



전략은 論하다

- 02 | 퀀트 Talk: 한국 기업실적, 쿠팡바디스
- 07 | 차트 Point: (1) Market Indicator - 주식
- 08 | 차트 Point: (2) Market Indicator - 채권
- 09 | 차트 Point: (3) Market Indicator - 외환
- 10 | 차트 Point: (4) Market Indicator - 실물자산

퀀트 Strategy

한국 기업실적, 쿠오바디스

Quantitative Analyst 엄동찬 • 02)6923-7314 • dongchan @ligstock.com

승승장구하던 한국의 영업이익 추정치가 삼성전자의 갤럭시 노트7 이슈 이후 하향 조정되었습니다. 이번 이익 추정치 하향 조정은 주간 기준으로 5월 중순 이후 처음 있는 일입니다. 이번 자료에서는 한국 기업 실적의 현재 상황을 점검하고 향후 이익 방향성에 대해 정리했습니다.

2016년도 상반기 기업이익은 긍정적인 수준이었습니다. 계절적으로 긍정적인 1/4분기에 이어, 2/4분기 실적 역시 소재/산업재 기업의 선전과 삼성전자의 어닝 서프라이즈로 높은 수준의 실적을 기록했습니다. 지난해 메르스 영향으로 2/4분기 말부터 연간 실적 추정치가 하향 조정된 것과 대조적입니다.

현재 KOSPI200 기준 2016년 영업이익 추정치는 147조원, 2017년 추정치는 159조원입니다. 최근의 삼성전자 이슈를 차치하고서라도, 두 가지 근거에서 이는 너무 높은 수치이며 하향 조정 가능성이 높습니다.

첫 번째로 한국 기업이익은 상반기보다 하반기, 특히 4/4분기 실적이 예상치 대비 부진한 계절성이 존재합니다. 과거 5년간 9월 15일의 하반기 영업이익 추정치 대비 실제 영업이익은 평균적으로 20% 하향 조정되었습니다. 속도의 문제는 존재하겠지만, 계절적 측면에서 이익 추정치가 더욱 높아질 것이라고 말하기는 어려운 상황입니다.

두 번째로 2011년 이후 KOSPI200 영업이익은 110조원 수준에서 정체되는 모습을 보였습니다. 최근 적자 기업들의 흑자 전환이 특징적이었다는 점을 감안해도 110조 수준이었던 영업이익 추정치가 147조원 수준까지 오르는 것은 과도하다고 판단합니다. 특히 4/4분기 영업이익 증가율이 높게 형성되어 있는 점은 신뢰하기 어렵습니다.

이러한 이익 추정치 하향 조정에도 불구하고, 두 가지 관점에서 연말까지 시장을 나쁘게 볼 필요는 없습니다.

먼저, 이익 추정치 하향 조정은 4/4분기 실적이 발표되는 2017년 초반에 가장 빠르게 이루어질 것으로 보이기 때문입니다. 특히 3/4분기 실적 개선은 삼성전자보다 산업재 업종의 흑자전환이 키를 쥐고 있습니다. 지난해 3/4분기에 대규모의 손실을 발표한 현대중공업, 대우조선해양, 삼성엔지니어링 등의 산업재 업종이 컨센서스대로 흑자 전환에만 성공해도, 실적은 예상치를 크게 하회하지는 않을 것입니다. 최근 삼성전자의 실적 추정치 하향 조정이 관심을 받고 있지만, 시장 전체적인 관점에서 목표 실적을 달성하는 데는 산업재 업종이 더욱 중요한 역할을 할 것입니다.

두 번째로, 올해 연간 영업이익이 사상 최고치를 달성할 가능성이 높습니다. 앞서 언급한 바와 같이 한국 기업이익은 2011년 이후 정체된 모습을 보여왔는데, 2015년에는 영업이익이 박스권 상단까지 회복했고, 2016년에는 사상 최고치를 경신할 것으로 보입니다. 이는 최근 5년간 하반기 가장 높은 수준의 영업이익 추정치 하향 조정폭인 25%를 적용해도 마찬가지입니다. KOSPI의 정체를 이끌어왔던 실적이 박스권을 상향 돌파하는 상황에서, 시장에 대해 부정적으로 접근할 필요는 없다고 판단합니다.

하반기 이익 추정치의 방향성

상반기에 긍정적인
모습을 보인
한국 기업이익

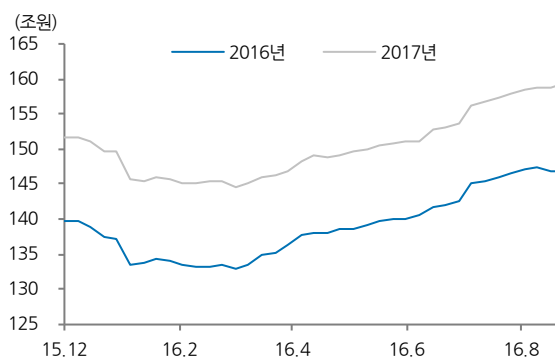
3/4분기 이후 상향 조정을 이어가던 한국 기업의 이익 추정치가 삼성전자의 갤럭시 노트7 이슈 이후 하향 조정되었다. 이번 자료에서는 현재 한국 기업이익의 상태를 점검하고 하반기 실적 방향성에 대한 전망을 정리했다.

2015년 4/4분기 실적 발표가 마무리된 2월 중순 이후 한국 기업 영업이익의 추정치는 상향 조정을 지속해 왔다. 5월에 2016년 이익 전망치가 소폭 하향 조정된 경우는 있었지만, 최근의 이익 추정치 하향 조정은 5월 중순 이후 처음 있는 일이다(그림1 참조).

한국의 기업이익은 상반기에 예상치 대비 높고 하반기에는 예상치 대비 낮은 계절성이 있는데, 특히 1/4분기 실적이 긍정적, 4/4분기 실적이 부정적이다. 하지만 올해는 1/4분기 뿐 아니라 2/4분기 실적 역시 긍정적인 모습을 보였는데, 이는 삼성전자의 실적 개선과 더불어 산업재 기업들이 대거 흑자 전환에 성공했기 때문이다.

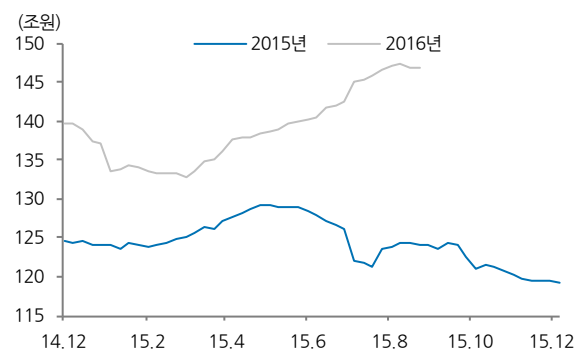
지난해 메르스의 여파로 2/4분기 말부터 실적 추정치가 하향 조정된 점도 존재하지만, 최근의 추정치 흐름은 지난해와 확연히 다른 모습을 보이고 있다(그림2 참조).

그림1. KOSPI200 2016년/2017년 영업이익 추정치 변화



자료: Fnguide, LIG투자증권 리서치본부

그림2. 2015년의 KOSPI 영업이익 추정치 비교



주: 2015년 영업이익 추정치 흐름에 올해 2016년 추정치 변화를 대응

자료: Fnguide, LIG투자증권 리서치본부

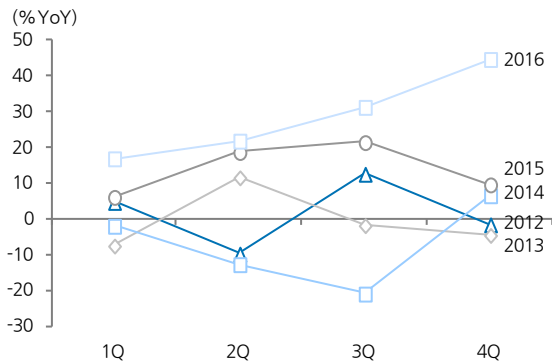
하반기 이익 추정치
하향 조정 가능성

현재 KOSPI200 영업이익의 추정치의 경우 2016년 146.8조원, 2017년 159.1조원 수준으로 형성되어 있다. 1) 2011년 이후 한국 기업 실적이 110조원 수준에서 정체된 모습을 보인 점, 2) 같은 기간동안 높은 추정치가 하반기에 하향 조정되는 패턴이 반복되었다는 점 등을 고려할 때 올해 하반기 추정치 역시 하향 조정될 가능성이 있다.

2015년의 경우 2014년 실적 부진의 기저효과로 인해 금액 측면에서는 특별한 것이 없었지만 증가율 측면에서는 높은 수준을 기록했다. 이에 비해 2016년의 경우에는 증가율과 금액 모두 과거 4년 대비 월등히 높은 수준이다(다음페이지 그림3,4 참조).

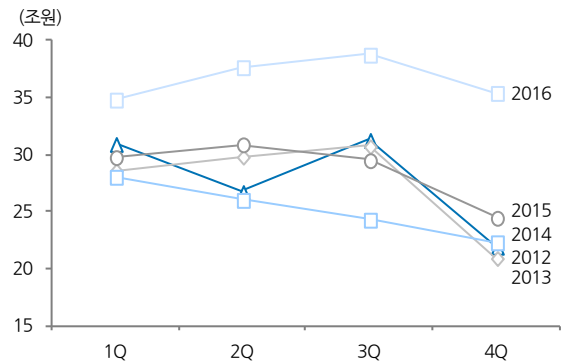
특히 4/4분기 실적이 지난해 대비 44.8% 증가할 것으로 전망되고 있는데, 4/4분기에는 전년동기 대비 영업이익이 10조원 증가할 것으로 전망되는 추정치를 100% 받아들이기는 어렵다. 상반기 실적이 긍정적이었던 점은 사실이지만, 하반기 이익 추정치 하향 조정 가능성은 고려해야 할 것이다.

그림3. KOSPI200 분기 영업이익 증가율(YoY)



주: 2016년 3/4분기와 4/4분기는 추정치, 나머지는 실제치 기준
 자료: Fnguide, LIG투자증권 리서치본부

그림4. KOSPI200 분기 영업이익(금액기준)



주: 2016년 3/4분기와 4/4분기는 추정치, 나머지는 실제치 기준
 자료: Fnguide, LIG투자증권 리서치본부

이익 추정치 하향
 조정 감안해도
 10% YoY 성장 가능

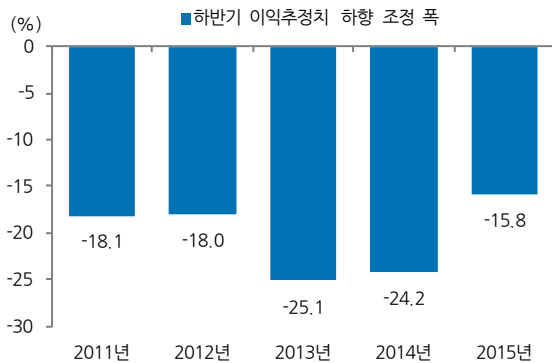
과거 5년간 9월 15일의 하반기 영업이익 추정치와 실제 영업이익간의 괴리율(=하향 조정 폭)을 정리했다. 평균적으로 20.2%가 하향 조정되었으며, 가장 많이 하향 조정된 경우에는 25%, 가장 적게 하향 조정된 경우에도 16%가 하향 조정되었다(그림5 참조). 현재 시점 대비 하반기 이익추정치가 상향 조정될 가능성은 높지 않다고 판단하는 이유이다.

현재 KOSPI200의 2016년 영업이익 추정치는 146.8조원이다. 만약 하반기 영업이익이 과거 5년 평균 수준의 하향 조정을 겪는다면 131.8조원, 가장 하향 조정폭이 컸던 2013년 수치를 적용한다면 128.1조원이 된다.

현재 KOSPI200 포함종목 기준으로 2015년 영업이익 추정치는 114.6조원이었는데, 5년 최악 수준의 하향 조정폭을 적용한다고 하더라도 올해 영업이익 증가율은 11.8%를 기록할 전망이다. 만약 현재 상황에서 2015년 영업이익 대비 역성장을 기록하려면 하반기 영업이익 추정치는 현재 대비 42.8% 하향 조정되어야 하며, 그 가능성은 높지 않다.

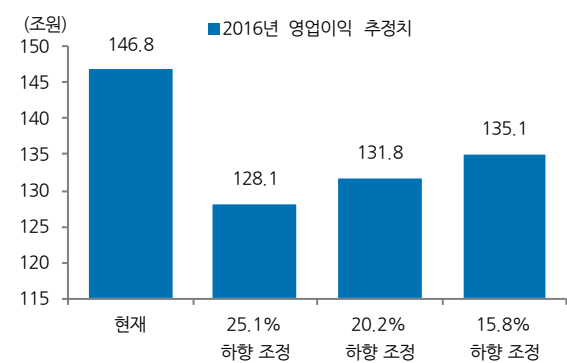
즉, 올해 실적추정치 하향 조정은 피할 수 없겠지만, 10% YoY이상의 영업이익 성장을 달성은 어렵지 않을 것이다.

그림5. 과거 5년간 하반기 이익 추정치 하향 조정 폭



주: 당해년도 9월 15일의 하반기 영업이익 추정치 대비 실제 영업이익
 자료: Fnguide, LIG투자증권 리서치본부

그림6. 시나리오별 2016년 KOSPI200 영업이익

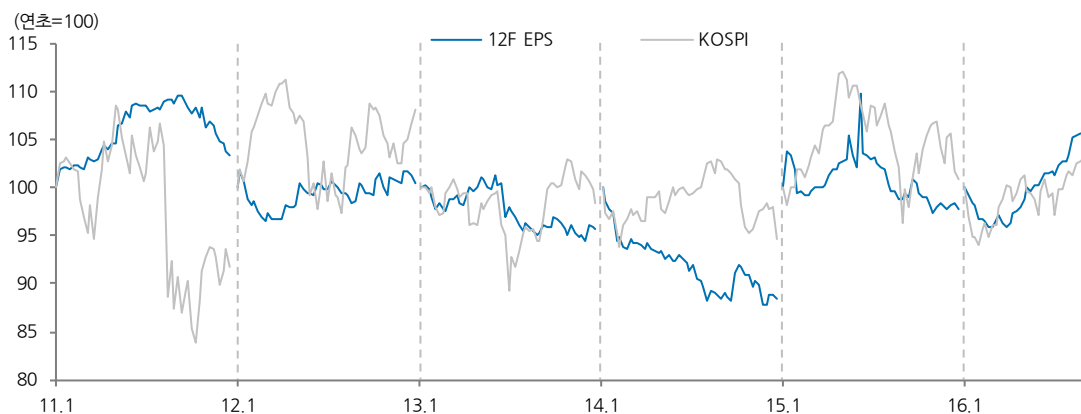


주: 가장 낮은 폭, 가장 높은 폭, 평균 세 가지의 경우로 분석
 자료: Fnguide, LIG투자증권 리서치본부

추정치 하향 조정은
2017년 초에 가장
빠르게 이루어 질 것

기업 실적추정치의 하향 조정은 시장에 좋은 재료는 아니다. 실적 추정치와 KOSPI는 전반적으로 동일한 방향성을 보여왔고, 특히 2016년은 실적 추정치와 KOSPI의 방향성이 매우 유사했기 때문이다(그림7 참조). 이익 추정치 하향 조정이 시장에 부담스러운 요인이기는 하지만, 가장 가까운 이익 추정치 하향 조정은 4/4분기 실적이 발표되는 2017년 초에 이루어질 것이다. 3/4분기 어닝 시즌도 시작되지 않은 시점에서, 아직 실적 추정치 하향 조정을 걱정할 필요는 없다.

그림7. 연간 이익 추정치 변화와 KOSPI



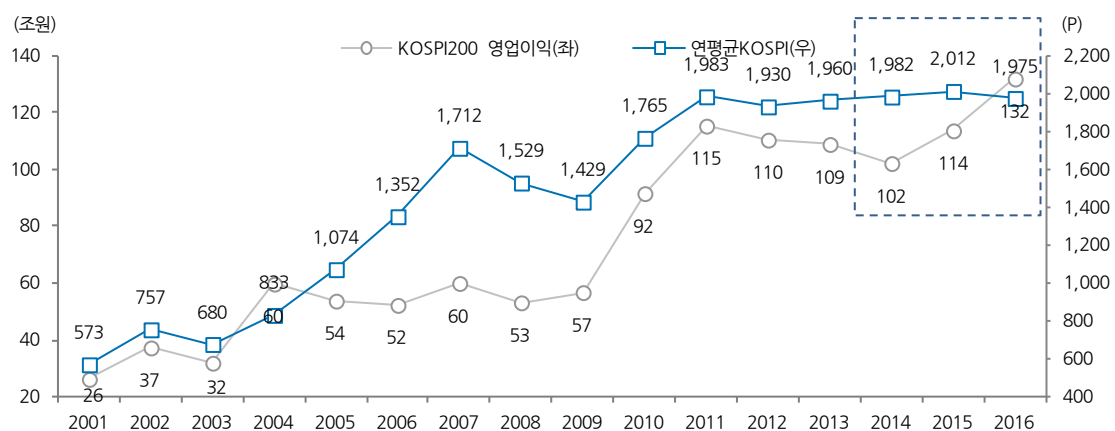
주: 연초 KOSPI와 EPS추정치를 100으로 하고 매년 흐름을 추적

자료: Thomson Reuters, LIG투자증권 리서치본부

2016년 영업이익
사상최대 기록 전망

현재 시점에서는 박스권을 돌파한 KOSPI200 영업이익에 주목해야 한다. 2011년 이후 한국 기업이익이 정체되며 KOSPI 역시 박스권에 갇혀있었다. 하지만 2015년에 기업이익은 박스권 상단에 도달했고 올해는 사상 최대 영업이익을 기록할 전망이다. 추정치는 낮아지겠지만, 절대 수치 측면에서의 기업이익은 KOSPI 상승을 견인하기 충분하다(그림8 참조).

그림8. 연도별 KOSPI200 영업이익과 연평균 KOSPI



주: 2016년은 9월 19일까지의 KOSPI평균과 하반기 영업이익 추정치 20.2% 하향 조정을 적용한 수치이며, 나머지는 모두 실제치 사용

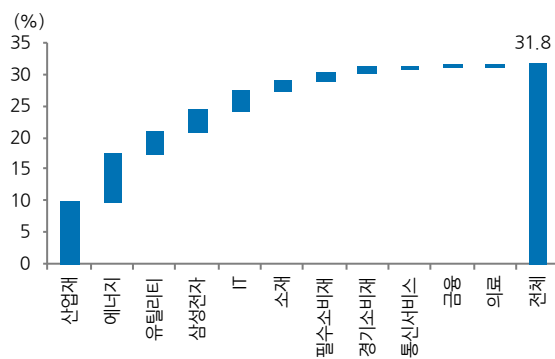
자료: WISEfn, LIG투자증권 리서치본부

삼성전자보다
산업재 업종
실적이 관건

올해 상반기 영업이익은 31.8% 증가했는데, 산업재, 에너지, 유틸리티 섹터가 가장 큰 기여도를 기록했다. 하반기의 경우에는 에너지 업종과 삼성전자가 큰 기여를 하지만, 가장 큰 기여도는 산업재 업종의 흑자 전환이다. 올해 하반기 영업이익 증가율은 39.2%인데, 이 중 18.2%가 산업재 업종의 영업이익 흑자전환에서 나오기 때문이다(그림9,10 참조).

최근 갤럭시 노트7 이슈로 삼성전자의 이익 추정치 하향 조정이 이슈가 되고 있지만, 사실 연간 영업이익 달성은 산업재 업종의 흑자 전환 성공 여부 및 흑자폭을 얼마나 확대할지에 달려있다. 특히 지난해 3/4분기 적자를 기록했던 대형 조선사와 삼성엔지니어링 등의 산업재가 올해 흑자전환에 성공할 수 있을지가 KOSPI 사상 최대 영업이익 기록 여부를 결정지을 것이다(그림11 참조).

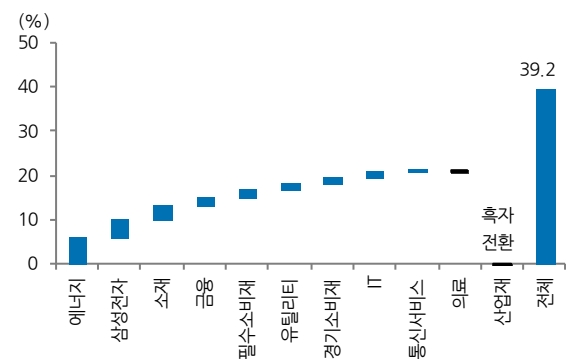
그림9. 2016년 상반기 영업이익 증가율(YoY) Break-down



주: IT는 삼성전자를 제외하고 계산

자료: Fnguide, LIG투자증권 리서치본부

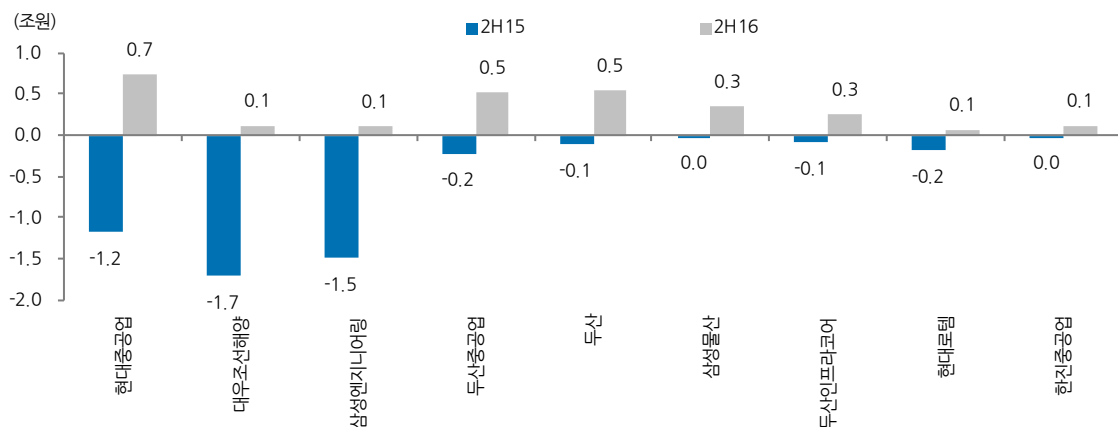
그림10. 2016년 하반기 영업이익 증가율(YoY) Break-down



주: IT는 삼성전자를 제외하고 계산

자료: Fnguide, LIG투자증권 리서치본부

그림11. 2016년 하반기 영업이익 기준 흑자전환 전망 산업재 기업

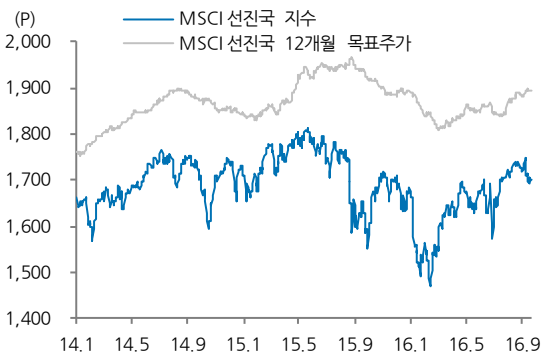


자료: Fnguide, LIG투자증권 리서치본부

차트 Point: (1) Market Indicator - 주식

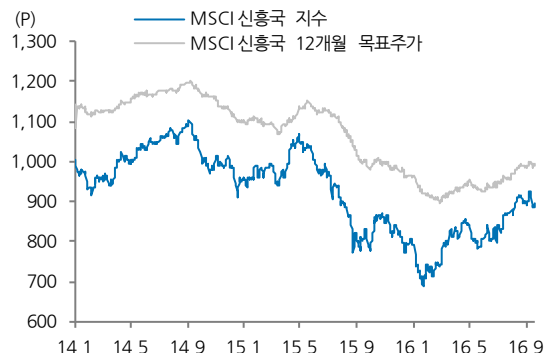
- 미국의 9월 FOMC(20~21일, 이하 현지시각)를 앞두고 금리인상 우려가 확산되며 글로벌 증시는 소폭 조정을 받음. 하지만 IT 업종에 대한 강세는 지속되면서 NASDAQ은 상승 흐름이 이어짐. KOSPI는 전주 추석 연휴로 14~16일 휴장 하면서 조정을 받을 것으로 예상했으나 외국인의 순매수가 대형주 중심으로 유입되면서 상승함

MSCI 선진국 지수와 12개월 목표주가



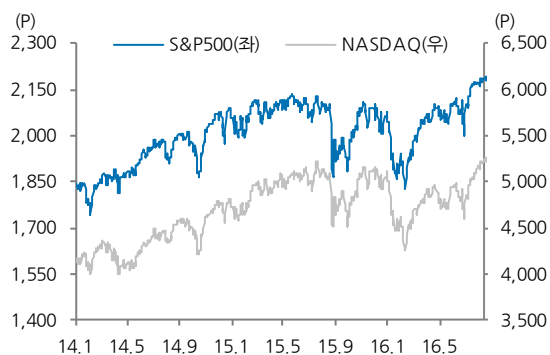
자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

MSCI 신흥국 지수와 12개월 목표주가



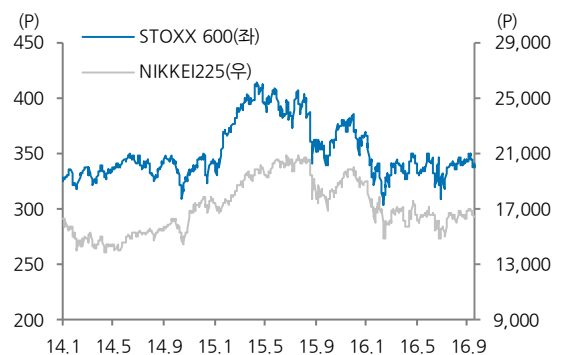
자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

미국 S&P500지수와 NASDAQ지수



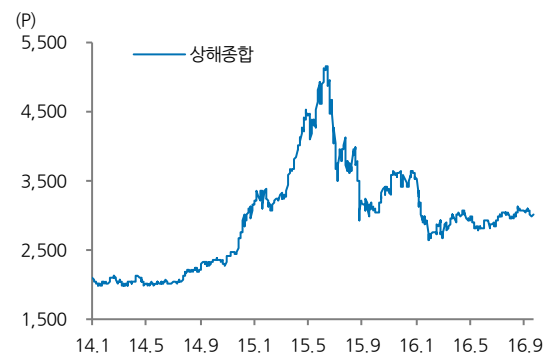
자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

유럽 STOXX600지수와 일본 NIKKEI225지수



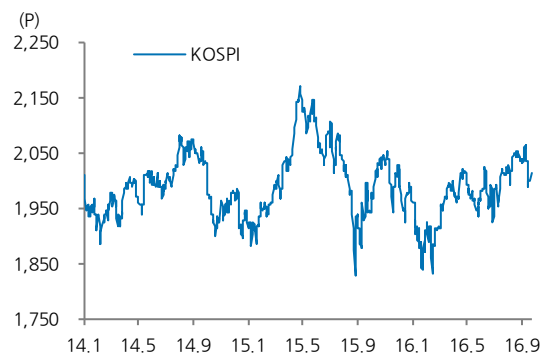
자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

중국 상해종합지수



자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

한국 KOSPI지수

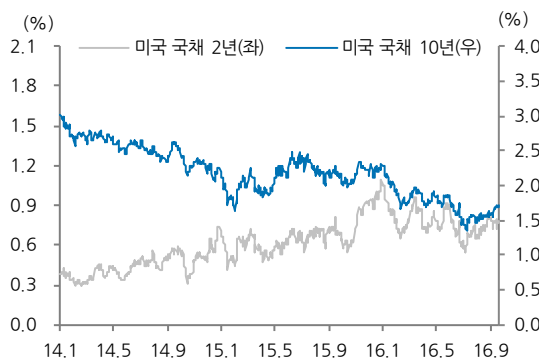


자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

차트 Point: (2) Market Indicator - 채권

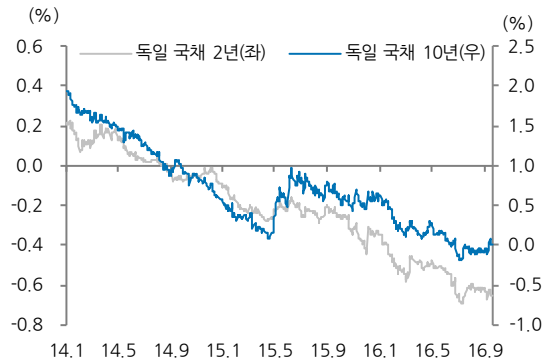
- 글로벌 국채 금리는 미국의 9월 FOMC를 앞두고 있어 좁은 범위에서 등락을 보이거나 10년물 금리는 대체로 상승 흐름이 이어지는 모습. 전주 미국 10년물 금리가 2년물 금리보다 상승폭이 확대되며 장단기 국채금리차는 소폭 확대됨. 9월의 금리인상 확률은 낮지만 12월 금리인상 가능성이 높아지면서 미국의 금리는 8월 말부터 상승 흐름이 이어짐

미국 장단기 국채 금리



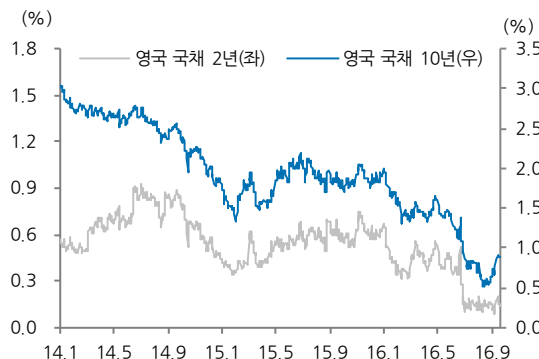
자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

독일 장단기 국채 금리



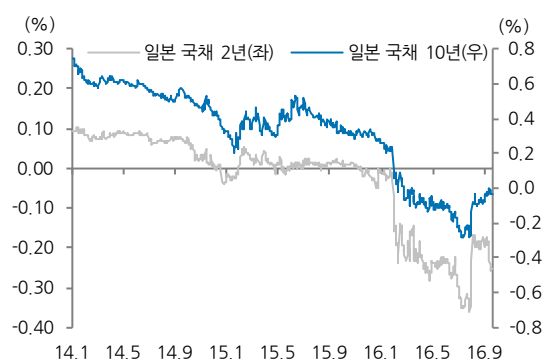
자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

영국 장단기 국채 금리



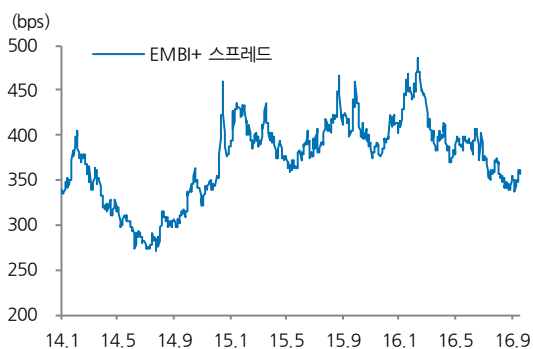
자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

일본 장단기 국채 금리



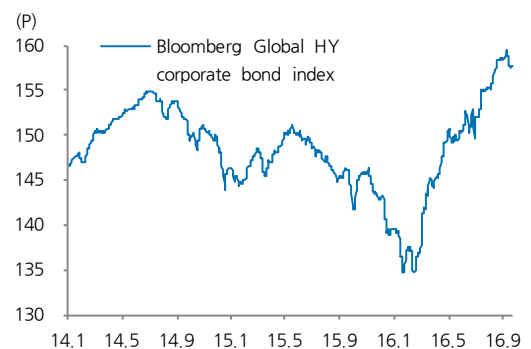
자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

신용국 채권 스프레드



자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

글로벌 하이일드 회사채 지수



자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

차트 Point: (3) Market Indicator - 외환

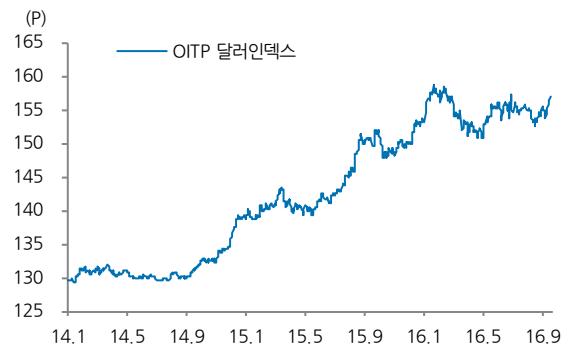
- 미국의 연내 금리 인상 가능성이 상존하면서 달러화는 소폭 강세 흐름을 보이고 있으며 OITP 달러인덱스 역시 9월 초부터 이어진 상승세는 지속됨. 엔/달러 환율은 미국과 일본의 통화정책 결정을 앞두고 하락하면서 다시 101엔대에 진입함. BOJ가 추가적인 정책을 할 것이라는 이야기도 있으나 시장의 기대를 하회할 것이라는 예상이 지배적인 상황

달러인덱스



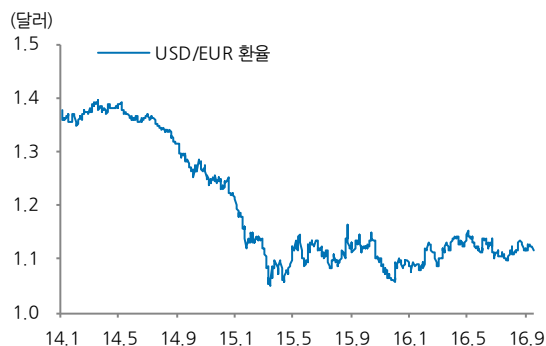
자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

OITP 달러인덱스



자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

달러/유로 환율



자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

엔/달러 환율



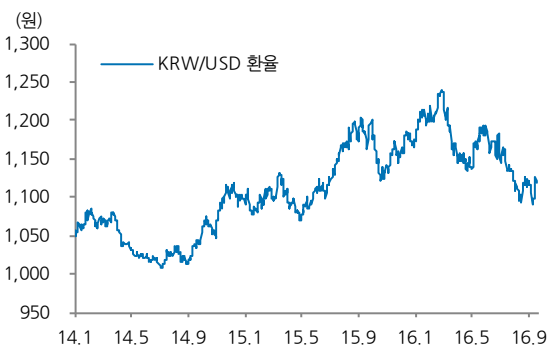
자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

위안/달러 환율



자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

원/달러 환율

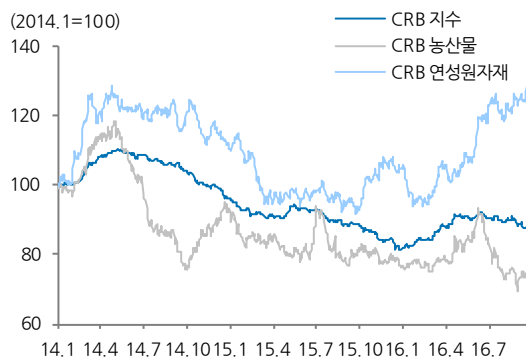


자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

차트 Point: (4) Market Indicator – 원자재 & 부동산

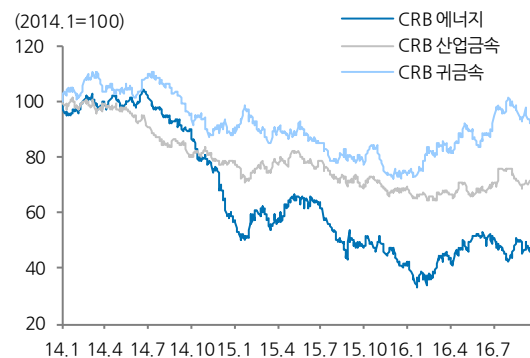
- 국제 유가는 공급과잉 우려는 지속되면서 하락함. 이에 따라 CRB 에너지 지수가 하락했으나 농산물, 석탄, 등 다른 원자재 가격이 상승하면서 CRB 지수는 소폭 상승함. 미국의 주택시장은 여전히 양호한 모습을 보이면서 주택관련 지표들은 호조를 보임. 9월 NAHB 주택시장지수는 2015년 10월 이후 최고치를 기록함

CRB 지수와 하부지수(농산물, 연성원자재)



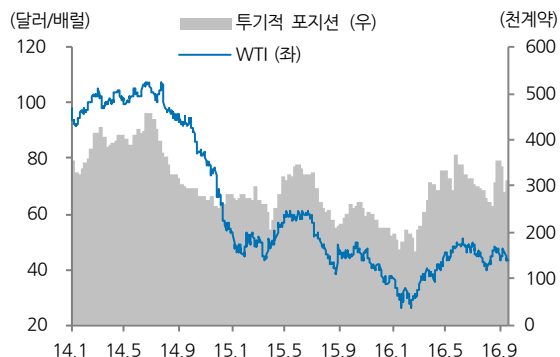
자료: Datastream, LIG투자증권 리서치본부

CRB 하부지수(에너지, 산업금속, 귀금속)



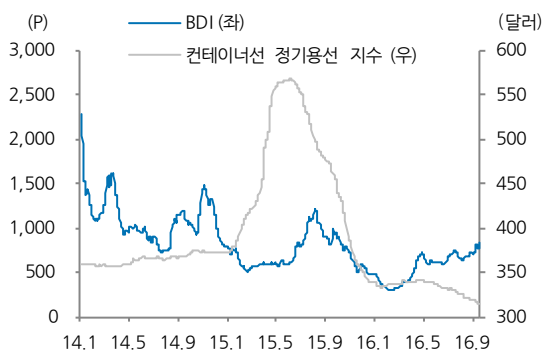
자료: Datastream, LIG투자증권 리서치본부

WTI와 투기적 포지션



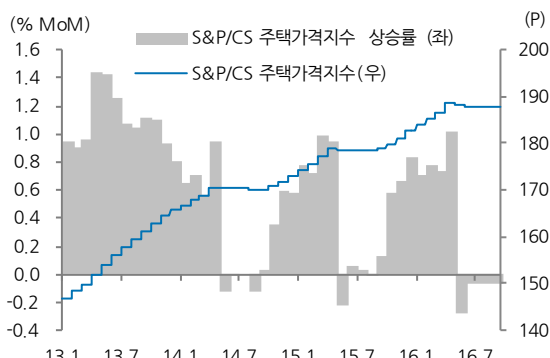
자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

벌크선 운임지수(BDI)와 컨테이너선 용선지수



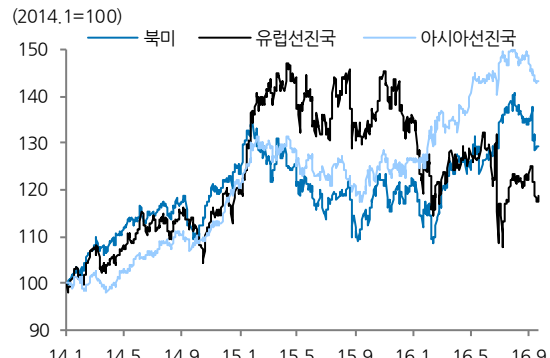
자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

S&P/케이스실러 20개 대도시 주택가격 지수



자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부

북미, 유럽선진국, 아시아선진국 REITs 지수



자료: Bloomberg, LIG투자증권 리서치본부



LIG Research

리서치본부장
지기호/기술적분석
02)6923-7330
khchi@ligstock.com

투자전략팀	Analyst	내선번호	E-Mail
이코노미스트(총괄)	김유겸	6923-7332	yukyum@ligstock.com
채권/크레딧	최운선	6923-7344	run4u@ligstock.com
투자전략	윤영교	6923-7352	skyhum00@ligstock.com
계량분석	염동찬	6923-7314	dongchan@ligstock.com
시황	김예은	6923-7349	yekim@ligstock.com
경제 RA	강가림	6923-7338	galim0224@ligstock.com

기업분석팀	Analyst	내선번호	E-Mail
스몰캡/통신서비스(총괄)	김인필	6923-7351	ipkim01@ligstock.com
철강/금속/인터넷/게임	김미송	6923-7336	misongkim@ligstock.com
유통/지주회사	김태현	6923-7312	thkim@ligstock.com
정유/화학	이지연	6923-7319	jylee@ligstock.com
자동차	신재영	6923-7341	jyshin@ligstock.com
조선/기계	최진명	6923-7337	insightjm@ligstock.com
건설/건자재	김기룡	6923-7321	kirykim@ligstock.com
휴대폰/전기전자	고의영	6923-7345	keuiy@ligstock.com
생활필수품	강수민	6923-7362	soomin913@ligstock.com
스몰캡 RA	최서희	6923-7324	soyichoi598@ligstock.com
자동차/건설 RA	류수재	6923-7313	rsj0897@ligstock.com

▶ Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.