



삼성전자 디레이팅, 향후 변화는

1. 삼성전자의 어닝쇼크, 컨센서스 조정의 가속화

- 삼성전자 1Q 영업이익 컨센서스 11.6조원은 발표 후 전망치 평균 9.6조원 수준으로 하향조정(-17.2%) 예상. 확정실적 발표 후 리뷰가 반영되는 2월초에도 추가적인 조정이 진행될 것
- 증시전체 이익 증감률도 감소추세 가속화 예상. FY18 연간, '19.1Q 영업이익 y-y는 +7.8%→+6.6%, -8.1%→-12.6% 수준으로 감소 전망

2. 조정의 선반영, 전환 가능성은 존재

- 애플, 마이크론의 FY19 연간 EPS는 1개월전 대비 -9.3%, -19.6% 하락. 반도체 사업부의 높은 이익 기여도(80.6%)로 메모리 업황회복 외에 기대할 만한 트리거가 부재한 점도 부정적
- 실적발표 전 분기 컨센서스가 -10% 이상 하향조정된 분기의 차기분기 전망치 상회율이 +5.6%를 기록한 점은 긍정적. 글로벌 Peer 대비 조정을 선반영해 온 점도 반등 여건으로 작용

3. 반도체 이외 업종의 확산에 주목

- 반도체/장비의 FY18-19 이익비중 감소(45.2%→35.8%)로 이외 업종의 이익비중이 증가하는 확산효과는 기대요인. 전기, 기계, 통신서비스, 조선, 자동차 등이 해당
- 반도체/장비의 시총비중이 23.9%까지 낮아진 점도 BM 추종자금 유입과 액티브의 재량적 운용 증가 측면에서 긍정적인 요소
- 이익수정비율, 최근 전망치의 이익증감률 모두 양호한 종목: 한국전력, 농심, 대한항공, LF, SK네트웍스 등



주식시장 투자전략

1. 삼성전자의 어닝쇼크, 컨센서스 조정의 가속화

미중 무역분쟁 완화 기대감은 긍정적인 재료이나, 삼성전자의 어닝쇼크로 시작하는 증시 이익모멘텀 훼손은 고민이 필요해 보인다. 3Q 리뷰대비 -18.3%의 컨센서스 선반영에도, 삼성전자의 4Q 영업이익은 -18.6% 하회한 실망스러운 수준을 기록했다.(10.8조)

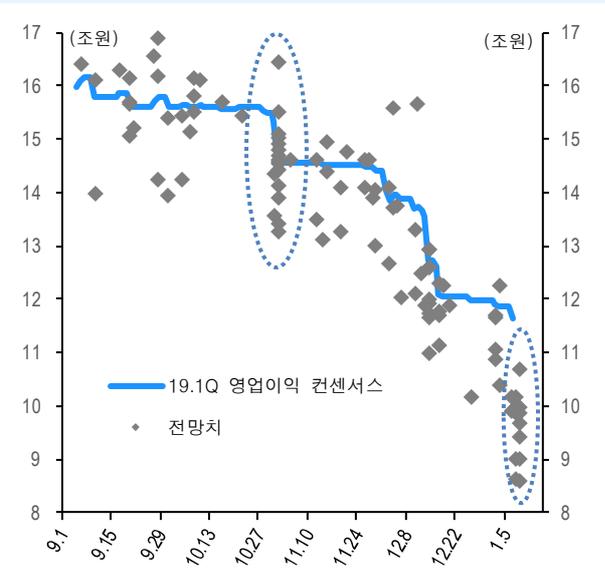
발표 후 업데이트된 1Q 전망치 평균은 9.6조원으로, 8.6조~10.7조원의 Range를 형성하고 있다. 현재 1Q 컨센서스(11.6조원) 대비 -17.2% 하회하는 수준으로, 컨센서스 하향조정은 가속화될 것이다.

컨센서스의 추가적인 레벨다운 가능성은 높는데, 확정실적 발표(올해 1/31) 이후 업데이트가 본격적으로 진행되는 경향을 보여왔기 때문이다. 컨센서스 반영시차를 감안하면, 디레이팅된 수준의 확인시점은 2월초로 예상된다.

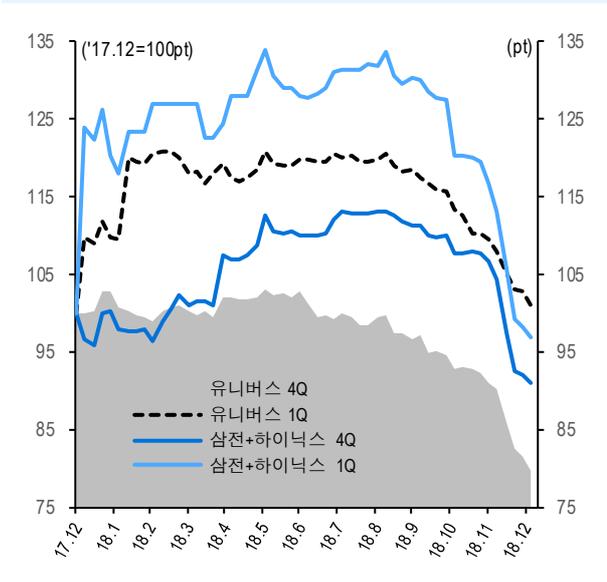
증시전체 이익도 감소추세가 가속화될 전망이다. 삼성전자의 이익 비중이 높은 데다가 (28.4%), IT H/W 이외 업종의 프리뷰 업데이트는 전주부터 시작되어 시차가 존재하기 때문이다.

현재 유니버스 기준 '18.4Q와 '19.1Q 영업이익의 y-y 증감률은 -9.6%, -8.1%를 기록하고 있다. 삼성전자 실적발표 후의 톤다운을 감안하면, 1Q y-y는 -12.6%까지 낮아지게 된다. 18년 이익증감률도 +7.8%에서 +6.6%까지 감소할 것으로 예상된다.

[차트1] 삼성전자 1Q 영업이익 컨센서스 11.6조원은 발표 후 전망치 평균 9.6조원 수준으로 조정 예상. 확정실적이 반영되는 2월초에도 하향조정이 진행될 것



[차트2] 삼성전자의 높은 이익비중과 반도체 이외 업종의 프리뷰 업데이트로 증시 이익추이도 감소할 전망



주: 당사 유니버스 200 종목 기준



주식시장 투자전략

2. 조정의 선반영, 전환 가능성은 존재

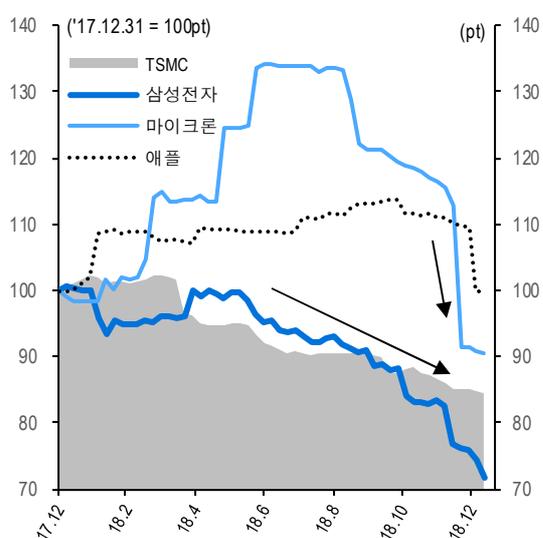
삼성전자 실적에 대한 고민을 배가시키는 것은 최근 글로벌 IT H/W의 컨센서스 하향조정이 빠른 속도로 진행되고 있는 점이다. 애플, 마이크론의 FY19 연간 EPS는 1개월전 대비 -9.3%, -19.6% 하락했다. 미중 이슈반영을 떠나, 메모리, 핸드셋의 이익 모멘텀 부진 속에서 삼성전자만 차별화된 흐름을 보여주기 어려워 보인다.

실적발표 전 컨센서스 하향조정 폭이 가장 컸던(-41.1%) 14년 3Q에서의 회복도 IM 사업부의 이익감소를 메모리 약진이 상쇄하며 전개될 수 있었다. 반도체 사업부 이익비중이 80.6%인 현재는 메모리 업황 외에 다른 트리거는 보이지 않는다. 13년 2Q부터 6개 분기 연속 컨센서스 하향조정이 지속된 부진의 재현 가능성도 배제할 수 없다.

반면, 미 IT 기업의 전망치 하향조정은 최근 2개월간 전개된 반면에, 삼성전자의 조정은 7개월간 선반영해 온 점에서 반등 여건은 충분한 점은 긍정적으로 생각되는 부분이다.

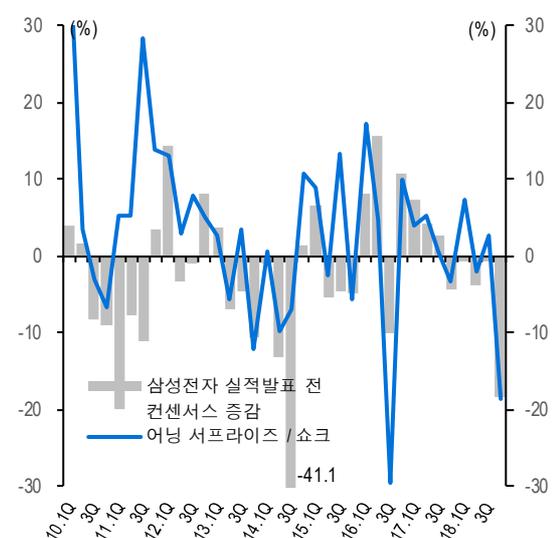
실적발표 전 분기 컨센서스가 -10% 이상 하향조정된 6개 분기 중, 차기 분기(FQ1)의 실적은 5회나 컨센서스를 상회하였고, 상회율 평균도 +5.6%를 기록한 점도 감안할 필요가 있다. 가이드스 제시로 실적발표 전에 주가가 선반영되었고, 보수적인 추정이 차기 분기의 전망치 달성률을 높였기 때문으로 해석된다.

[차트3] 글로벌 IT H/W의 컨센서스 하향조정에서 삼성전자가 차별화된 흐름을 보이기는 어려운 상황. 다만, 조정의 선반영 측면에서 반등을 기대할 수 있는 여건은 형성



주: 2019년 EPS 컨센서스 추이. USD 기준

[차트4] 실적발표 전 분기 컨센서스가 -10% 이상 하향조정된 분기의 차기분기 전망치 상회율은 +5.6%를 기록. 보수적인 추정이 반영될 1Q도 가능성을 배제할 수 없는 상황



주: 분기 컨센서스 조정은 직전분기 리뷰 대비 기준



주식시장 투자전략

3. 반도체 이외 업종의 확산에 주목

반도체/장비를 중심으로 이익 트렌드의 하향조정이 진행될 것이고, 증시 이익의 감소도 불가피하다. 반도체/장비의 이익비중이 45.2%에서 35.8%까지 감소(FY18-19 기준)하는 반면, 이외 업종의 이익비중이 증가하는 점은 감지할 필요가 있다.

전기, 기계, 통신서비스, 조선, 자동차 등의 증가가 대표적인데, 이익비중에 상응하는 weight 조절을 감안한다면, 업종의 확산 효과는 기대 요인으로 생각된다. 반도체/장비의 시총비중이 2년 평균 27.2%에서 23.9%까지 낮아진 점도 이외 업종에 대한 BM 추종자금 유입과 액티브의 재량적 운용 증가도 기대할 만한 부분이다.

4Q 전망치 달성률이 낮았던 학습효과로 시장의 관심은 FY19와 1분기로 향하고 있다. 11월 전망치 업데이트는 대폭 증가한 반면, 12월 업데이트는 IT H/W를 제외하고 희소한 수준을 보이고 있다. 현재는 과거 대비 리비전보다는 최근 전망치의 이익증감률 인식과 이익수정비율과 같은 모멘텀 지표의 확인이 적합한 것으로 생각된다.

FY19 기준 양호한 이익수정비율과 증감률을 함께 갖춘 종목은 한국전력, 농심, 대한항공, LF, SK네트웍스 등이 스크린되지만, 업데이트가 희소해 추이를 지켜볼 필요가 있다. 오히려, IT H/W와 정유, 화학의 하향조정이 돋보이는 점이 아쉬운 대목이다.

[표1] 반도체/장비의 이익모멘텀 둔화로 지수 내 이익비중은 감소할 전망. 이외 업종의 비중증가, 확산에 주목할 필요

업종	시총비중	이익비중 변화		
		2018	2019	증감
반도체/장비	23.87	45.20	35.77	-9.43
전기	2.05	-0.05	2.07	2.12
자동차	3.42	2.09	3.35	1.26
자동차부품	2.92	1.97	2.41	0.44
조선	1.46	-0.30	0.11	0.40
전자/부품	1.78	2.37	2.77	0.40
정유	2.28	1.96	2.31	0.34
소매/유통	2.39	1.80	2.10	0.30
기계	1.28	1.60	1.89	0.30
통신서비스	3.31	1.87	2.11	0.24

주: 적자 기업 비중은 음수로 표기. 유안타 유니버스 기준

[차트5] 이익수정비율과 증감률 모두 양호한 종목은 희소한 가운데, IT H/W, 정유/화학의 감익이 아쉬운 상황

