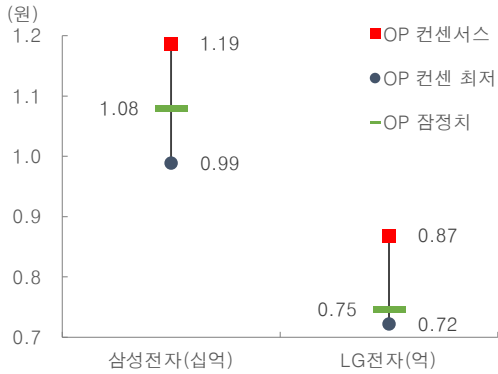


3Q 실적시즌. IT보다 시클리컬이 더 걱정

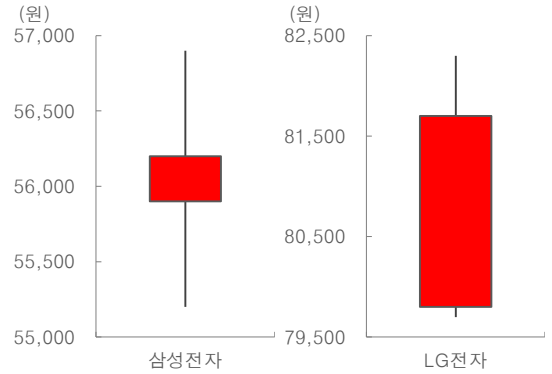
- 지난 주말 삼성전자와 LG전자가 실적 가이드언스를 공개하며 3Q 실적시즌의 포문을 열었다. 두 기업 3분기 실적은 모두 시장 컨센서스를 크게 하회했다. 삼성전자 3분기 잠정 실적은 연결 기준 영업이익 10조8,000억원을 기록했다(전년대비 영업이익 -31.73%). 3분기 영업이익 컨센서스는 11조8,683억원으로 9% 하회한 것이다. LG전자는 3분기 영업이익 7,466억원을 기록했다. 전년대비 영업이익은 25.1% 늘었지만, 컨센서스 8,685억원을 14% 하회한 어닝 쇼크였다.
- 그럼에도 불구하고 주가는 양호했다. 삼성전자는 장 중 등락이 있었지만, 0.18% 하락에 그쳤고, LG전자는 1.36% 상승 마감했다. 지난 3개월 동안의 컨센서스는 크게 하회했지만, 컨센서스 최저치보다는 높은 수치로, 우려했던 것보다는 낫다. 다행이라는 심리가 유입된 결과라고 본다. 이는 그동안 실적 우려로 하락세를 이어온 낮아진 주가 수준을 인지했고, 실적대비 저평가되었다는 매수세가 유입되었다고 생각한다.
- 지난 2분기 실적시즌도 비슷했다. 우려했던 것보다는 양호하다는 심리와 시클리컬 업종과 환율 수혜주(자동차 등)의 실적 서프라이즈가 맞물리면서 KOSPI 반등의 동력이 되었던 것이다. 이번 3분기 실적시즌도 2분기와 비슷한 흐름이 전개될 수 있을까?
- 최근 실적 전망 흐름과 지난주 삼성전자, LG전자 실적공개 이후 주가 흐름을 보면 기대감을 자극하기 충분하다. 실적은 이미 큰 폭으로 하향조정되었고, 실적에 대한 눈높이도 충분히 낮아졌다고 볼 수 있기 때문이다. 특히, 반도체를 제외한 KOSPI 실적 전망이 여전히 견조한 흐름을 보이고 있어 이번에도 시클리컬과 자동차 등 환율 수혜주의 선방을 기대케 한다.
- KOSPI 3분기 영업이익 전망은 51조원대로, 4분기는 45조원대로 레벨다운되었다. 고점대비 10조 이상 하향조정된 수치이다. 그 결과 3분기 영업이익률은 9% 수준에서 8.3%로 레벨다운되었고, 2011년 이후 평균(8.4%)를 하회했다. 실적 눈높이가 충분히 낮아졌다고 보인다. 반면, 반도체를 제외한 영업이익 전망은 고점 대비 2 ~ 3조원 하향조정되는데 그치고 있다. 2분기 실적시즌을 지나면서 실적 전망이 한 번 상향조정 되었다는 점을 떠올려 보면 이번에도 실적 눈높이 조정 이후 본격적인 실적시즌에 돌입하면 양호한 결과를 보여줄 수 있다고 생각할 수 있다.
- KOSPI 실적 눈높이 조정, 반도체를 제외한 업종들의 실적 호조 기대가 적절한 조합일까? 실적 눈높이도 반도체를 제외한 업종으로 보면 이야기가 달라질 수 있다는 의미이다. 다른 기준으로 3분기 실적시즌에 대한 기대감을 갖기보다는 같은 기준으로 경계감을 높여야 할 시점이다. 글로벌 경기침체 확률이 높아지고, 환율 효과도 정점을 통과하고 있기 때문이다.

그림 1. 삼성전자, LG 전자 3Q 실적 가이드نس, 컨센서스 하회. 우려했던 것보다는 양호



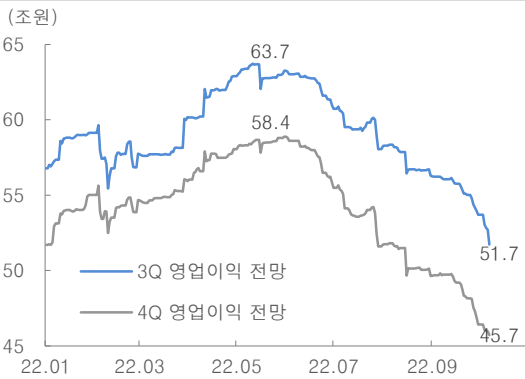
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성전자, LG 전자 실적 가이드نس 부진에도 불구하고 주가는 장 중 낙폭축소, 상승반전



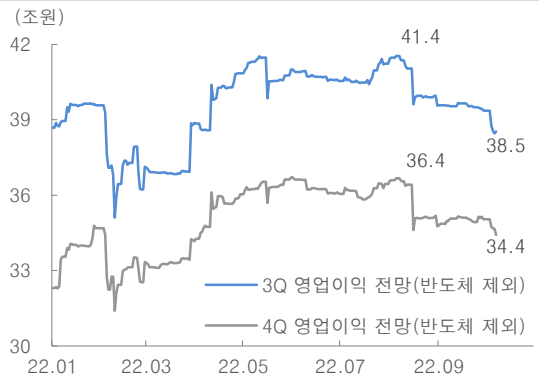
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 3. KOSPI 22년 하반기 영업이익의 전망 가파른 하향조정세



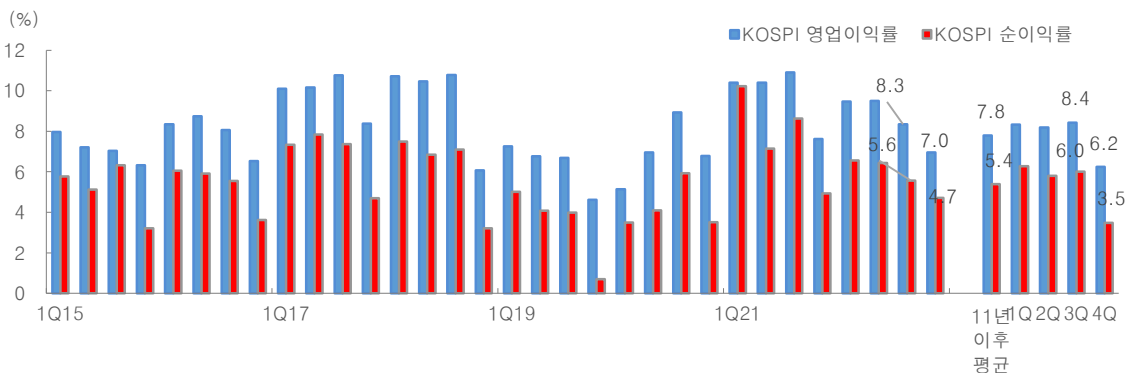
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 4. 반도체를 제외할 경우 여전히 견조한 22년 하반기 영업이익의 전망



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

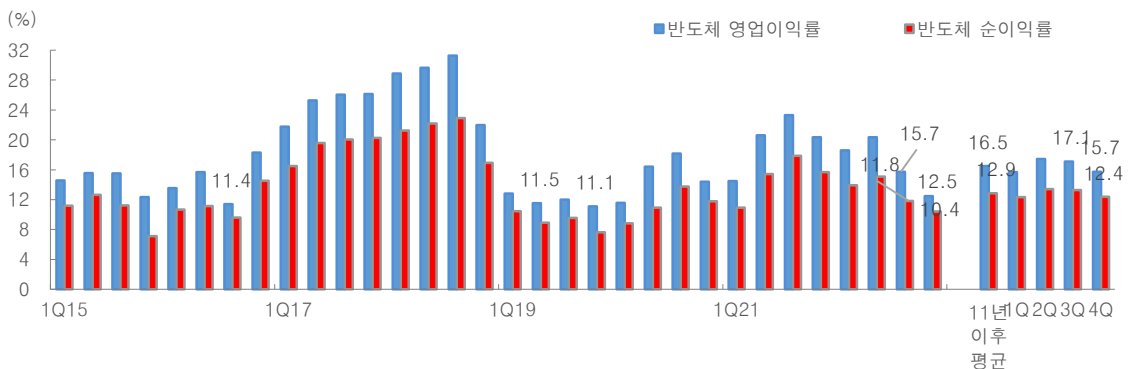
그림 5. KOSPI 영업이익률 3Q 8.3%로 레벨다운, 2011년 이후 평균 하회. 실적 눈높이 조정은 충분하다?



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

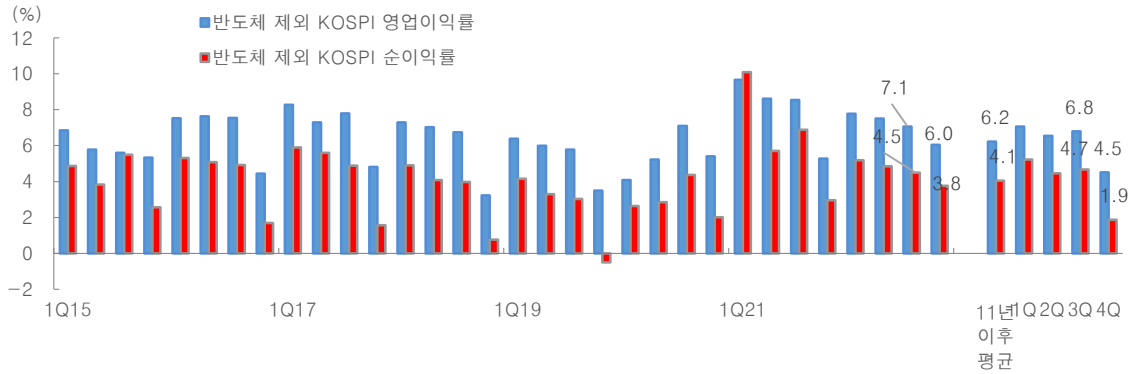
- KOSPI 실적 하향조정, 눈높이 조정은 전적으로 반도체 영향이라고 볼 수 있다. 반도체 영업 이익률은 2분기 20%대에서 3분기 15%대, 4분기 12%대로 레벨다운되었다. 이는 2011년 이후 평균 수준(3분기 17.1%, 4분기 15.7%)을 큰 폭으로 하회하는 수준이다. 특히, 4분기 12% 수준은 과거 반도체 영업이익률 저점(11%대)에 근접한 것이다.
- 반도체를 제외할 경우 이익전망이 양호하다고 볼 수 있지만, 한편으로는 반도체를 제외한 대부분 업종에서 실적 눈높이가 높다는 의미이다.
- 실제로 반도체를 제외한 KOSPI 3분기 영업이익률은 1분기, 2분기와 비슷한 7.1%로 11년 이후 3분기 평균인 6.8%를 웃돌고 있다. 4분기 영업이익률도 6.0% 수준으로 11년 이후 평균인 4.5%를 큰 폭으로 상회한다. 아직 실적 기대가 높음을 보여주는 한편, 글로벌 경기, 환율 모멘텀 등을 감안할 때 본격적인 실적 하향조정이 전개되지 않고 있음을 보여주는 부분이다.
- 이러한 흐름은 연간 실적에서 더 극명하게 드러난다. 반도체 영업이익률은 22년 16.8%로 레벨다운된데 이어 23년 13%로 더 낮아지게 된다. 과거 평균 수준을 크게 하회하는 것은 물론, 2019년 영업이익률 저점 11.8%에 근접하고 있다. 추가적인 이익전망 하향조정은 불가피하겠지만, 더 최악의 상황으로 전개될 가능성은 점차 낮아지고 있다는 판단이다.
- 반면, 반도체를 제외한 업종의 영업이익률을 보면 22년 7.1%로 21년 8%대비 둔화되지만, 23년, 24년 영업이익률은 7.8%, 8.6%로 레벨업될 것으로 예상된다. 11년 이후 평균 6.4%를 크게 상회하는 수치이자, 2021년 코로나19 직후보다 더 강한 이익 개선을 기대한다는 의미이다.
- 어떤 현상이든 두 가지 해석이 가능하다고 생각한다. 다만, 증시 전망에 있어서는 최근 이익전망 추이보다는 앞으로 이익 전망이 어떻게 변할 것인지 집중할 필요가 있다. 반도체를 중심으로 한 IT는 상당한 수준의 이익전망 하향조정, 눈높이 레벨다운이 전개되었다면 반도체를 제외한 업종들에 대한 이익전망은 이제부터 하향조정될 가능성이 높다는 판단이다.

그림 6. 3분기 반도체 영업이익률은 15.7%로 급락, 11년 이후 평균 15.7%를 크게 밀돌아, 4분기 영업이익률은 12.5%로 11년 이후 평균 15.7%를 크게 하회한 것은 물론, 과거 영업이익률 저점에 근접한 수치



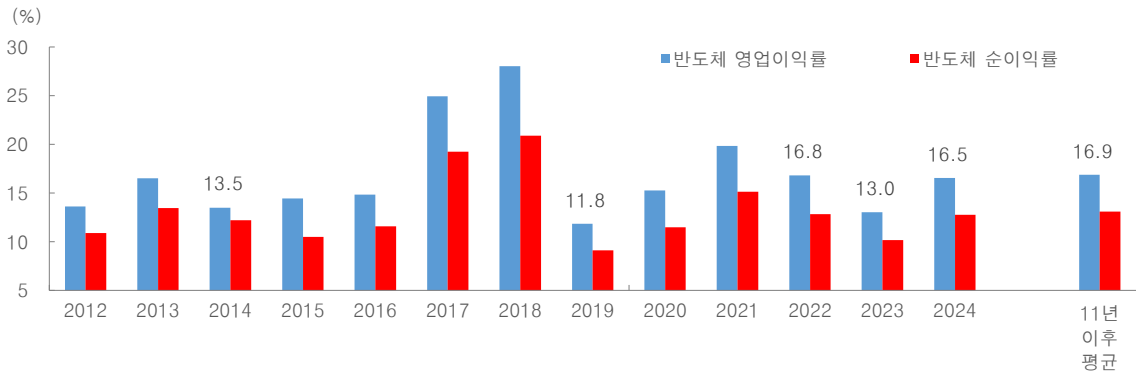
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**그림 7. 반도체를 제외한 KOSPI 영업이익률은 여전히 7.1%(2Q 7.5%). 평균 6.8% 상회
문제는 4분기 영업이익률 6.0%로 11년 이후 평균 4.5%를 크게 상회하고 있어**



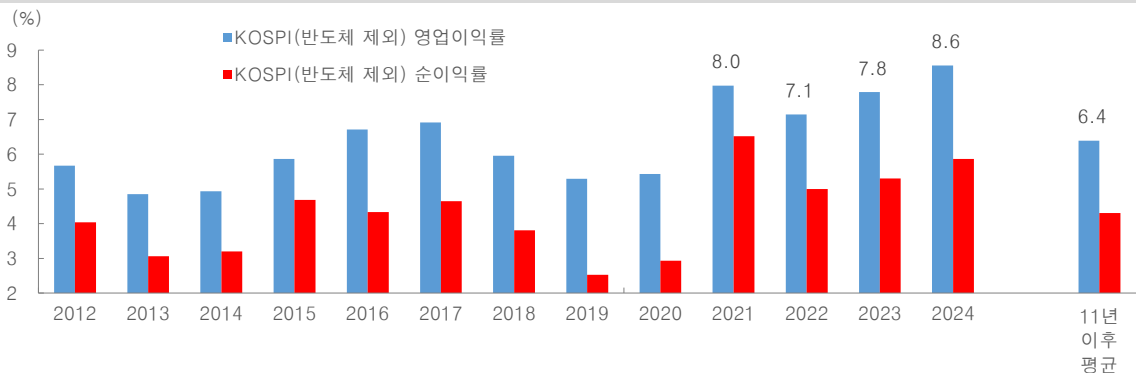
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**그림 8. 22년 반도체 영업이익률 16.8%로 평균 수준에 도달. 23년 영업이익률은 13%로 레벨다운
추가적인 실적 전망 하향조정은 불가피하지만, 과거 저점수준에 근접하고 있어**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

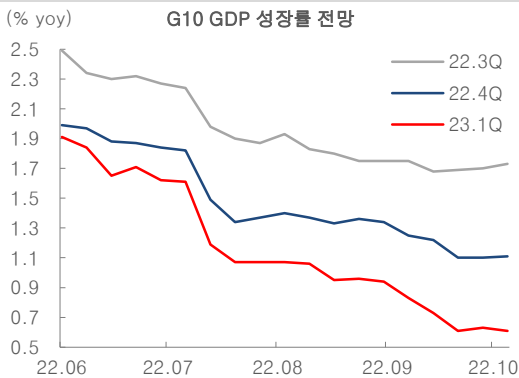
**그림 9. 반도체를 제외한 KOSPI 22년 영업이익률 7.1%로 21년대비 하락. 하지만, 23년, 24년 영업이익률은
7.8%, 8.6%로 레벨업. 21년보다 더 강한 이익개선을 기대하고 있는 상황**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

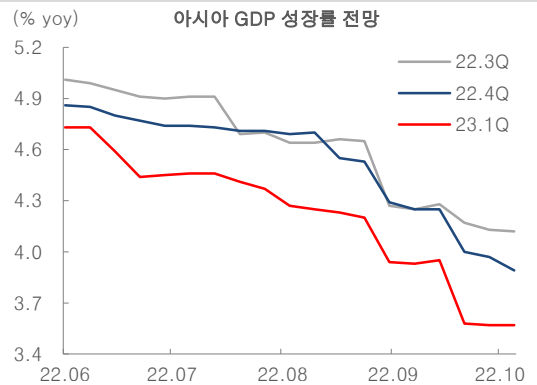
- 주가는 향후 실적이 개선될 수 있다는 기대에 상승추세를 형성한다. 현재 증시, KOSPI를 둘러싼 매크로 환경, 실적 전망 흐름은 이러한 기대를 갖게 어렵게 한다. 오히려 더 약해질 가능성이 높다는 생각이다.
- 하반기 경기는 더 부진할 전망이다. 글로벌 GDP 성장률은 매분기 레벨다운될 전망이다, 미국과 유럽은 23년 0%대 성장이 컨센서스로 자리한다. 환율효과는 3분기까지 유효하다. 이에 힘입어 원화 기준 수출 모멘텀은 여전히 견조하다. 9월에도 사상최대 수출(원화 기준)을 기록했다. 하지만, 22년 4분기부터 기저효과가 소멸되면서 환율 모멘텀은 큰 폭 둔화될 전망이다. 이 경우 향후 P의 효과를 기대하기보다는 Q의 부진을 우려해야 할 것이다. 실제 달러 기준 수출 모멘텀은 0에 근접하고 있다. 수출 금액도 3월 고점 이후 감소세를 이어가고 있다.

그림 10. G10 22년 4분기, 23년 1분기 GDP 성장률 레벨다운. 유럽은 역성장 전망 유입



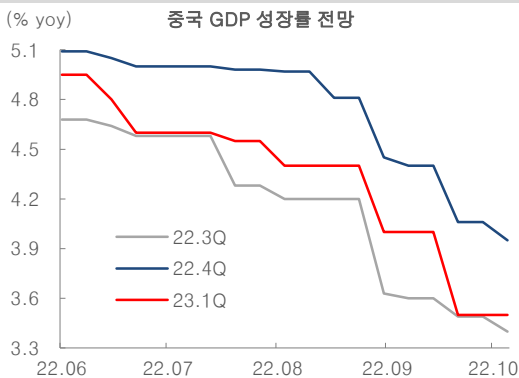
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 11. 아시아 GDP 성장률도 23년 1분기까지 레벨다운 지속



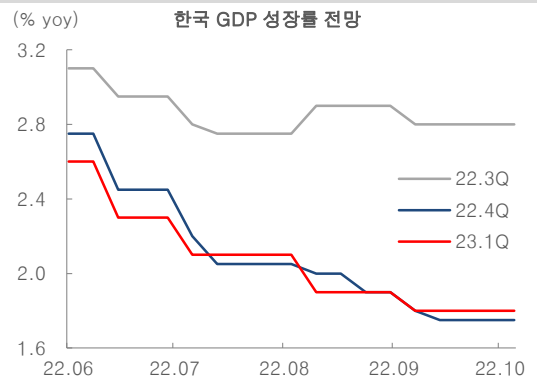
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 중국 3%대 성장 지속



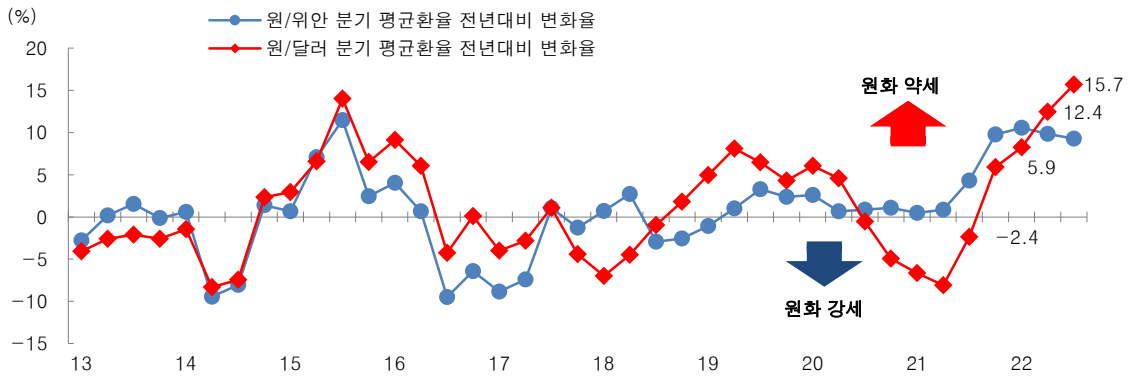
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 13. 미국, 유럽, 중국의 경기불안 심화. 한국도 1%대 성장 예상



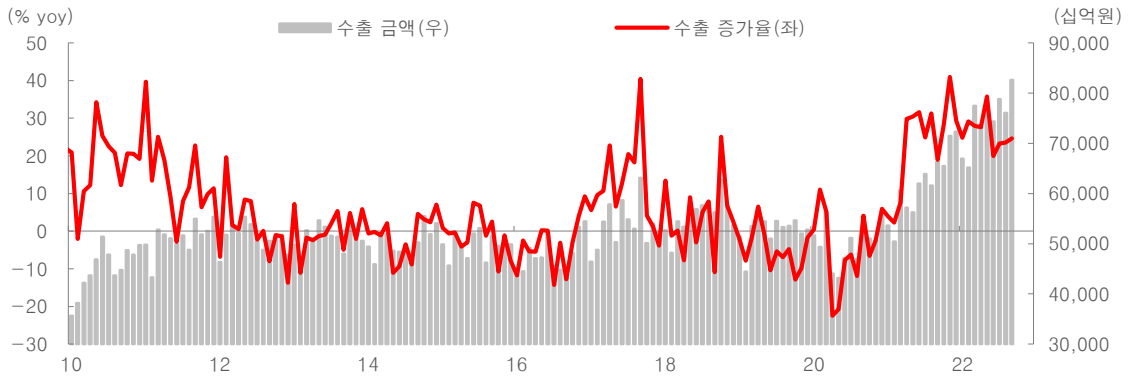
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. 22년 3분기까지 환율 모멘텀 강화 지속. 22년 4분기 7%p 이상 둔화 불가피



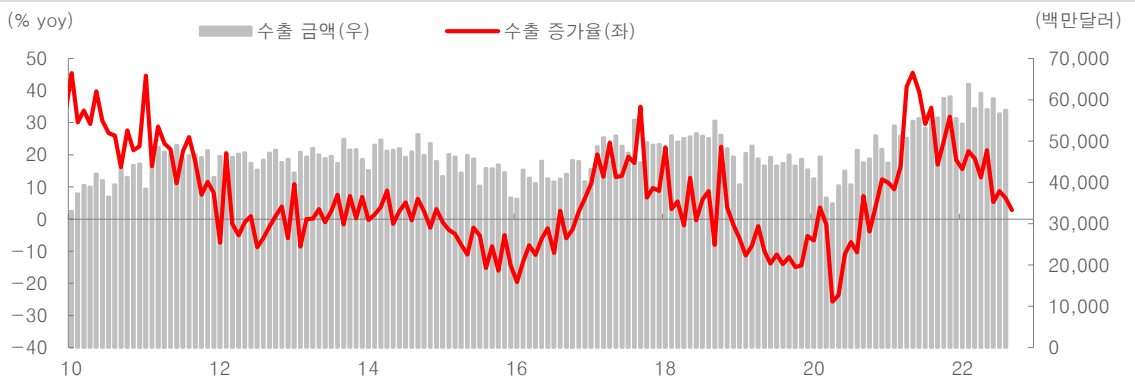
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 15. 원화 기준 수출 모멘텀 여전히 견조한 상황. 수출액 사상최고치 경신으로 3분기 실적 양호할 수 있어



자료: KITA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

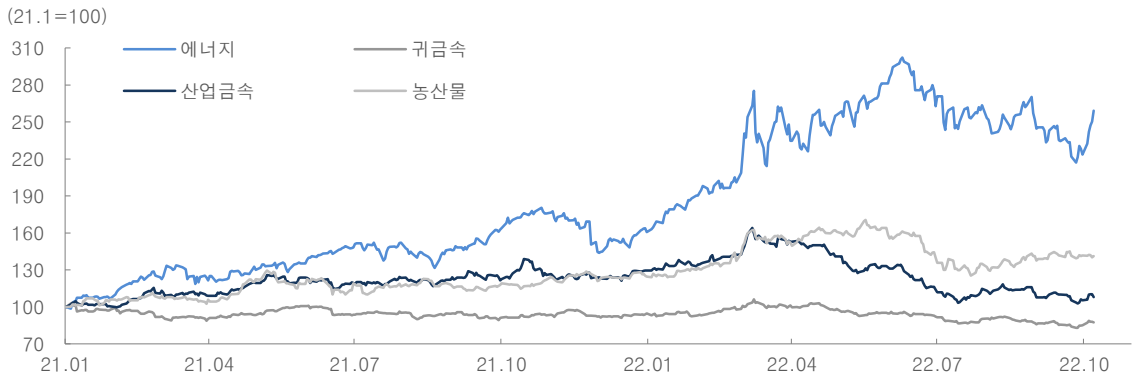
그림 16. 달러 기준 수출 모멘텀은 역성장 가능성 확대. 수출 금액도 감소세 지속



자료: KITA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

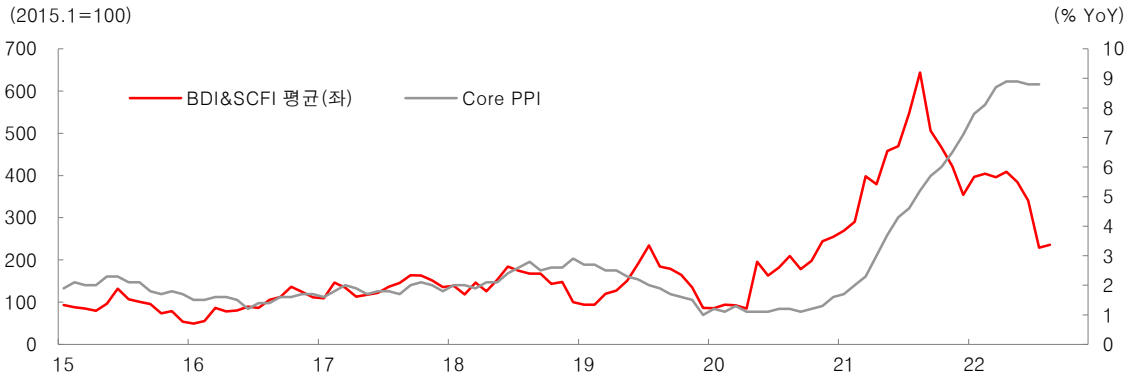
- 이와 함께 비용부담도 감안해야 할 것이다. 일각에서는 원자재 가격 하락으로 비용부담이 줄어들 수 있다는 기대가 크지만, 생산자 물가는 여전히 높은 수준이다. 시차가 존재하기 때문이다. 반면, 원자재 가격 하락으로 인한 제품가격 하락압력은 커질 것이다.
- 그동안 예상보다 비용부담이 크지 않았고, 제품 가격 상승효과가 유입되었다면, 앞으로는 이와 정반대의 상황이 전개될 수 있다. 비용부담은 여전히 높고, 제품가격 하락압력이 커질 수 있다는 의미이다. 3분기 실적시즌부터 시클리컬 업종에 마진압박이 확대될 가능성이 높다.
- 매크로 환경의 부담과 비용 압박은 실적전망 변화에서도 조금씩 나타나고 있다. 반도체, 호텔/레저, 소프트웨어, IT하드웨어 등 IT와 경기민감주의 실적 전망 하향조정이 이어지는 가운데 최근 들어 철강, 에너지, 화학, 운송 등의 실적 전망이 꺾이고 있다.
- 물론, 자동차의 경우 실적 전망 상향조정이 지속되고 있고, 이익모멘텀도 견고함에 따라 실적시즌 전후로 반등시도가 가능할 것으로 생각되지만, 이제 실적 측면에서 기댈 수 있는 업종이 소멸되고 있다는 의미이다.
- 3분기, 4분기 영업이익의 전망이 전월대비 상향조정된 업종은 6개에 불과하다(전체 26개 업종). 2022년 하반기 전반적으로 실적 전망이 상향조정되고 있는 업종은 자동차, 소매(유통), IT가전 뿐이다.
- 3분기 실적 시즌 결과에 따른 주가 등락은 감안해야겠지만, 향후 실적 전망을 내다 보면 긴장의 강도를 높일 필요가 있다. 특히, 최근까지도 실적 전망이 상향조정되었던 시클리컬, 소재, 산업재 업종에 대한 리스크 관리가 더욱 필요한 시점이라 판단된다.

그림 17. 원자재 가격에 따라 감안해야 할 비용부담



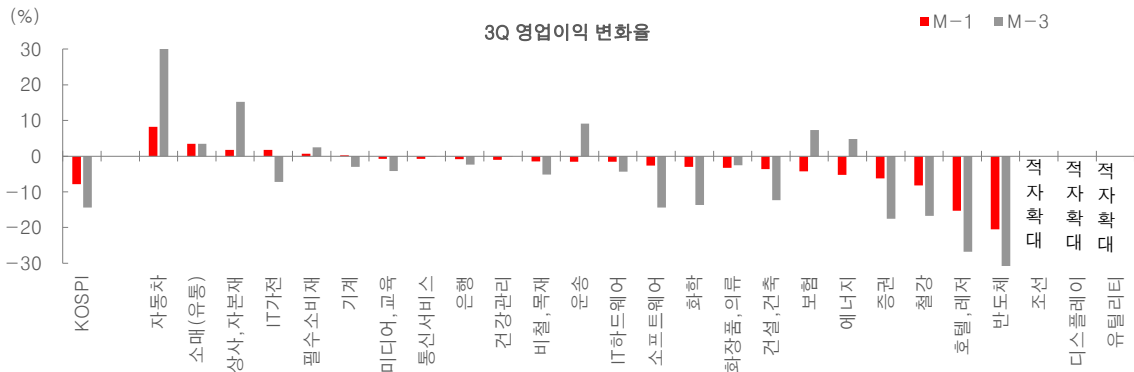
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 18. 운임지수와 생산자물가 간의 시차 존재



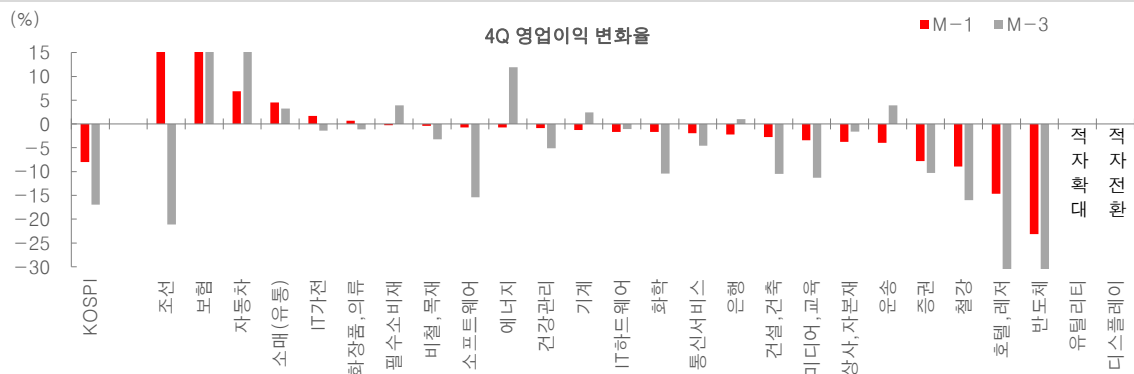
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 19. 3/4 분기 KOSPI 업종별 영업이익의 전망 변화율



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 20. 4/4 분기 KOSPI 업종별 영업이익의 전망 변화율



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
(작성자: 이경민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
