	A139130	DGB 금융지주	18,680	08/05	1.8	14.5	-2.2
	A032640	LG 유플러스	50,429	07/30	2.4	13.3	0.4
	A015760	한국전력	327,402	08/05	3.3	51.7	19.4
	A043150	바텍	5,006	08/06	1.9	15.7	28.9

주: 어닝 서프라이즈는 2Q15 OP 괴리율 +10% 이상, 이익전망치 상향조정 기업은 3Q15 OP 변화율이 +1% 이상인 기업

자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터