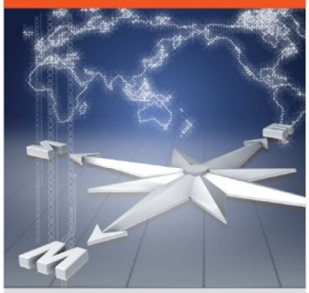
2016. 11. 15



염동찬's Quant Espresso

EBEST EDGE

Quant

염동찬

02. 3779-89188

dongchan@ebestsec.co.kr

어닝 시즌 리뷰: 사상 최대 연간 실적 전망

Investment Edge

3Q16 어닝시즌이 마무리 국면에 진입했다. 이번 자료에서는 3Q 어닝 시즌의 특징과 4Q전망, 그리고 투자전략에 대해 정리했다.

이번 어닝 시즌에서 기억할 점은 두 가지다.

먼저, 3Q16 어닝 시즌이 긍정적이었다는 점이다. 삼성전자의 실적 하향 조정이라는 이벤트로 전체 기업이익이 부진할 것이라는 인식과 달리, KOSPI 200 3분기 영업이익은 25% yoy 성장했다. 삼성전자를 제외한 KOSPI200 영업이익 추정치를 100%라 한다면, 실제 영업이익은 98.8% 수준이었다. 상반기에 비해 하반기 실적이 예상치 대비 부진한 계절성을 고려하면, 이는 분명 주목할만한 성과이다.

둘째, 4Q16 영업이익은 현재 추정치를 달성하기 불가능하지만, 보수적으로 접근해도 2016년 연간 영업이익은 사상 최고치를 달성할 것이라는 점이다. 4분기 실적은 연간 비용의 반영이나 충당금 설정 등의 이슈로 영업이익이 3분기 대비 둔화되는 것이 일반적이다. 현재 4분기 실적추정치는 3분기 대비 높게 형성되어 있는데, 이는 실현 가능성이 낮다.

과거 4분기 실적은 3분기 어닝 시즌 종료 시점 추정치 대비 20~35%정도 하향 조정되는 모습을 보여왔는데(2011년 이후 평균 27%), **올해 4분기 영업이익이 현재 추정치의 절반만 달성해도 2016년 영업이익은 사상 최대치를 달성할 수 있다.**

한국 기업이익은 2011년 이후 정체된 흐름을 보여왔고, KOSPI 역시 박스권 흐름을 지속했다. 올해 기업이익의 박스권 상향 돌파는, 분명 증시에 긍정적인 이슈이다. 대내외 정치적 이슈가 많지만, 국내 기업실적이 견조함을 간과하지 말아야 한다.

투자 전략 관점에서는 3Q 영업이익 및 순이익이 예상치 대비 30% 이상 높게 발표된 종목을 추천한다. 과거 성과를 살펴보면, 어닝 서프라이즈 종목은 어닝 시즌 종료 이후에도 다음 어닝 시즌까지 긍정적인 결과를 기록했다. 즉, 큰 폭의 어닝 서프라이즈를 기록한 종목의 경우 현재 시점에 진입해도 늦지 않았다는 의미이다.

관심종목: 하나금융지주, 동양생명, CJ오쇼핑, 종근당, 뉴트리바이오텍, 테스, 인터플렉스, 대현

3Q 어닝 시즌: 디테일이 중요하다

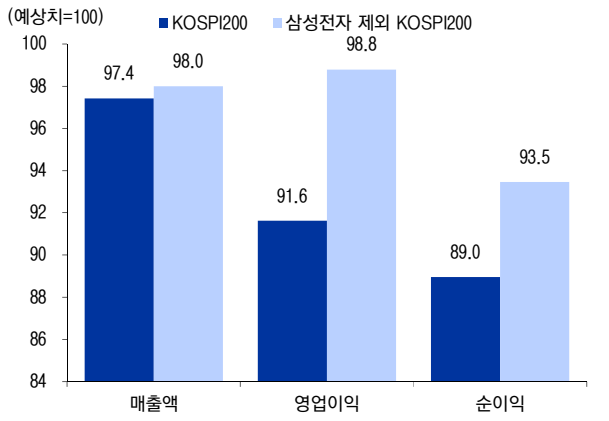
3Q16 어닝 시즌이 마무리 국면에 진입했다. 이번 자료에서는 3분기 어닝 시즌을 돌아보고, 어닝 시즌 이후의 시기에 맞는 투자전략을 정리하였다.

이번 어닝 시즌의 가장 큰 이벤트는 삼성전자의 갤럭시 노트7 사태였다. 삼성전자는 10월초 잠정 실적 발표에서 3분기 영업이익을 7.8조로 발표했지만, 이후 갤럭시 노트7의 단종을 반영하며 영업이익을 5.2조원으로 정정했다. 약 2.6원이 하향 조정된 것인데, 최근 3년간의 KOSPI200 기업의 분기 영업이익 평균이 27조원이라는 점을 생각하면 이는 무시할 수 없는 수치이다.

그럼에도 불구하고 이번 어닝 시즌이 나빴다고 말하기는 어렵다. 삼성전자를 제외하면 기업들의 실적이 대부분 예상치에 부합하는 수준을 발표했고, 삼성전자를 포함하더라도 기업 전체로 보면 25% 이상의 영업이익 증가율을 달성했기 때문이다(그림1,2 참조).

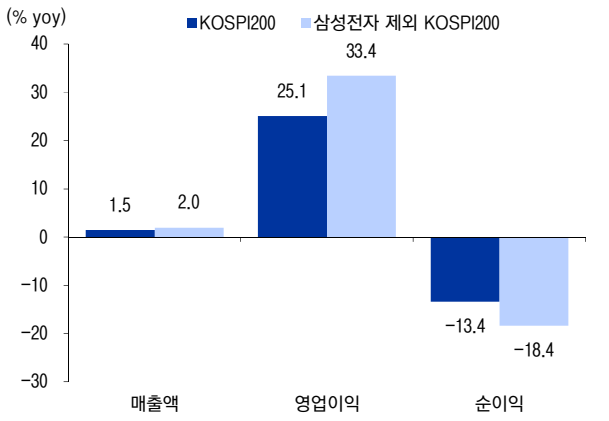
매출액 및 영업이익과 달리 순이익은 감소했지만, 이는 한국전력의 삼성동 부지매각 차익 8.5조원이 2015년 3분기에 영업외수익으로 잡혔기 때문이다. 순이익 감소는 구조적 문제가 아닌 2015년의 일회성 이익 때문이라고 해석해야 한다.

그림1 3 분기 KOSPI200 기업의 예상치 대비 실제 실적



주: KOSPI200 포함 기업 중 추정치가 존재하는 기업 기준
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 3 분기 KOSPI200 기업 이익 증가율(% yoy)

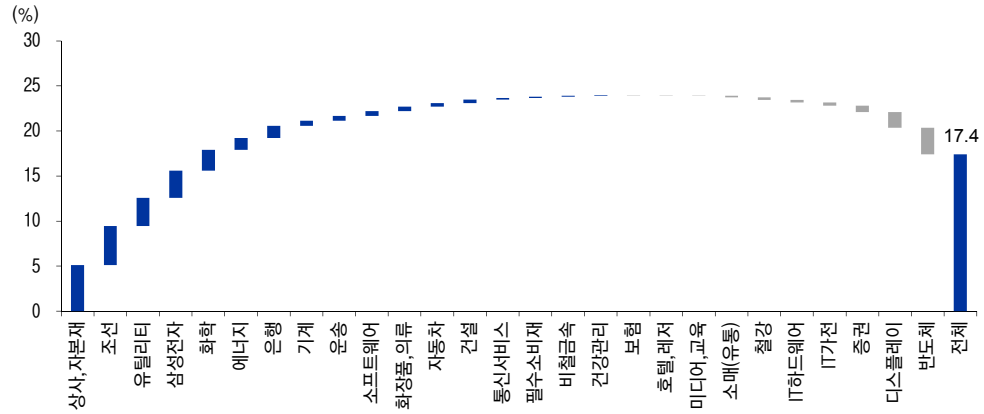


자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

이번 어닝 시즌이 긍정적일 수 있었던 것은 소재/산업재 업종의 선전덕분이다. 올해 3분기에는 소재/산업재 업종의 이익 증가율이 높을 것으로 기대되었는데, 해당 업종의 대형주 대부분이이 눈높이에 맞는 실적을 발표했기 때문이다.

상반기의 경우에는 삼성전자가 소재/산업재 업종과 함께 높은 기여도를 기록한 것은 사실이다. 상반기 한국 기업 영업이익 증가율은 17.4%였는데, 자본재, 조선, 유틸리티와 삼성전자가 15.6%를 설명한다. 특히 삼성전자의 경우 한 개의 개별 기업이 3.0%를 설명했다는 점에서 상반기 한국 기업실적을 논하는데 빠져서는 안 될 요소이다(다음페이지 그림3 참조).

그림3 상반기 한국 영업이익 증가율 업종별 Break-down

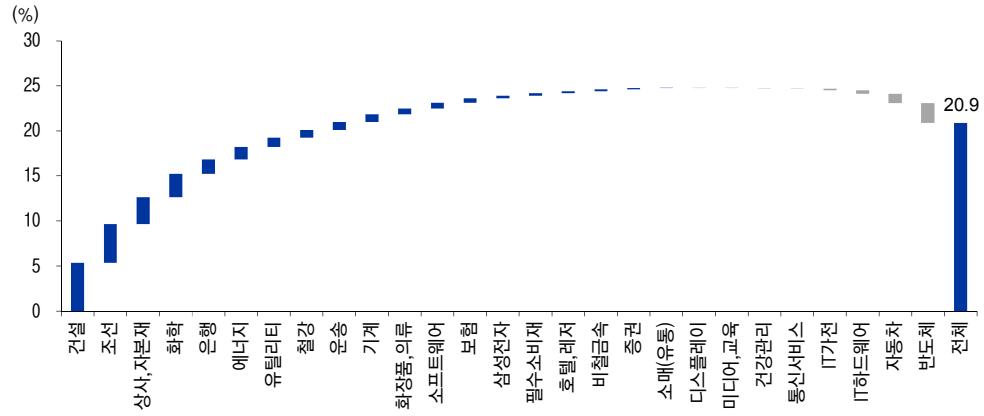


주: 추정치가 3개이상 존재하는 KOSPI 및 KOSDAQ 전종목 기준, 반도체 업종은 삼성전자를 제외하고 계산
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

하지만 3분기의 경우에는 20.9%수준의 영업이익 증가율이 기대되었는데, 상반기와 달리 삼성전자의 설명력은 크지 않다. 오히려 건설이나 조선, 자본재 기업들 같은 산업재 업종의 이익증가가 더 설명력이 높다.

이는 지난해 3분기에 현대중공업, 삼성엔지니어링 등이 대규모 영업적자를 기록했는데, 올해 흑자전환에 성공했기 때문이다. 즉, 상반기와 다르게 3분기 실적 증가는 소재/산업재 및 은행 업종의 기여도가 높을 것으로 추정되었으며, 이에 해당하는 대부분의 기업이 기대치에 부합하는 실적을 냈다는 의미이다.

그림4 3분기 한국 영업이익 증가율 추정치 업종별 Break-down

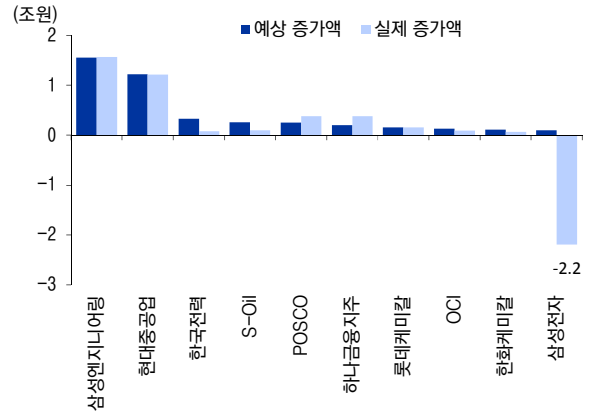


주: 추정치가 3개이상 존재하는 KOSPI 및 KOSDAQ 전종목 기준, 반도체 업종은 삼성전자를 제외하고 계산
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

염동찬 투자전략팀 2016/11/14 15:58:26 PC-757

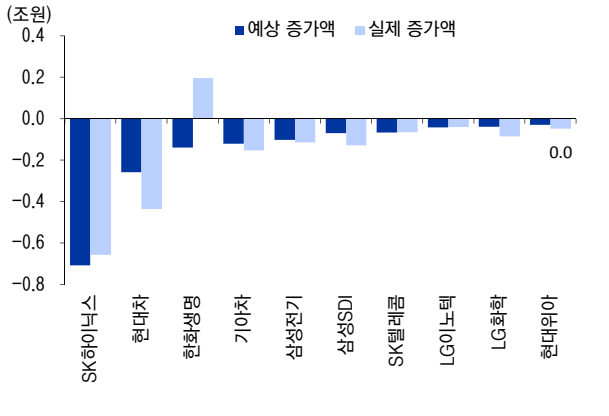
종목별로 살펴보면 더욱 명확하다. 금액 기준으로 3분기 영업이익 증가 상위 10개 기업은 대부분 예상치 수준을 달성했고, POSCO나 하나금융지주 같은 기업들은 예상치를 상회하는 실적을 발표했다. 실적이 감소할 것으로 전망되던 기업들 역시 예상보다 크게 나빠지지 않았으며, SK하이닉스나 한화생명의 경우에는 오히려 예상보다 실적이 긍정적으로 발표되었다(그림5,6 참조).

그림5 3분기 실적 개선 전망 상위 10개 기업의 성과



주: 전년 동기 대비 영업이익 증가 금액 기준
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 3분기 실적 개선 전망 하위 10개 기업의 성과



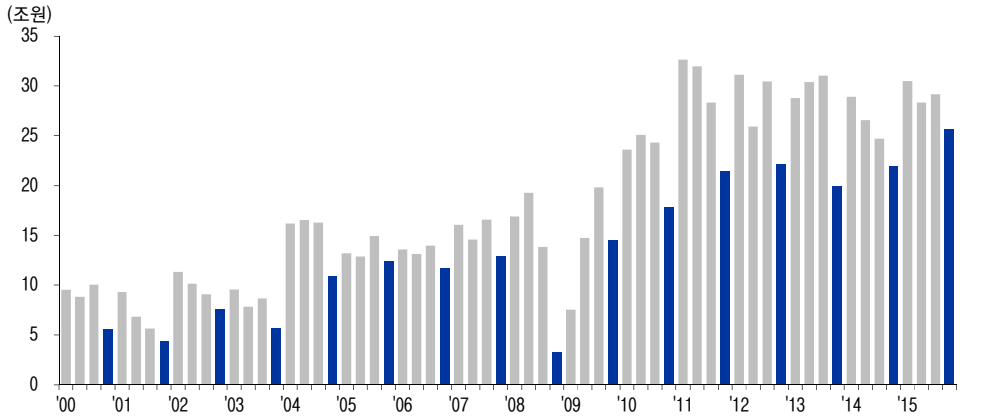
주: 전년 동기 대비 영업이익 감소 금액 기준
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

4Q 실적 부진 반영해도 사상 최대 연간 영업이익

4분기 어닝 시즌은 계절적으로 항상 부진하다. 4분기에는 충당금 설정이나 1년간 사용한 비용의 반영 등의 회계 처리가 있는데, KOSPI 및 KOSDAQ 상장기업의 98%가 12월 결산법인이기 때문이다.

한국 분기 실적 발표가 시작된 것은 2001년부터인데, 역사상 4분기 실적이 3분기 실적보다 좋았던 적은 단 한번도 없었다. 이번에도 계절성을 이겨내고 긍정적인 4분기 어닝 시즌을 기록하기는 어려울 것이다(그림7 참조).

그림7 KOSPI200 분기 영업이익 History



주: 연말 기준 KOSPI200 구성 종목의 분기 영업이익 합산, 푸른색으로 표시된 항목이 4분기 영업이익
자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

염동찬 투자전략팀 2016/11/14 15:58:26 PC-757

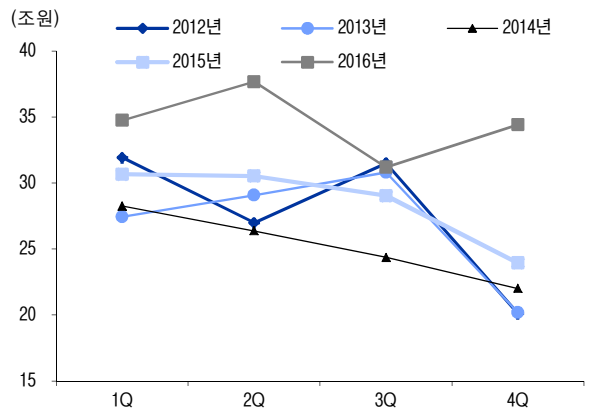
최근 4년간의 실적과 2016년도 실적을 비교하면 두 가지 특징을 가진다.

첫 번째는 올해 실적이 과거 4년과 레벨이 다르다는 점이다. 상반기 영업이익은 과거 4년에 비해 높은 레벨을 기록했다. 3분기에도 삼성전자의 부진을 반영해도, 영업이익이 과거 4년 대비 낮다고 말하기 어렵다(그림8 참조).

두 번째는 4분기 영업이익 추정치가 너무 높다는 점이다. 금액 측면에서 4분기 영업이익 추정치는 3분기 영업이익보다 높게 형성되어 있다. 앞서 언급한 계절성을 고려할 때, 현재 수준의 영업이익 추정치는 달성 가능성이 낮다.

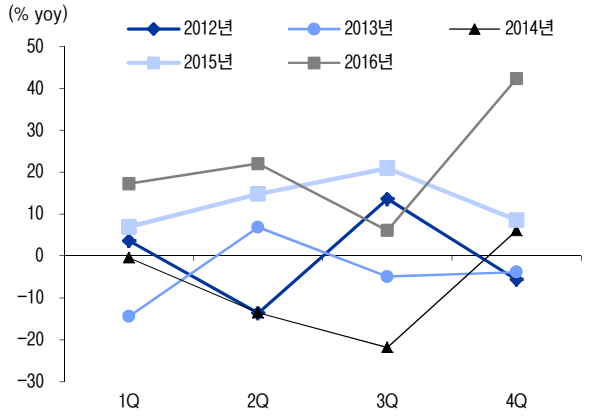
물론 예상하지 못했던 삼성전자의 3분기 실적 부진이 4분기에는 회복될 가능성은 존재한다. 하지만 이를 고려한다고 하더라도, 전년 동기 대비 42%의 영업이익 성장률은 액면 그대로 받아들이기 어렵다(그림9 참조).

그림8 최근 5년간 KOSPI200 분기 영업이익 흐름



주: 3Q16은 잠정치, 4Q16은 추정치, 나머지는 실제치
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 최근 5년간 KOSPI200 분기 영업이익 증가율



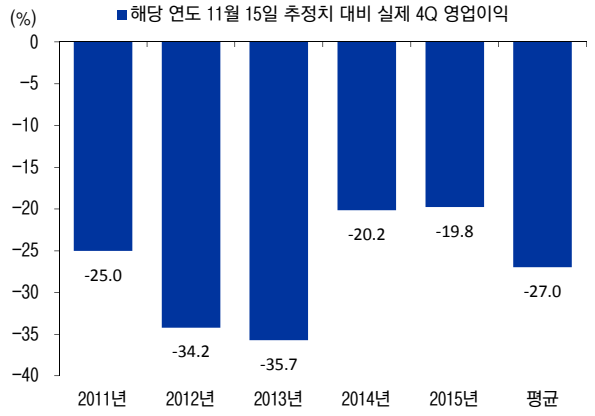
주: 3Q16은 잠정치, 4Q16은 추정치, 나머지는 실제치 기준
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

염동찬 투자전략팀 2016/11/14 15:58:26 PC-757

과거 4분기 영업이익이 어느 정도 하향 조정되었는지 정리해 보았다. 3분기 어닝 시즌 종료 이후의 당해 연도 4분기 영업이익 추정치와 실제 영업이익을 비교해보면, 실제 영업이익은 전망치 대비 20~35% 낮게 발표되었다(그림10 참조).

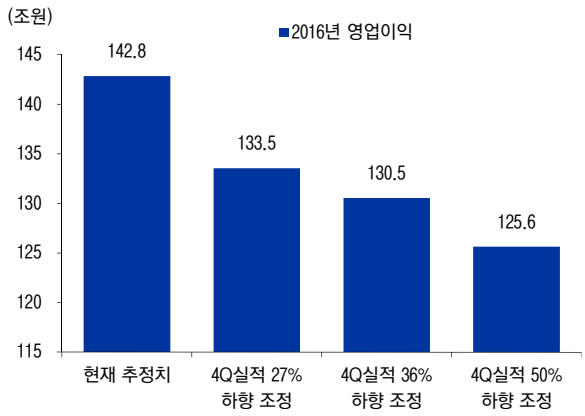
올해 4분기 영업이익이 과거 5개년도 평균(-27%)과 가장 낮은 2013년(-36%) 수준으로 낮게 나온다고 하더라도 2016년 KOSPI200 영업이익은 130조원이 기대된다. 한국 역사상 KOSPI200 영업이익이 120조원을 넘은 적은 단 한번도 없었으며, 올해는 사상 최대의 영업이익을 기록할 수 있을 것으로 기대한다. 심지어 4분기 영업이익이 현재 추정치의 절반만 나와도, 사상 최대 영업이익 달성에는 무리가 없다(그림11 참조).

그림10 과거 4 분기 KOSPI200 영업이익 추정치 하향폭



자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

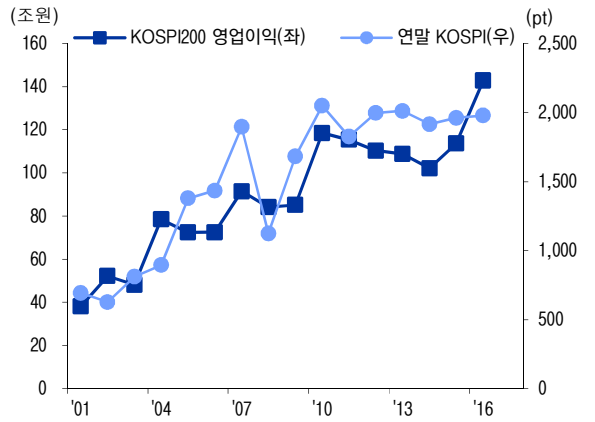
그림11 시나리오별 2016 년 KOSPI200 영업이익



자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

앙드레 코스톨라니의 '개와 주인' 이론처럼, 한국 기업이익과 KOSPI는 대체로 유사한 궤적을 그려왔다. KOSPI는 2011년 이후 박스권에 갇혀있었는데, 이는 한국 전체 기업 실적 부진과 무관하지 않다. 최근의 대내외 정치적 이슈가 존재하지만, 한국 기업이익은 사상 최대 수준이 기대될 정도로 견조함을 간과해서는 안된다(그림12,13 참조).

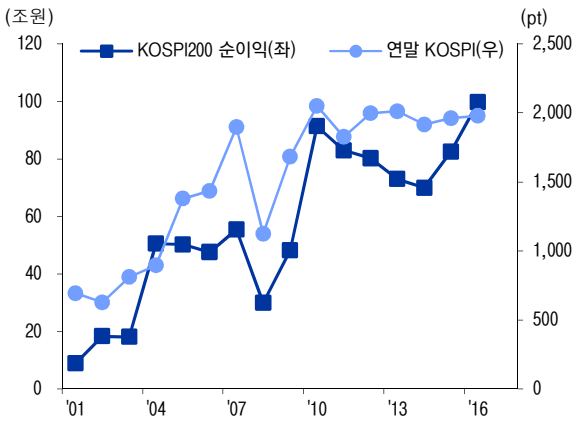
그림12 KOSPI200 연간 영업이익과 KOSPI



주: 2016년은 추정치 사용

자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 KOSPI200 연간 순이익과 KOSPI



주: 2016년은 추정치 사용

자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

염동찬 투자전략팀 2016/11/14 15:58:26 PC-757

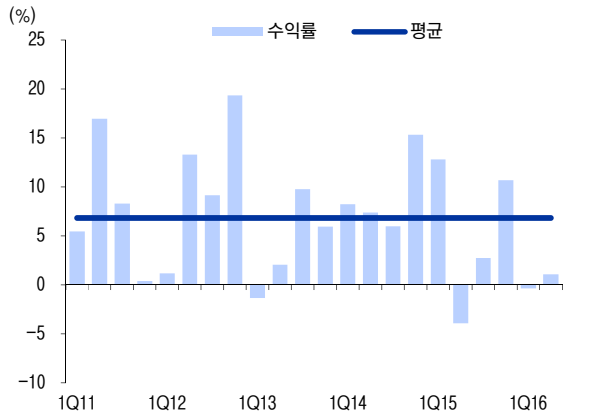
어닝 서프라이즈 종목, 지금 사도 늦지 않다

어닝 서프라이즈 종목을 어닝 시즌 종료 이후 매수하는 것은 한발 늦은 투자라고 생각하기 쉽지만, 과거 성과를 보면 그렇지 않다. 영업이익과 순이익이 예상치 대비 30% 이상 높게 발표된 종목의 경우에는 어닝 시즌 종료 이후에도 절대수익 관점에서 나쁘지 않은 성과를 기록해왔기 때문이다.

또한 어닝 서프라이즈 종목은 상반기보다 하반기에 더 높은 성과를 보였다. 이는 한국 기업실적이 상반기보다 하반기에 부진한 계절성이 존재하기 때문이라고 판단한다. 전반적인 성과가 부진한 하반기에 어닝 서프라이즈를 기록한 종목은 더 눈에 띌 수 밖에 없으며, 주가 역시 강세를 보일 가능성이 높기 때문이다.

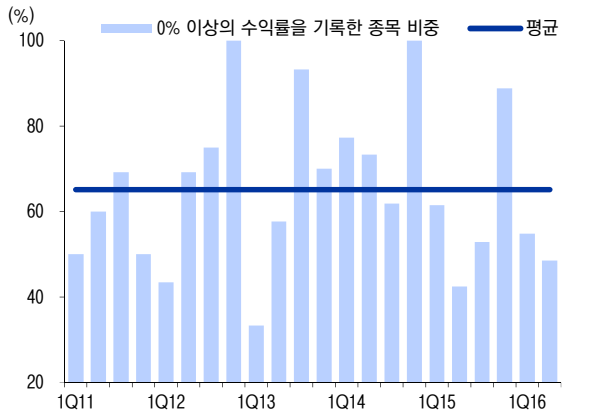
추가적으로, 영업이익과 순이익이 2개 분기 이상 연속적으로 예상치보다 30% 이상 잘 나온 기업들은 그 수가 많지 않다. 허들을 30%에서 10% 정도로 낮추면 2개 분기 연속으로 예상치 대비 실제 실적이 잘 나온 기업의 수는 늘어나지만, 이를 만족하는 기업들의 성과가 좋았다고 말하기는 어렵다. 즉, 분기 성과로만 본다면, 낮은 폭일지라도 꾸준하게 실적이 잘 나온 기업보다는 1개 분기 실적이 높은 수준을 기록한 종목이 더 좋았다는 의미이다.

그림14 어닝서프라이즈 종목의 어닝 시즌 이후의 수익률



주: 어닝 시즌 종료 이후 다음 어닝 시즌 개막까지 2개월간의 수익률 기준
자료: QuantiWise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 절대수익률 기준으로 상승한 종목의 비중



주: 어닝 시즌 종료 이후 다음 어닝 시즌 개막까지 2개월간의 수익률 기준
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

염동찬 투자전략팀 2016/11/14 15:58:27 PC-757

이번 어닝 시즌에 영업이익과 순이익이 30% 이상 높게 나온 기업을 관심종목으로 제시한다. 해당 기업들은 어닝 시즌 종료 이후에도 긍정적인 성과가 이어질 것으로 기대하며, 최근 시장의 상황을 고려했을 때 대형주가 중소형주에 비해 더욱 긍정일 것으로 판단한다(표1 참조).

표1 관심종목 포트폴리오

코드	종목	시가총액 (억원)	영업이익(억원, %)			순이익(억원, %)			12M Fwd P/E(x)	12M Fwd P/B(x)	12M Fwd ROE(%)
			예상	실제	예상/실제	예상	실제	예상/실제			
A086790	하나금융지주	101,677.1	4,410.2	6,185.5	140.3	3,389.7	4,500.6	132.8	7.26	0.42	5.89
A082640	동양생명	13,392.8	451.8	599.6	132.7	480.0	680.9	141.9	6.68	0.49	8.09
A035760	CJ오쇼핑	9,882.7	279.4	484.7	173.5	193.5	264.7	136.8	9.90	1.16	12.71
A185750	종근당	9,832.5	152.6	222.4	145.7	108.5	149.1	137.4	21.77	2.57	12.43
A222040	뉴트리바이오텍	7,312.6	49.3	64.7	131.1	33.0	45.0	136.5	26.50	6.81	29.01
A095610	테스	3,855.8	60.5	91.4	151.0	35.0	86.2	246.2	10.19	2.36	24.21
A051370	인터플렉스	2,375.2	51.2	67.7	132.1	41.5	63.1	152.0	5.90	1.00	12.94
A016090	대현	1,763.8	4.0	7.1	177.5	2.0	6.9	347.0	9.47	0.97	11.41

자료: QuantiWise, 이베스트투자증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 염동찬)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

염동찬 투자전략팀 2016/11/14 15:58:27 PC-757