

투자포커스

2016년 한국 기업이익 전망 : 모멘텀과 퀄리티 모두 약화

Strategist 오승훈 oshoon99@daishin.com

삼성전자의 어닝서프라이즈에서 확인되었듯이 이익의 수준과 모멘텀(전년동기비 상승률) 측면에서 3분기는 2013년 이후 가장 좋은 분기가 될 가능성이 높다. 이제 고민해야 하는 것은 3분기 호실적의 지속 가능성이다. 2016년 이익전망을 통해 그 가능성을 점검해 보자.

결론적으로 3분기의 좋은 성과가 지속되기 어렵다. 제한된 매출 성장으로 환율효과의 강도와 지속성이 약하고, 이익개선을 이끈 기저효과와 저유가효과도 3분기에 정점을 기록한 후 소멸될 가능성이 높기 때문이다. 3분기를 정점으로 한 이익모멘텀 둔화에 대비해야 할 때이다.

*2016년 이익 모멘텀과 이익의 질

2016년 영업이익 증가율은 12%, 순이익 증가율은 6%로 전망되고 있다. 2015년 18%, 25%대비 이익의 개선 강도는 약화된다. 이익모멘텀의 둔화는 기저효과의 약화와 저유가의 마진개선 효과 소멸로 설명할 수 있다. 2015년의 높은 성과를 감안하면 현재의 전망치 수준이 그리 실망수련 수준은 아니다.

그러나 이익의 질적 측면을 고려하면 2016년 이익추정치에 대한 할인이 불가피하다고 생각한다. 2016년 이익 개선을 주도하는 업종은 조선, 운송, 철강, 자동차 업종이다. 이들 업종은 2015년 실적 부진 업종이라는 점과 경기 순환 업종이라는 공통점을 가지고 있다. 중국 경기 부진과 미국 통화정책 정상화를 앞둔 불확실한 대외 환경을 감안할 때 2016년 이익 증익은 전적으로 기저효과에 의존할 수 밖에 없다. 이익신뢰도 측면에서도 높은 점수를 주기 어렵다. 2016년 이익증가 주도 업종이 2015년 이익신뢰도가 가장 낮았던(어닝쇼크 주도업종) 업종들이었기 때문이다.

*이익전망에 근거한 업종 선택

2015년 연간 수익률을 가장 잘 설명하는 이익 팩터는 컨센서스의 변화였다. 연초의 높은 매출증가율과 이익증가율의 설명력은 낮았다. 문제는 컨센서스 변화를 추정하기 어렵다는 점이다. 대안으로서 2015년 연간수익률 상위종목에 대한 설명력이 높았던 매출액증가율과 이익수정비율을 통해 이익에 근거한 유망종목을 선정해 보았다.

2016년 기업이익 증가율 6% : 2015년 대비 이익 모멘텀 약화

삼성전자의 어닝서프라이즈로 3분기 어닝시즌에 대한 기대가 높아지고 있다. 저유가의 마진개선 효과와 기저효과가 긍정적으로 작용하는 가운데 환율효과가 가세한 형국이다.

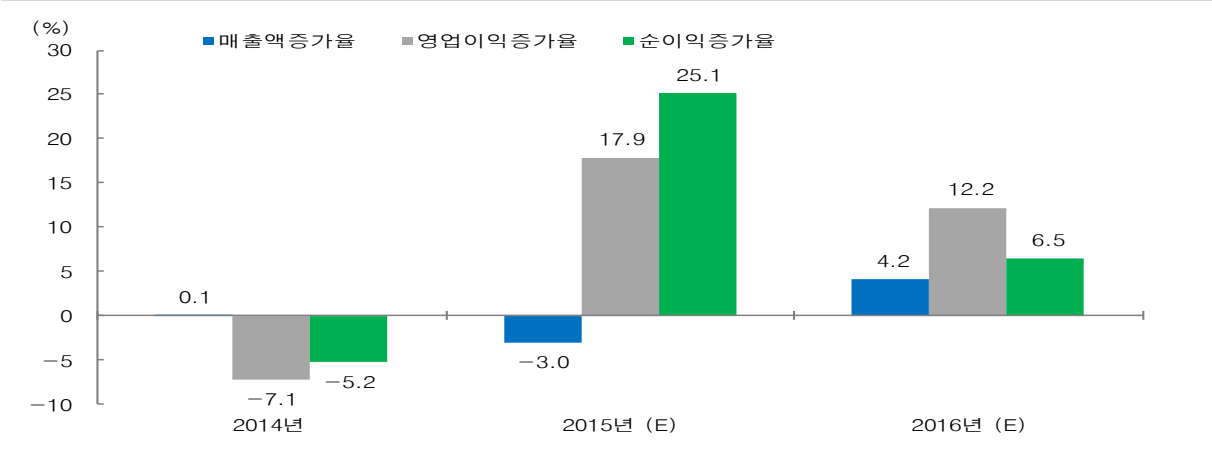
이익의 수준과 모멘텀(전년동기비 상승률) 측면에서 2015년 3분기는 실적측면에서 2013년 이후 가장 좋은 분기가 될 가능성이 높다. 이제 고민해야 하는 것은 3분기 호실적의 지속 가능성이다. 2016년의 이익전망을 통해 그 가능성을 점검해 보자.

*2016년 이익증가율(거래소, 순이익기준) 6%

현재 추정치 기준으로 2016년 영업이익 증가율은 12%, 순이익 증가율은 6%로 전망되고 있다. 2015년 3분기, 4분기 성과에 따라 변화가 있겠지만 2015년 대비 이익모멘텀(전년대비 이익증가율)은 약화될 가능성이 높다[그림1].

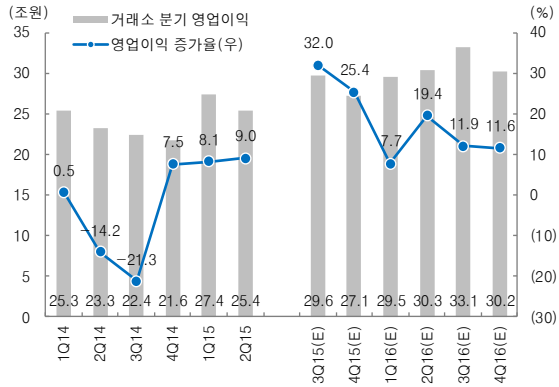
2015년의 높은 성과를 감안하면 현재의 2016년 전망치는 그리 실망수련 수준이 아니다. 그러나 분기 단위 이익모멘텀(전년동기비 이익증가율)은 2015년 3분기 정점이 형성 될 가능성이 높다[그림2,3]. 이익모멘텀의 둔화는 기저효과 약화와 저유가에 따른 마진개선 효과의 소멸로 설명할 수 있다. 이익 개선이 지속되기 위해서는 수요 회복에 근거한 매출 성장이 필수적이나 중국 등 글로벌 환경을 감안하면 빠른 수요개선을 기대하기 어렵다. 결론적으로 3분기의 좋은 성과가 지속되기 어렵다. 오히려 3분기를 정점으로 이익모멘텀이 둔화될 가능성에 대비해야 한다.

그림 1. 2016년 이익 모멘텀 : 매출액 4% 증가, 영업이익 12% 증가, 순이익 6% 증가



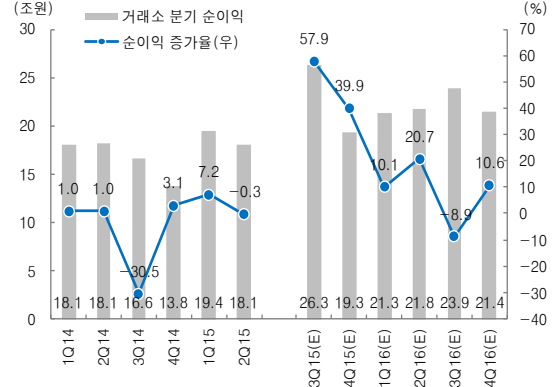
주: 거래소 기업 중 추정 증권사수(3개월컨센서스 기준) 5개 이상인 기업중 2013~2016년 데이터 존재 기업 총 162개 대상
자료: WISE, 대신증권 리서치센터

그림 2. 분기 영업이익 모멘텀 : 2015년 3분기 정점



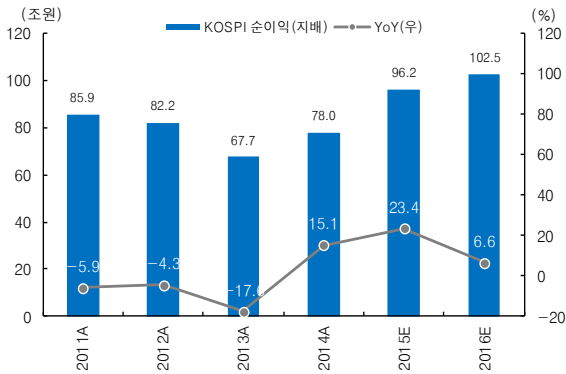
주: 거래소 기업 중 추정 증권사수(3개월간센서스 기준) 5개 이상인 기업중 2013~2016년 데이터 존재 기업 총 130개 대상
자료: Wsisn, 대신증권 리서치센터

그림 3. 분기 순이익 모멘텀 : 2015년 3분기 정점



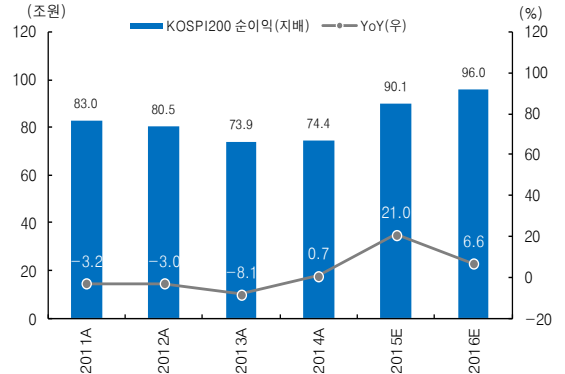
주: 거래소 기업 중 추정 증권사수(3개월간센서스 기준) 5개 이상인 기업중 2013~2016년 데이터 존재 기업 총 130개 대상
자료: Wsisn, 대신증권 리서치센터

그림 4. 거래소 전체 연간 순이익과 증가율



자료: Wsisn, 대신증권 리서치센터

그림 5. 코스피 200 연간순이익과 증가율



자료: Wsisn, 대신증권 리서치센터

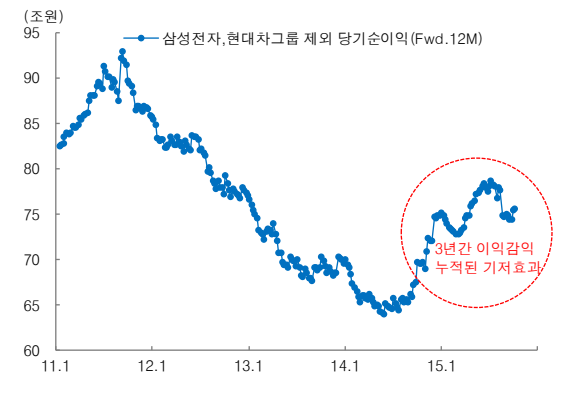
2016년 이익의 질 : 이익 변동성 확대

이익모멘텀 둔화와 더불어 이익의 질적 측면에서도 현재 추정된 2016년 이익 전망에 대한 할인이 불가피하다. 낮은 이익 성장률보다 이익 안정성 저하로 이익 변동성이 커질 수 있다는 점이 2016년 이익 전망의 가장 큰 불확실성이 될 것이다.

2012년~2014년의 반복된 어닝쇼크와 달리 2015년 한국의 기업이익은 매우 안정적인 모습을 보여주고 있다. 이익 안정을 이끄는 축은 두가지이다. 3년간 이익 감익에 따른 누적된 기저효과가 첫번째이고, 여기에 저유가에 따른 마진개선이 이익안정성을 높였다[그림6,7].

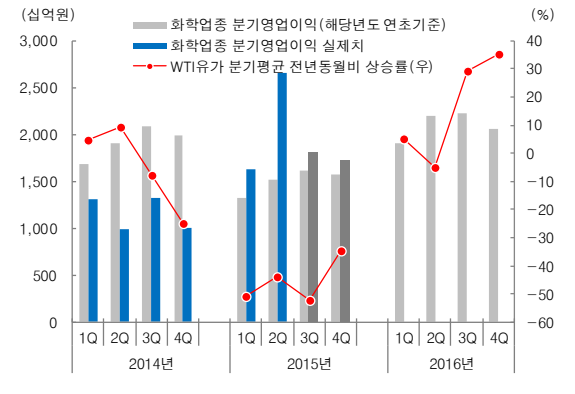
2015년 업종별 순이익 증익분을 통해 이를 확인할 수 있다. 2015년 순이익 증익분 9.5조(유틸리티 제외) 중 8.6조의 증익을 에너지, 화학(저유가 마진개선)과 통신서비스(기저효과, 단통법)업종이 이끌고 있다[그림8].

그림 6. 삼성전자, 현대차그룹 제외 코스피 당기순이익 3년 연속 감익, 2015년부터 턴어라운드 진행



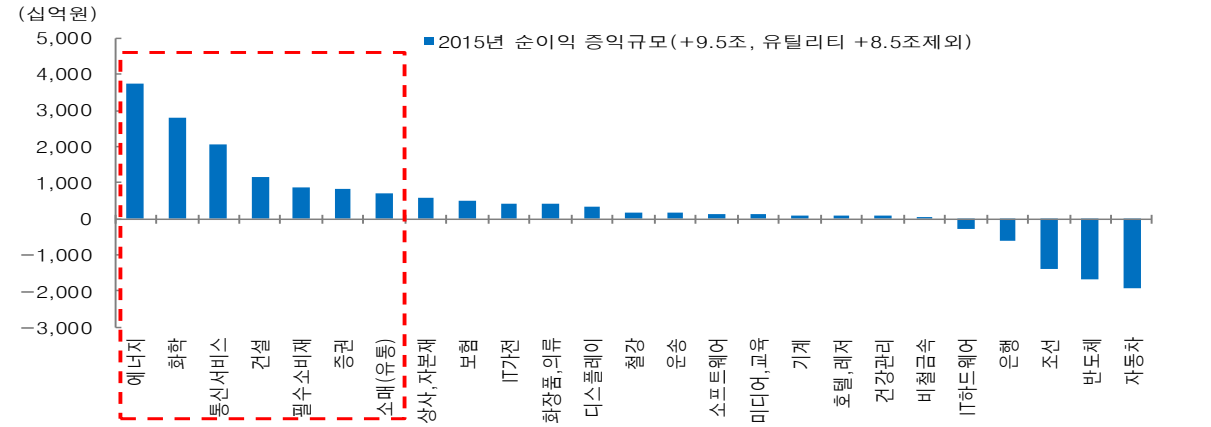
자료: WISEIN, 대신증권 리서치센터

그림 7. 저유가에 기반한 화학업종 어닝서프라이즈, 2016년부터 마진개선 효과 소멸



주: 분기평균 유가는 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: WISEIN, 대신증권 리서치센터

그림 8. 2015년 이익 개선 주도 업종 : 에너지, 화학(저유가), 통신서비스(기저효과, 단통법)



주: 거래소 기업 중 추정 증권사수(3개월컨센서스 기준) 5개 이상인 기업중 2013~2016년 데이터 존재 기업 총 162개 대상
자료: WISEIN, 대신증권 리서치센터

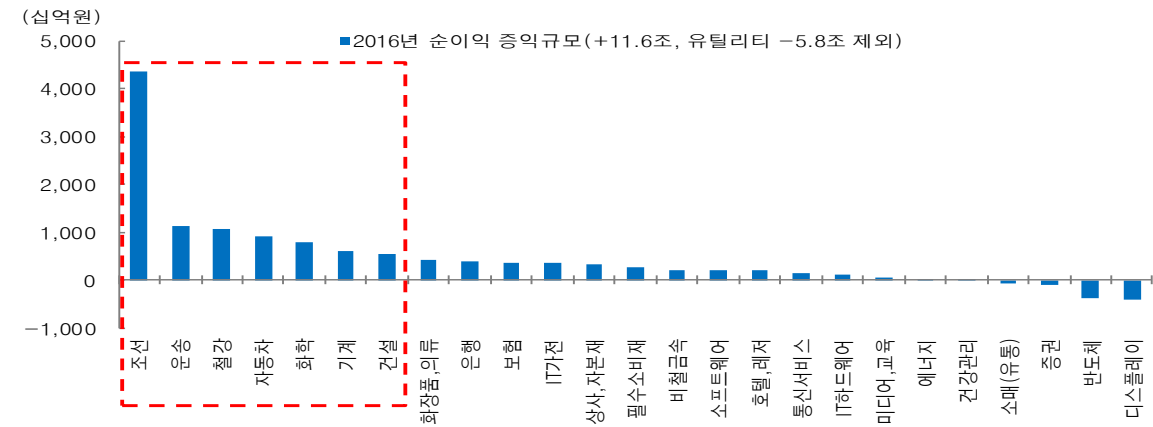
***2016년 이익증가 주도 업종 : 조선, 운송, 철강, 자동차**

2016년 순이익 증익을 주도할 것으로 예상되는 업종은 조선, 운송, 철강, 자동차 업종이다. 11.6조의 증익(유틸리티 제외) 중 7.5조의 증익이 조선, 운송, 철강, 자동차에서 발생할 것으로 예상되고 있다[그림9].

이들 업종은 2015년 실적 부진 업종이라는 점과 경기 순환 업종(원자재와 연동되는)이라는 공통점을 가지고 있다. 현재 중국 경기 부진과 미국 통화정책 정상화를 앞두고 있다는 점을 감안하면 글로벌 경기에 대한 낙관을 높게 가져가기 어렵다. 결국 2016년 이익 증익은 전적으로 기저효과에 의존하고 있다고 볼 수 있다. 이익신뢰도 측면에서도 높은 점수를 주기 어렵다. 2016년 이익증가 주도 업종이 2015년 이익신뢰도가 가장 낮았던(어닝쇼크 주도업종) 업종이었기 때문이다[그림10].

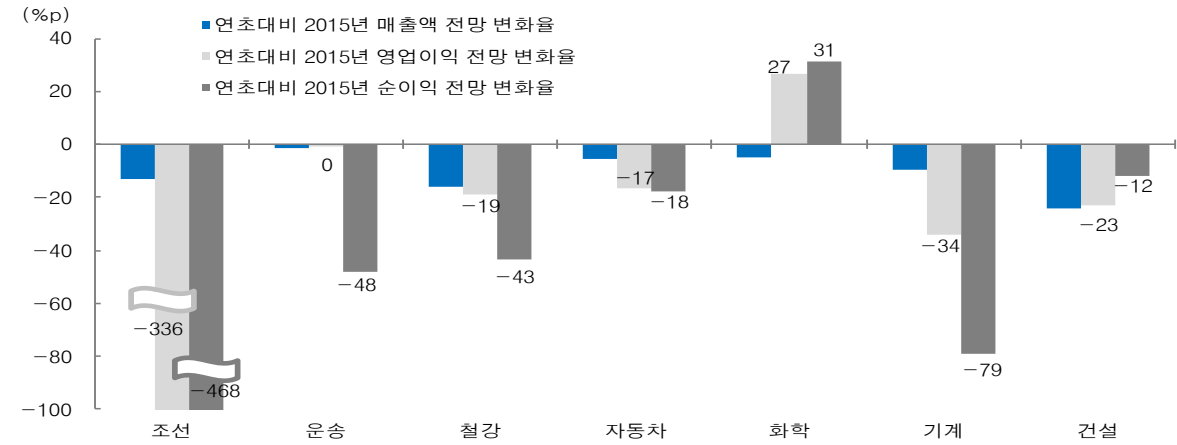
이익안정성을 높였던 저유가 효과가 소멸된다는 점과 글로벌 경기변동에 따라 이익변동성이 커질 수 있다는 점을 감안하면 2016년 이익의 질은 2015년대비 떨어지고 현재 추정치에 대한 하향 압력이 더 클 수 있다.

그림 9. 2016년 이익 개선 주도 업종 : 조선, 운송, 철강, 자동차



주: 거래소 기업 중 추정 증권사수(3개월컨센서스 기준) 5개 이상인 기업중 2013~2016년 데이터 존재 기업 총 162개 대상
자료: Wsetn, 대신증권 리서치센터

그림 10. 2016년 이익 개선 주도 업종의 이익 신뢰도



주: 거래소 기업 중 추정 증권사수(3개월컨센서스 기준) 5개 이상인 기업중 2013~2016년 데이터 존재 기업 총 162개 대상
자료: Wsetn, 대신증권 리서치센터

2016년 이익 전망의 핵심 변수 : 환율 효과의 지속성

삼성전자 어닝서프라이즈에서 나타났듯이 환율 효과는 3분기 한국 대형 수출주의 실적에 긍정적 영향을 주고 있다. 향후 환율 효과의 지속성 여부는 수출 대형주 향방을 결정하는 주요 변수가 될 것이다.

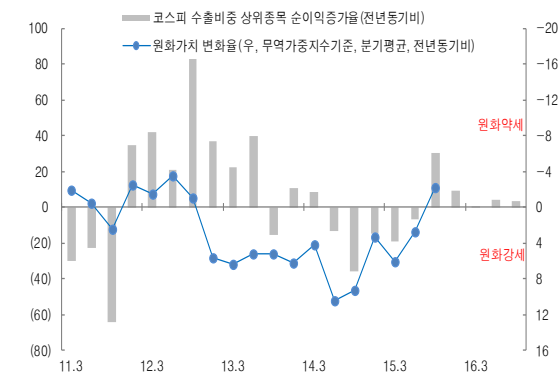
한국 3분기 원화가치는 12분기에 전년동기비 약세를 전환되어 수출주에 우호적인 환경이 조성되고 있다. 이를 반영하여 수출비중 상위종목의 순이익 전망은 6분기만에 성장세로 돌아설 것으로 예상되고 있다[그림11].

이제 환율효과의 강도와 지속성을 판단해야 한다. 환율효과의 강도는 매출성장이 동반되는 선순환이 나타날 수 있을 것인지를 점검해야 한다.

과거 한국 수출주의 환율 효과는 위기 이후 글로벌 정책 공조가 강화되면서 수요 증가가 동반될 때 극대화 된 바 있다. 그러나 이번에는 매출 성장이 동반되지 않고 있어 환율효과의 강도가 약할 것으로 예상한다[그림12]. 가격인하, 마케팅 비용증가 등 수요부진에 따른 대응이 환율의 긍정적 효과를 잠식할 수 있기 때문이다.

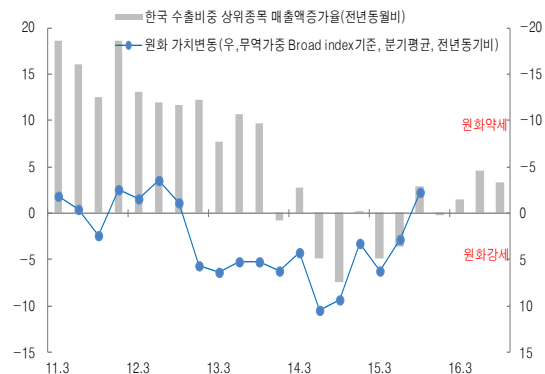
환율효과의 지속성도 제한적이다. 한국의 환율 효과는 독자적인 통화정책보다 미국 통화정책 변화를 앞둔 신흥국 통화 약세에 기반하고 있기 때문이다. 이러한 성격상 수요증대와 통화약세의 조합이 형성되기는 어렵다.

그림 11. 한국 코스피 수출 상위종목의 환율효과(순이익)



주: 코스피 종목 중 블룸버그 기준 수출비중 60%이상인 22개 종목을의 합산 실적
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 12. 한국 수출주 : 수요부진이 이익개선 지속성 제한



주: 코스피 종목 중 블룸버그 기준 수출비중 60%이상인 22개 종목을의 합산 실적
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

이익 전망에 근거한 종목선택 (2015년 리뷰)

2015년 실적과 주가의 관계를 복기해 보자.

거래소 대형주를 2015년 연초기준 매출액증가율, 영업이익증가율, 순이익증가율, 연초 이후 2015년 매출액 컨센서스 변화, 영업이익 컨센서스 변화, 순이익 컨센서스 변화 6개 기준으로 각각 기준별 5분위로 나누어 연초 이후 수익률을 살펴 보았다.

이를 통해 얻을 수 있는 시사점은 다음과 같다

첫째, 연초 전망된 매출액, 영업이익, 순이익 증가율과 연간 수익률의 관계는 약했다. [그림13,14,15]는 연초 매출액, 영업이익, 순이익 증가율 기준으로 5개 분위로 나누어 연간 수익률을 살펴본 결과이다. 매출액증가율을 제외하고는 증가율이 높은 1분위/2분위의 성과가 뚜렷하지 않았다.

둘째, 연간 수익률에 결정적 영향을 미치는 이익요소는 컨센서스의 변화였다. [그림 16,17,18]은 연초대비 매출액, 영업이익, 순이익 컨센서스의 각 분위별 수익률을 나타낸 것이다. 매출액, 영업이익, 순이익 컨센서스가 상승한 1분위/2분위의 성과가 월등히 뛰어났다.

그림 13. 연초 매출액 증가율 기준

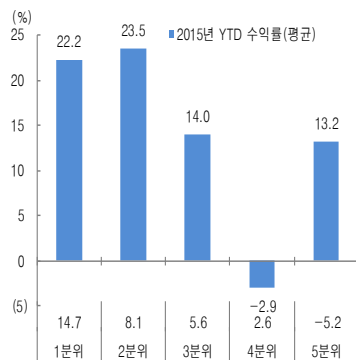


그림 14. 연초 영업이익의 증가율 기준

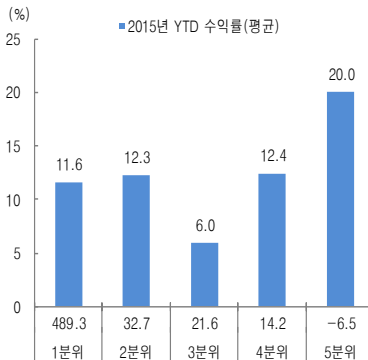
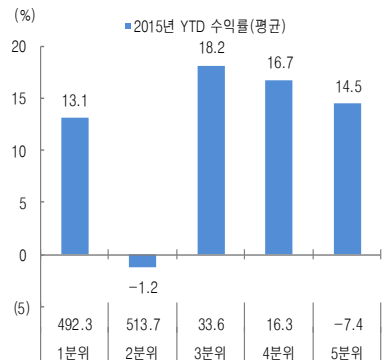


그림 15. 연초 순이익의 증가율 기준



자료: WISEIN, 대신증권 리서치센터

그림 16. 매출액 컨센서스 변화 기준

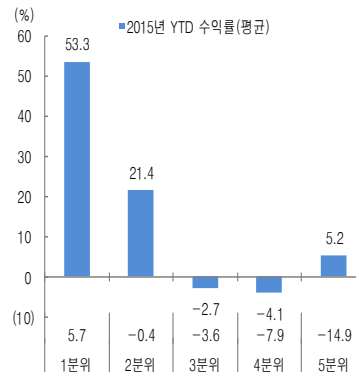


그림 17. 영업이익 컨센서스 변화 기준

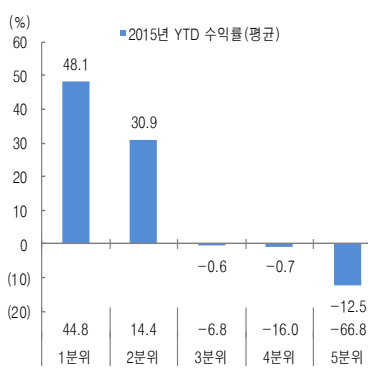
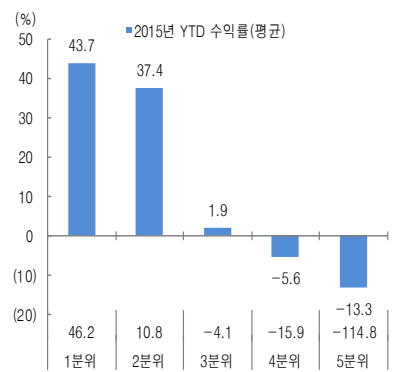


그림 18. 순이익 컨센서스 변화 기준



자료: WISEIN, 대신증권 리서치센터

2016년 종목 선택 : 매출액증가율 상위, 이익수정비율 상위 종목

이익 변수 중 2015년 수익률을 결정짓는 요인이 컨센서스 상향이었음이 확인되었다. 그러나 컨센서스의 변화는 미래의 값으로 추정이 쉽지 않다.

대안으로 2015년 연간수익률 상위종목(1분위)의 각 요인별 설명력을 살펴보았다.

설명력이 높은 변수는 이익수정비율(12개월 선행 EPS)와 매출액 증가율이었다. 연간 수익률 1분위(상위 19개 종목) 종목 중 이익수정비율(연초기준, 1개월) 1분위/2분위 종목의 비율은 52%였고, 2015년 매출액 증가율(연초기준) 1분위/2분위 종목의 비율도 52%였다.

설명력이 높은 매출액증가율(2016년)과 이익수정비율(9월초 대비) 1분위/2분위에 공통적으로 해당되는 대형주는 [표1]과 같다.

[표1] 2016년 매출액증가율 1분위/2분위, 이익수정비율 1분위/2분위 공통종목 11선

종목명	2016년 매출액 증가율(%)	이익수정비율 (9월초대비, %p)	2016년 영업이익 증가율(%)	2016년 순이익증가율 (%)	2016년 매출액 3M 컨센서스 변화 (%)	2016년 영업이익 3M 컨센서스 변화 (%)	2016년 순이익 3M 컨센서스 변화 (%)
영원무역	22.3	30.0	23.6	35.0	1.3	21.0	34.0
현대백화점	14.3	10.0	13.0	15.5	-2.2	-2.1	0.5
GKL	14.1	28.1	25.6	25.8	-5.3	-6.1	-5.5
NAVER	13.6	48.5	25.3	25.9	-4.6	-16.3	-12.2
CJ대한통운	13.3	82.0	31.1	90.4	5.6	5.0	3.7
현대제철	11.6	4.5	10.4	30.9	9.3	-0.2	-4.0
현대글로비스	9.8	57.9	11.6	20.3	3.6	-1.5	-4.1
오리온	8.6	9.2	16.6	20.8	-2.1	-1.2	-4.3
에스원	8.0	5.3	16.6	1.3	-1.1	3.2	-1.1

주: 대형주 중 2016년 매출액증가율 1분위/2분위, 이익수정비율 1분위/2분위 속하는 종목
자료: Wisetr, 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 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.