



성장이 희소해진다. 컨셉의 변화를 고민할 때

1. 이익사이클의 하락 전환, 기저효과 소멸로 이익 성장 둔화

- 유니버스 200종목의 2Q OP YoY +81.8%, 1Q(+123.1%)보다 낮아짐
- 2분기 이익이 사상 최대치였음에도 시장의 반응이 미온적이었던 이유
- 하반기 계절성을 고려하면, 향후 이익증감률은 계속 낮아질 것
- 이익사이클 하락국면 22년까지 지속

2. 성장의 희소성, 더 빨리 나타날 수도 있다

- 2분기 실적시즌 전후로 이익 전망치 상향 조정 속도 둔화
- 1분기보다 어닝서프라이즈 강도가 낮았기 때문
- 반도체가격 하락, 배터리 리콜 등은 향후 전망치 하향 조정 요인
- 성장이 희소해지며, 장의 성격 또한 변할 전망
- 이익사이클 하락국면 22년까지 지속

3. 이익보다는 매출성장 or 느리지만 안정적인 성장에 주목

- 이익사이클 둔화 국면에서 이익에 대한 관심은 낮아질 것
- 증시의 관심이 옮겨갈 수 있는 대안은 1) 매출, 2) 안정성
- 상반기보다 하반기 매출증가율이 높을 것으로 예상되는 업종/종목 관심
- 상반기는 강한 단기 임팩트가 주목받은 시기, 꾸준함은 소외
- 이익모멘텀이 둔화되는 국면이라면 꾸준함에 대한 평가 달라질 것

1. 이익사이클의 하락 전환, 기저효과 소멸로 이익 성장 둔화

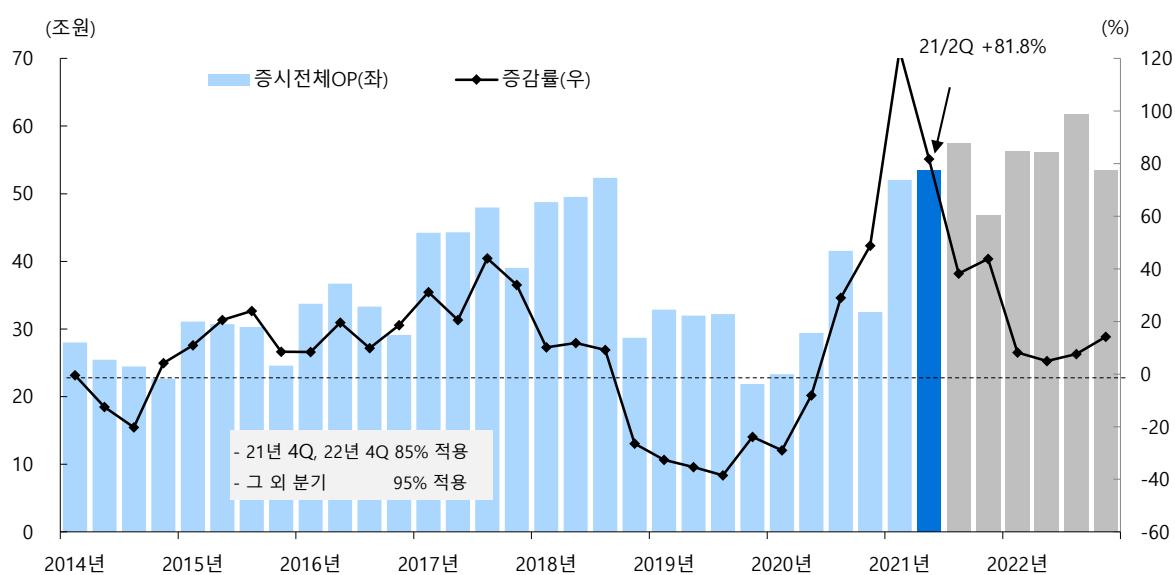
지난 1분기 유니버스 200종목의 영업이익은 51.7조원으로 18년 3분기(52.2조원)에 이어 역대 2번째로 높았다. 코로나 19로 인한 20년 1분기 이익부진이 기저효과로 작용한 탓에 이익 증감률은 +123.1%로 높았다. 그리고 올 2분기 이익은 53.7조원으로 사상 최대치를 경신했다. 하지만 증시 반응은 미온적이었다.

1분기보다 어닝서프라이즈 강도가 낮았고, 1분기보다 이익증감률이 낮아졌기 때문으로 풀이된다. 2분기 영업이익증감률은 +81.8%로 수치 자체는 높았지만 1분기 보다는 낮았다. 현재 전망치 3분기 증감률은 +45.5%, 4분기 증감률은 +69.2%로 예상되고 있는데, 최근 전망치 흐름과 어닝쇼크의 계절성을 고려, 각각 5%, 15%의 할인을 적용할 경우 3분기는 +38.3%, 4분기는 +43.8%로 낮아지게 된다. 참고로, 유니버스 200종목 기준 역대 4분기 최대이익은 17년 4분기의 39.0조원인데, 현재 21년 4분기 전망치는 55.0조원이다.

한편, 22년 증감률은 +10% 내외로 예상되고 있다. 3~4분기 실적이 전망치를 하회한다면, 기저효과에 의해 높아질 여지는 있으나, 이 경우 22년 전망치에 대한 신뢰도도 함께 낮아질 것이다. 어쨌든 분명한 것은, 한국증시의 이익사이클이 하락 국면에 있다는 점이다.

[차트1] 작년 하반기 이후 빠른 속도로 높아진 이익증감률은 1분기를 고점으로 하락 전환

22년까지 이익사이클의 하락 국면 이어질 전망



2. 성장의 희소성, 더 빨리 나타날 수도 있다

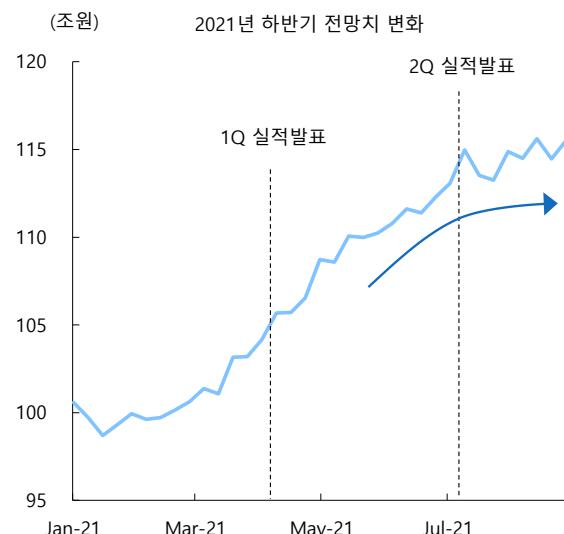
1분기의 경우 삼성전자+SK하이닉스를 제외한 나머지 종목의 전망치달성을 높았다. 각 기업의 실적 Review 자료는 호평 일색이었고, 목표주가의 상향과 함께 차기 분기 전망치의 상향 조정이 이어졌다.

하지만 2분기 어닝시즌은 그렇지 않았다. 1분기보다 어닝서프라이즈의 강도가 낮았고, 어닝서프라이즈를 기록한 종목의 숫자도 적었다. 삼성전자+SK하이닉스를 제외한 나머지 종목의 2분기 전망치 달성을 103% 수준(1분기 122%)으로 전망치를 소폭 상회하는 데 그쳤다. 그리고 하반기 전망치는 더 이상 상향 조정되지 않고 있다.

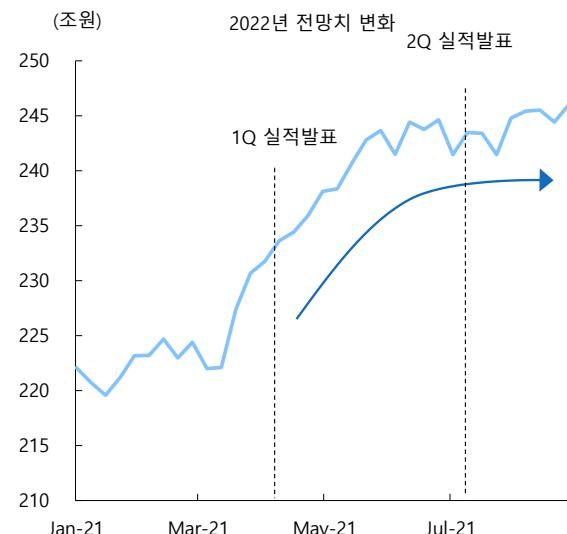
반도체 가격에 대한 전망이 부정적으로 바뀌면서, 반도체의 전망치가 소폭 하향 조정됐고, 이는 곧 증시 전체 전망치 하향 조정으로 이어졌다. 최근 발생한 배터리 리콜은 빠른 속도로 상향 조정되던 화학 업종의 전망치 하향 조정 요인이 될 것으로 보인다.

1~2분기와 같은 이익증감률은 다시 보기 힘들다. 그리고 최근의 전망치 흐름과 하반기 계절성을 고려하면, 성장이 희소해지는 상황은 생각보다 빨리 나타날 것이다. 이는 지난 1년간의 흐름과는 다른 장의 모습이 펼쳐질 것으로 전망하는 이유다.

[챠트2] 21년 하반기 전망치, 2Q 실적이 전망치를 상회했음에도 불구하고 추가 상향 조정 제한되는 모습



[챠트3] 22년 전망치는 2Q 실적 발표 이전부터 상향 조정 속도 둔화



3. 이익보다는 매출 성장 or 느리지만 안정적인 성장에 주목

이익사이클을 둔화국면에서의 선택지는 1) 매출 2) 안정성의 2가지로 제시한다. 지난 1년간 증시 전체 이익의 증가(혹은 회복)는 기저효과를 바탕으로 한 대형주를 중심으로 진행됐다. 반대로 이익증감률이 낮아지면 이익에 대한 관심도 낮아지게 되는데, 이 과정에서 증시 포커스가 옮겨 갈 수 있는 대안 중 하나가 매출이다.

상반기보다 하반기 매출증가율이 높을 것으로 예상되는 업종으로는 정유, 건설, 해운, 호텔/레저, 미디어/엔터 등이 꼽힌다. 종목별로는 일부 화학주와 IT HW 내 중소형주가 다수 눈에 띠며, SK하이닉스가 포함된 것이 특징적이다. 호텔/레저, 항공 업종은 업황의 회복이 확인될 경우 접근이 가능할 것이다.

안정성이 높은 업종/종목 또한 관심의 대상이다. 지난 1년간 단기 임팩트가 강한 종목이 주목을 받은 반면, 꾸준한 종목은 상대적으로 소외되는 모습을 보였는데, 증시 전체의 이익모멘텀이 둔화되는 국면이라면 이들에 대한 평가가 달라질 수 있다. 대표 업종으로는 은행, 건설, 전자/부품, 음식료, 통신서비스 등을 꼽을 수 있으며, 이들은 전망치에 대한 신뢰도가 높다는 점이 공통점으로 발견된다. 하반기 어닝쇼크의 계절성을 고려한다면, 좋은 대안이 될 수 있을 것이다.

[챠트4] 하반기 매출액 증가가 눈에 띠는 종목

이익사이클 둔화 국면에서 관심의 대상

코드	종목	업종	매출액증감률(%)	
			1H	2H
A066970	엘앤에프	전자/부품	104.5	277.0
A293490	카카오게임즈	인터넷/게임	27.9	116.0
A218410	RFHIC	전자/부품	45.7	107.6
A230360	에코마케팅	미디어/엔터	31.5	83.8
A028670	팬오션	해운	45.7	78.4
A010950	S-Oil	정유	39.4	72.0
A010060	OCI	화학	38.2	50.8
A336370	솔루스첨단소재	전자/부품	23.9	68.8
A020150	일진메티리얼즈	전자/부품	13.4	53.8
A000660	SK하이닉스	반도체/장비	19.0	48.3
A004020	현대제철	철강	20.1	32.4
A035900	JYP Ent.	미디어/엔터	7.0	28.6
A047040	대우건설	건설	5.0	23.9
A096770	SK이노베이션	정유	12.0	56.9

주: 유니버스 200종목 기준, 호텔/레저, 항공 업종 제외

자료: Dataguide, 유안티증권

[챠트5] 상반기는 임팩트가 주목받은 시기

하반기는 꾸준함에 대한 평가 높아질 것

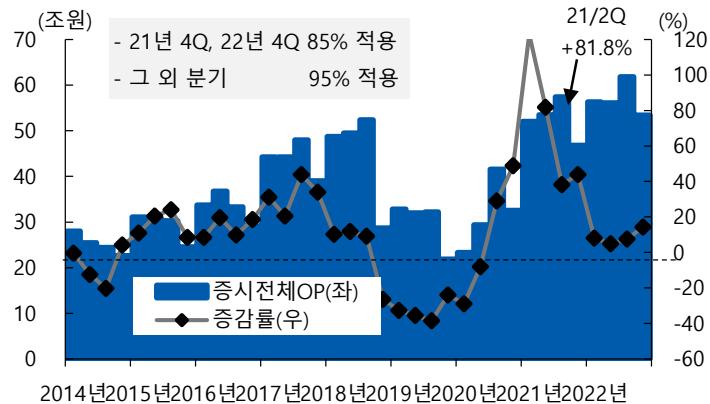
임팩트	분기별 이익증감률 (단위: %)					
	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
화학	61.5	367.9	694.0	314.3	77.0	185.4
해운	570.8	1,771.8	1,493.9	548.8	408.8	142.1
자동차	적전	44.5	108.9	358.6	흑전	49.4
섬유/의복	1.2	3.4	122.2	475.9	74.8	76.4
디스플레이	흑전	흑전	흑전	흑전	144.2	21.3
자동차부품	2.3	20.7	38.2	1,147.6	6.0	0.9
꾸준함	분기별 이익증감률 (단위: %)					
	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
은행	9.7	8.2	34.5	49.2	12.9	17.7
건설	0.7	32.0	23.0	16.0	29.0	186.6
전자/부품	11.2	105.2	51.1	61.5	36.6	46.9
음식료	28.6	15.5	12.1	-5.0	1.0	13.6
통신서비스	17.4	33.6	22.4	21.2	14.2	21.4
반도체/장비	67.2	35.5	47.9	51.7	42.2	101.4

주: 유니버스 200종목 기준

자료: Dataguide, 유안티증권 리서치센터

Key Chart

이익증감률 하락전환, 22년까지 사이클 하락 국면 이어질 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

22년 전망치는 2Q 실적발표 이전부터 상향 조정 속도 둔화



자료: 유안타증권 리서치센터

상반기는 임팩트가 주목받은 시기, 하반기에는 꾸준함에 대한 평가 높아질 것

꾸준함	분기별 이익증감률 (단위: %)					
	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
은행	9.7	8.2	34.5	49.2	12.9	17.7
건설	0.7	32.0	23.0	16.0	29.0	186.6
전자/부품	11.2	105.2	51.1	61.5	36.6	46.9
음식료	28.6	15.5	12.1	-5.0	1.0	13.6
통신서비스	17.4	33.6	22.4	21.2	14.2	21.4
반도체/장비	67.2	35.5	47.9	51.7	42.2	101.4

주: 유니버스 200종목 기준

자료: 유안타증권 리서치센터