



믿었던 그 X(배)가 아니었다

1. 더욱 가파르게 하향 조정중인 이익전망치

- 삼성전자의 4분기 영업이익의 잠정치는 10.8조원
- 12월 초 전망치(16.2조원)는 물론 연말 전망치(13.6조원)도 크게 하회
- 삼성전자 잠정치가 반영된 증시 전체 4분기 영업이익 증감률은 -10.6%
- 4분기 계절적 요인을 고려하면, 더 낮아질 가능성도 열어둬야 할 것
- 19년 전망치는 최근 6주동안 -10.9%(22.2조원) 하향 조정

2. 나빠지니 올라갈 곳이 보인다

- 4Q 실적이 전망치를 하회할 경우 19년 전망치는 추가 하향 조정 불가피
- 분기 이익증감률은 2분기를 전후로 마이너스권에서 반등할 전망
- 현재 마이너스권인 12M FWD EPS 증감률은 조금 더 빠른 반등을 기대
- 시간이 흐름에 따라 기계적인 반등을 기대할 수 있다는 점에 주목

3. 반갑지만은 않은 PER Re-rating

- 18년 초 전망치 기준 MSCI Korea Index의 예상 12M FWD PER은 8.8배
- Trail 이익으로 역산한 18년 초 실제 12M FWD PER은 10.0배로 높아짐
- 한편, 16~17년 삼성전자와 SK하이닉스의 실제 PER은 예상 PER보다 낮았음
- 최근 계산된 18년 초 이들의 실제 PER은 예상 PER보다 높음
- 주가 상승이 아닌 어닝쇼크(실제PER)와 전망치 하향조정(예상PER)에 의해 Re-rating이 진행중인 상황



주식시장 투자전략

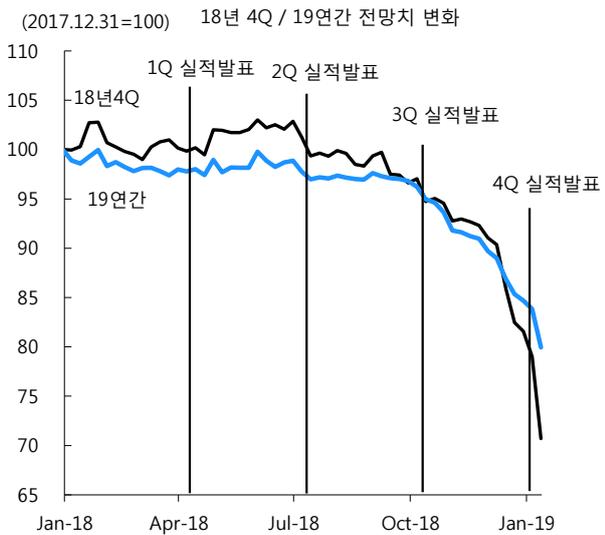
1. 더욱 가파르게 하향 조정 중인 이익전망치

12월 초 16조원을 상회했던 삼성전자의 4분기 영업이익 전망치는 연말 13.4조원 수준으로 하향 조정됐다. 그리고 지난 8일 발표된 잠정치는 10.8조원이었다. 6주만에 5조원이 증발했다. 6조원 수준으로 예상되던 SK하이닉스의 4분기 전망치도 현재 5.2조원 수준으로 낮아진 상태다(1개월 컨센서스 (E1) 기준).

12월 초 +14.1%로 예상됐던 4분기 영업이익 증감률은 연말 +3.4%로 낮아졌고, 삼성전자의 어닝쇼크가 반영된 현재 수치는 -10.6%다. 이마저도 삼성전자를 제외한 나머지 종목의 4분기 실적이 현재 전망치를 만족한다는 가정하에 나온 수치로, 이들의 실적이 지난 3년 평균 4분기 전망치 달성률인 83.7% 수준에서 발표된다고 가정하면, 현실적인 4분기 증감률 전망치는 -14.8%가 된다.

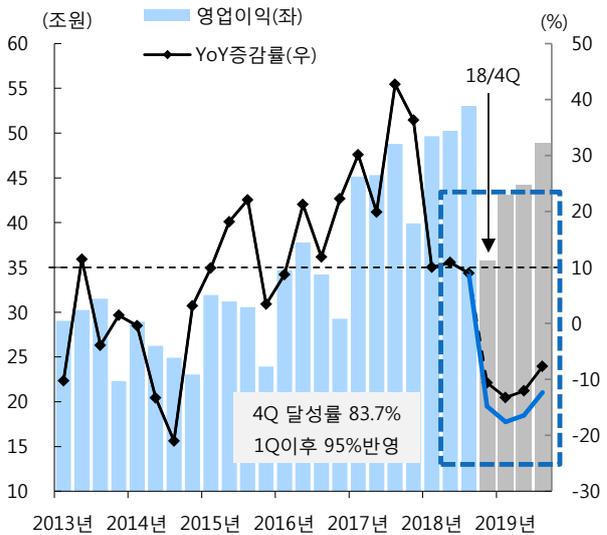
한편, 19년 영업이익 전망치는 최근 6주동안 -10.9% 하향 조정됐다. 금액기준으로는 22.2조원에 달하는 수치다. 같은 기간, 삼성전자의 전망치가 59.8조원에서 44.4조원으로 하향 조정됐고, SK하이닉스는 18.9조원에서 15.1조원으로 낮아졌다.

[차트1] 4분기 실적발표 시작, 삼성전자 어닝쇼크 발표되며 이익전망치 하향 조정 가속화



주: 유니버스 200 종목 기준 자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 최근 전망치 하향 조정추세를 고려하면, 이익사이클은 2Q 전후로 마이너스권에서 반등 전망



주: 유니버스 200 종목 기준 자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터



주식시장 투자전략

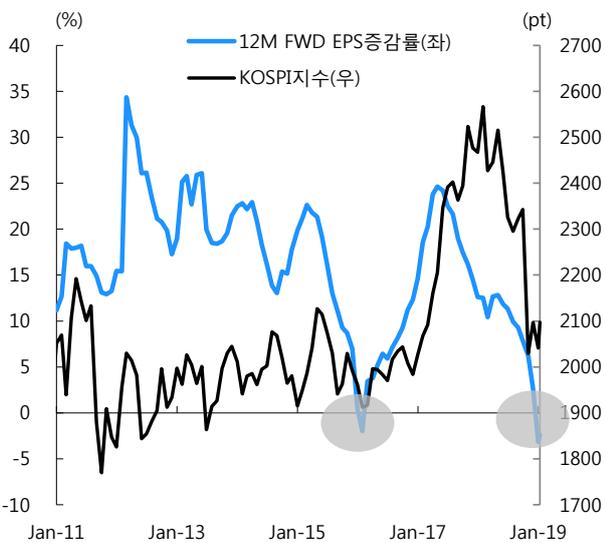
2. 나빠지니 올라갈 곳이 보인다

최근의 하향 조정 속도를 고려하면 19년 전망치는 당분간 추가 하향 조정될 것으로 판단된다. 여기에, 4분기 실적이 전망치를 하회할 경우 그 가능성은 더 높아진다. 보수적으로 5% 정도의 추가 하향 조정을 껴는다고 가정할 경우, 1분기 증감률은 -17.6%, 2분기 증감률은 -16.5%로 낮아지게 된다. 여기에 실제치가 전망치를 하회할 가능성을 고려하면, 분기 이익증감률은 2분기를 전후로 마이너스권에서 반등할 것으로 보인다.

분기 이익증감률보다 조금 더 빠른 반등을 기대할 수 있는 것은 12M FWD EPS증감률이다. MSCI Index 기준 국내증시 12M FWD EPS증감률은 16년 이후 처음으로 마이너스를 기록중인데, 이는 상당히 이례적이다. 그만큼 국내증시 미래 이익에 대한 전망이 어둡다는 뜻으로 받아들일 수도 있지만, 시간이 흐름에 따라 기계적인 반등을 기대할 수 있다는 점에도 주목할 필요가 있다.

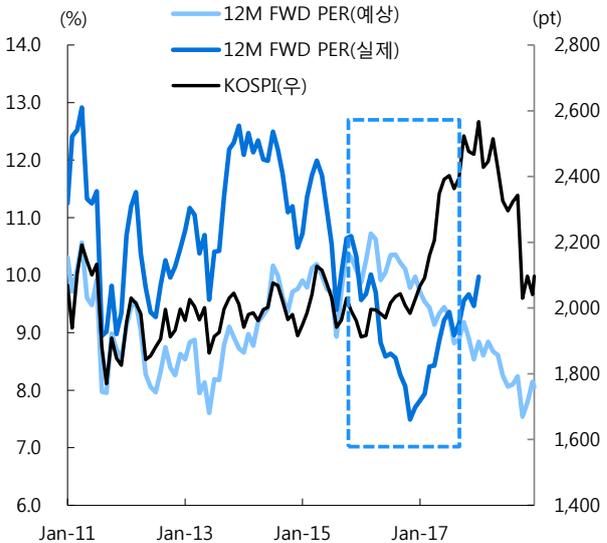
12M FWD EPS 증감률은 19년 전망치의 하향 조정이 둔화되는 시점을 전후로 저점이 확인될 것으로 보인다. 실제 이익의 뚜렷한 증가가 확인됐던 16년의 상황을 기대할 수는 없겠지만, 적어도 하나의 악재는 사라지게 되는 것이다.

[차트3] 12M FWD EPS 증감률, 마이너스 전환
1분기 중 저점을 확인하게 될 것



주: MSCI Index 기준 자료: IBES, Datastream, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 8.8배라고 예상됐던 18년 1월의 12M FWD PER,
실제로는 10배가 넘었다



주: MSCI Index 기준 자료: IBES, Datastream, 유안타증권 리서치센터



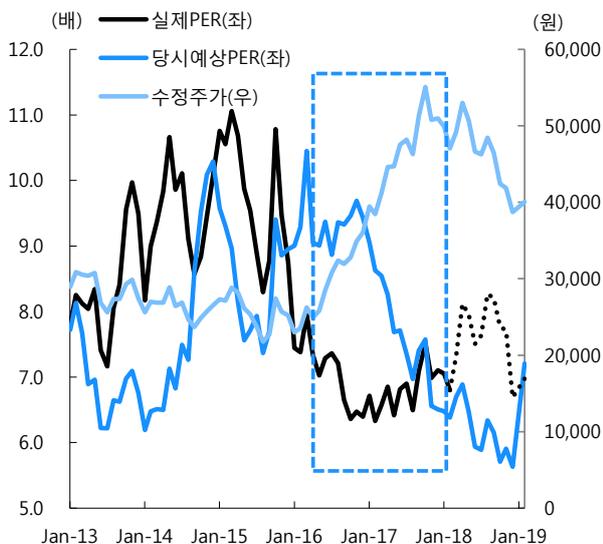
3. 반갑지만은 않은 PER Re-rating

12M FWD PER은 향후 12개월간의 이익전망치(EPS전망치)와 현재의 시총(주가)으로 계산된다. 즉, 이익전망치의 달성여부에 따라 실제 PER은 달라지게 된다는 뜻이다. 예를 들면 18년 초 국내증시의 12M FWD PER은 8.8배였는데, 1년이 지난 지금 다시 계산해보니 실제 PER은 10.0배였다. 8.8배라고 생각했던 증시가 사실은 10배였던 것으로, 10배였어야 할 증시가 과대평가된 전망치에 따라 8.8배에 거래된 것이다.

반대로 어닝서프라이즈가 발생할 경우 실제PER은 예상PER보다 낮아지게 된다. 삼성전자, SK하이닉스의 경우 16년~17년 2년동안 실제 PER이 예상 PER보다 크게 낮았고, 그 갭이 축소되는 과정에서 주가는 큰 폭으로 상승한 바 있다. 그리고 주가 상승폭을 뛰어넘는 전망치 상향 조정이 동반되며 예상 PER은 오히려 낮아지는 모습을 보였다.

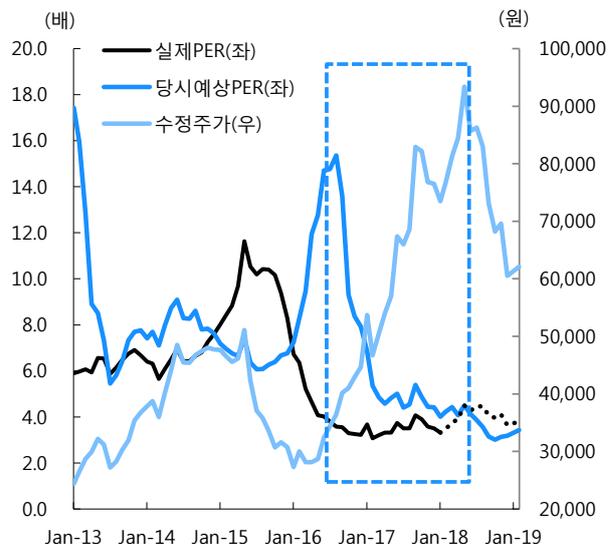
하지만 최근 계산된 18년 초의 실제 PER은 예상 PER보다 높아졌다. 싸다고 생각했던 두 종목의 Valuation이 실제로는 그렇지 않았다는 뜻이다. 기다렸던 Re-rating이지만, 주가 상승이 아닌 어닝쇼크(실제PER의 상승)와 전망치 하향조정(예상PER의 상승)에 의해 나타났다는 점에서, 반갑게 느껴지지는 않는다.

**[차트5] 삼성전자의 PER, 실제 PER 이 예상 PER 을 상회
최근 하향 조정을 겪으며 Valuation 현실화**



주: 분기 데이터로 예상치, 실제치 계산 자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

**[차트6] SK 하이닉스는 역시 실제 PER 이 예상 PER 을 상회,
주가는 예상 PER 이 낮아지는 과정에서 급등 경험**



주: 분기 데이터로 예상치, 실제치 계산 자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터