



성장주, 이익보다는 매출을 중심으로

1. 2019년 부진한 이익, 그리고 전망치의 하향 조정

- 4분기 실적은 어닝쇼크. 전망치 달성률은 70%를 하회
- 4분기 실적발표를 전후로 19년 상반기 전망치의 하향 조정 진행 중
- 연초 이후 삼성전자+SK하이닉스 -40.5% 하향 조정되며 하향 조정 주도
- 4분기 YoY 증감률은 -26.9%, 1분기, 2분기 증감률도 이와 비슷할 전망

2. 매출에 대한 관심이 높아질 수 있는 환경

- 유니버스 200종목의 18년 영업이익 증감률은 +2.3%, 19년은 -12.1% 예상
- 순이익 증감률은 이미 18년에 마이너스 전환됐고, 19년에도 마이너스 예상
- 이익 부진 속 전망치에 대한 신뢰도 하락으로 이익에 대한 관심 낮아짐
- 상대적으로 수치의 왜곡이 덜한 매출에 대한 관심을 높이는 계기가 될 것
- 증시 이익이 부진 속 매출성장주의 수익률이 높았던 12년~14년을 참고

3. 2019년, 매출 성장이 기대되는 종목은?

- 이익이 부진했던 2018년, 매출성장주의 수익률은 증시 대비 Outperform
- 이미 증시는 매출성장에 대한 프리미엄을 반영하고 있다는 판단
- 2019년, 게임주와 미디어/엔터 내 다수의 종목이 매출성장주로 스크린
- 이들은 분기별 매출 편차가 크다는 점에서 향후 실적 달성 여부에 주목



주식시장 투자전략

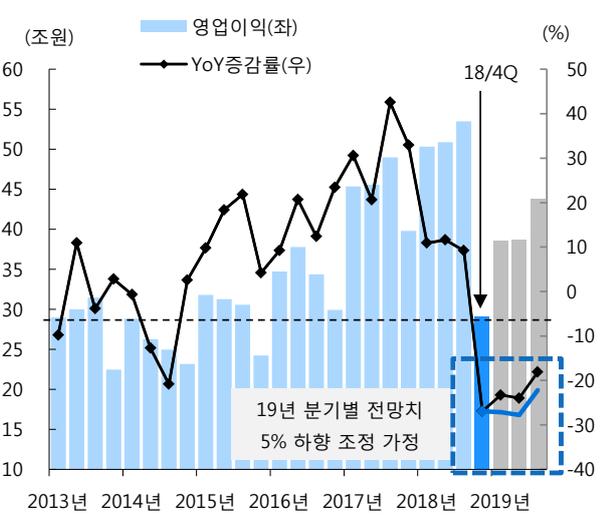
1. 2019년 부진한 이익, 그리고 전망치의 하향 조정

4분기 실적은 쇼크였다. 전망치 달성률은 70%에도 미치지 못했고, 어닝서프라이즈 비율은 25.9%에 그쳤다(유니버스 200종목 가운데 잠정실적을 발표한 185 종목 기준). 달리 말하면 증시 전체로 30% 이상의 어닝쇼크가 발생했고, 4종목 중 3종목은 전망치를 하회한 실적을 발표했다는 뜻이다.

문제는 4분기 실적발표를 전후로 19년 전망치의 하향 조정이 빠른 속도로 진행중이라는 데 있다. 전망치 하향 조정을 주도하고 있는 것은 삼성전자와 SK하이닉스인데, 이들 두 종목의 19년 상반기 전망치는 연초 이후 -40.5%나 하향 조정됐다. 두 종목을 제외한 나머지 198개 종목이 같은 기간 -6.0% 하향 조정된 것과 비교하면 그 차이가 크다.

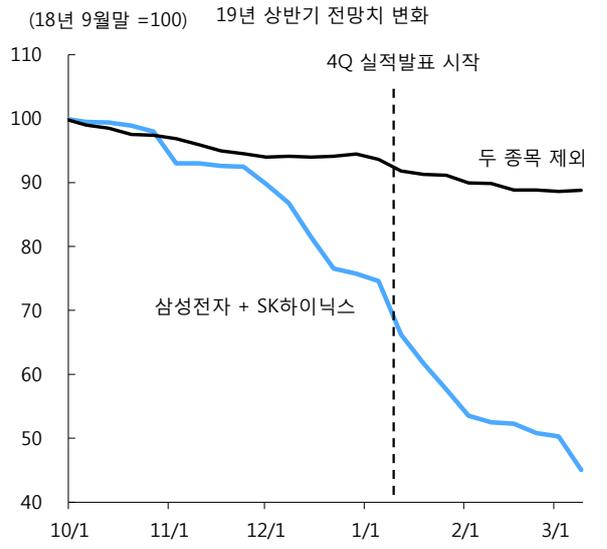
4분기 영업이익의 YoY 증감률은 연초만 해도 (+)를 기록할 것으로 예상됐으나 어닝쇼크를 겪으며 -26.9%로 낮아졌다. 이는 IFRS 도입 이후 최악의 증감률인데, 1분기에도 2분기에도 이와 비슷한 증감률이 지속될 것으로 보인다. 최근 전망치 하향 조정 추세를 고려, 5% 정도의 추가 하향 조정을 가정할 경우 1분기 YoY 증감률은 -27.1%, 2분기 증감률은 -27.8%로 계산된다.

[차트1] 4분기 영업이익 YoY 증감률은 -26.9%
1분기에도, 2분기에도 비슷한 증감률 예상



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

[차트2] 4분기 실적시점을 전후로 가파른 하향 조정 진행 중
특히, 삼성전자, SK 하이닉스의 하향 조정 뚜렷



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



주식시장 투자전략

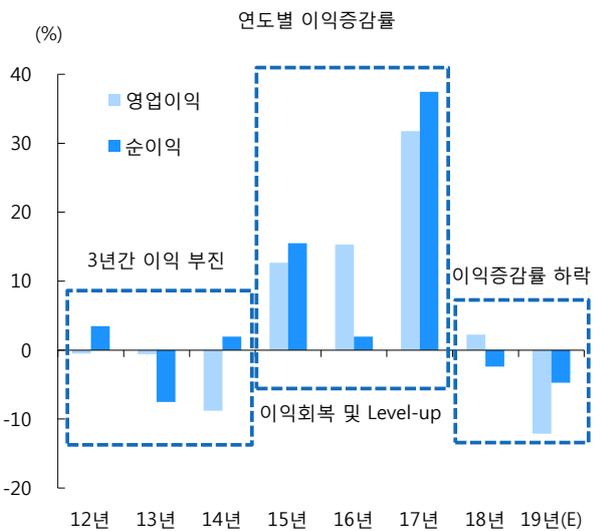
2. 매출에 대한 관심이 높아질 수 있는 환경

유니버스 200종목 기준 2018년 영업이익 증감률은 +2.3%로 낮았고, 2019년 증감률은 -12.1%로 예상되고 있다. 순이익은 이미 18년에 마이너스 전환이 이뤄졌고, 19년에도 마이너스 증감률이 불가피할 전망이다. 증시 전체 이익증감률이 마이너스를 기록할 것으로 예상되는 가운데, 이익전망치에 대한 신뢰도마저 낮기 때문에, 이익에 대한 증시의 관심은 낮아질 수 밖에 없는 환경이다.

그리고 이는 매출에 대한 관심을 높여야 하는 이유이기도 하다. 이익은 일회성 요인이 반영될 경우 변동성이 높아지고, 흑적을 넘나들 경우 증감률의 왜곡이 나타나기 때문에 전망치에 대한 신뢰도가 낮을 경우 활용도가 다소 낮아질 수 있지만, 매출은 일회성 요인에 의한 왜곡이 상대적으로 적고, 흑적의 문제에서도 자유롭기 때문이다.

증시 이익이 부진했던 2012년~2014년 매출성장이 뚜렷했던 업종의 수익률이 좋았던 것도 참고할 필요가 있다. 당시 대표적인 매출성장주로는 모바일게임, 화장품, 면세점, 제약/바이오 등이 꼽히는데, KOSPI 지수가 박스권에 머물렀던 것과 달리, 이들은 높은 수익률을 기록했다.

[차트3] 2012년~2014년 국내증시는 이익 부진을 겪음
당시, 매출성장주는 뚜렷한 Outperform



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

[차트4] 2012~2014년 대표적인 매출성장주로는
모바일게임, 화장품, 면세점, 내구소비재 등이 꼽힘

업종	3년수익률 (12~14년)	매출액증감률(%)		
		2012년	2013년	2014년
내구소비재	195.8	16.1	12.6	11.5
화장품	104.6	12.3	11.7	18.9
건자재	93.1	-2.0	3.7	4.8
육운	75.6	41.8	15.9	11.0
호텔/레저	67.0	17.2	7.2	15.6
통신서비스	58.3	9.7	-2.9	-2.7
섬유/의복	52.2	1.1	4.2	6.7
인터넷/게임	47.4	2.9	17.6	42.6
제약/바이오	41.2	7.2	1.4	24.4
반도체/장비	36.3	20.3	14.9	-8.0

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



주식시장 투자전략

3. 2019년, 매출 성장이 기대되는 종목은?

2018년 이익은 결과적으로 부진했다. 3분기까지는 매 분기 +10% 내외의 증감률이 기록됐지만(영업이익 기준), 4분기 대규모 어닝쇼크로 이익규모가 낮아졌다. KOSPI 지수 또한 -17.3%, KOSDAQ은 -15.4% 하락하는 등 증시도 약세를 보였다. 특히, 10월 이후 증시 낙폭이 컸는데, 이는 4분기 이익전망치에 대한 신뢰도가 낮아지기 시작한 시점과 대체로 일치한다.

한편, 유니버스 200종목 가운데 18년 매출액증감률이 +25% 이상을 기록한 20개 종목의 수익률은 평균 +0.8%로 증시를 크게 Outperform 했다. 주가가 급등한 아프리카TV(+105.2%)를 제외하더라도 평균 수익률은 -4.7%로 증시 수익률을 상회했다. 이미 시장은 매출성장에 대한 프리미엄을 반영하고 있다는 판단이다.

19년 매출증가율이 높을 것으로 예상되는 종목으로는 펠어비스, 게임빌, 넷마블 등 게임주와 스튜디오드래곤, JYP Ent, 아프리카TV 등 미디어/엔터주가 다수 스크린된다. 이들은 분기별 매출의 편차가 크기 때문에 향후 실적 달성 여부에 주목할 필요가 있다. 참고로, 2019년 +20% 이상의 매출 증가가 예상되는 15개 종목(유니버스 200종목 내)의 연초 이후 수익률은 +11.0%로 나타나고 있다.

[차트5] 2018년 +25% 이상의 매출액 증가를 기록한 20개 종목의 평균 수익률은 +0.8%

코드	종목	시총 (억원)	매출액(억원,%)		
			17년	18년	증감률
A263750	펠어비스	23,880	1,172	4,043	244.9
A041510	에스엠	9,198	3,654	6,122	67.6
A161890	한국콜마	17,341	8,216	13,579	65.3
A192080	더블유게임즈	11,340	3,193	4,830	51.3
A006400	삼성SDI	149,907	63,466	91,583	44.3
A006650	대한유화	10,465	17,794	25,540	43.5
A192820	코스맥스	14,672	8,840	12,597	42.5
A181710	NHN엔터테인먼트	16,689	9,091	12,821	41.0
A071320	지역난방공사	7,329	18,344	24,873	35.6
A047810	한국항공우주	35,237	20,722	27,894	34.6
A000660	SK하이닉스	486,306	301,094	404,451	34.3
A036490	SK머티리얼즈	18,153	5,123	6,873	34.2
A008770	호텔신라	32,890	35,147	47,137	34.1
A067160	아프리카TV	5,650	946	1,266	33.9

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

[차트6] 19년 매출성장주 게임, 미디어/엔터주 다수 스크린 향후 실적 달성 여부에 주목

코드	종목	시총 (억원)	매출액(억원,%)		
			18년	19년	증감률
A263750	펠어비스	23,880	4,043	6,030	49.2
A057050	현대홈쇼핑	13,380	10,177	14,708	44.5
A063080	게임빌	3,255	1,125	1,547	37.5
A010140	삼성중공업	57,267	52,651	67,939	29.0
A253450	스튜디오드래곤	27,042	3,796	4,891	28.8
A035900	JYP Ent.	10,618	1,248	1,607	28.7
A251270	넷마블	97,204	20,213	25,903	28.1
A241590	화승엔터프라이즈	7,264	8,792	11,246	27.9
A091700	파트론	6,066	7,990	10,112	26.6
A069960	현대백화점	23,753	18,622	23,475	26.1
A161890	한국콜마	17,341	13,579	16,696	23.0
A067160	아프리카TV	5,650	1,266	1,547	22.2
A181710	NHN엔터테인먼트	16,689	12,821	15,636	22.0
A034230	파라다이스	16,961	7,876	9,563	21.4

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