

Strategy Idea



▲ 계량분석
Analyst **이진우**
02. 6098-6680
jinwoo.lee@meritz.co.kr

실적 시즌에 고민해 볼 3가지 이슈

- ✓ 이번 2Q17 실적 시즌이 조금은 특별한 이유. 실적 전망의 변곡점일 가능성이 높기 때문
- ✓ 1) 인지된 2Q17 실적보다 하반기 이후의 밑그림에 대한 신뢰가 중요해졌다
- ✓ 2) 눈높이가 다른 한국과 미국의 기업이익 전망, 실적의 '디커플링'이 가능할까?
- ✓ 3) 미국 대표 기술주들의 변동성 확대, 실적의 문제일까 스타일(Style)의 이슈일까?

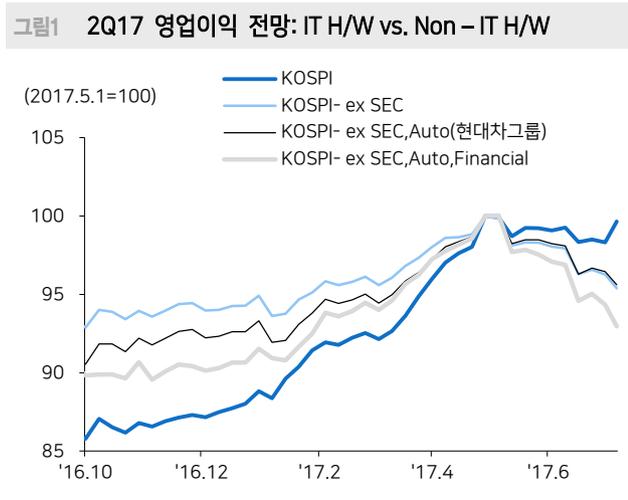
2017 실적시즌, 조금은 다른 접근이 필요한 시점

이번 2Q17 실적시즌은 접근법이 달라져야 할 필요

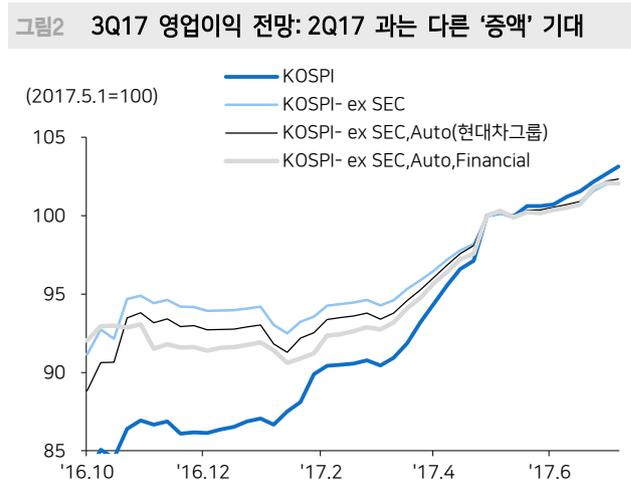
분기마다 찾아오는 것이 실적시즌이지만 이번은 접근법이 달라져야 할 듯하다. 2Q17 실적보다도 하반기 이후의 흐름에 대한 밑그림을 재확인하는 시기가 될 가능성이 높기 때문이다. '변곡점'인 셈이다. 지수는 비교적 양호한 흐름을 보이고 있지만 시장의 온기가 예전만 못한 것도 이러한 이유에서다.

2017의 성적표는 예견됐으나, 관건은 3Q17 이후 실적 일 것

2017 실적시즌은 성적표는 이미 윤곽이 잡혀있다. 삼성전자 등 IT H/W를 제외 하면 부진한 결과를 내놓을 가능성이 높다. 시장 전체적으로는 2Q17 실적 전망은 회복 및 소폭 개선되는 모습을 띄고 있지만, 삼성전자를 제외 시 감익으로 전환되고 있다. 최근 주가의 반응도 이러한 흐름을 충실히 반영하고 있다. "3Q17 실적 전망을 믿어도 될까?" 2Q17 실적 시즌을 맞는 투자자들의 생각일 듯 하다.



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

(문제제기 1) 3Q17 이후 실적, 믿어도 될까? '상반기 실적 Peak-Out 논란'

3Q17 실적 불확실성이 커진다면, 상반기 실적 'Peak - Out' 우려 커질 것

2Q17이 아닌 3Q17 실적 전망에 초점을 맞추는 이유는 '실적 가시성'에 있다. 2Q17과는 다른 모습을 3Q17에 보여준다면 다행이지만, 그 반대의 경우가 문제다. 높아진 3Q17에 대한 눈높이가 조정되는 수준이 전개될 수 있기 때문이다. 뿐만 아니라 3Q17 이후 실적에 대한 불안감을 자극한다면, 상대적으로 상반기 실적에 비해 하반기 실적이 부진한 '상반기 Peak-out' 논란도 커질 개연성이 있다.

이에 대한 방향성은 2Q17 실적 발표를 전후로 윤곽이 잡힐 가능성이 높다. 2Q17 실적 자체 보다는 이후의 실적 전망에 대한 힌트를 얻을 수 있다는 점이 이번 실적 시즌의 포인트이다.

좁게는 하반기 실적 둔화, 넓게는 2018년 실적 역성장 우려의 핵심

어찌 보면 당연한 이야기를 꺼내든 이유는 시장 내부적으로 '상반기 실적 Peak-Out' 우려가 여전히 잠재돼 있기 때문이다. 좁게는 상반기 보다 하반기가 부진할 가능성이고, 넓게 보면 올해보다는 내년이 상대적으로 부진한 기업실적을 보일 가능성이 우려의 요체이다.

이미 국내의 경우 몇몇 업종을 제외하고는 상반기 보다는 하반기 실적 둔화 가능성을 반영해 놓고 있는 상태다.

표1 주요 업종별 상반기, 하반기 순이익 전망: '경기민감주'는 하반기 대부분 역성장 (억원, %)

업종	1H17	2H17	HoH(%)	2017E
KOSPI	688,191	668,096	-2.9	1,356,287
IT H/W	248,871	284,614	14.4	533,485
자동차	66,981	64,693	-3.4	131,674
은행	66,108	46,413	-29.8	112,520
유통	12,272	13,691	11.6	25,963
철강	28,046	22,106	-21.2	50,152
화학	36,579	32,033	-12.4	68,611
유틸리티	20,702	32,988	59.4	53,690
보험	25,908	14,476	-44.1	40,384
건설	14,649	17,293	18.0	31,942
통신	18,306	15,948	-12.9	34,254
정유	25,941	19,764	-23.8	45,704
조선	4,645	2,317	-50.1	6,962
음식료	14,724	15,054	2.2	29,777
증권	11,295	9,578	-15.2	20,873
IT S/W	7,705	10,041	30.3	17,747
운송	13,635	9,797	-28.1	23,432
화장품	9,509	7,101	-25.3	16,609
패션	3,997	3,825	-4.3	7,822
제약	3,923	4,857	23.8	8,780

주1: 4Q17 실적 전망은 2011~2016년 경험적 감익률로 재조정(-15.9%)

주2: 음영표시는 상반기 대비 하반기 실적 성장 업종을 의미

자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

KOSPI는 실적 레벨이 주가 동선을 결정해 왔음

우리가 그간 주장해온 것은 단순하지만 기업실적의 '레벨 업'에 따라 주가의 동선이 결정되어 왔다는 점이고, 2011년 이후 이어져온 연간 순이익 70~80조원에서 벗어나 2017년 이후는 연간 순이익 100조원대가 기정사실화되고 있다는 것이다.

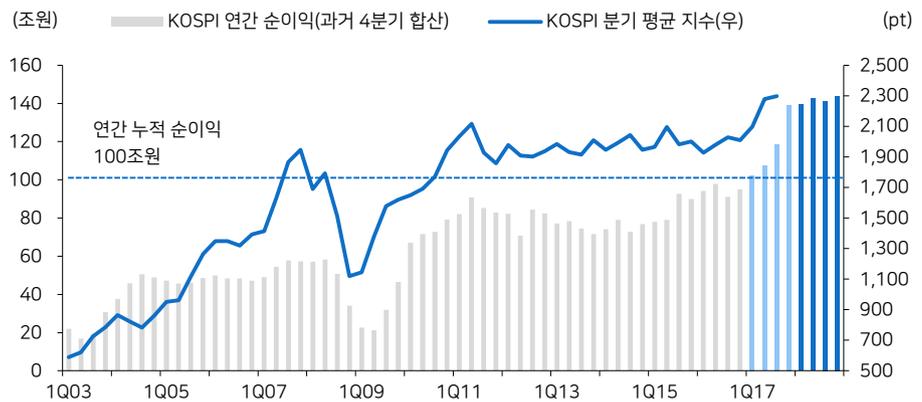
누적 실적 기준(4개분기 합산), 올해 1분기 사상 처음으로 100조원 돌파

아래의 그림을 보자. 흥미로운 점은 '예상 실적(이익 전망)'이 아닌 '과거 실적'에 따라 KOSPI의 동선이 좀 더 밀접하게 움직여 왔다는 것이다. 과거 1년간(4개분기 합산 순이익)과 KOSPI의 궤적을 나타낸 그림으로, 올해 1분기를 기점으로 누적 연간 순이익 100조원을 돌파했고, 2Q17 이후 가파르게 실적 개선세가 진행될 것으로 예상되고 있다.

3Q17 이 실적의 변곡점

과거 실적에 주된 기반을 둔 데이터이지만 본격적인 이익증가세는 올해 3분기부터라는 뜻이다. 만약 3Q17 이후의 실적 전망을 낮춰야 한다면, 주가 상승 속도도 둔화될 가능성이 높다. 어떻게 봐야 할까? 힌트를 미국에서 찾아보자.

그림3 KOSPI 누적 순이익(과거 4개 분기 합산)과 KOSPI 동선: 3Q17 이 터닝 포인트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

(문제제기 2) 눈높이가 다른 한국과 미국의 기업이익 전망, 실적의 '디커플링'이 가능할까?

미국과 한국의 실적 디커플링 어떻게 봐야 할까?

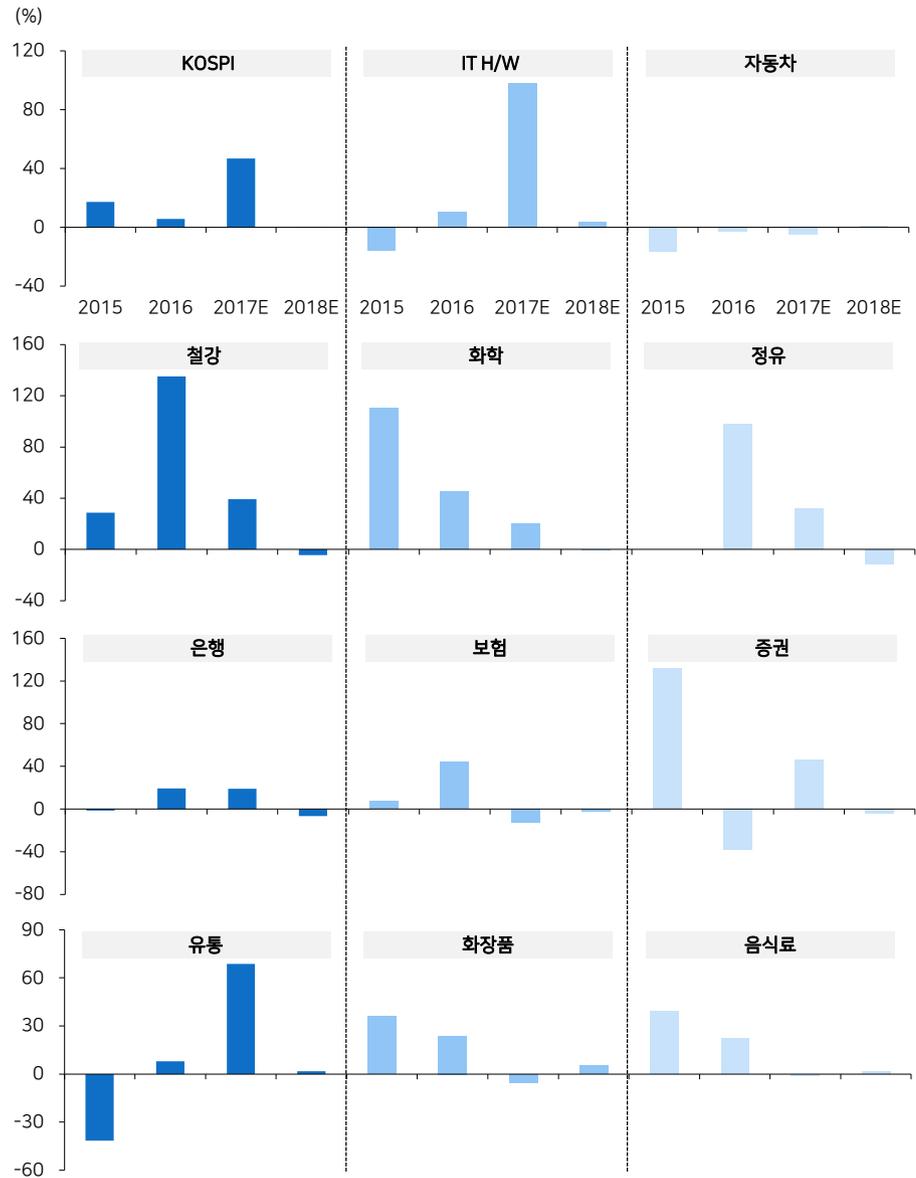
국내 기업 실적 전망을 보는 데 있어 다소 의외의 흐름은 미국의 그것과는 사뭇 다른 모습을 보이고 있다는 점이다. 어쩌면 국내가 좀 더 '보수적'이라 표현될 수 있을 듯하다.

한국은 내년 실적 '제로(0)' 성장이 예상되는 상황

비단 상반기에 비해 하반기가 다소 부진한 모습뿐만 아니라 내년에 대한 실적 전망 역시 신중하게 전망되고 있다. 예컨대, KOSPI의 2018년 순이익 성장률은 '제로(0)'에 가깝다. 대부분의 업종은 올해보다는 부진할 것으로 전망되고 있고, 그마저 IT H/W가 4% 수준의 이익성장을 보일 것이라 전망된 것이 시장의 이익 역성장을 제한한 배경이다.

2017년이 유례없는 실적 성장기였다는 측면도 있을 수 있지만, 이를 감안해도 상대적으로 2018년에 실적 전망이 보수적으로 전망되고 있는 점은 분명해 보인다.

그림4 KOSPI 및 주요 업종별 연간 순이익의 성장률 전망(2015~2018E)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

미국은 올해부터가 '턴어라운드' 원년

미국은 사정이 좀 다르다. 국내의 경우 경기민감주는 2016년을 정점으로 2018년 역성장 할 것으로 전망되는 것과는 달리, 미국의 경우 올해부터가 이들 기업군의 턴어라운드가 시작될 것으로 전망되고 있다.

국가 및 기업의 차이를 감안해도 방향성의 차이가 진행될 수 있을까?

국가 및 기업의 차이를 감안해도 방향성이 전혀 다른 모습이다. 물론 미국 에너지 섹터의 경우 국내 보다 유가와 훨씬 민감하게 반응하는 부분이 있지만 이를 포함한 제반 섹터들의 실적 궤적은 국내와는 방향성의 차이를 보인다.

IT 유관 섹터도 온도 차가 있다. 반도체 업황 호조가 IT H/W 실적 전망을 주도하고 있고, 올해가 30% 가량의 이익성장률을 보일 정도로 호황기를 보일 것이라는 데는 이견이 없지만, 2018년 이후의 실적 전망에 있어서는 국내와는 분위기가 다르다. 역성장 가능성 보다는 꾸준한 성장에 방점이 놓여있다.

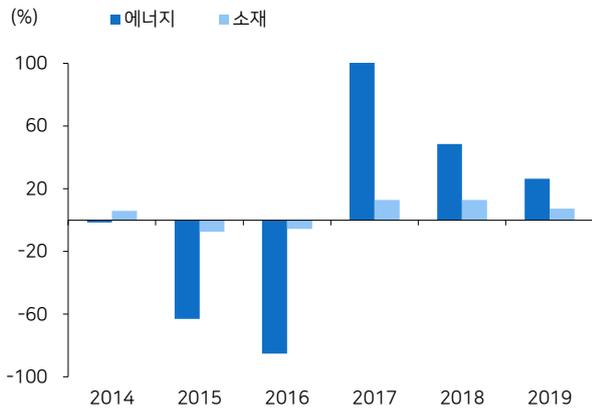
필자의 생각은 이렇다.

업황 Cycle의 동조화를 믿는다면, 국내가 보수적일 가능성 있음

당장의 2Q17 실적 부진이 3Q17 이후의 실적 불확실성을 자극할 가능성을 배제할 수 없다. 하지만 '업황 Cycle의 동조화' 관점에서 본다면 미국의 그것과 한국과 전혀 다른 방향성을 보일 가능성 또한 있다고 본다. 미국의 이익 전망에 신뢰성이 있다면 현재 하반기, 내년에 대한 실적 전망은 개선의 여지가 많아 보인다.

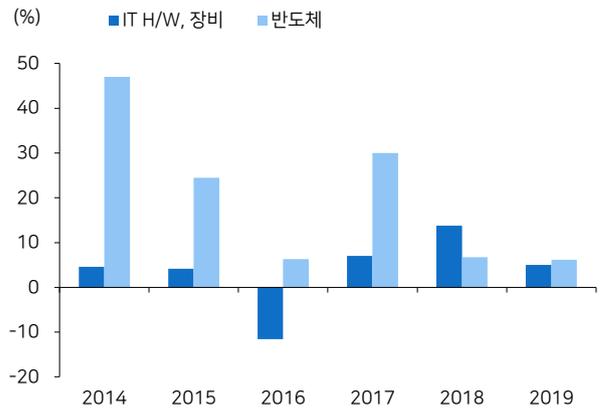
실적의 '디커플링', 국내 기업의 실적 역성장 '현실화' 가능성을 낮게 보는 이유다.

그림5 미국 에너지, 소재 연간 순이익 성장률 ('14~'19E)



자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 미국 IT 유관 업종 연간 순이익 성장률('14~'19E)



자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

(문제제기 3) 미국 대표 기술주들의 변동성 확대, 실적의 문제일까 스타일(Style)의 이슈일까?

실적이 아닌 주가의 '디커플링'도 진행 중

실적 전망에 있어 미국 보다는 한국의 그것이 다소 보수적으로 전망된 측면이 있다면 주가 반응은 또 다른 측면에서 '디커플링'이 진행되고 있다. IT 업종 이야기다.

이번에는 국내 IT 기업 선전 속 미국 IT기업의 부진이 관찰

국내 IT 업종의 경우 최근 국내시장에서 상대적으로 양호한 흐름을 보이고 있다면 미국은 정반대이다. 6월 이후 주가 변동성이 커지고 있다. 한미 IT 업종 내 주가 '디커플링'이 전개되고 있는 셈이다. 글로벌 IT 업황 호조에 기댄 주가 동조화와는 다른 패턴이다.

실적 보다는 '스타일' 이슈로 해석할 필요

여기서의 핵심은 미국 기술주의 변동성을 업황 및 실적에 대한 우려로 보느냐, 아니면 스타일(Style)의 이슈로 보느냐이다. 현재는 후자일 가능성이 높다고 본다.

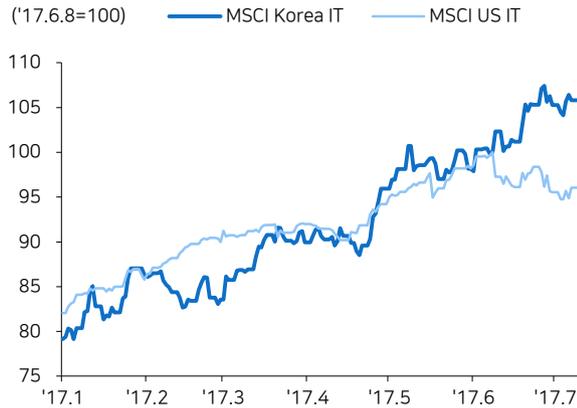
업황에 대한 우려가 투영된 결과라면 미국과 국내 IT 업종의 주가 차별화가 장기화되기 어렵다. 오히려 현재는 미국 기술주의 변동성을 고밸류에이션 기업군과 저밸류에이션 기업군간의 마찰적 과정이라 이해하는 것이 합리적 접근이다.

미국 IT 기업들의 밸류에이션이 하락하는 반면 한국의 IT 기업들의 밸류에이션의 간극이 줄어들고 있는 것이 대표적인 징후이기도 하다.

성장주(고밸류)와 가치주(저밸류)의 간극 축소 과정의 일환일 것

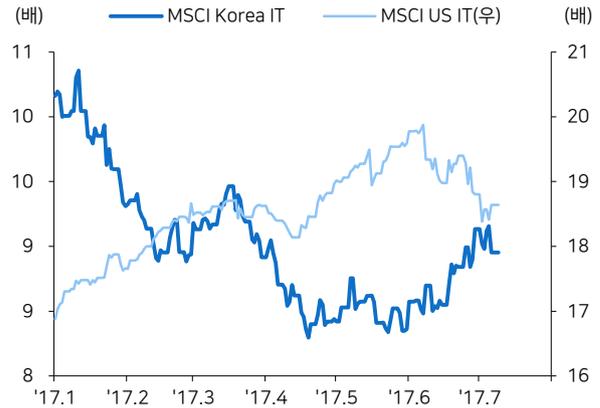
성장주와 가치주의 접근법으로 봐도 유사하다. 현재 미국 고밸류에이션 기업, 이른바 'FAANG(페이스북, 아마존, 애플, 넷플릭스, 구글)'의 주가 변동성 확대 역시 Style 로테이션의 일환으로 해석할 여지가 있기 때문이다. 과거 이들 기업의 주가 변동성은 금리 및 가치주 반등기에 진행된 경우가 많고, 지금도 환경은 유사해 보인다.

그림7 한국, 미국 IT 주가 디커플링: 6월 이후 차별화 심화



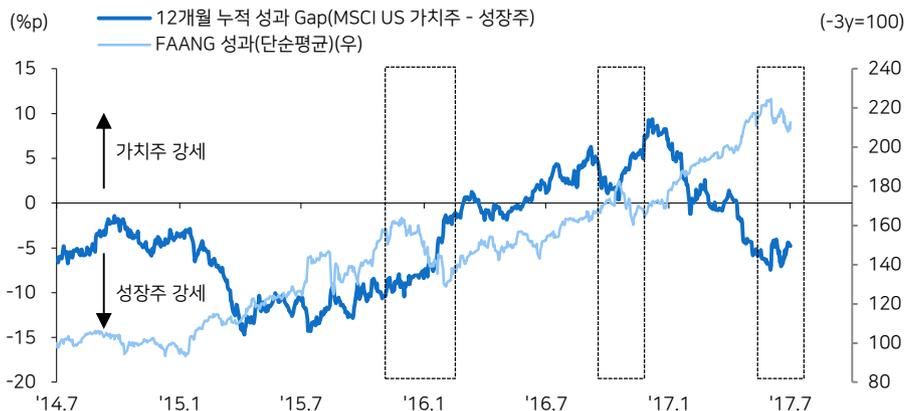
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 밸류에이션(12MF PER) 역시 괴리 축소가 진행 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 미국 'FAANG'의 주가 변동성 확대는 Style 로테이션의 일환인 경우가 많았음



자료: Thomson Reuters, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 미 국채 금리와 FAANG 주가 추이: 현재는 금리 반등이 수반



자료: Thomson Reuters, 메리츠증권리서치센터

2Q17 실적시즌, '변곡점'에 방점을 놓는 시기일 것

이번 2Q17 은 실적 전망에 방점을 찍는 시기. 불확실성에 대한 투자를 고민할 필요가 있는 시점

2Q17 실적만 놓고 보면 기대와 크게 다르지 않은 혹은 실망스러운 실적 시즌일 수 있다. 관건은 3Q17 이후의 흐름이고 그 결과에 따라 시장의 시각은 많이 달라질 가능성이 높다. 불확실성에 투자를 해야 하는 시기이다.

현재 국내 시장을 미국과 비교해 보면 크고 작은 두 개의 '디커플링'이 존재한다. '실적의 디커플링' 그리고 'IT 주가 디커플링'이다. 현재 국내 시장은 하반기 이후에 대한 시각이 보수적이라 생각된다. 2Q17 이후 실적 전망의 개선을 기대한다. 한편 미국 IT 기업의 변동성은 실적에 대한 이슈 보다는 스타일 이슈로 판단된다. 미국 IT 기업군의 변동성 확대는 고밸류에이션 기업군에 대한 쏠림 완화로 이해되기 때문이다. 국내 IT 기업은 고밸류에이션 영역과는 거리가 있다. 그래야 국내 IT 기업의 선전이 설명 가능하지 않을까.

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이진우) 동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.