

# Issue Comment

Strategist JR 김정윤  
jungyoon.kim@daishin.com  
Strategist 이경민  
kyoungmin.lee@daishin.com

## 이익전망 방향은 여전히 아래로 향하고 있다

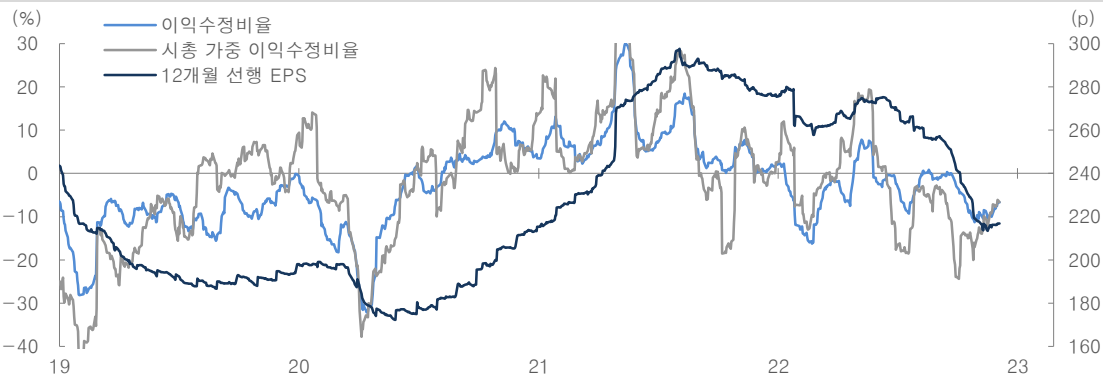
KOSPI 12개월 선행 이익수정비율 -6.73%. 3Q 실적시즌 진행 이후 3.7%p 하락

- 주가는 이익의 함수로 결국 증시 추세 방향을 판단하는데 있어 이익 전망의 개선/악화 여부가 중요한 것이다. 현재 시장의 이익전망 방향성을 보기 위해서 이익수정비율\* 추이를 선행지표로 활용할 수 있다.

\* 12개월 선행 이익수정비율 = (12개월 선행 상향 추정수 - 12개월 선행 하향 추정수) / 12개월 선행 전체 추정수. 올해 남은 기간을 FY1 전체/상향/하향 추정수에 가중치를 부여하고, 올해 경과한 기간을 FY2 전체/상향/하향 추정수에 가중치를 부여해 계산. 예시) 365일 중 245일이 경과한 시점에서 12개월 선행 전체 추정수 계산식: (FY2 전체 추정수 x 345/365) + (FY1 전체 추정수 x 20/365).

- 현재 KOSPI 이익수정비율은 -6.73%로 3분기 실적 시즌 시작이었던 10월초 -3.02%대비 3.7%p 하락했다. 각 종목별 시가총액 비중을 감안한 시총가중 이익수정비율은 -6.66%로 10월초 대비 오히려 약 17%p 반등했다.
- 시총가중 이익수정비율이 반등한 이유는 시가총액 비중이 가장 큰 반도체 업종의 이익수정비율이 개선되었기 때문이다. 반도체 이익수정비율은 10월초 -62.1%에서 현재 -28.42%로 30%p 이상 급반등했다.
- 삼성전자와 SK하이닉스 비중이 높은 시총가중 기준 반도체 이익수정비율은 -86.4%에서 -15.6%로 70.8%p 급반등세를 기록했다. 특히, 삼성전자 이익수정비율이 -20.4%에서 -2.9%로 17.5%p 상승해 KOSPI 이익수정비율 반등을 혼자서 주도했다

그림 1. KOSPI 이익수정비율 -6.73%. 시총가중 기준 -6.66%로 10월초 대비 오히려 약 17%p 상승



자료: FnGuide, Dataguide, 대신증권 Research Center

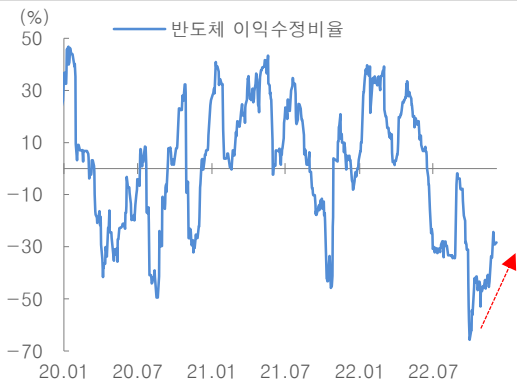
주: 컨센서스 제공 증권사 3개 기업 이상 기준. 시총가중은 종목별 이익수정비율에 각각의 시가총액 비중을 가중한 값의 합산

그림 2. KOSPI 이익수정비율, 시총 가중 이익수정비율 3개월 이동평균 장기추이



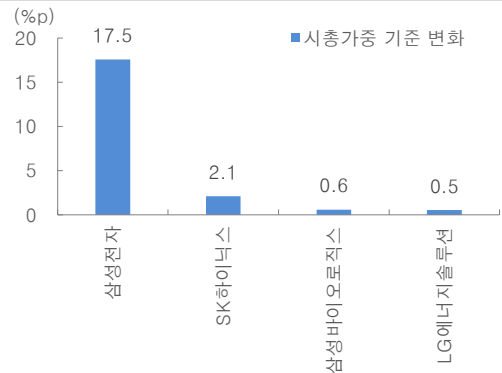
자료: FnGuide, Dataguide, 대신증권 Research Center  
 주: 컨센서스 제공 증권사 3개 기업 이상 기준

그림 3. 반도체 이익수정비율 -28.42%. 10월초 대비 33.65%p 반등



자료: FnGuide, Dataguide, 대신증권 Research Center  
 주: 컨센서스 제공 증권사 3개 기업 이상 기준

그림 4. 시총가중 이익수정비율 반등 기여 상위 종목

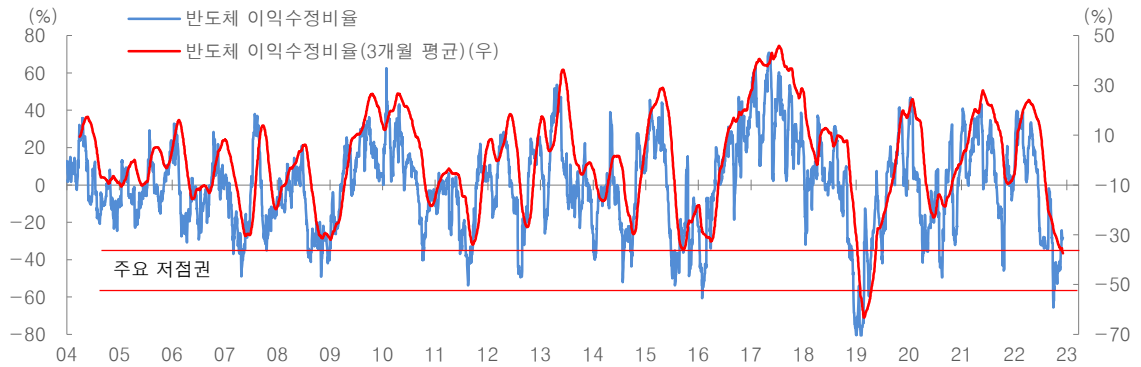


자료: FnGuide, Dataguide, 대신증권 Research Center

**반도체 이익수정비율 반등에도 아직 안심하기 이른 시기. 시클리컬 업종의 본격적인 하락 시작**

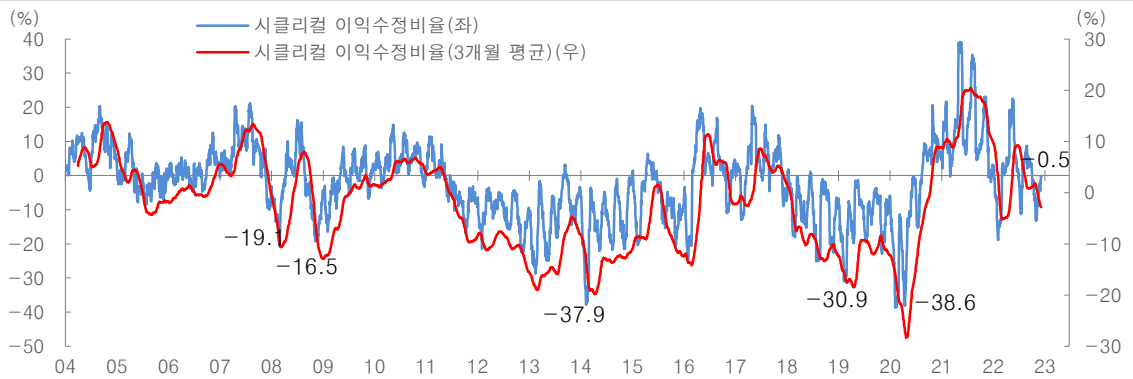
- 반도체 이익수정비율은 2004년 이후 주요 저점권에 위치하고 있어 추가 하락은 제한적일 것으로 기대할 수 있다. 문제는 시클리컬 업종이다. 시클리컬(에너지, 화학, 비철/목재, 철강, 건설, 기계, 조선, 운송) 업종 이익수정비율은 -0.5%로 10월 초 0.4%대비 소폭 하락에 그친 상황이다. 3개월 이동평균 기준으로 -2.8%로 10월초 대비 -4%p 하락했다.
- 글로벌 고강도 긴축 사이클 지속에 따라 경기하방압력이 강해지고 침체 가능성이 높아질 수 밖에 없는 환경이다. 경기 경착륙/침체 과정 속에서 한국 수출 경기 타격도 불가피한 상황에서 수출 증가율 마이너스 국면이 본격적으로 전개되고 있다. 한국 수출 증가율이 마이너스권을 지속한 2008~2009년, 2012년, 2014~2015년, 2019년을 보면 시클리컬 업종의 이익수정비율도 가파른 하락세를 항상 기록했다. 당시 시클리컬 업종의 이익수정비율은 각각 -19.1%, -16.5%, -37.9%, -30.9%로 평균적으로 -26%로 하락했다. 현재 -0.5%대비 격차(25.5%p)가 상당히 크다. 경기 둔화국면임을 감안할 때 시클리컬 업종의 이익수정비율 추가 하락이 불가피하며 KOSPI 12개월 선행 EPS도 추가 하락이 뒤따를 것으로 예상된다.

**그림 5. 반도체 이익수정비율 장기 추이. 2004년 이후 주요 저점권에서 반등**



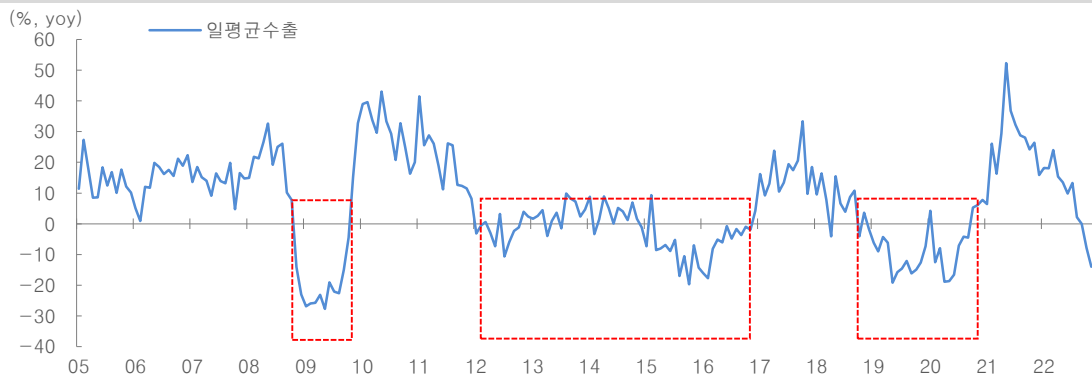
자료: FnGuide, Dataguide, 대신증권 Research Center  
 주: 컨센서스 제공 증권사 3개 기업 이상 기준

**그림 6. 실물경기 둔화 우려에도 시클리컬 이익수정비율은 오히려 플러스권으로 반등 시도**



자료: FnGuide, Dataguide, 대신증권 Research Center  
 주: 컨센서스 제공 증권사 3개 기업 이상 기준. 시클리컬은 에너지, 화학, 비철/목재, 철강, 건설, 기계, 조선, 운송 평균. 차트 내 수치는 이익수정비율(좌) 기준

**그림 7. 한국 일평균 수출 증가율 마이너스 국면마다 시클리컬 이익수정비율 급락. 향후 글로벌 경기 둔화세 확대 속에 수출 경기 추가 악화 가능성 높아 시클리컬 이익수정비율 추가 하락 예상**

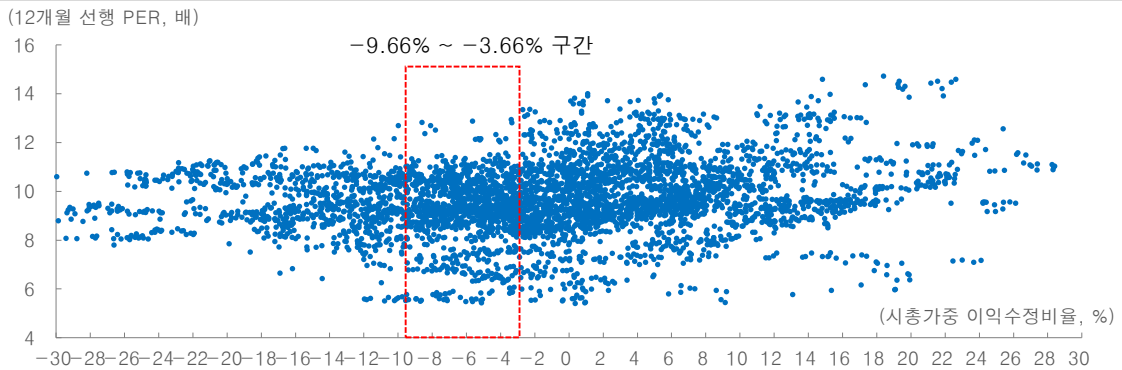


자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

**낮아지는 이익 눈높이에서 높아질 증시 하방압력**

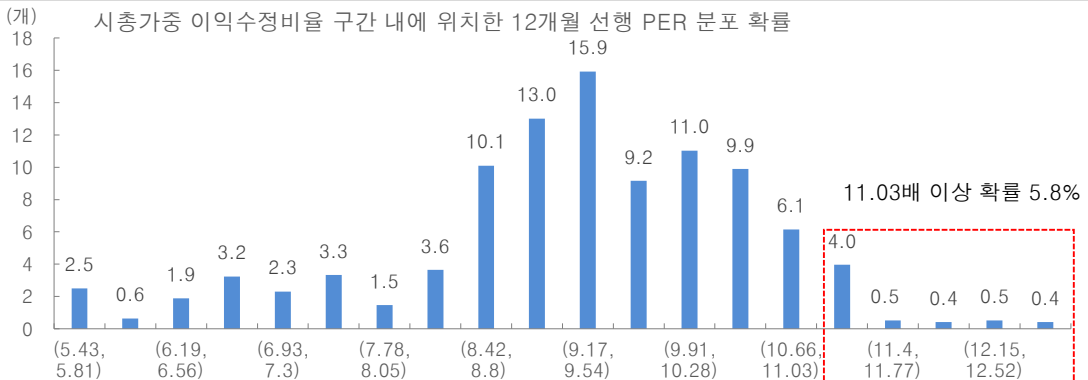
- EPS 전망 하향지속에도 11월 KOSPI 반등세로 12개월 선행 PER는 11월에 11.62배까지 레벨업된 바가 있다. 최근 4거래일 연속 하락에 따른 증시 부진으로 PER은 11.04배로 내려왔으나 11배 이상 영역은 올해 고점권으로 여전히 부담스러운 수준이다. 현재 KOSPI 시총가중 이익수정비율 수준을 봤을 때도 11배 이상은 확률적으로도 나타나기 어려운 현상이다. 현재 시총가중 이익수정비율 -6.66%에서  $\pm 3\%p$  구간에 12개월 선행 PER 분포를 보면 2004년 이후 11.03배 이상은 56번으로 확률상 5.8%에 불과했다. 반면, PER 8.42배 이상 10.28배 미만 확률은 59.2% 수준이다.
- 종합하면 1) 경기 경착륙/침체가 더욱 가시화되면서 실적 우려가 특히 시클리컬 업종에 본격적으로 반영되면서 이익수정비율의 추가 하락은 불가피할 것으로 예상된다. 2) 뒤따라 KOSPI 이익전망치 하향조정도 지속될 수 밖에 없을 것이다. 3) 결국 이익 전망치 하락시 가격(증시)이 떨어져야 밸류에이션 부담을 덜어낼 수 있기 때문에 이 과정에서 KOSPI 하방압력이 높아질 가능성이 더 크다고 판단한다.

**그림 8. 2004년 이후 12개월 선행 PER, 시총가중 이익수정비율 분포. 현재 시총가중 이익수정비율 -6.66%에서  $\pm 3\%p$  구간 PER을 보면 최저 5.43배에서 최대 12.89배까지 분포**



자료: FnGuide, Dataguide, 대신증권 Research Center

**그림 9. 현재 12개월 선행 PER 11.03배. 시총가중 이익수정비율 -9.66% ~ -3.66% 구간 내에 11.03배 이상 확률은 5.8%에 불과**



자료: FnGuide, Dataguide, 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: 김정윤, 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.

---