

KDB DAEWOO DAILY

2013. 2. 8 (금)

코스피지수 (2/7)	1,931.77P(-4.42P)
코스닥지수 (2/7)	501.78P(-0.78P)
KOSPI200지수 3월물	254.35P(-0.15P)
중국상해종합지수 (2/7)	2,418.53P(-15.95P)
NIKKEI225지수 (2/7)	11,357.07P(-106.68P)
원/달러 환율	1,088.30(+0.20)
엔/달러 환율	93.61(-0.01)
국고채 수익률 (3년)	2.72(0.00)
유가(WTI) (2/7 17:37)	96.92(+0.11)
국내주식형수익증권(2/6)	674,766억원(-3,089억원)
해외주식형수익증권(2/6)	254,686억원(-432억원)
고객예탁금(2/6)	173,251억원(-1,789억원)
신용잔고(2/6)	41,087억원(-336억원)

주간 차이나 마켓 네비게이션
중국 소득분배 정책과 주도주 전환

크레딧시황
Credit Weekly

시분석
위험 선호도를 활용한 ETF 투자 전략

주간 상품시장
WTI와 브렌트의 엇갈린 행보

관심지표
다가오는 춘절, 중국인 관광객 증가에 거는 기대

기업분석
삼성생명[매수] - 정길원: 충분 조건을 기다리며...
신한지주[매수] - 구용욱: 성장이라는 해법을 찾아서
KB금융[매수] - 구용욱: 순이자마진 안정 효과를 기대하며
하나금융지주[매수] - 구용욱: 복잡한 과거, 명료한 미래
현대중공업[매수] - 성기종: 신뢰성 회복이 최우선
NHN[매수] - 김창권: 복잡한 상황이지만 '선'(Line)만 보고 가자
LS[매수] - 박원재: 막연한 기대보다 확신이 필요한 시점
한미약품[매수] - 김나연: 미운 오리 백조되다
동원산업[매수] - 백운목: 2013년 사상 최고 어기는 계속된다
실리콘웍스[매수] - 황준호: 사업 다각화가 절실한 시점
OCI머티리얼즈[중립] - 조우형: 새로운 성장 엔진이 필요하다

주체별 매매동향

KOSPI200 선물시장 통계

주가 지표

글로벌 경제 허재환 02-768-3054 jaehwan.huh@dwsec.com
 최홍매 02-768-3439 hongmei.cui@dwsec.com

중국 소득분배 정책과 주도주 전환

중국 본토증시는 다음주 춘절 연휴를 앞두고 단기적으로 소강 국면에 진입할 것으로 예상된다. 춘절 이후를 내다본다면 부동산 관련 산업에서 소비관련 산업으로의 주도주 전환 가능성을 찾을 수 있다고 판단한다.

이번 주 국무원은 소득분배 정책을 발표했다. 특징은 분배보다는 저소득층의 소득 증대에 초점을 두었다는 점이다. 전혀 새로운 내용은 아니지만 중국 정부의 개혁의지를 재차 피력했다는 점과 소득 확대에 대한 기대가 유효하다는 점, 그리고 기존 주도주(은행/부동산)의 피로가 나타나고 있다는 점에서 소비재로의 관심이 가능해 보인다.

중국/홍콩 증시

상하이 종합지수는 10주째 상승

상해종합지수는 10주째 올랐다. 상해종합지수는 2012년 5월 이후 최고치를 기록하였다 하지만 주 중반 이후 상승 폭이 현저히 둔화되었다. 반면, 홍콩 항셱지수와 H지수는 해외 주식시장의 조정을 빌미로 약세로 반전되었다.

본토증시는 1, 2선 도시들의 부동산 가격 상승이 추가적인 규제로 이어질 것이라는 우려와 인민은행이 인플레이를 경계하면서 조정을 받았다. 그러나 전반적으로는 호재가 더 많았다. ① 국무원에서 소득분배 가이드라인을 발표, 저소득층의 임금상승이 이어질 것이라는 기대가 높아졌다. ② 증감위 인사가 2013년 상반기까지 기업 IPO가 없을 것이라고 언급했다. ③춘절을 앞두고 중앙은행이 대규모로 유동성을 공급하였다.

홍콩증시는 정다그룹이 평안보험 주식을 매입했다는 점이 호재로 작용했다. 하지만 페트로 차이나(H주)의 대규모 유상증자 소식과 본토 부동산 규제 우려로 하락했다.

전망과 전략

춘절 이후 관전 포인트는 전인대, 소비 확대 관련 정책강화 예상으로 소비재에 대한 관심유효

중국 본토증시는 다음주 춘절 연휴를 앞두고 단기적으로 소강 국면에 진입할 것으로 예상된다. 춘절 이후 관전 포인트는 3월 전인대다. 부동산에 대해서는 규제를 언급할 가능성이 높은 반면 소비 확대와 관련된 정책이 강화될 수 있다는 점에서 주가 상승세는 주춤하더라도 소비재에 대한 관심은 유효해 보인다.

표 1. 중화권 증시 동향 (2월 7일 기준)

티커	지수 (pt)	등락률 (%)	거래량 (백만주)	거래대금 (백만달러)	상승종목수 (개)	하락종목수 (개)	시가총액 (백만달러)	PE (x)	
상해종합지수	SHCOMP Index	2,418.53	1.39	11,721	16,844	460	462	2,744,145	13.3
상해A	SHASHR Index	2,531.35	1.38	11,625	16,763	415	457	2,729,704	13.3
상해B	SHBSHR Index	284.40	2.39	95	81	45	5	14,441	15.2
심천종합지수	SZCOMP Index	956.73	2.19	4,173	6,585	851	615	601,749	27.7
심천A	SZASHR Index	997.62	2.26	4,093	6,503	815	604	586,449	18.8
심천B	SZBSHR Index	845.01	-2.89	80	82	36	11	15,300	20.1
홍콩항셱	HSI Index	23,177.00	-2.33	2,021	10,193	21	27	2,943,042	11.9
항셱H	HSCEI Index	11,681.96	-3.70	1,663	2,339	8	32	593,614	9.7
대만가권	TWSE Index	7,906.65	0.72	3,807	3,170	266	413	741,317	25.2

주1: PE는 Trailing EPS 기준, 주2: 홍콩항셱, 홍콩H주의 상승 및 하락 종목 수는 지수편입 종목기준, 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

**소득분배 가이드라인이 발표,
새로운 정책은 아니지만 신
지도부의 개혁의지를 확인**

**저소득층 소득증대와 관련된
정책들과 향후 금리 자율화 정책
예상**

**고소득층 소득 제한 정책,
기준에 국유기업에 속했던 부의
재 분배를 위한 개혁안 포함**

오랫동안 기다렸던 소득분배 가이드라인 발표

중국 주식시장은 단기적으로는 조정 국면에 진입한 듯 하다. 그러나 정부의 개혁을 위한 노력은 지속되고 있다. 단적인 증거가 2월 4일 중국 국무원이 소득분배 가이드 라인을 발표한 것이다. 이번 소득분배 정책이 새로운 것은 아니다. 소득분배 정책은 당초 2012년 당대표대회를 전후로 나올 예정이었기 때문이다. 그러나 3월 전인대를 한달 정도 남겨둔 시점에서 발표되었다. 어쨌거나 신 지도부의 개혁 의지를 볼 수 있는 대목이다.

국무원이 발표한 “소득분배제도 개혁에 관한 심화 의견 통지”라는 발표 안에는 소득증대와 고용, 세제, 부정부패 방지 등 다양한 내용이 포함되었다. 핵심 내용은 두 가지다.

우선 저소득층의 소득증대 측면에서는 ① 18차 당대회에서 언급되었던 전체 국민소득을 2020년까지 2010년의 두 배로 늘릴 방침을 재차 강조했고, ② 최저임금을 2015년까지 도시 평균 임금의 40%까지 인상하고, ③ 2015년까지 민간 기업들의 단체협상을 통한 임금을 결정하는 비중을 80%까지 늘리는 계획이다. 또한 ④ 예금자들의 이익을 확대하기 위해 시중 은행들의 금리 자율화 정책이 추가될 방침이다.

다음으로는 고소득층 소득 제한 정책이다. ① 2015년까지 국유기업의 자본수익에 대한 국가납부 비중(일종의 배당)을 5%p 인상하고, ② 국유기업 고위 관리직의 연봉 인상률을 일반 직원의 인상률 이하로 제한하고, 각종 비용을 통제하는 등 그 동안 불균형 요인으로 지목되었던 국유기업의 몫을 줄이겠다는 의도이다.

표 2. 국무원이 발표한 “소득분배개혁 계획 심화를 위한 의견” 내용

내용	대상	세부내용
소득증대	전체 국민소득	2020년까지 2010년의 두 배로 증가
	최저임금	2015년까지 최저임금을 해당지역 종업원 평균임금의 40% 이상으로 인상(현재 35% 수준), 단체협상을 통해 임금협정을 체결하는 기업비율 80%이상 확대
	기타 소득	재정지출 중 사회보장과 민생보장 부문의 지출을 증가
고용	고용	은행들의 자유로운 예금금리 책정 허용 방안 마련, 주민들의 기타 소득 증대 근로자에 대한 고용기회 공정하게 부여, 근로자 직업 직업훈련 지원
농촌문제	농촌소득	빈민층 240만 명을 이주, 연 소득 2,300위안(41만원)이하 빈민층 수를 8,000만 명으로 감소
	호적 및 토지	부동산 개발을 위한 토지수용 시 적절한 보상을 지급 도시로 이주하는 농민들의 호적문제를 개선할 예정
국유기업 개혁	국가납부비율 인상	2015년까지 국유기업의 자본수익에 대한 국가 납부비율을 현재수준(10% 미만)보다 5% 인상, 증액된 부분의 일정액은 민생 개선에 사용
	고위직 연봉	임금 총량제와 임금수준 관리제도를 도입 국유기업 고위 관리직의 연봉인상률은 일반 직원의 평균 인상률을 하회 고위 관리직의 월급 외 수입을 규범화, 직무비용, 차량사용 및 업무비용 통제
세제	소득세	개인 소득세를 조정, 탈세와 재산내역 허위신고를 단속
	부동산세	고위직의 자산의 해외 불법 이전 등을 적극적으로 적발 부동산세 시범지역을 확대
	상속세	거래 대상 별로 세금을 차등화하여 고가주택 매매 시 더 많은 세금을 부과 부동산 투기와 탈세 방지를 위한 전국적으로 통일된 주거증 제도를 실시
부정부패		상속세를 도입하는 방안 검토
기타		모든 관리들의 소득, 부동산, 투자에 대한 상세하고 정확한 보고서를 작성 배우자, 자녀에 대한 정보도 파악
		거짓보고 등 위법행위에 대해서는 강력한 처벌 실시
		외지기업에 취직한 외국인에 대한 주식배당 및 보너스 소득세 감면 취소 소수민족에 대한 재정 지원도 강화

자료: 언론보도 취합, KDB대우증권 리서치

소득분배 정책은 긍정적, 중국의 사회안정 추구에 도움이 될 것

긍정적, 그러나 역시 실행이 문제

기본적으로 이러한 소득분배 정책은 긍정적이다. 중국의 각종 개혁과제 중에서 소득불균형을 해소하여 사회안정을 추구하는 것이 가장 시급한 문제이기 때문이다. 2010년 중국 금융의 가계조사에 의하면 상위 10%가 전체 자산의 80%이상을 차지하고 있다. 지니계수도 마찬가지다. 통상 지니계수가 0.4을 상회하면 사회불안을 생성하고, 0.5는 폭동 같은 극단적인 사회갈등을 초래할 수 있다고 여겨진다. 국가통계국의 공식 지니계수는 0.491인 반면 중국 내부적으로 자체 조사된 지니계수(시난재경대학교)는 0.61에 달한다.

현 시점에서 소득분배 정책은 두 가지 긍정적인 의미와 한 가지 한계가 있다고 판단된다.

분배보다 소득 확대에 집중, 특히 저소득층의 소득확대가 지속될 것

1) 분배보다는 소득 확대: 국유기업들의 배당 확대와 은행들의 예금금리 자율화는 일부 국유기업들과 은행에는 부담이다. 하지만 국유기업들에 대해서도 인상 자체를 규제하기 보다는 직원들과 임원과의 격차를 줄이는 정도다. 게다가 최저임금 인상과 단체 협상을 통한 임금 인상이라는 부분을 보면 중국 정부의 초점이 소득 확대에 있음을 알 수 있다. 이는 저소득층의 소득 확대 추세가 지속될 수 있음을 시사한다.

전인대에서 논의될 정책들을 예고, 신지도부의 개혁의지를 확인

2) 개혁 의지: 다음주 춘절 이후 3월 전인대를 앞두고 각종 상무위원회가 열리게 된다. 이번 소득분배 정책은 전인대에서 논의될 정책들의 큰 방향을 의미한다. 당대표대회 이후 개혁 의지를 보였던 시진핑 정부의 의도를 재차 확인할 수 있다. 필자의 소견으로는 소득분배와 관련된 추가적인 정책들이 전인대 전후로 나올 가능성이 높다. 중국 정책의 특성상 빠르지는 않아도 변화의 의지는 분명해 보인다.

기득권 층의 저항은 가장 큰 변수; 진행과정에서 진통과 시간이 필요

3) 한계는 기득권층의 저항: 소득분배안 실행의 가장 큰 변수는 기득권층의 저항이다. 일부 중앙국유기업 고위직들은 연봉 조절방안에 대해 강하게 반발하고 있다. 중국의 특성상 국유기업은 실질적으로 공산당이 지배하고, 국유기업의 고위관리도 당에서 임명하는 등 철저히 공산당의 통제 속에서 운용된다. 국유기업의 개혁은 한마디로 기득권층의 이익을 포기 한다는 의미인데 이는 진행되더라도 상당한 진통과 시간이 필요해 보인다.

그림 1. 공식 발표에 비해 실제 중국 지니 계수는 높을 듯

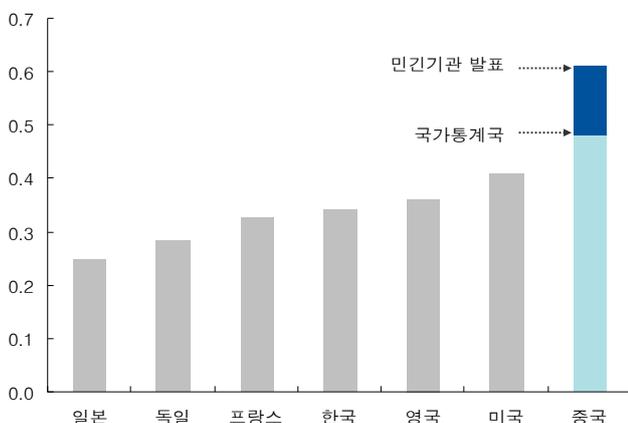
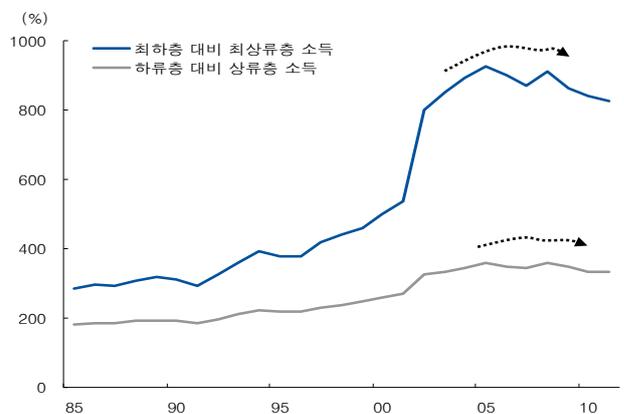


그림 2. 더 이상 확대되기 어려운 중국의 소득 격차



주: 2010년 기준, 자료: 국가통계국, 시난재경대학교, UNDP, KDB대우증권 리서치

자료: CEIC, KDB대우증권 리서치

단기 모멘텀 약화 국면에서 주도주 전환 가능성

이러한 소득분배 개혁이 시장에 미치는 영향과 시사점을 정리하면 다음과 같다.

소득분배 개혁안은 장기적인 과제, 증시의 단기 모멘텀과는 거리가 있음

1) 단기 모멘텀과는 거리가 있어: 사실 중국의 소득분배 개혁안은 전혀 새로운 것은 아니다. 게다가 실제 내용을 들여다 보면 기존에 언급되었던 과제들이다. 분명히 방향은 바람직하지만 실효성에 대한 의구심이 남아 있다. 게다가 최근 중국 본토증시가 10주째 쉬지 않고 올라 정책기대가 단기적인 시장에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 국무원도 “소득분배 개혁은 각계각층의 이해관계가 복잡하게 얽혀있는 복잡한 작업”임을 인정하면서 “단번에 완성될 수 없다”고 밝혔다.

전인대의 정책 방향은 부동산은 규제, 소비는 확대; 도시화와 소득확대 정책은 강화 예정

2) 정책 방향은 부동산은 규제, 소비는 확대: 지난 연말 이후 홍콩과 중국 본토증시 상승을 견인한 것은 소비재도 일부 있긴 했지만 금융(은행/증권)과 일부 소재/산업재였다. 부동산 시장의 개선을 반영한 주가 흐름이었다고 이해할 수 있다. 하지만 주가 상승에 따른 피로를 감안할 때 주도주가 부동산에서 소비재로 순환될 가능성을 생각해 볼 수 있다. 또한 춘절 연휴가 끝나면 3월 전인대를 앞두고 된다. 자연스럽게 3월 전인대에서는 부동산에 대해서는 전면적은 아니더라도 원론적인 측면에서 규제를 언급할 가능성이 있다. 반면 도시화와 소득 확대 정책은 강화될 가능성이 있다.

저소득층의 소득 증대로 음식료/제약/유통 등 소비관련 주에 관심 필요

3) 소비주로의 관심: 부동산 규제는 은행주와 건설관련 업종에 부담 될 수 있다. 또한 소득분배 차원에서 사치품 소비도 다소 주춤할 가능성이 있다. 반면 저소득층의 소비 확대 기대가 있는 만큼 필수소비와 관련된 산업에 대한 관심은 가능해 보인다. 상류층보다 저소득층의 소비에 초점이 맞추어 진다면 음식료/제약/유통주로의 관심도 가능해 보인다.

표 3. 중국 본토와 홍콩 H 최근 주가 상승률 상위 종목

순위	중국 본토증시 주가 상승률 TOP20					홍콩 H주 주가 상승률 TOP20				
	종목명	산업	등락률(%)			종목명	산업	등락률(%)		
			1M	3M	1Y			1M	3M	1Y
1	중항 전자	자본재	56.7	54	52.1	민생은행	은행	19.8	54.5	54.7
2	베이인메이 식품	음식료	41.7	45.7	37.2	룽웬 에너지	유틸리티	17.4	32.9	18.9
3	민생은행	은행	40.6	89.9	82	창청 자동차	자동차	14.1	24.5	128.3
4	팡정증권	증권	39.9	51.8	51.4	시턱은행	은행	8.4	30.4	3.9
5	저장 룡성	소재	39.0	42.3	32	화녕 전력	유틸리티	8.1	26.1	61
6	웨이푸 테크	자동차	37.4	50.7	35.3	농업은행	은행	7.1	22.7	9.9
7	핑안 은행	은행	34.1	61.3	31.8	교통은행	은행	4.9	12.3	-0.6
8	아우동 제약	제약	33.5	60.4	35.9	중국은행	은행	4.7	16.6	13.1
9	초상증권	증권	33.3	43.3	30.3	차이나 오일필드	에너지	4.6	20.3	27.1
10	창안 자동차	자동차	31.3	53.3	112.2	안후이 콘크리트	소재	3.9	11	16.7
11	엔타이 제이루이	에너지	31.2	35.6	81.5	시턱 증권	증권	3.8	36.4	32.5
12	웅타이 에너지	에너지	30.9	50.4	62.8	초상은행	은행	1.5	24.4	1.8
13	오리엔탈 그룹	자본재	30.4	41.9	24.9	PICC 보험	보험	1.4	14.8	8.1
14	썬잉 제약	헬스케어	29.3	27	79.4	ZTE	기계	1.3	18.6	-35
15	중항 에어라인	자본재	29.0	53.7	45.1	에어 차이나	운송	0.8	25.3	5
16	상하이 자화	소매업	25.8	18.9	89	둥펑 모터	자동차	0.3	21.5	-14.6
17	싼이 중공업	자본재	25.4	37.3	-6	건설은행	은행	0.3	8.7	3
18	라이보우 테크	기계	25.0	18.3	2.7	차이나 건설	소재	-0.5	16.1	32.6
19	젠서 에너지	소재	24.8	46.4	23.6	공상은행	은행	-0.7	9.6	4.8
20	하이통 증권	증권	24.3	41	55.3	차이나 텔레콤	통신	-1.6	-4.8	-2.1

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

주요 섹터별 흐름: 본토는 산업, 필수 소비재, 헬스케어 섹터가 지수대비 강세

그림 3. CSI 300지수 주간 섹터별 등락률

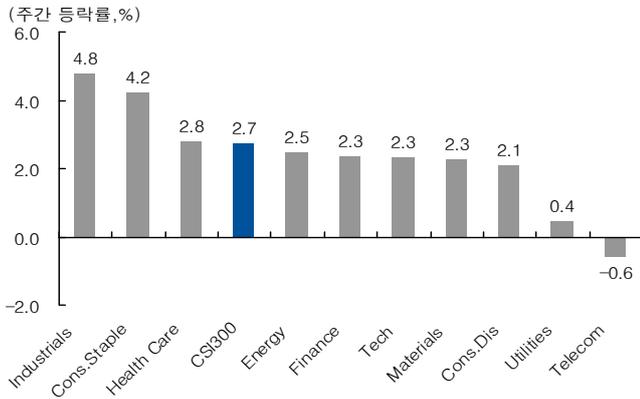
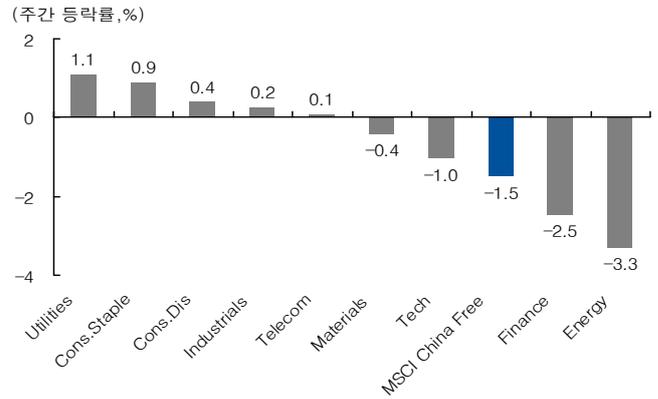


그림 4. MSCI China 주간 섹터별 등락률



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 주간, 월간 홍콩H 편입종목 중 상승률/하락률 상위 10대 종목

Rank	종목	티커	업종	5D	1M	Rank	종목	티커	업종	5D	1M		
1	시노펙 상하이석유화학	338 HK Equity	화학	6.6	8.5	1	중국석유화학(시노펙)	386 HK Equity	정유	-	8.1	-	4.6
2	북경국제공항	694 HK Equity	인프라	6.3	14.1	2	신화에너지	1088 HK Equity	석탄	-	7.8	-	10.1
3	위교방직	2698 HK Equity	의류	4.4	26.6	3	광주부력부동산	2777 HK Equity	부동산	-	7.1	-	12.2
4	CNOOC 유전서비스	2883 HK Equity	정유	2.4	9.3	4	ZTE 통신	763 HK Equity	통신	-	6.9	-	0.9
5	청도맥주	168 HK Equity	맥주	2.1	-1.7	5	중국생명보험	2628 HK Equity	보험	-	6.3	-	7.4
6	중국전신	552 HK Equity	통신	1.5	2.6	6	강서동업	358 HK Equity	금속	-	6.3	-	6.1
7	상해전기	2727 HK Equity	전기	0.9	-10.0	7	중국석탄에너지	1898 HK Equity	석탄	-	5.8	-	7.2
8	중국국제항공	753 HK Equity	항공사	0.8	0.5	8	중국교통은행	3328 HK Equity	은행	-	5.8	-	3.5
9	중국해운컨테이너(CSCL)	2866 HK Equity	운송	0.0	-3.6	9	중국 알루미늄	2600 HK Equity	금속	-	5.6	-	6.6
10	마안산철강	323 HK Equity	철강	-0.4	-11.1	10	화병국제전력	902 HK Equity	전력	-	5.3	-	7.4

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 5. 중국 원자재/금리/환율 동향

항목구분	상품	티커	5D%	1M%	3M%	12M	YTD%	52주 고가%	52주 저가%
	친황다오 석탄 가격	CLSPCHQI Index	0.0	-0.1	-2.9	-20.1	-24.3	-20.7	0.0
	중국 철광석 수입 가격	CIOWQIND Index	1.9	1.0	22.5	0.0	1.9	-2.8	51.4
	중국 Rebar Spot 가격	cdspdrav index	1.0	0.4	1.4	-10.4	-10.9	-12.6	11.9
상해 선물	구리 선물	cu3 comdty	0.0	2.1	6.0	-2.3	7.8	-2.9	11.4
	알루미늄 선물	AA3 comdty	-1.0	-1.1	-1.1	-6.9	-4.8	-7.5	0.3
	이형봉강 선물	RBT3 Comdty	-0.1	2.8	9.5	-7.2	-6.3	-8.0	20.8
	금 선물	AUA3 comdty	0.5	2.2	-2.8	-5.2	6.0	-6.9	7.6
	연료유 선물	FO3 Comdty	3.7	3.5	6.5	-2.4	3.4	-7.5	13.3
대련 선물	옥수수 선물	AC3 Comdty	0.0	0.2	3.5	3.4	8.8	-1.1	8.2
	대두 선물	AK3 Comdty	-0.3	2.3	0.8	11.1	12.5	-3.1	14.4
	폴리에틸렌	pol3 Comdty	1.8	1.1	8.5	10.5	22.6	0.0	24.9
정주 선물	백색 원당	cb3 Comdty	-0.6	-5.6	1.1	-19.0	-10.2	-21.1	4.2
	소맥(강력분)	vn3 Comdty	-0.0	-1.9	2.6	6.5	7.7	-2.6	7.7
금리	PBOC 3개월 금리	pboc3m index	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	PBOC 1년물 금리	pboc1yr index	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	은행간 Repo 1일물	rp01 index	1.34	2.03	1.03	0.88	-1.39	-1.60	2.03
	은행간 Repo 7일물	rp07 index	0.86	1.10	0.88	0.38	-2.28	-1.83	1.94
환율	USD/RMB Spot	usdcny curncy	0.23	0.15	-0.16	-0.96	-0.98	-2.43	0.29
	USD/RMB 12개월 NDF	ccn+12M curncy	0.18	0.22	-0.44	1.01	-0.97	-2.08	0.83

주: 선물은 3개월 기준, 금리는 %p, 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 6. 주요종목 (2월 7일 기준)

Sector	종목	티커	5D%	1M%	3M%	6M%	YTD%	52주 고가%	52주 저가%
에너지	CSI 에너지	SH000908 Index	2.5	7.1	16.2	10.5	1.3	-14.4	27.6
	패트로차이나	601857 CH Equity	0.0	2.7	6.6	4.6	-4.9	-12.6	9.3
	시노펙	600028 CH Equity	-2.4	-0.1	10.2	11.1	-3.9	-10.6	19.0
	중국선화에너지	601088 CH Equity	0.7	-1.0	9.1	7.8	-2.4	-12.1	17.5
	중국석탄에너지	601898 CH Equity	0.9	5.3	17.1	13.6	-9.4	-19.3	22.5
	연주광업	600188 CH Equity	5.3	8.6	8.9	1.2	-13.4	-26.5	25.6
소재	CSI 소재	SH000909 Index	2.3	5.2	15.6	7.0	11.8	-11.0	24.4
	중국알루미늄	601600 CH Equity	2.7	2.9	11.8	4.3	-17.3	-30.0	16.2
	바오산 철강	600019 CH Equity	2.8	3.6	10.8	11.0	6.2	-2.8	26.5
	자금광업	601899 CH Equity	0.8	2.9	1.6	-2.3	2.1	-17.9	10.5
	안강스틸	000898 CH Equity	0.8	-3.6	16.3	12.0	-12.1	-20.5	21.2
	강서동업	600362 CH Equity	-0.1	7.6	28.2	18.5	21.3	-4.2	35.4
산업재	CSI 산업재	SH000910 Index	4.8	8.1	22.4	17.8	4.5	-9.4	28.4
	다친철도	601006 CH Equity	-0.4	6.4	17.6	17.6	-4.0	-7.0	22.6
	중국철도그룹	601390 CH Equity	3.8	0.6	15.8	29.4	31.0	-2.4	37.5
	중국코스코 홀딩스	601919 CH Equity	0.9	-4.7	6.2	-1.1	-8.1	-25.9	15.6
	중국국제항공	601111 CH Equity	2.2	7.0	26.3	22.5	-4.4	-16.1	34.4
	중국해운컨테이너(CSCL)	601866 CH Equity	-1.5	5.2	16.9	15.9	8.2	-20.1	30.8
경기소비재	CSI 경기소비재	SH000911 Index	2.1	7.6	19.6	17.2	14.9	-2.4	26.8
	동풍자동차	600006 CH Equity	-0.3	7.1	14.8	10.0	1.3	-21.1	20.9
	상해차	600104 CH Equity	1.8	1.7	27.1	25.5	21.6	-2.6	51.5
	쑤닝가전	002024 CH Equity	1.8	2.4	7.7	1.4	-14.1	-35.7	25.0
	GD 미디어	000527 ch equity	0.0	0.0	0.0	0.0	-25.0	-37.5	0.2
필수소비재	CSI 필수소비재	SH000912 Index	4.2	-0.7	-4.7	-8.2	-3.9	-17.2	12.8
	귀주모태	600519 CH Equity	3.5	-12.2	-21.1	-24.1	-4.2	-29.5	5.7
	칭타오맥주	600600 CH Equity	4.6	2.2	10.0	4.3	1.6	-16.0	16.1
	브라이트 유업	600597 CH Equity	16.5	20.4	30.3	35.6	30.2	0.0	41.2
의료제약	CSI 의료제약	SH000913 Index	2.8	12.6	15.8	12.2	25.3	0.0	32.4
	원난바이아오	000538 CH Equity	-1.3	13.0	15.6	18.6	42.5	-2.2	55.3
	지린아오동 제약산업	000623 CH Equity	23.2	33.6	64.3	49.4	47.7	0.0	87.0
금융	CSI 금융	SH000914 Index	2.3	13.7	37.8	35.1	38.4	-1.8	43.6
	중국공상은행	601398 CH Equity	-1.6	4.6	11.6	13.9	2.1	-3.1	19.0
	중국건설은행	601939 CH Equity	-1.6	5.2	14.0	20.4	7.7	-3.7	27.7
	중국생명보험	601628 CH Equity	-2.5	-5.3	12.0	5.9	13.9	-8.3	25.1
	중국평안보험	601318 CH Equity	8.8	15.4	35.9	24.4	52.4	-0.6	48.5
	CITIC증권	600030 CH Equity	1.0	17.5	42.2	29.9	57.9	-2.6	56.4
	해통증권	600837 CH Equity	11.7	32.5	52.9	35.8	79.4	0.0	71.0
	중국만과	000002 CH Equity	-1.1	17.4	41.8	42.1	59.0	-6.2	54.3
	보리부동산	600048 CH Equity	-1.5	-5.5	15.6	19.9	30.2	-8.9	48.5
기술	CSI 기술	SH000915 Index	2.3	6.3	7.5	0.2	0.8	-12.8	21.5
	뉴소프트	600718 CH Equity	2.9	14.6	21.0	14.6	9.7	-4.7	38.0
	레노보	992 HK Equity	9.9	19.5	27.4	43.8	71.2	0.0	65.2
통신	CSI 통신	SH000916 Index	-0.6	5.9	12.1	-3.2	-28.5	-28.9	22.7
	중국유나이티드통신	600050 CH Equity	3.3	6.3	7.5	0.8	-29.0	-25.5	17.7
	차이나 텔레콤	728 HK Equity	-2.1	-2.6	-3.3	-9.8	-6.6	-15.9	25.5
	차이나모바일	941 HK Equity	0.0	-3.9	-1.0	0.6	12.3	-7.9	11.1
전력	CSI 전력	SH000917 Index	0.4	4.0	12.0	12.0	4.3	-1.5	16.8
	다탕국제발전	601991 CH Equity	-0.9	6.5	3.6	-4.0	-17.1	-27.0	13.8
	GD전력	600795 CH Equity	-0.7	7.8	15.8	14.9	-0.4	-1.4	21.9

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

Credit Weekly

주간 크레딧 금리 및 스프레드 동향

크레딧 시장의 전반적인 금리 하락 분위기는 금주에도 이어졌으며 크레딧 스프레드도 대체적으로 축소세를 보였지만 축소폭은 미미한 수준에 그쳤다. 만기별로 2년물의 크레딧 스프레드만 소폭 확대를 보였고 그 외 만기 구간에서는 1~2bp 정도의 축소세를 나타냈다. 특히 장기물의 강세가 단기물보다 두드러지게 나타나며 장단기 스프레드는 1~3bp 축소를 보였다.

유로존의 정치적 불확실성 등 대외적 불안요인이 재차 등장하고 국고채에 대한 외국인들의 현·선물 매수로 인하여 국고 3년 금리는 다시 기준금리와 역전현상이 일어났다. 이런 저금리 하에 상대적으로 금리매력이 높은 크레딧채권에 대한 투자수요 우위는 지속되고 있다. 따라서 2월에는 우호적인 수급 여건을 바탕으로 크레딧 시장은 지속적인 강세를 나타낼 것으로 판단된다.

표 1. 주간 크레딧 채권 금리 및 스프레드 변동 (2월 7일 종가 기준)

(%, bp)

구분	금리				전주대비 크레딧 스프레드 변동					장단기 스프레드		전주대비 변동	
	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	5-3Y	5-1Y	5-3Y	5-1Y	
특수채	한전채	2.78	2.81	2.88	3.00	-1	1	0	0	12	22	-2	0
	도로, 수자원	2.79	2.83	2.89	3.00	-1	1	0	-1	11	21	-3	-1
	일반공사 AAA	2.81	2.85	2.91	3.02	-1	1	0	0	11	21	-2	0
은행채	산금채	2.76	2.80	2.84	3.00	-1	1	-1	1	16	24	0	1
	중금채	2.77	2.81	2.86	3.02	-1	1	-1	1	16	25	0	1
	시은채 AAA	2.78	2.82	2.88	3.04	-1	1	-1	0	16	26	-1	0
	시은채 AA+	2.89	2.95	3.00	3.10	-1	1	0	0	10	21	-2	0
여전채	AA+	2.85	2.92	3.00	3.15	-1	0	-1	0	15	30	-1	0
	AA0	2.89	2.96	3.08	3.30	0	1	-1	0	22	41	-1	-1
	AA-	2.92	3.01	3.13	3.39	-1	0	-1	-1	26	47	-2	-1
	A+	3.28	3.32	3.55	3.85	-1	0	-1	-1	30	57	-2	-1
	A0	3.67	3.73	3.99	4.28	-1	0	-1	0	29	61	-1	0
	A-	4.41	4.43	4.69	4.97	-2	-1	-2	-1	28	56	-1	0
회사채	AAA	2.82	2.86	2.92	3.04	0	1	-1	-1	12	22	-2	-2
	AA+	2.85	2.91	2.97	3.09	-1	0	-2	-1	12	24	-1	-1
	AA0	2.89	2.95	3.03	3.16	0	1	-2	-1	13	27	-1	-2
	AA-	2.93	3.00	3.07	3.26	0	1	-2	-2	19	33	-2	-3
	A+	3.09	3.17	3.28	3.58	0	1	-1	-1	30	49	-2	-2
	A0	3.22	3.30	3.48	3.96	-1	1	0	0	48	74	-2	0
	A-	3.44	3.54	3.81	4.48	-1	1	-1	0	67	104	-1	0

주: 스프레드는 1/31일 종가 대비, 자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

**연초대비 점진적인 발행량
증가는 이어지고 있으나
금주에는 발행보다 만기물량이
더 크게 나타나며 순상환 기록**

주간 회사채 발행시장 동향

이번 주에는 4개 기업이 9건, 총 1조 100억원의 회사채 발행을 진행하였으며 연초 대비 발행 물량은 점진적인 증가세를 나타내고 있다. 하지만 금주에는 상환금액 대비 발행물량이 적은 수준이어서 순발행 기조를 보였던 발행시장은 다시 순상환으로 전환되었다.

2월 첫째 주에는 건설사들의 발행이 눈에 띄었다. GS건설은 2012년 10월 9일 이후 처음 회사채 발행에 나섰다. 3년 만기와 5년 만기 각각 3,200억원, 600억원 발행에 나선 GS건설은 우량한 신용등급에도 불구하고 0.2:1(3년물), 0.8:1(5년물)이라는 저조한 수요 예측 결과를 나타냈다.

SK건설은 1.6년물, 2년물 및 3년물의 단기물 위주로 발행을 하였다. A+의 SK건설은 1.6년물의 경우 0.4:1의 경쟁률로 수요미달을 보였지만 2년물과 3년물의 수요예측에는 미매각 물량이 없어 AA-의 GS건설 수요예측과 대조적인 모습을 보였다.

최근 풍부한 유동성 대비 회사들의 발행이 미미하여 높은 수요에도 불구하고 건설사들은 회사채 발행 시 저조한 수요예측을 나타내고 있어 여전히 건설업에 대한 시장의 불안감을 반영한 모습이다.

반면, SK에너지는 만기별로 1.07:1에서 2.20:1의 수요예측을 보이며 1월의 발행시장 강세 분위기를 이어갔다.

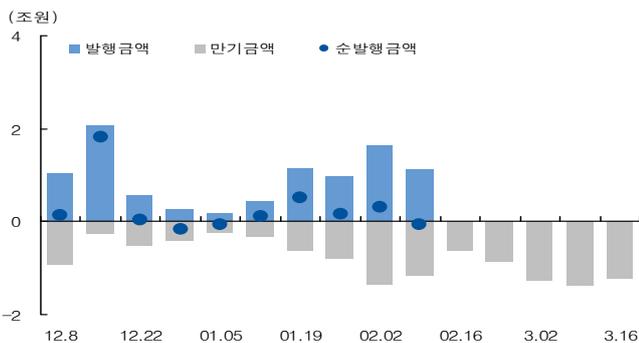
표 2. 주간 회사채 발행 내역

(억원, 년, %)

발행일	회사명	신용등급	금액	만기	발행금리	발행목적
2013-02-05	GS건설	AA-	3,200	3	3.54	운영 - 2,800억원, 외화 대출상환, 회사채 차환 - 1,000억원
2013-02-05	GS건설	AA-	600	5	3.70	운영 - 2,800억원, 외화 대출상환, 회사채 차환 - 1,000억원
2013-02-07	SK건설	A+	500	1.6	3.65	운영 - 700억원, 자재구매 및 공사 대금, 회사채 차환 - 1,300억원
2013-02-07	SK건설	A+	500	2	3.75	운영 - 700억원, 자재구매 및 공사 대금, 회사채 차환 - 1,300억원
2013-02-07	SK건설	A+	1,000	3	3.99	운영 - 700억원, 자재구매 및 공사 대금, 회사채 차환 - 1,300억원
2013-02-07	SK에너지	AA+	1,500	3	2.97	운영 - 2,000억원, PX공정신설, 회사채 차환 - 2,000억원
2013-02-07	SK에너지	AA+	2,000	5	3.12	운영 - 2,000억원, PX공정신설, 회사채 차환 - 2,000억원
2013-02-07	SK에너지	AA+	500	7	3.25	운영 - 2,000억원, PX공정신설, 회사채 차환 - 2,000억원
2013-02-08	동부제철	BBB0	300	1	8.70	회사채 차환 - 300억원

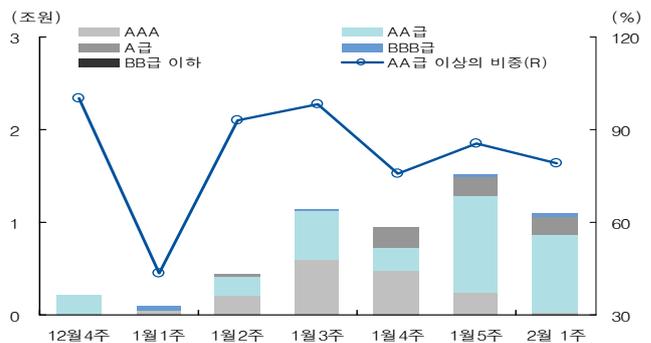
자료: 금융투자협회, Bloomberg, 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 발행현황: 만기금액 대비 발행량 부진하며 순상환 전환



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 발행등급: AA급 발행 활발



주: 지방공사채 포함, 자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

올해 들어 우량등급 회사채의 발행물량 적어 수요예측에서 높은 경쟁률 시현

올해 들어 무보증 회사채 발행시장의 특징적인 점은, 1조 8,000억원 발행량 가운데 미미각은 800억원에 불과했으며, BBB급의 특정 그룹사를 제외하고는 최소 1.07:1에서 최대 4.5:1까지 높은 경쟁률을 나타냈다는 점이다. 이처럼 최근 회사채에 대한 수요예측이 강세를 보인 이유는 몇 가지를 들 수 있다.

첫째, 전체적으로 공급물량이 적었다. 최근 3년간 1월 한달동안 무보증 회사채 발행 현황을 살펴보면, 2011년 1월 발행회사는 32개, 발행건수는 37건, 발행금액은 3조 4,480억 원에 달했다. 하지만 2013년 1월에는 발행회사 12개, 발행건수 18건, 발행금액 1조 8,000억 원으로 2년 전 대비 50% 이상 급감했다.

둘째, 지난해 9월 A급 웅진그룹 사태 이후 등급에 따른 양극화가 나타나면서 투자 수요가 많은 AA급의 회사채 발행 비중이 높았다. AA급 이상에 대한 회사채 발행비중은 2011년 1월 32.5%, 2012년 1월 49.6%에서 2013년 1월 70%까지 급증했다. 거래대금 측면에서도 AA급 비중은 2010년 상반기 36.5%에서 현재 57%까지 급증했다. 이는 연말 북클로징으로 감소된 거래대금과 일부 대기매수세가 적은 발행량 가운데서도 특히 AA급으로 몰렸기 때문으로 판단된다.

그림 3. 연도별 1월 한달간 회사채 발행 현황

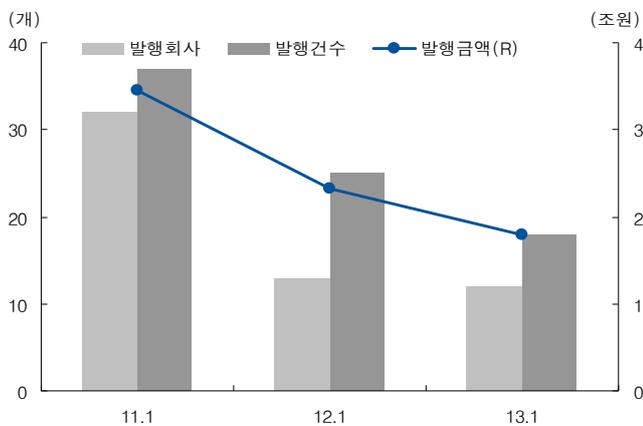


그림 4. 연도별 1월 한달간 AA급 이상 회사채 발행 현황

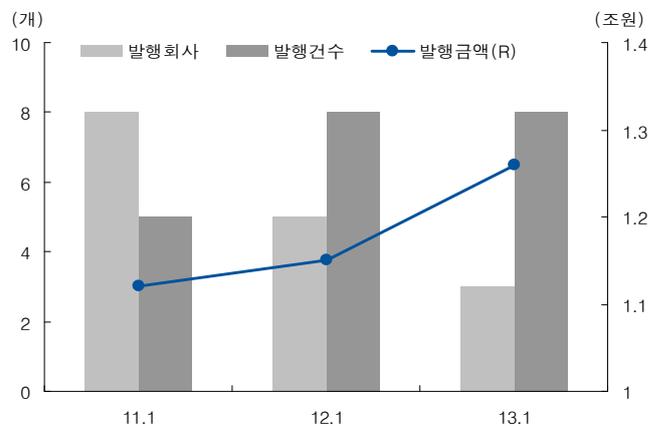


그림 5. 무보증회사채 거래대금은 연말대비 소폭 증가

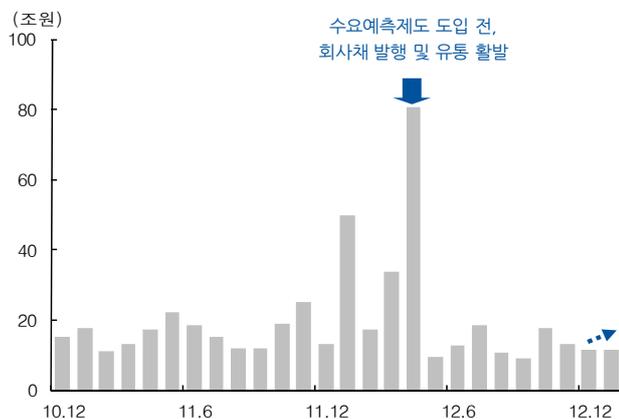
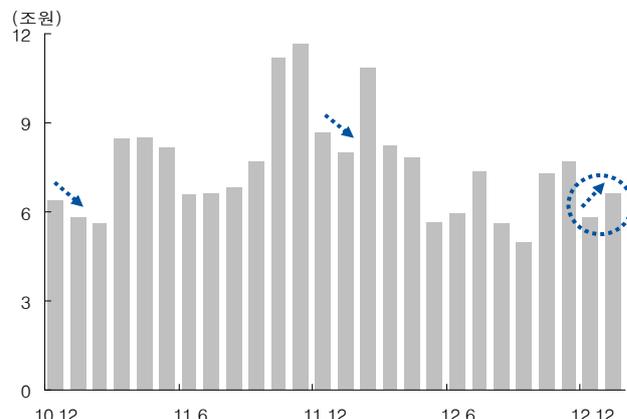


그림 6. 과거와 달리 올해 1월은 AA급 이상에 대한 거래대금 증가



자료: 전자공시시스템, 연합인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

자료: 전자공시시스템, 연합인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

2월 부진한 업황에 속한 기업들의 만기 도래 금액은 전체 대비 41.7%에 달함

한편, 2월 만기 도래하는 무보증 회사채는 25개사 3조 1,200억원으로 전월비 29% 증가한다. 만기 도래 금액은 현대상선 2,400억원, 한진해운 2,200억원, 현대산업개발 2,000억원 등 대부분이 1,000억원 이상으로 대규모 만기를 앞두고 있다.

주목해야 할 점은, 이번 달에는 건설, 해운, 조선, 항공 등 부진한 업황에 속한 기업들의 만기 금액이 1조 3,000억원으로 전체 만기금액의 41.7%에 달하고 있다는 것이다. 따라서 이들 산업에 속한 기업들의 차환물량 부담도 작지 않지만, 차환 발행 시 충분한 기관 수요 확보가 가능할 지도 관건이다.

이미 2월 들어 첫 회사채 발행을 나선 GS건설(AA-)과 SK건설(A+)의 수요예측에서 일부 발행물이 투자가의 외면을 받으면서 시장에서는 여전히 건설업종 투자에 대해서 부담스러워 하는 분위기를 나타냈다. 이에 따라서 우량 등급이라 할지라도 업종에 따른 기관 수요의 부익부 빈익빈 현상은 당분간 지속될 것으로 판단된다.

표 2. 2월 만기 도래하는 무보증 회사채

(억원)

종목명	만기일	만기금액
SK249-1	2013-02-01	1,500
현대증권28	2013-02-04	2,000
대한항공38-1	2013-02-04	1,000
동부건설241	2013-02-04	400
현대비앤지스틸189	2013-02-05	300
현대산업개발133	2013-02-08	2,000
현대상선173	2013-02-08	2,400
SK케미칼181-1	2013-02-12	300
LG이노텍25-1	2013-02-12	500
KT177-1	2013-02-12	2,400
SC금융지주1	2013-02-12	1,000
한진중공업123	2013-02-12	2,300
동부팜한농6	2013-02-12	400
한화196	2013-02-12	1,000
삼성물산95-2	2013-02-18	2,000
에스케이이엔에스4	2013-02-18	1,000
한진해운68	2013-02-18	2,200
SKC&C21	2013-02-19	500
신한금융지주55-1	2013-02-25	1,500
한화케미칼227	2013-02-25	2,000
대성홀딩스3	2013-02-26	400
코오롱글로벌132-1	2013-02-27	300
SK에너지16-1	2013-02-28	2,000
E121-1	2013-02-28	400
KT171	2013-02-28	1,000
두산건설66-1	2013-02-28	400
합 계		31,200

주: 지방공사채 제외, 자료: 키스넷, KDB대우증권 리서치센터

주간 회사채 유통시장 동향

연초 이후 이어지던 기관 순매수, 금주에는 대폭 감소

연초대비 증가 추세를 보이던 회사채 순매수는 이번 주 매우 저조한 모습을 보였다. 2월 6일 현재까지 회사채 순매수액은 전주 6,685억원의 7.5% 수준에 그치는 505억원을 나타냈다.

주체별 매수 동향을 보면 1월 들어 꾸준한 순매수를 보이던 은행과 기금은 금주 각각 205억원, 350억원의 순매도로 전환한 반면, 보험은 530억원을 순매수하며 전주대비 소폭 순매수액을 늘렸다. 기타법인의 경우 1월부터 꾸준히 순매수세를 이어오고 있으며 금주에도 617억원을 순매수 하였으나 지난 주 대비 매수 금액은 대폭 낮아진 모습이다.

만기별로는 5년 이하, 10년 이하에서 196억원, 644억원의 순매수 금액을 보였으며, 단기물인 1년 이하, 2년 이하 구간에서는 119억원, 261억원의 순매도를 나타내었다. 10년 이상 만기 구간의 초 장기물에 대한 수요는 없었다.

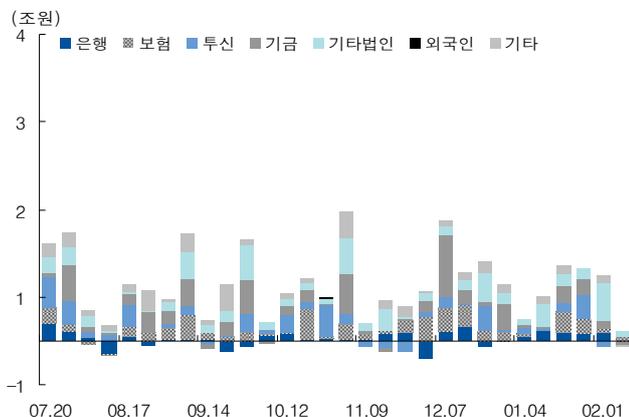
표 4. 민평 대비 상, 하위 주요 회사채 거래 동향

(억원, %, bp)

거래종목	신용등급	거래일	거래금액	민평	민평대비	만기일
상위 5선						
대한항공30-2	A0	2013-02-05	100	3.13	-23	2013-03-06
대한항공30-2	A0	2013-02-06	200	3.11	-18	2013-03-06
GS건설123	AA-	2013-02-04	100	3.09	-15	2013-04-05
엘지디스플레이20	AA-	2013-02-04	300	2.91	-10	2013-03-04
포스코건설46	AA-	2013-02-05	200	3.06	-9	2013-05-28
하위 5선						
현대산업개발141-1	A+	2013-02-06	130	3.97	21	2015-11-27
대한항공47-1	A0	2013-02-06	350	3.81	19	2017-10-08
무림피앤피29-2	A-	2013-02-01	200	4.34	18	2017-12-18
SK건설136	A+	2013-02-01	200	3.33	10	2013-04-16
대한항공46-1	A0	2013-02-06	600	3.32	9	2015-07-19

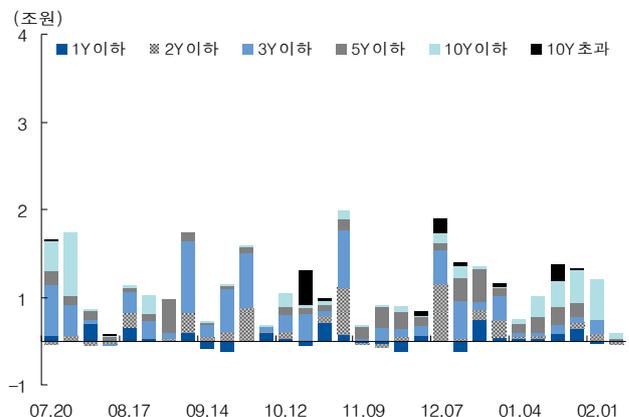
자료: 본드웍, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 주간 투자자별 회사채 순매수 추이



주: 이번 주 - 2/4~2/6, 자료: 연합인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

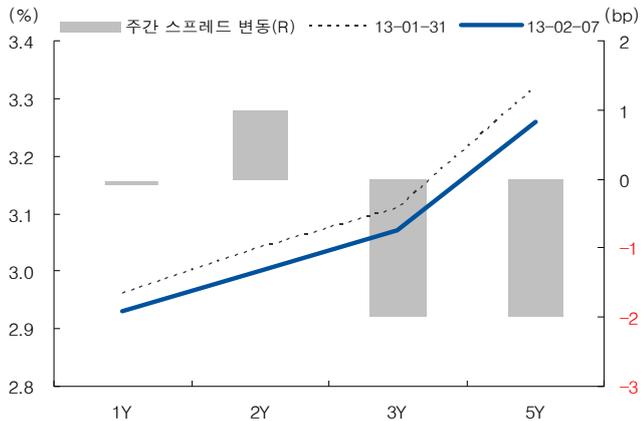
그림 8. 주간 만기별 회사채 순매수 추이



주: 이번 주 - 2/4~2/6, 자료: 연합인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

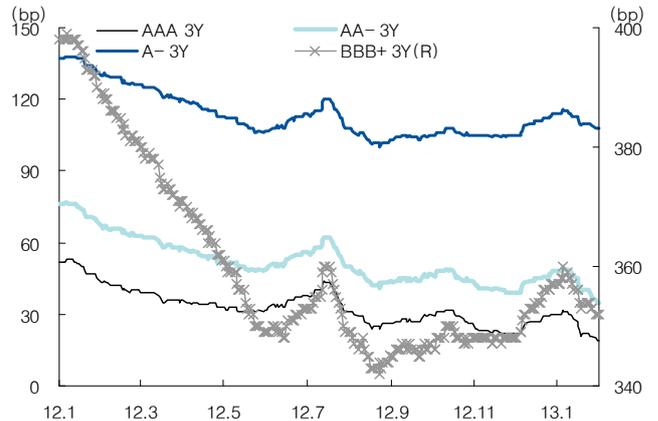
주요 회사채 지표의 주간 동향

그림 9. 주간 회사채 수익률곡선 (AA- 기준)



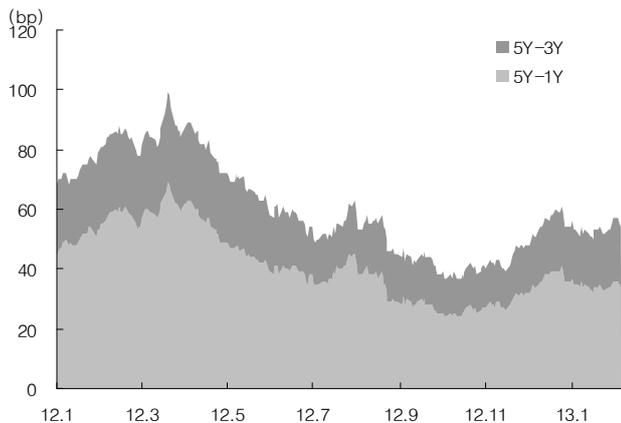
자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 회사채 등급별 신용스프레드 추이



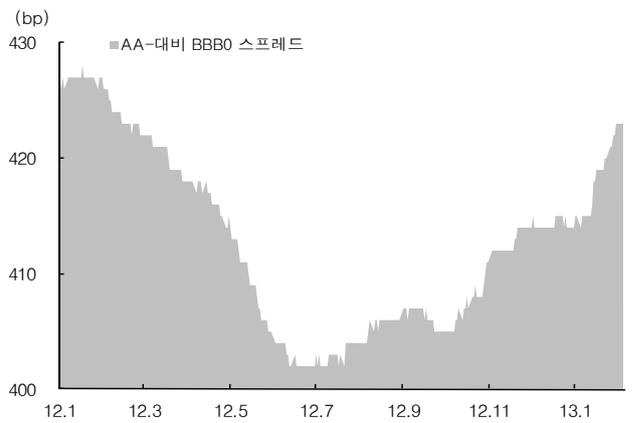
자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 회사채 장단기 스프레드 (AA- 기준)



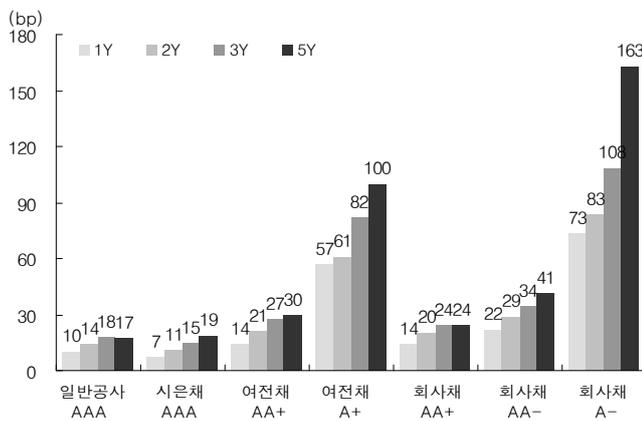
자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 회사채 우량 등급과 비우량 등급간 스프레드



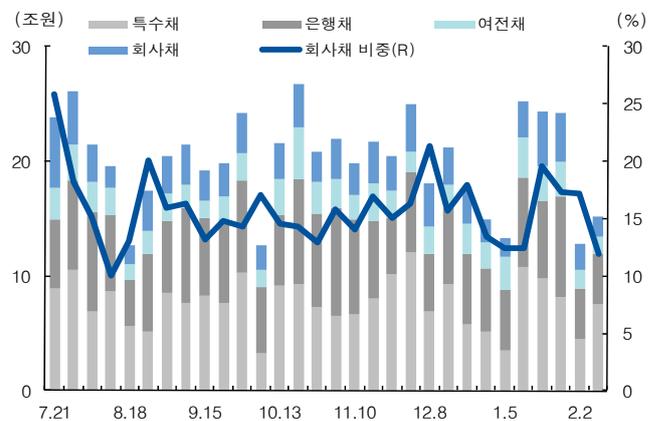
자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 회사채 섹터별 신용스프레드



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 주간 크레딧물 거래량 및 회사채 비중



자료: 연합인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

위험 선호도를 활용한 ETF 투자 전략

위험 선호도(Risk Appetite)는 투자자들이 위험 자산에 투자하고자 하는 정도를 정량화한 것으로 위험자산에 대한 수요를 의미한다. 위험 선호도가 증가하면 위험자산에 대한 수요가 증가하므로 위험자산 가격이 상승한다. 위험 선호도와 자산 가격의 관계를 분석하면 유용한 투자지표로 활용할 수 있다.

본 자료에서는 K200 바스켓 내 개별 종목들의 일간 수익률과 역사적 변동성 사이의 순위 상관계수(rank correlation)을 통해 한국 주식 시장의 위험 선호도를 측정했다.

위험 선호도를 주가 방향에 대한 선행 지표로 활용할 수 있는지 살펴본 결과 위험 선호도가 임계수준을 넘어서면 익일 주가 반전의 신호로, 위험 선호도 증감폭이 특정 수준을 넘어서면 익일 주가 모멘텀 신호로써 의미를 나타냈다.

위험 선호도를 통해 익일 K200에 대한 매수/매도 시그널을 발생시켜 각각 K200 ETF와 인버스 ETF에 투자했을 때 연 평균 수익률 17.2%, 승률 56%를 나타냈다.

위험 선호도(Risk Appetite)란?

위험 선호도는 투자자들의 위험 자산에 대한 투자 의지를 정량화

위험 선호도(Risk Appetite)는 투자자들이 위험 자산에 투자하고자 하는 정도를 정량화한 것으로 위험자산에 대한 수요를 의미한다. 위험 선호도는 각 개인들이 지닌 위험 추구 성향과 거시경제 환경 변화 또는 뉴스 및 이벤트 등에 따라 시시각각 변화하며 자산이 지닌 고유의 위험과 함께 자산의 위험 프리미엄을 통해 자산 가격에 영향을 미친다.

위험 선호도 증가는 위험 자산 가격을 상승 시키므로 유용한 투자 지표

위험 선호도가 증가하면 위험자산에 대한 수요가 증가하므로 위험자산 가격이 상승한다. 따라서 위험 선호도의 특성과 자산 가격과의 관계를 분석하면 위험 선호도를 통해 자산 가격 변화를 예측할 수 있으므로 투자 판단에 유용한 지표로 활용할 수 있다.

그림 1. 위험 선호도는 자산의 고유 위험과 함께 자산 가격에 영향

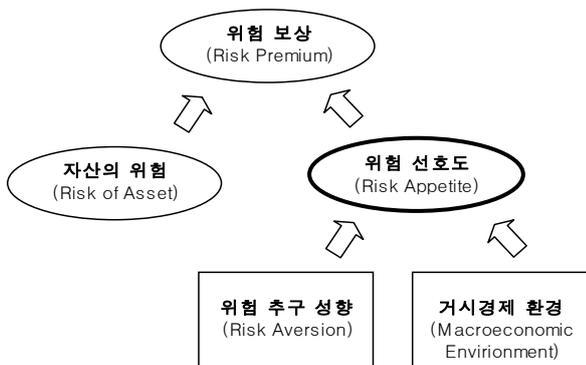


그림 2. 위험 선호도가 증가하면 위험 자산의 가격 상승



자료: "Measuring Investors' Risk Appetite" International Journal of Central Banking

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

위험 선호도 측정 방법

위험 선호도를 측정하는 방법은 직접적인 측정 방법과 간접적인 측정 방법으로 나뉜다.

위험 선호도는 설문을 통해 직접 측정 가능

직접적인 측정 방법은 설문을 통해 직접적으로 시장 참여자들의 위험 선호도를 취합하는 방식이다. 미국의 AAI(American Association of Individual Investors)가 대표적이며 매 주 회원들의 무작위 표본을 추출해 향후 6개월 간 주식시장의 상승/하락/횡보 의견을 물어 각 비율을 bullish/bearish/neutral 지표로 발표한다.

다양한 시장 데이터들을 위험 선호 대응치로 활용 가능

간접적인 측정 방법은 위험 선호도의 대응치(proxy)를 시장 데이터를 이용해 측정한다. Put/Call ratio, VIX, 폐쇄형 펀드(closed-end fund)의 할인율, 거래 회전율, 기업공개(IPO)의 상장일 평균 수익률 등이 대응치로 활용될 수 있다.

본 자료에서는 주식 시장에서의 위험 선호도를 측정하기 위해 주가 수익률과 주가 변동성의 상관관계에 주목했다. JP모건의 Persaud가 외환시장에서의 위험 선호도를 측정하기 위해 고안한 방식을 KOSPI200에 적용해 다음과 같이 일별 위험 선호도를 산출한다.

$$\rho = \frac{\sum (R_i - \bar{R})(V_i - \bar{V})}{[\sum (R_i - \bar{R})^2 \sum (V_i - \bar{V})^2]^{\frac{1}{2}}} \times 100$$

R_i : KOSPI200내 개별 주식 일간 수익률 순위, \bar{R} : R_i 의 평균
 V_i : KOSPI200내 개별 주식 일간 변동성 순위, \bar{V} : V_i 의 평균

K200 구성 종목들의 개별 수익률과 변동성 사이에 상관관계로 위험 선호도 측정

즉, KOSPI200 바스켓 내 개별 종목들의 일간 수익률과 역사적 변동성 사이의 순위 상관 계수(rank correlation)을 통해 한국 주식 시장의 위험 선호도를 측정할 것이다. 위 지표는 -100%에서 +100% 사이의 값을 갖고 변동성이 큰 주식의 수익률이 높을수록 +100%에 가까운 값을 갖는다.

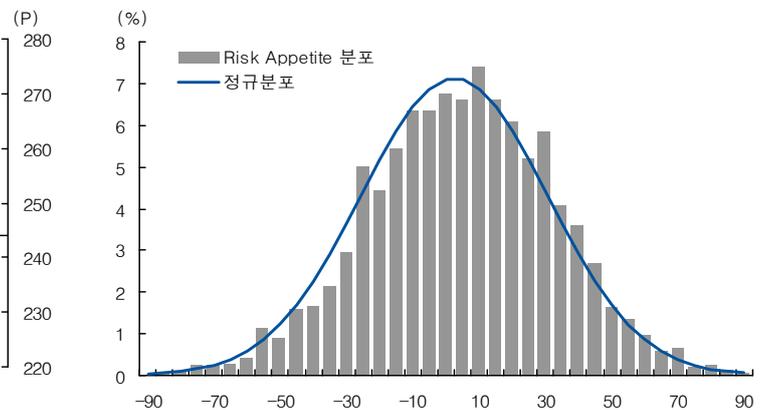
위험 선호도가 커지면 가격 변동성이 큰 주식에 대한 투자 수요가 증가함에 따라 변동성이 큰 주식의 수익률이 높아지므로 위험 선호도의 대응치로써 의미를 갖는다.

그림 3. 위험 선호도와 KOSPI200 지수의 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 위험 선호도 분포는 정규분포를 따름 (평균:2.4, 표준편차:28.0)



자료: KDB대우증권 리서치센터

위험 선호도와 주가 지수의 관계

위험 선호도와 일별 주가 수익률 등락 추이를 비교해보면 방향성과 레벨에서 매우 높은 유사성을 보인다<그림 5>. 위험 선호도에 의한 수급이 실제 주가에 미치는 영향력이 크다는 의미다.

위험 선호도가 극단치에 이르면 오히려 추세 반전 신호

위험 선호도가 양의 값을 가지면 주식 시장 상승에 대한 기대감이 높은 것을 의미하고 음의 값을 가지면 하락에 대한 기대감이 높은 것을 의미한다. 주식 시장이 상승을 지속하면 추가 상승에 대한 기대감이 커지므로 위험 선호도도 함께 증가한다. 하지만 위험 선호도가 극단치에 이르면 오히려 추세 반전의 신호로써 의미가 커진다.

위험 선호도의 레벨이 방향성보다 당일 주가에 대해 더 높은 설명력 지녀

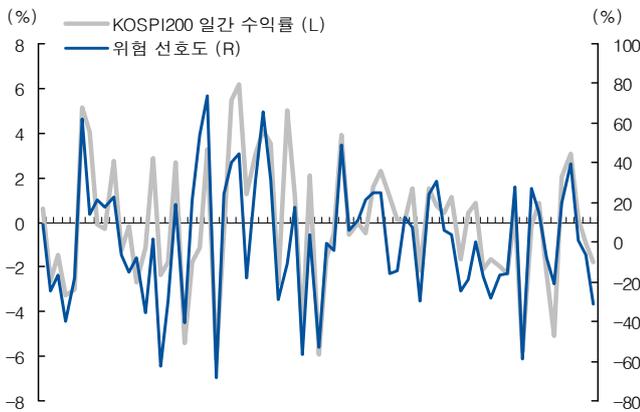
위험 선호도의 레벨과 방향성이 얼마나 당일 주가 움직임 대해 설명력을 가지는지 알아보기 위해 위험 선호도의 레벨과 방향성을 동행 지표로 활용한 전략의 누적 수익률을 계산해보았다. 레벨 전략은 위험 선호도가 0보다 크면 매수, 0보다 작을 때 매도를 가정했고 방향성 전략은 위험 선호도가 증가하면 매수, 감소하면 매도하는 것을 가정했다.

레벨 전략과 방향성 전략의 누적 수익률 모두 기하 급수적으로 상승해 위험 선호도의 높은 주가 설명력을 확인할 수 있고, 레벨 전략이 방향성 전략보다 높은 수익률을 나타내 레벨의 설명력이 더 높음을 알 수 있다<그림 6>.

현재 위험 선호도는 평균치를 소폭 하회하며 중립적인 위치

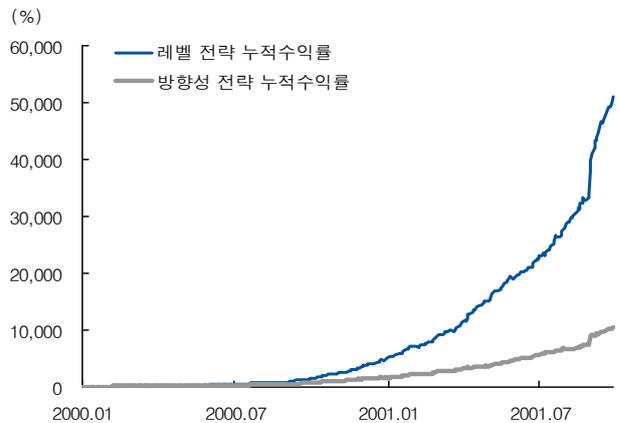
현재 위험 선호도는 1.11%로 평균치(2.39%)를 소폭 밑돌고 있어 중립적인 수준이다<그림 3>. 방향성은 중기적인 하락 추세에서 1월에 급락한 후 급반등해서 횡보하는 흐름을 보이고 있다. 최근 KOSPI 지수의 하락세가 지속됨에 따라 반등 기대감과 하락에 대한 우려가 공존하는 상황이다.

그림 5. 위험 선호도는 KOSPI200의 주가 수익률과 높은 유사성 나타내



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 동행지표로 활용 시 레벨 전략 수익률이 방향성 전략보다 탁월



주: 1) 레벨 전략은 위험 선호도 0 이상이면 매수, 위험 선호도가 0 이하이면 매도 가정
 2) 방향성 전략은 위험 선호도가 증가하면 매수, 위험 선호도가 감소하면 매도 가정
 자료: KDB대우증권 리서치센터

위험 선호도의 주가 선행 지표로써 활용 가능성

위험 선호도 레벨과 증감에 따른 향후 주가 수익률 분석을 통해 단기적인 주가 방향성의 선행 지표로써 위험 선호도의 활용성 가능성을 점검해보았다.

위험 선호도는 극단치에서 익일 주가 반전 신호로 활용

위험 선호도가 -60% 이하에서는 익일(T+1) 평균 수익률이 +0.4%로 반등했고 위험 선호도가 +80% 이상일 때는 T+1일에 수익률이 (-)로 반락했다<표 1, 2>. 따라서 극단치에서는 익일 수익률 반전 신호로 활용할 수 있다.

위험 선호도 증감은 익일 모멘텀 지속 신호로 활용 가능

위험 선호도 증가폭이 클수록 익일 수익률 상승폭 역시 컸다<표 3>. 위험 선호도가 감소할 경우에는 감소폭이 표준편차의 2배 이상으로 확대되면 익일 수익률도 하락세를 지속했다. 따라서 위험 선호도 증감은 익일 모멘텀 지속 신호로 활용할 수 있다.

표 1. 위험 선호도 레벨에 따른 KOSPI200 지수 수익률 추이 (0% 이하) (단위: %)

위험 선호도 레벨	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
-100 ~ -80	-0.47	0.34	-6.30	0.38	0.90	1.05	1.66	-0.18
-80 ~ -60	-0.29	-0.69	-4.68	0.48	1.21	-0.21	-0.31	0.64
-60 ~ -40	-0.09	-0.28	-2.78	0.00	0.00	0.26	-0.04	0.03
-40 ~ -20	0.17	0.24	-1.38	-0.08	-0.08	-0.03	0.12	-0.04
-20 ~ 0	0.15	0.25	-0.43	-0.05	-0.03	0.00	-0.05	0.02

주: 기준일(T)의 위험 선호도 레벨에 따른 전후 KOSPI200 지수 수익률 평균 추이

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 위험 선호도 레벨에 따른 KOSPI200 지수 수익률 추이 (0% 이상) (단위: %)

위험 선호도 레벨	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
0 ~ 20	0.17	0.11	0.35	-0.04	0.00	-0.06	-0.02	-0.03
20 ~ 40	-0.11	-0.27	1.17	0.07	0.03	-0.02	-0.01	0.05
40 ~ 60	-0.68	-0.27	2.08	0.17	-0.10	0.04	0.03	-0.03
60 ~ 80	-1.61	-1.87	3.60	0.41	-0.23	0.14	0.20	-0.56
80 ~ 100	-3.06	-2.11	5.19	-1.41	3.72	2.18	0.19	1.49

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. 위험선호도 증가 정도에 따른 KOSPI200 지수 수익률 추이 (단위: %)

위험 선호도 증가폭	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
+0.5 x 표준편차 이상	-0.01	-1.05	0.97	0.09	0.03	0.02	0.06	0.02
+1.0 x 표준편차 이상	-0.03	-1.31	1.17	0.13	0.05	0.08	0.08	-0.02
+1.5 x 표준편차 이상	-0.17	-1.71	1.25	0.14	0.09	0.11	0.10	-0.01
+2.0 x 표준편차 이상	-0.22	-2.07	1.25	0.20	0.12	0.01	-0.01	-0.03
+2.5 x 표준편차 이상	-0.39	-2.68	1.27	0.26	0.13	-0.02	0.05	-0.11

주: 1) 표준편차는 직전 20일간 위험선호도의 표준편차

2) 기준일(T)의 전일 대비 위험선호도 증가폭이 기준치를 넘었을 때 전후 KOSPI200 지수 수익률 평균 추이

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 4. 위험선호도 감소 정도에 따른 KOSPI200 지수 수익률 추이 (단위: %)

위험 선호도 감소폭	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
-0.5 x 표준편차 이하	0.00	0.99	-0.89	0.05	0.06	0.03	0.01	0.02
-1.0 x 표준편차 이하	-0.09	1.17	-1.08	0.11	0.10	0.06	0.01	0.02
-1.5 x 표준편차 이하	-0.13	1.33	-1.33	0.05	0.16	0.13	-0.01	0.05
-2.0 x 표준편차 이하	-0.37	1.41	-1.70	-0.13	0.27	0.11	0.12	0.08
-2.5 x 표준편차 이하	-0.32	1.53	-2.14	-0.10	-0.07	0.15	0.28	0.08

자료: KDB대우증권 리서치센터

위험 선호도를 활용한 ETF 투자 전략

위험 선호도와 익일 주가 관계를 이용해 매수 신호와 매도 신호를 발생시킬 수 있다.

매수 신호는 ① 위험 선호도 증가폭이 직전 10일 표준편차의 2배 이상이거나 ② 위험 선호도가 10일 이동평균+ 표준편차 이상일 경우 발생한다. 매도 신호는 ① 위험 선호도 감소폭이 직전 10일 표준편차의 2배 이상이거나 ② 위험 선호도가 10일 이동평균- 표준편차 이하일 경우 발생한다.

진입 횟수는 연 평균 67회이므로 매매횟수가 많지만 ETF를 활용하면 거래세 부담을 줄일 수 있다. 매수 시그널에 K200 ETF를 매수하고 매도 시그널에 K200 인버스 ETF를 매수하여 익일 증가에 청산한다.

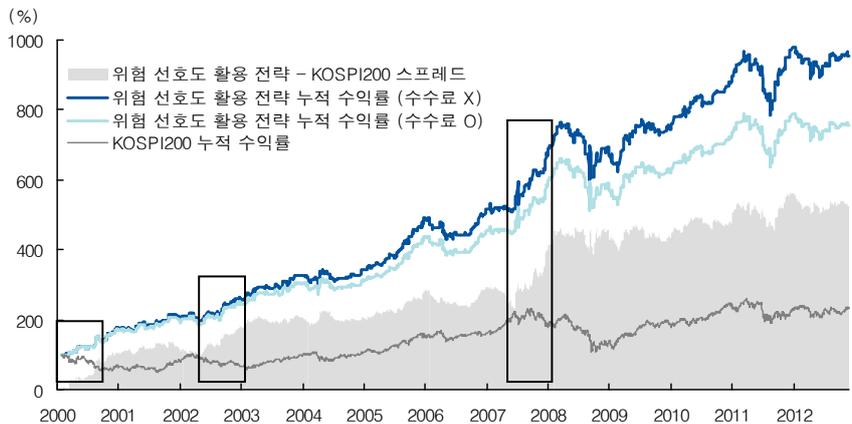
전체 거래일의 27% 기간 동안 포지션 진입, 나머지 기간은 추가적 금리 수익 가능

연평균 수익률 17.2%, 승률은 56%, K200 수익률 보다 평균 높고 표준편차 작아

전체 거래일의 27% 기간 동안만 포지션에 진입하므로 나머지 기간은 예금 등을 통해 추가적인 금리 수익을 얻을 수 있다. 수수료 1.5bp와 CD금리 수익률을 가정했을 때 2000년 이후 연 평균 수익률은 17.2%였고, 승률은 연평균 56%였다.

연도별 수익률을 비교해보면 K200지수가 상승할 때는 K200 수익률을 하회하지만 K200 지수가 하락할 때 (+) 수익률을 기록했고 수익률의 표준편차가 작아 누적적으로 K200 지수를 크게 앞섰다.

그림 7. 누적 수익률 비교



자료: KDB대우증권 리서치센터

표 5. 연도별 수익률 비교

(단위: %, 회)

연도	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	평균	표준편차	
수익률	매매 전략	62.3	26.4	14.8	28.9	-1.4	39.8	4.6	23.5	8.7	5.5	15.2	7.4	-1.3	0.7	17.2	15.4
	KOSPI200	-44.1	33.0	-12.4	30.3	8.1	53.8	4.0	29.9	-37.8	46.8	21.3	-13.0	10.6	-4.3	10.4	28.1
	스프레드	106.4	-6.6	27.2	-1.5	-9.5	-14.0	0.7	-6.4	46.5	-41.3	-6.1	20.4	-11.9	5.0	6.7	27.3
진입 횟수	51	67	65	66	70	68	68	73	72	65	63	72	67	3	67	5.6	
승률	62.7	52.2	44.6	60.6	48.6	69.1	60.3	61.6	50.0	52.3	61.9	55.6	47.8	66.7	56.0	7.3	

주: 1) ETF에 투자하지 않을 때는 CD금리 수익률 가정

2) 거래 수수료는 1.5bp가정

자료: KDB대우증권 리서치센터

AI/파생 이지연 02-768-3073 sarah.lee@dwsec.com

AI/파생 손재현 02-768-3011 jaehyun.son@dwsec.com

WTI와 브렌트의 엇갈린 행보

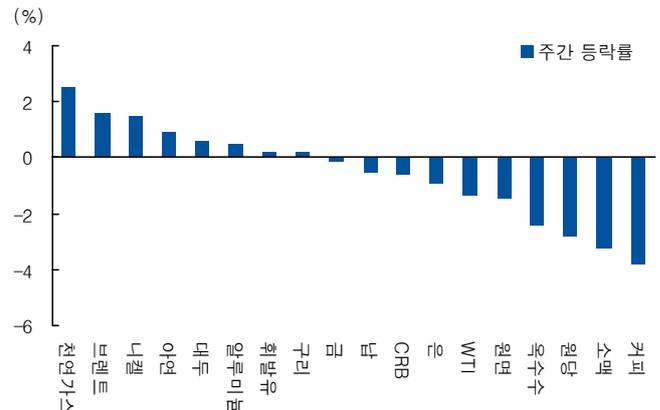
미국의 지난 해 4분기 GDP 성장률과 실업률을 제외하고서 주요국들의 경제 지표는 대체로 양호하게 발표되었다. 특히, 주요국의 제조업 지표가 개선세를 보이며 산업용 원자재 가격을 지지했다. 미 연준은 QE3 종료 이후에도 부양 기조를 지속하겠다고 밝히며, 정책 조기 종료에 대한 불안을 가라앉혔다. 반면, 스페인 여당의 비자금 조성, 이탈리아 은행의 부정행위 혐의 등은 유로존 우려를 다시 부각시켰다.

비철금속을 제외한 주요 상품 가격은 주간 단위로 하락했다. Seaway파이프라인 수송 능력 확대 효과가 즉각 확인되지 않자, WTI유가와 브렌트유 가격은 엇갈린 등락을 보이며 WTI-Brent 스프레드는 재확대되었다. 금 가격은 인플레이션 헤지 수단과 안전 자산 사이 정체성을 찾지 못하며 1,700달러 아래에서 횡보하고 있다. 미 수요 부진으로 인해 옥수수과 소맥 가격은 하락세를 이어갔다.

그림 1. 달러화 강세 전환하며 상품 가격에 하락 압력



그림 2. 비철금속을 제외한 주요 상품 가격 하락



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

주: 활황물 기준(비철금속과 상품 지수 제외)

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 주요 상품지표 동향

상품명	단위	종가	1주	1개월	3개월	6개월	1년	연초대비
Reuter/Jefferies CRB 상품지수	1967=100	302.91	-0.6	3.0	1.9	0.4	-3.6	1.8
WTI - 뉴욕 선물 활황물	US\$ / bbl	96.62	-1.3	3.3	7.0	2.6	-3.8	3.8
휘발유 - 뉴욕 선물 활황물	US\$ / gallon	303.97	0.2	9.8	12.2	15.5	11.6	8.8
금 - 뉴욕 선물 활황물	US\$ / troy oz	1,678.80	-0.2	1.7	-2.3	3.6	-3.5	-0.6
은 - 뉴욕 선물 활황물	US\$ / troy oz	31.88	-0.9	6.4	-0.7	13.8	-6.1	2.8
구리 - 런던 3개월물	US\$ / ton	8,230.50	0.2	2.1	7.3	11.1	-3.1	1.5
알루미늄 - 런던 3개월물	US\$ / ton	2,095.50	0.5	0.3	9.5	12.5	-5.5	-1.5
니켈 - 런던 3개월물	US\$ / ton	18,510.00	1.5	6.3	15.5	19.2	-12.7	5.8
아연 - 런던 3개월물	US\$ / ton	2,162.00	0.9	5.3	14.9	18.0	1.1	2.1
소맥 - 시카고 선물 활황물	US\$ / bu	761.50	-3.2	1.9	-14.5	-16.4	2.8	0.8
대두 - 시카고 선물 활황물	US\$ / bu	1,487.50	0.6	8.8	-0.2	-1.8	19.4	6.8
옥수수 - 시카고 선물 활황물	US\$ / bu	722.50	-2.4	6.2	-2.8	-10.5	21.8	4.6
원당 - 뉴욕 선물 활황물	US\$ / lb	18.19	-2.8	-3.5	-7.1	-18.4	-25.1	-7.6

주: 2월 6일 종가 기준. 1bbl(배럴) = 158.9리터, 1gallon(갤런) = 3.79리터, 1bbl = 42 gallon, 1 troy oz = 31.1035g, 1bu(부셸) = 27.216kg, 1lb(파운드) = 0.45kg

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

**금 가격 방향성 찾지 못하고
1,640~1,700달러 박스권**

금 가격 횡보, 혼란스러운 방향성

한 주간의 금 가격은 온스당 1,670달러 근방에서 레인지 거래를 나타냈다. 지난 해 12월 중순 이후 1,640달러의 지지와 1,700달러의 저항 사이에서 박스권을 형성하고 있다.

1월 30일, 미 연준이 FOMC를 통해 Evans-Rule(실업률 6.5% 이하, 인플레이션 2.5% 이상)이 깨지지 않는 이상 QE3 종료 이후에도 기존의 부양 기조를 유지하겠다고 밝힌 점은 금 가격의 호재로 작용하였다. 같은 날 발표된 미 4분기 GDP 성장률이 -0.1%을 기록한 점도 완화 정책의 조기 중단이나 규모 축소의 가능성을 줄이며 금 가격의 상승에 일조하였다. 다만 이튿날, 연준은 물가 상승률이 목표치에 도달하지 않고 있다고 언급해 금 가격은 상승 폭을 고스란히 반납했다.

인플레이션 헤지 vs 안전 자산

주요국 지표는 대체로 호조를 보였는데 금 가격에는 크게 두 가지 방향으로 작용했다. 지표 개선을 통해 높아진 경기 회복에 대한 기대는 곧 물가 상승에 대한 전망으로 이어졌고, 인플레이션 헤지 수단으로서의 금에 대한 관심을 부각시켰다. 한편으로는, 경기 회복 기대감에 투자 흐름이 전반적으로 위험 자산 쪽으로 향하면서 안전 자산인 금에 대한 수요는 떨어진다는 해석도 있었다. 같은 맥락에서 스페인과 이탈리아에서 불거진 스캔들로 인한 유로존 우려는 안전 자산에 대한 수요를 높이며 금 가격을 지지하기도 했다.

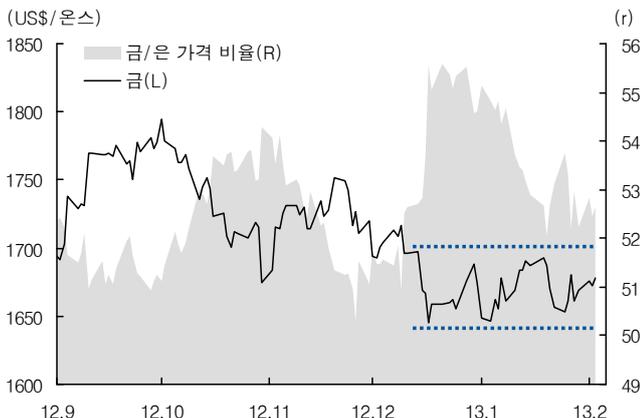
현지 시각으로 7일에 열리는 ECB 통화정책회의에서 금 가격의 단기 방향성을 가늠할 수 있을 전망이다. 최근 유로화 강세에 대한 드라기 총재의 평가 및 ECB가 추가 정책을 시사할 것인지가 관심사이다.

**금/은 가격 비율 하락,
백금 가격 16개월래 최고치**

금 가격이 보험권 흐름을 이어가는 사이에, 산업용 수요의 비율이 높은 여타 귀금속들은 금을 아웃퍼폼하고 있다. 주요국 제조업 지표들이 잇따라 개선되고 있고, 경기 회복에 대한 기대감이 높아지고 있기 때문이다. 은 가격은 한 달 사이 10% 이상 올라, 12월 중순에 55를 상회하던 금/은 가격 비율은 52 근방으로 하락했다. 백금 가격은 수요 확대와 동시에 공급량도 감소할 것이라는 전망에 힘입어 16개월래 최고치를 경신했다. 세계 백금 공급의 70% 이상을 담당하는 남아공의 주요 생산 업체들은 근로자 파업과 원가 상승으로 인해 감산이 불가피해 보인다. ETF의 백금 보유 규모도 최고치를 연일 경신하고 있다.

그림 3. 금 가격, 박스권 거래 지속

그림 4. 백금 가격 연일 상승세 이어가



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

WTI와 브렌트유의 엇갈린 행보

WTI-브렌트유 스프레드 재확대

- 1) 재고 적체 해소 기대 선반영
- 2) 송유 종착지 병목현상으로 인한 파이프라인 가동 제한

한 주간 WTI유가는 1.3% 하락한 반면, 브렌트유 가격은 1.6% 상승했다. 유종간 등락을 달리하면서 1월 17일에 15.61달러까지 축소되었던 WTI-브렌트유 스프레드는 다시 20달러 대까지 확대되었다.

Seaway 파이프라인의 수송 능력이 쿠싱 지역 재고 적체에 대한 기대감이 지나치게 빠르게 스프레드에 반영된 듯 하다. 일각에서는 Seaway 파이프라인의 수송 능력을 확장하는 것만으로는 재고 적체를 해결할 수 없다는 부정적인 의견이 제기되기도 했다. Seaway 파이프라인에 대해 50%의 지분을 소유하고 있는 EPD(Enterprise Product Partner LP) 사에 따르면, 실제로 Seaway 파이프라인을 통해 수송되고 있는 원유의 양이 하루에 40만 배럴에 못 미치는 것으로 알려졌다. 송유 종착지인 텍사스 휴스턴 인근의 재고 보관 용량이 부족해 병목 현상이 일어나고 있는 것이다. 설비 문제가 해결되기 전까지는 수송 능력 확대 효과를 완전하게 확인하기는 어려울 수 있다.

쿠싱 지역 원유 재고 감소세 아직은 빠르지 않아

실제로도 쿠싱 지역의 원유 재고는 지난 해 연말부터 급증한 이후 뚜렷한 감소세를 보이고 있지 않다. 미 원유 재고량도 2013년 들어 다시 증가하면서 브렌트유 대비 WTI 유가의 상대적 약세가 나타났다.

미국과 유럽의 제조업 지수는 양호한 결과를 보인 반면, 중국의 국가통계국 PMI 제조업 지수는 HSBC PMI 제조업 지수와 엇갈린 하락세를 보였다. 제조업 지수를 바탕으로 한 경기 회복 기대감은 대표적인 산업용 원자재인 원유의 가격에 긍정적이다.

정정 불안 요인 완화되지 못하고 있어

반면, 스페인과 이탈리아로 인해 불안해진 유로존 상황도 유가에 부정적이었다. 정정 불안 요인은 크게 완화되지 못하고 있다. 이란이 미국과 직접적인 핵 협상에 나설 수 있다는 전망은 정정 불안감을 완화시키며 주중 유가 하락 요인으로 작용하기도 했지만 이란 외무장관이 미국의 제안을 결국 거절한 것으로 알려지고 있다. 지난 6일, 미국은 이란산 석유 수입국들이 석유 대금을 직접 이란에 송금하는 것을 금지하겠다고 밝혔다.

그림 5. WTI-Brent 스프레드 20달러까지 재확대



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 쿠싱 지역 재고의 가파른 증가세가 반락했다고 보기 어려워



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

**8,200달러 이상에서는
레벨 부담에 추가 상승 제한**

구리, 상승 모멘텀 부족

구리 가격은 주간 단위로 0.2% 강보합을 보였다. 미국과 유럽의 제조업 지수가 큰 폭의 개선세를 보인 반면, 중국 국가통계국 PMI는 HSBC PMI지수와는 달리 부진한 결과를 발표했다. 펀더멘털 개선 기대감은 크게 위축되지 않고 있지만 유로존 스캔들과 달러화 강세 등으로 인해 톤 당 8,200달러 이상의 가격에서는 추가적인 매수세가 제한되었다. 중국 춘절 연휴를 앞두고 차익 매물도 일부 유입되었다.

**3월 전인대 전까지 중국 수요
회복 기대감에 의한 반등은
제한적일 듯**

톤 당 8,300달러 선을 넘어서기에는 아직 모멘텀이 부족해 보인다. 춘절 이후에도 상승 여력이 높지 않아 제한된 등락을 이어갈 것으로 보인다. 3월 전인대까지는 중국 수요 회복 기대감에 근거한 추세적인 가격 상승은 제한될 전망이다.

**남반구 수확 전까지
미 대두 수요는 가격 지지**

옥수수 이어 대두에 대한 남반구 날씨 우려 부각

대두 가격은 주간 단위로 보합권에 머문 반면, 옥수수와 소맥 가격은 하락했다. 미 곡물 수요에 따라 품목별로 등락을 달리했다. 남반구의 기상 여건에 대한 민감도도 높아지고 있다.

품목별 등락은 미 곡물 수요와 흐름을 함께 했다. 높은 미 대두 수출 및 크러시 수요는 대두 가격을 지지하는 반면, 예년치를 하회하는 옥수수와 소맥 수출량은 가격에 부정적으로 작용했다. 현재의 추세대로라면 미 농무부의 연간 전망치에도 못 미칠 전망이다.

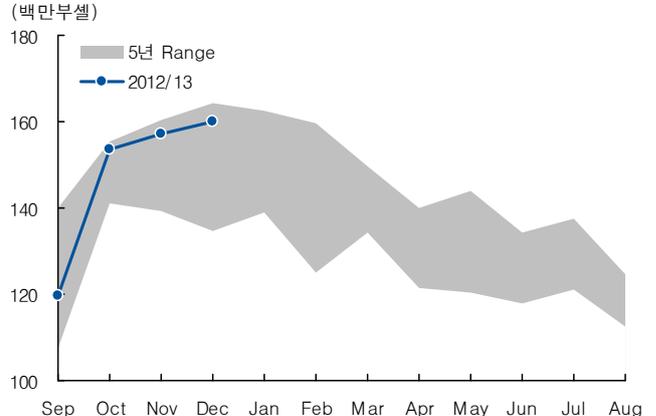
**수분(pollination)기 들어서며
날씨에 대한 가격 민감도 높아져**

아르헨티나산 옥수수에 대한 작황 우려가 높아지면서 1월 한달 간 옥수수 가격은 9% 상승한 바 있다. 경작년도 초기에는 홍수가 발생하면서 파종이 지연되었고, 수확률을 결정하는 생장에 가장 중요한 시기인 1월 말 ~ 2월 중순 사이에는 가뭄이 찾아왔다. 이제는 대두 경작지에도 건조하고 더운 날씨가 나타나면서 대두 가격은 상승세를 이어가고 있다.

한편, 2월 8일에 발표 예정인 미 농무부의 2월 월간 수급 전망 보고서 결과에 따라 단기적인 가격 방향성이 결정될 전망이다.

그림 7. 주요국 제조업 지수의 개선은 구리 가격에 긍정적

그림 8. 미 대두에 대한 수출 및 크러시 수요는 대두 가격 지지



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

주: 미 월간 대두 크러시 수요, 자료: NOPA, KDB대우증권 리서치센터

다가오는 춘절, 중국인 관광객 증가에 거는 기대

- 춘절을 앞두고 해마다 중국의 유동성 공급이 증가. 2013년 2월 5일, 중국인민은행이 역 RP발행으로 사상최대치인 4,500억 위안을 공급
- 2009~2012년 춘절 전후(-10일~+10일) 상해종합지수 및 코스피 추이를 살펴보면 모두 춘절 이후 상승세를 나타내는 모습
- 중국인의 한국 관광 증가로 인한 관련 소비 수혜주(화장품, 의류, 음식료 등)에 주목할 필요. 최근 일부 종목들은 코스피 대비 상대적 강세

그림 1. 춘절을 앞두고 중국 유동성 공급 증대 (2009~2012년 평균)

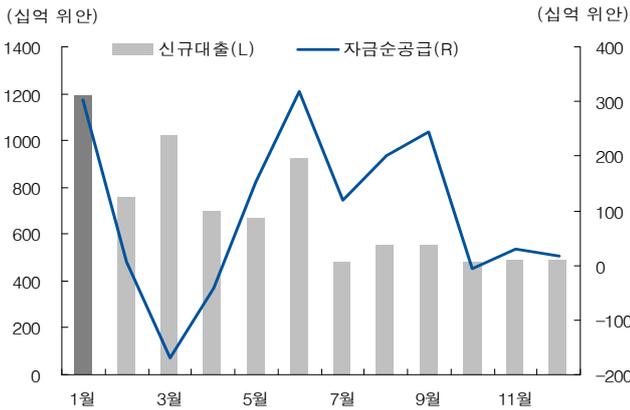
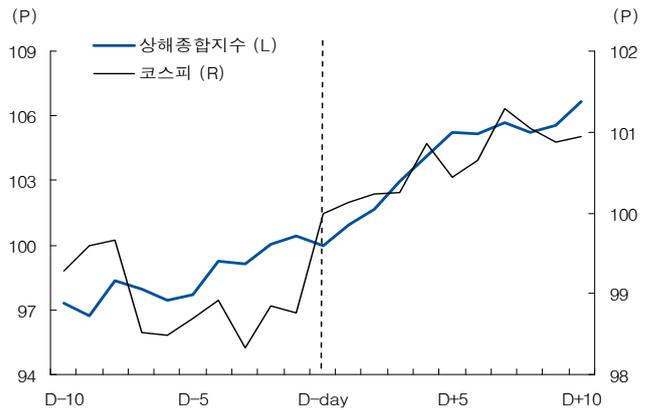


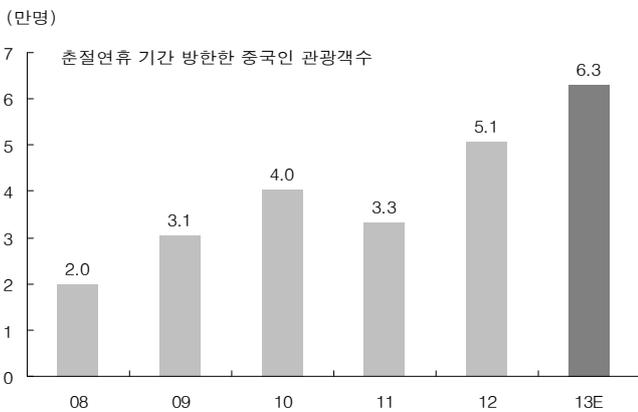
그림 2. 춘절 전후 상해종합 주가 및 코스피 추이 (2009~2012년 평균)



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

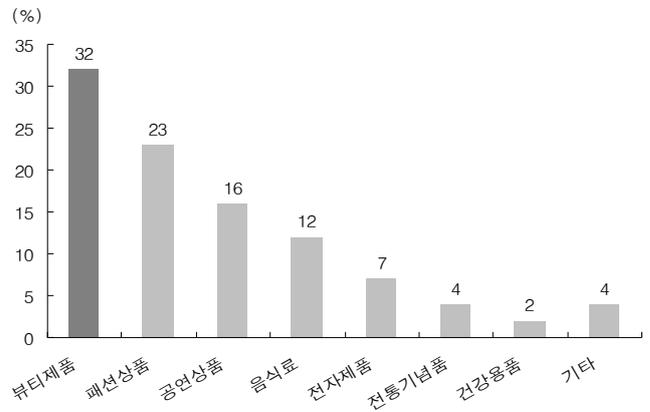
자료: Bloomberg, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 한국으로의 중국인 관광객 수 추이에 주목



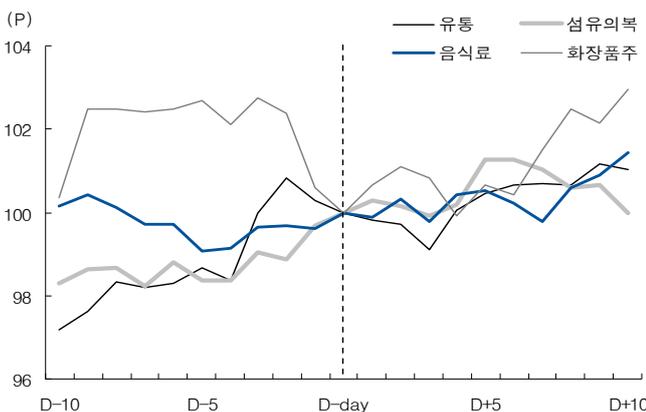
자료: 한국관광공사, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 외국인 관광객(중화권 55%)의 한국 선호 제품 1위는 화장품



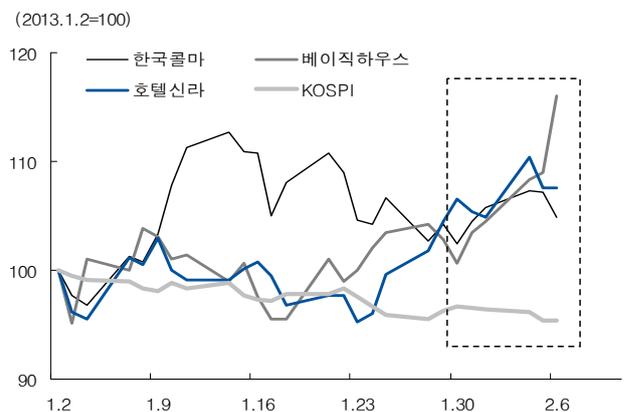
자료: 한국방문의해위원회, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 유통, 섬유 의복, 음식료, 화장품주 주가 추이 (2009~2012년 평균)



자료: 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 최근 코스피 대비 상대적으로 강세를 나타내는 중국 수혜주



자료: 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

삼성생명 (032830/매수)

보험

충분 조건을 기다리며...

FY12 3Q Review : 순이익 1,610억 원(YoY +10.5%), 투자이익 저조가 원인

삼성생명의 FY12 3Q 순이익은 1,610억 원으로, 우리의 기존 예상치 2,436억 원에 미치지 못하였다. 부진의 배경은 1) 금융시장환경 악화에 따라 수익 시현 기회가 제한되고 일부 감액 요인이 반영되면서 투자이익률이 부진(3.94%)하였고, 2) 금리 가정 하향에 따른 퇴직급여 충당금 추가 적립 170억 원, 3) 기부금 출연 등이 반영되었다.

부채 구조의 개선은 가시적이다. 기존의 고정형 준비금 감소 추이에 더하여 평균부담금리는 7bp 하락하였다. 듀레이션 갭 역시 1.27년(2Q 1.35)으로 축소 추세이다. 공시이율 인하, 즉시연금 판매 등이 복합된 결과이다.

연금 중심의 성장 기조는 4Q 까지 지속

신계약 성과는 2Q의 연장선상에 있다. 1) 세계 개편이 촉발한 즉시 연금의 매출 호조가 이어졌고, 2) 보장성은 다소 회복(연납화보험료 기준 YoY +6.1%)하여 역성장에서 벗어났다.

즉시 연금 등 비파세 보험상품은 수익성은 높지 않지만 부채 부담금리를 희석시키고, 고객기반 강화(은행 예금의 유일한 대체제이므로)라는 순기능을 고려하면 굳이 폄하할 필요는 없다. 기존의 연금 상품 대비 마진 역시 높은 것으로 추정된다. 2월 중순까지의 신계약 흐름은 유사할 것으로 보인다.

충분 조건은 아직 미완, 투자의견 매수 / TP 125,000원

글로벌 금융주의 반등과 함께 동사 주가 역시 회복 추세이다. 배경에는 1) 장기 금리의 추가하락이 제한되리라는 기대, 2) 세계 개편이 촉발한 즉시 연금 판매 호조, 3) 삼성전자 지분 가치 반영 등이 지목된다. 단 이들은 우호적인 변수이지만 주가의 추세적 상승을 위한 충분조건으로는 미흡하다. 생보사들에게 주어진 과제는 부채구조를 개선 시키고, 보장성 신계약 성장을 통한 내재 가치 향상으로 압축된다. 전자는 느리게나마 개선되는 상황이지만 후자는 아직 미흡하다. 최근의 보장성 신계약의 부진은 세계개편이 촉발한 전략적 선택의 결과로 풀이된다. 4Q 이후의 추세가 회복된다면 주가 역시 순응할 것이다.

상대적으로 높은 RBC비율(3Q 422%)은 강화되는 자본규제와 저금리 우려에서 자유로울 수 있는 미덕이다. 같은 맥락에서 적극적인 주주가치 제고 정책(자시주 매입 또는 안정적 배당 능력)을 기대할 수 있는 상대적 대안이다.

투자의견 매수, 목표주가 125,000원을 유지한다.

정길원

02-768-3256
gilwon.jeong@dwsec.com

김해든

02-768-4180
haedeun.kim@dwsec.com

Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	125,000
현재주가(13/02/07, 원)	107,500
상승여력(%)	16.3
EPS 성장률(12F, %)	10.1
MKT EPS 성장률(12F, %)	4.4
P/E(12F, x)	18.3
MKT P/E(12F, x)	11.1
KOSPI	1,931.77
시가총액(십억원)	21,500
발행주식수(백만주)	200
60D 일평균 거래량(천주)	187
60D 일평균 거래대금(십억원)	19
배당수익률(12F, %)	1.9
유동주식비율(%)	45.9
52주 최저가(원)	85,500
52주 최고가(원)	110,000
베타(12M, 일간수익률)	0.26
주가변동성(12M daily, %, SD)	1.1
외국인 보유비중(%)	10.7

주요주주

이건희 외 10인(51.11%)
(주)신세계 외 1인(11.07%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.6	16.5	22.2
상대주가	14.6	14.1	24.7

주요사업

보장성 보험, 연금 및 저축보험 등을 중심으로 판매하는 국내 최대 생명보험회사



Earnings & Valuation Metrics

결산기	수입보험료 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	배당수익률 (%)	자기자본 (십억원)
03/11	21,573	1,644	1,925	9,624	76,950	10.7	1.3	14.0	1.9	15,390
03/12	22,864	556	948	4,742	90,566	20.9	1.1	5.7	2.0	18,113
03/13F	28,380	646	1,044	5,222	106,453	18.3	0.9	5.3	1.9	21,291
03/14F	27,373	776	1,175	5,875	113,370	16.2	0.8	5.3	1.9	22,674
03/15F	28,888	880	1,241	6,207	120,620	15.7	0.8	5.3	1.9	24,124

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터

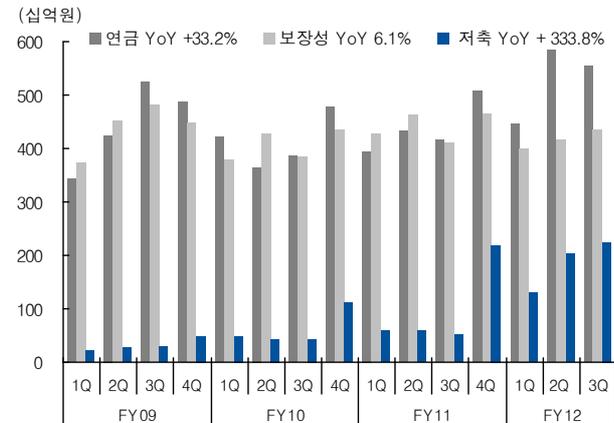
표 1. 삼성생명 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, %p)

	FY11				FY12				3Q FY12 증감률		FY11	FY12F	FY13F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF	QoQ	YoY			
보험영업수익	5,710.0	5,255.8	6,541.4	5,621.4	5,747.8	7,406.3	8,967.0	6,453.1	21.1	37.1	23,129	28,574	27,561
수입보험료	5,654.5	5,199.2	6,485.6	5,524.8	5,695.5	7,352.1	8,915.7	6,416.2	21.3	37.5	22,864	28,380	27,373
보험영업비용	3,040.5	3,189.2	3,218.5	3,335.2	3,086.3	3,321.7	3,365.0	3,567.0	1.3	4.6	12,783	13,340	14,701
보험영업이익	594.0	427.9	460.7	724.5	843.5	2,346.1	2,341.5	1,266.8	-0.2	408.3	2,207	6,798	3,560
투자손익	1,394.6	1,218.9	1,449.3	1,628.1	1,406.0	1,506.6	1,397.9	1,767.3	-7.2	-3.6	5,691	6,078	6,711
영업이익	172.7	-61.6	46.3	399.1	124.1	158.5	39.3	323.9	-75.2	-15.1	556	646	776
영업외이익	148.4	143.2	154.5	173.7	163.9	185.7	171.2	179.7	-7.8	10.8	620	700	774
세전이익	321.1	81.6	200.8	572.8	288.0	344.2	210.5	503.6	-38.8	4.8	1,176	1,346	1,550
당기순이익	268.4	51.5	145.6	482.9	242.2	259.4	161.0	381.7	-37.9	10.5	948	1,044	1,175
효율성지표													
사업비율	14.0	16.5	14.1	16.2	14.3	12.8	13.3	13.2	0.5	-0.8	15.1	13.3	13.2
손해율	84.7	86.8	87.5	87.8	84.5	87.4	84.5	86.0	-2.9	-3.0	86.7	85.6	84.5
투자이익율	4.70	4.04	4.68	5.10	4.31	4.46	3.94	4.83	-0.52	-0.74	4.68	4.45	4.45
예정이자율	5.89	5.87	5.84	5.81	5.77	5.69	5.62	5.57	-0.08	-0.22	5.81	5.57	5.45

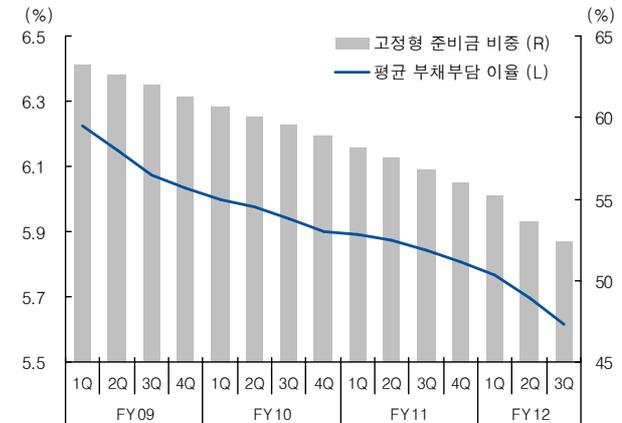
자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 보증별 APE 추이



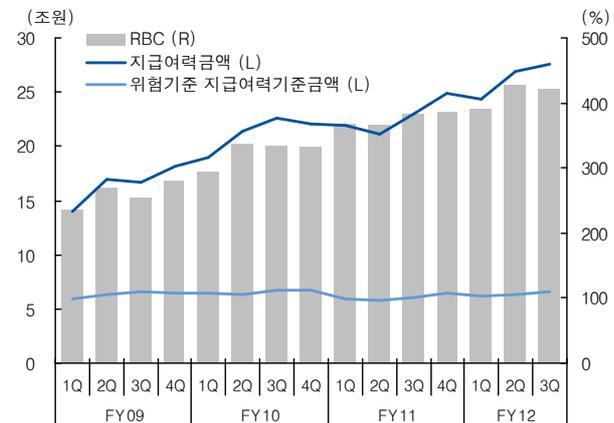
자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 고정형 준비금비중 및 평균부담 이율



자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. RBC 비율 추이



자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 삼성생명 시총 증감과 삼성전자 지분가치 증감 추이



자료: 삼성생명, KDB대우증권 리서치센터

신한지주 (055550/매수)

은행

성장이라는 해법을 찾아서

4Q12 Review: 예상치를 상회하는 실적

4분기 순이익은 전분기대비 13.4%, 전년동기대비 17.1% 감소한 4,199억원을 기록하였다. 기존 예상치를 9.7% 상회하는 실적이었지만 규모 면에서는 다소 부진했다고 할 수 있을 것이다. 조선업 관련 파생상품 손실, 추가 충당금, 일회성 판관비 등 일회성 성격의 손실요인이 발생하였기 때문이다. 타행에 비해서는 일회성 손실 발생 규모가 크지 않아 상대적으로 견조한 실적이었다고 평가할 수 있을 것이다.

관련 포인트: 성장이 관건

2013년 1분기 순이익은 전분기대비 36.7% 증가할 것으로 보인다. 순이자마진 개선이 어려워 보여 순이자이익은 증가하기 어려울 것으로 예상된다. 그러나 연말 자산건전성 관리 강화에 의한 충당금 적립 요인과 판관비 증가 요인이 해소됨에 따라 비용 측면에서 실적 개선 효과가 있을 것으로 예상된다.

신한지주의 경우 자산건전성 관리 능력이 높은 수준에 있다. 비용 관리도 양호한 수준인 것으로 판단된다. 결국 실적 개선을 위해서는 성장을 통한 수익창출 능력 개선이 필요할 것이다. 특히 신용카드에 대한 규제 강화 상황에서는 은행 부문의 자산 성장이 실적 개선에 중요할 것이다. 결국 자산건전성이 안정된 가운데 얼마나 성장을 이끌어 낼 수 있을 것인가가 중요할 것이다. 최근 경기 여건 개선 기대감이 형성되고 있어 성장을 통한 실적 개선을 어느 정도 기대해 볼 수 있을 것이다.

투자 의견: 매수, 목표주가 49,700원 유지

목표주가는 2013년 예상BPS에 PBR 0.9배를 적용하여 산출하였다. 2013년 예상ROE가 2012년보다 낮아질 것으로 보이지만 향후 9%대에 근접하는 ROE가 가능할 것으로 예상되고 은행업 관련 리스크 요인이 해소될 것으로 예상되기 때문에 과도한 Valuation이라고 하기는 어려워 보인다.

신한지주에 대한 투자포인트는 첫째, 자산건전성이 타행대비 양호한 수준에서 관리될 수 있을 것으로 보인다. 신한지주의 실적이 상대적으로 견조한 흐름을 보일 수 있는 주요한 배경이 될 것이다. 둘째, 은행 부문의 자산 성장을 통해 신용카드 부문에 대한 규제 강화 영향을 어느 정도 상쇄할 수 있을 것으로 예상된다. 셋째, 은행업과 관련된 불확실성이 해소되고 있어 업종 대표주 성격인 신한지주 주가에 긍정적일 수 있을 것이다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	총영업이익 (십억원)	총전영업이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전순이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BVPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
12/10	8,561	4,343	3,235	3,089	2,384	4,876	40,276	10.8	1.3	13.3	0.9
12/11	9,196	5,061	4,135	4,193	3,100	5,860	47,106	6.8	0.8	12.6	1.1
12/12P	8,584	4,522	3,258	3,286	2,363	4,868	55,568	8.0	0.7	9.3	0.8
12/13F	7,820	4,364	3,262	3,264	2,311	4,763	58,431	8.2	0.7	8.6	0.8
12/14F	8,307	4,679	3,445	3,447	2,455	5,059	63,609	7.7	0.6	8.5	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

구용옥

02-768-4494

yonguk.ku@dwsec.com

심태용

02-768-4178

taye.shim@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	49,700
현재주가(13/02/07, 원)	39,200
상승여력(%)	26.8
EPS 성장률(13F, %)	-2.2
MKT EPS 성장률(13F, %)	18.4
P/E(13F, x)	8.2
MKT P/E(13F, x)	9.5
KOSPI	1,931.77
시가총액(십억원)	18,589
발행주식수(백만주)	474
60D 일평균 거래량(천주)	1,041
60D 일평균 거래대금(십억원)	39
배당수익률(13F, %)	2.2
유동주식비율(%)	92.7
52주 최저가(원)	33,100
52주 최고가(원)	47,100
베타(12M, 일간수익률)	1.04
주가변동성(12M daily, %, SD)	1.6
외국인 보유비중(%)	63.2

주요주주

국민연금관리공단 (7.28%)

BNP파리바 (6.35%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.7	12.3	-14.4
상대주가	1.2	9.9	-11.9

주요사업

은행, 신용카드업, 증권업, 자산운용업, 보험업, 캐피탈 등을 자회사로 두고 있는 은행계 금융지주회사



■ 실적 관련 내용 정리

표 1. 신한지주 2012년 4분기 실적

(십억원, %)

	4Q11	3Q12	4Q12			증감률	
			실적치	대우예상	컨센서스	YoY	QoQ
순이자이익	1,783.9	1,787.2	1,676.9	1,717.1	N/A	-6.0	-6.2
비이자이익	438.3	392.5	178.3	339.2	N/A	-59.3	-54.6
총영업이익	2,222.2	2,179.7	1,855.1	2,056.3	N/A	-16.5	-14.9
판관비	1,334.4	1,113.7	984.9	1,167.6	N/A	-26.2	-11.6
총전영업이익	887.8	1,066.0	870.2	888.7	N/A	-2.0	-18.4
영업외이익	24.9	6.7	7.8	6.8	N/A	-68.7	15.8
총전이익	912.7	1,072.7	878.0	895.4	N/A	-3.8	-18.1
총당금전입액	252.3	417.5	262.7	338.2	N/A	4.2	-37.1
영업이익	635.6	648.4	607.5	550.5	557.6	-4.4	-6.3
세전순이익	660.5	655.2	615.3	557.2	N/A	-6.8	-6.1
법인세	109.7	128.6	150.7	134.9	N/A	37.4	17.2
당기순이익	506.7	485.0	419.9	383.0	404.3	-17.1	-13.4

자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 신한지주 연간 실적 변경 내용

(십억원, %, 원)

	2013F			2014F			변경사유
	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률	
총전영업이익	4,465	4,364	-2.3	4,884	4,679	-4.2	안정적인 자산건전성, 순이자마진 하락세 진정
영업이익	3,043	3,262	7.2	3,381	3,445	1.9	
세전이익	3,070	3,264	6.3	3,408	3,447	1.2	
순이익	2,169	2,311	6.6	2,425	2,455	1.2	
EPS	4,470	4,763	6.6	4,998	5,059	1.2	
BPS	59,146	58,431	-1.2	64,260	63,609	-1.0	

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. 신한지주 분기별 및 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	2012				2013F				증감률		연간		
	1Q	2Q	3Q	4QP	1Q	2Q	3Q	4Q	YoY	QoQ	2012P	2013F	2014F
순이자이익	1,763.0	1,742.0	1,787.2	1,676.9	1,668.2	1,689.6	1,710.9	1,732.2	-5.4	-0.5	6,969.1	6,800.9	7,258.2
비이자이익	608.8	435.0	392.5	178.3	250.6	253.1	255.6	259.4	-58.8	40.6	1,614.6	1,018.7	1,049.2
총영업이익	2,371.9	2,177.0	2,179.7	1,855.1	1,918.8	1,942.6	1,966.5	1,991.6	-19.1	3.4	8,583.7	7,819.6	8,307.5
판관비	977.5	985.9	1,113.7	984.9	847.0	834.3	825.1	948.9	-13.3	-14.0	4,062.0	3,455.3	3,628.1
총전영업이익	1,394.4	1,191.1	1,066.0	870.2	1,071.8	1,108.3	1,141.4	1,042.7	-23.1	23.2	4,521.7	4,364.3	4,679.4
영업외이익	9.3	3.7	6.7	7.8	1.6	0.3	0.1	0.0	-83.2	-80.0	27.5	1.9	2.0
총전이익	1,403.7	1,194.8	1,072.7	878.0	1,073.4	1,108.6	1,141.4	1,042.8	-23.5	22.2	4,549.2	4,366.2	4,681.4
총당금전입액	257.1	326.2	417.5	262.7	257.3	260.3	271.0	313.3	0.1	-2.1	1,263.6	1,101.8	1,234.3
영업이익	1,137.3	864.9	648.4	607.5	814.6	848.1	870.3	729.5	-28.4	34.1	3,258.1	3,262.4	3,445.1
세전순이익	1,146.5	868.6	655.2	615.3	816.1	848.4	870.4	729.5	-28.8	32.6	3,285.6	3,264.4	3,447.1
법인세	277.8	194.6	128.6	150.7	197.5	205.3	210.6	176.5	-28.9	31.0	751.7	790.0	834.2
당기순이익	826.3	631.4	485.0	419.9	574.2	603.6	620.3	513.4	-30.5	36.7	2,362.6	2,311.4	2,455.2

자료: 신한지주, KDB대우증권 리서치센터

KB금융 (105560/매수)

은행

순이자마진 안정 효과를 기대하며

4Q12 Review: 예상치를 하회하는 부진한 실적

4분기 순이익은 전년동기대비 2.4%, 전분기대비 47.9% 감소한 2,138억원을 기록하였다. 이는 당사 예상치인 2,471억원을 13.5% 하회하는 수준이다. 실적이 부진했던 것은 자산 성장세가 미약한 가운데 순이자마진이 전분기대비 3bp 하락하였고 일회성 비용이 발생하였기 때문이다. 순이자마진 하락은 정책금리 인하에 기인하는 것으로 보인다. 일회성 요인은 유가증권 감액손, 선물환 관련 충당금 적립, 부실채권 매각손, 계절성 판관비 등이었다.

관련 포인트: 순이자마진 방어 여부와 자산건전성 안정 여부

2013년 순이익은 전분기대비 큰 폭으로 개선될 전망이다. 일회성 요인이 소멸될 것이기 때문이다. 순이자마진은 하락 속도가 둔화될 것으로 보여 순이자이익은 전분기대비 감소할 것으로 보인다. 하지만 일회성 비이자손실 요인 해소로 비이자이익은 전분기대비 증가할 전망이다. 판관비와 충당금전입액은 정상화되면서 전분기대비 줄어들 것으로 예상된다.

KB금융은 대출 자산이 타행대비 큰 편이다. 이는 **순이자마진이 방어될 수 있다면 Top line이 빠르게 회복될 수 있음**을 의미한다. 여기에 자산건전성이 양호한 수준에서 유지될 수 있다면 양호한 실적 흐름이 안정적으로 지속될 수 있을 것이다. 결국 관련 포인트는 순이자마진 방어 여부와 자산건전성 안정 여부라고 할 수 있을 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 53,000원 유지

목표주가는 2013년 예상BPS에 PBR 0.8배를 적용하여 산출하였다. 최근 은행업 관련 불확실성이 해소되고 있음을 고려하면 과도한 Valuation을 적용했다고 보기는 어려울 것이다.

KB금융에 대한 투자포인트는 **첫째, 순이자마진에 대한 정책금리 인하 효과는 점차 줄어들고 있다**고 할 수 있다. 2012년 중에는 정책금리 인하에 의한 시중금리 하락 속도가 빨랐고 이 점이 순이자마진 하락 압력이 커지는 원인이었다. 2013년에는 정책금리가 인하되더라도 그 폭이 크지 않을 것이므로 순이자마진에 미치는 영향력도 줄어들 것이다. **둘째, 자산건전성 지표를 살펴보면 대손 비용이 크게 늘어날 가능성은 낮다는 판단**이다. NPL 순증액이 안정적 흐름을 보이고 있어 이익 안정성이 높아질 수 있을 것이다. **셋째, 경기 회복시 대출 자산 증가로 인한 실적 개선 효과가 클 것으로 보인다.** 대출 자산 규모가 크기 때문에 타행보다는 레버리지 효과가 더 클 수 있을 것이다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	총영업이익 (십억원)	총전영업이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전순이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BVPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
12/10	7,664	3,334	193	19	88	518	52,316	115.0	1.1	1.1	0.1
12/11	8,843	4,911	3,398	3,261	2,373	6,142	59,319	9.7	0.6	11.5	0.9
12/12P	7,904	4,019	2,506	2,356	1,775	4,593	63,624	13.9	0.6	7.5	0.6
12/13F	7,929	4,078	2,566	2,538	1,911	4,947	67,828	13.8	0.5	7.5	0.7
12/14F	8,316	4,273	2,781	2,753	2,074	5,369	70,255	13.8	0.5	7.8	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

구용욱

02-768-4494
yonguk.ku@dwsec.com

심태용

02-768-4178
taye.shim@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	53,000
현재주가(13/02/07, 원)	37,300
상승여력(%)	42.1
EPS 성장률(13F, %)	7.7
MKT EPS 성장률(13F, %)	18.4
P/E(13F, x)	7.5
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSPI	1,931.77
시가총액(십억원)	14,411
발행주식수(백만주)	386
60D 일평균 거래량(천주)	1,162
60D 일평균 거래대금(십억원)	44
배당수익률(13F, %)	2.0
유동주식비율(%)	91.4
52주 최저가(원)	32,500
52주 최고가(원)	45,000
베타(12M, 일간수익률)	1.12
주가변동성(12M daily, %, SD)	1.6
외국인 보유비중(%)	66.2

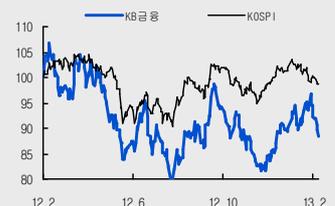
주요주주

국민연금관리공단 (8.58%)
Citibank(DR) (8.42%)
Franklin Resources (5.71%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.4	4.9	-14.2
상대주가	-2.5	2.5	-11.6

주요사업

은행, 신용카드, 증권, 캐피탈, 부동산신탁, 자산운용사 등을 자회사로 두고 있는 은행계 금융지주회사



■ 실적 관련 내용 정리

표 1. KB금융 2012년 4분기 실적

(십억원, %)

	4Q11	3Q12	4Q12			증감률	
			실적치	대우예상	컨센서스	YoY	QoQ
순이자이익	1,883.2	1,779.9	1,751.3	1,753.3	N/A	-7.0	-1.6
비이자이익	170.1	173.4	-67.4	57.1	N/A	적자전환	적자전환
총영업이익	2,053.4	1,953.4	1,683.9	1,810.4	N/A	-18.0	-13.8
판관비	1,084.2	1,040.8	878.7	1,044.7	N/A	-19.0	-15.6
총전영업이익	969.1	912.5	805.2	765.7	N/A	-16.9	-11.8
영업외이익	-86.4	-26.0	-112.8	-3.9	N/A	적자지속	적자지속
총전이익	882.7	886.6	692.4	761.8	N/A	-21.6	-21.9
총당금전입액	506.8	375.7	383.7	437.2	N/A	-24.3	2.1
영업이익	462.4	536.8	421.5	328.5	424.0	-8.8	-21.5
세전순이익	375.9	510.8	308.7	324.6	N/A	-17.9	-39.6
법인세	148.4	101.8	90.2	78.6	N/A	-39.3	-11.4
당기순이익	219.1	410.1	213.8	247.1	296.4	-2.4	-47.9

자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

표 2. KB금융 연간 실적 변경 내용

(십억원, %, 원)

	2013F			2014F			변경사유
	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률	
총전영업이익	4,144	4,078	-1.6	4,384	4,273	-2.5	순이자마진 하락 속도 둔화 대손비용부담 완화
영업이익	2,486	2,566	3.2	2,733	2,781	1.8	
세전이익	2,460	2,538	3.2	2,706	2,753	1.7	
순이익	1,868	1,911	2.3	2,055	2,074	0.9	
EPS	4,836	4,947	2.3	5,319	5,369	0.9	
BPS	68,085	67,828	-0.4	70,551	70,255	-0.4	

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. KB금융 분기별 및 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	2012				2013F				증감률		연간		
	1Q	2Q	3Q	4QP	1Q	2Q	3Q	4Q	YoY	QoQ	2012P	2013F	2014F
순이자이익	1,797.0	1,787.7	1,779.9	1,751.3	1,725.9	1,738.8	1,758.5	1,771.4	-4.0	-1.5	7,115.9	6,994.5	7,334.8
비이자이익	379.1	303.4	173.4	-67.4	228.5	231.9	235.4	238.9	-39.7	흑자전환	788.6	934.8	981.5
총영업이익	2,176.1	2,091.1	1,953.4	1,683.9	1,954.4	1,970.7	1,993.9	2,010.3	-10.2	16.1	7,904.5	7,929.2	8,316.2
판관비	974.9	990.9	1,040.8	878.7	922.7	932.8	928.2	1,067.4	-5.4	5.0	3,885.3	3,851.0	4,043.6
총전영업이익	1,201.2	1,100.3	912.5	805.2	1,031.7	1,037.9	1,065.7	943.0	-14.1	28.1	4,019.2	4,078.2	4,272.6
영업외이익	-5.3	-6.0	-26.0	-112.8	-22.6	-4.5	-0.9	-0.2	적자지속	적자지속	-150.1	-28.2	-28.4
총전이익	1,195.9	1,094.3	886.6	692.4	1,009.1	1,033.3	1,064.8	942.8	-15.6	45.7	3,869.1	4,050.0	4,244.2
총당금전입액	389.6	364.3	375.7	383.7	361.1	371.1	374.1	406.0	-7.3	-5.9	1,513.3	1,512.3	1,491.5
영업이익	811.6	736.0	536.8	421.5	670.6	666.7	691.6	537.0	-17.4	59.1	2,505.9	2,565.9	2,781.2
세전순이익	806.3	730.0	510.8	308.7	648.0	662.2	690.7	536.8	-19.6	109.9	2,355.8	2,537.7	2,752.8
법인세	199.4	180.8	101.8	90.2	156.8	160.3	167.2	129.9	-21.4	73.9	572.2	614.1	666.2
당기순이익	603.2	547.5	410.1	213.8	488.1	498.8	520.5	403.8	-19.1	128.3	1,774.5	1,923.6	2,074.1

자료: KB금융, KDB대우증권 리서치센터

하나금융지주 (086790/매수)

은행

복잡한 과거, 명료한 미래

4Q12 Review: 상당히 부진한 실적

4분기 순이익은 660억원의 적자를 기록하였다. 당사 추정치인 828억원을 크게 하회하였다. 외환은행 인수 이후 충당금 적립 기준 일치, 자산건전성 관리 강화에 따른 추가 충당금 적립, 기업회생 절차 진입에 따른 충당금 적립, 유가증권 손상차손, 일회성 판관비 등 다양한 항목에서 세전 약 4,700억원에 달하는 예상치 못했던 손실(비용)이 발생한 것으로 추산된다. 펀더멘털 측면에서는 성장세가 둔화된 가운데 그룹 순이자마진이 전분기대비 11bp 하락한 점이 실적 부진의 주된 원인이었다고 판단된다. 일회성 비용 발생이 많았다는 점에서 실적 개선 가능성은 높아졌다고 판단된다.

관전 포인트: 정상 실적으로의 복귀 가능성

2013년 1분기 순이익은 전분기대비 큰 폭으로 개선될 전망이다. 일회성 손실 요인이 큰 폭으로 줄어드는 기저효과 때문이다. 순이자마진 하락은 제한될 것이고 일회성 요인이 해소되면서 판관비와 충당금전입액은 전분기대비 감소할 것이다. 이에 따라 Top line은 증가하고 Bottom line은 개선되는 흐름이 예상된다. 이에 완전하게 정상화되는 것은 아니겠지만 실적 정상화에 대한 기대가 강화될 수 있을 것으로 보인다.

하나금융지주의 경우 실적이 기대치에 부응하지 못해 왔고 이 점이 주가 할인 요인이 되어 왔다. 결국 2013년 실적이 정상화될 것인가가 주가 흐름에 가장 중요할 것으로 보인다. 2012년 각종 손실 처리에 적극적이었음을 감안하면 실적 개선 가능성은 높다고 할 수 있을 것이다. 여기에 영업력 강화 노력이 진행될 것으로 보여 수익창출 능력도 개선될 가능성이 있어 보인다.

투자의견 매수, 목표주가 52,300원 유지

목표주가는 2013년 예상BPS에 PBR 0.7배를 적용하여 산출하였다. 지속가능 ROE가 8% 정도로 예상되는 점을 고려하면 적절한 Valuation이라고 할 수 있을 것이다. 은행업 관련 불확실성이 해소되고 있는 점은 Valuation에 아직 반영하지 않았기 때문에 Valuation을 높게 적용할 수도 있을 것이다.

하나금융지주에 대한 투자포인트는 첫째, 2013년 경성적인 수준으로 실적이 회복될 것으로 예상된다. 앞에서 언급했듯이 적극적인 손실 반영이 있었던 점을 고려할 때 그 가능성은 높다는 판단이다. 둘째, 영업력 강화 노력으로 자산 증가 효과가 유입될 것으로 예상된다. 셋째, 외환은행의 원전자회사화의 긍정적 영향을 기대해 볼 수 있을 것이다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	총영업이익 (십억원)	총전영업이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전순이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BVPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
12/10	3,885	2,093	1,281	1,371	1,012	4,777	50,389	9.1	0.9	9.5	0.7
12/11	4,419	2,312	1,732	1,716	1,222	5,029	57,935	7.1	0.6	9.5	0.7
12/12P	7,232	3,419	2,094	2,070	1,682	6,922	65,118	5.0	0.5	11.3	0.7
12/13F	6,906	3,044	1,910	1,910	1,389	5,717	70,834	6.7	0.5	8.4	0.5
12/14F	7,314	3,298	2,035	2,034	1,484	6,104	76,938	6.3	0.5	8.3	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

구용욱

02-768-4494

yonguk.ku@dwsec.com

심태용

02-768-4178

taye.shim@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	52,300
현재주가(13/02/07, 원)	38,150
상승여력(%)	37.1
EPS 성장률(13F, %)	-17.4
MKT EPS 성장률(13F, %)	18.4
P/E(13F, x)	6.7
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSPI	1,931.77
시가총액(십억원)	9,272
발행주식수(백만주)	243
60D 일평균 거래량(천주)	1,080
60D 일평균 거래대금(십억원)	39
배당수익률(13F, %)	3.0
유동주식비율(%)	89.8
52주 최저가(원)	30,100
52주 최고가(원)	45,300
베타(12M, 일간수익률)	1.24
주가변동성(12M daily, %, SD)	1.9
외국인 보유비중(%)	67.5

주요주주

국민연금관리공단 (9.35%)

The Capital Group Companies (8.97%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.7	9.5	-5.8
상대주가	7.6	7.1	-3.3

주요사업

은행, 신용카드, 증권, 캐피탈, 부동산신탁, 자산운용사 등을 자회사로 두고 있는 은행계 금융지주회사



■ 실적 관련 내용 정리

표 1. 하나금융지주 2012년 4분기 실적

(십억원, %)

	4Q11	3Q12	4Q12			증감률	
			실적치	대우예상	컨센서스	YoY	QoQ
순이자이익	808.1	1,210.8	1,137.7	1,161.1	N/A	40.8	-6.0
비이자이익	238.6	418.8	460.0	435.4	N/A	92.8	9.8
총영업이익	1,046.7	1,629.7	1,597.7	1,596.5	N/A	52.6	-2.0
판관비	595.1	962.4	1,165.4	1,065.2	N/A	95.8	21.1
총전영업이익	451.6	667.3	432.4	531.3	N/A	-4.3	-35.2
영업외이익	-11.3	1.3	-13.5	-0.1	N/A	적자지속	적자전환
총전이익	440.2	668.6	418.8	531.2	N/A	-4.9	-37.4
총당금전입액	219.3	341.7	467.3	376.0	N/A	113.1	36.7
영업이익	232.3	325.5	-34.9	155.2	178.7	적자전환	적자전환
세전순이익	220.9	326.9	-48.5	155.2	N/A	적자전환	적자전환
법인세	49.1	59.9	3.0	37.6	N/A	-93.8	-95.0
당기순이익	148.2	232.1	-66.0	82.8	131.0	적자전환	적자전환

자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 하나금융지주 연간 실적 변경 내용

(십억원, %, 원)

	2013F			2014F			변경사유
	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률	
총전영업이익	3,100	3,044	-1.8	3,250	3,298	1.5	예상보다 큰 순이자마진 하락 폭 대손을 소폭 상향 적용
영업이익	1,881	1,910	1.6	1,947	2,035	4.5	
세전이익	1,870	1,910	2.1	1,937	2,034	5.0	
순이익	1,279	1,389	8.7	1,329	1,484	11.6	
EPS	5,260	5,717	8.7	5,468	6,104	11.6	
BPS	71,291	70,834	-0.6	76,759	76,938	0.2	

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. 하나금융지주 분기별 및 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	2012				2013F				증감률		연간		
	1Q	2Q	3Q	4QP	1Q	2Q	3Q	4Q	YoY	QoQ	2012P	2013F	2014F
순이자이익	1,039.8	1,206.8	1,210.8	1,137.7	1,142.4	1,168.6	1,208.7	1,228.6	9.9	0.4	4,595.1	4,748.3	5,091.8
비이자이익	1,432.6	325.1	418.8	460.0	530.8	536.1	541.4	549.6	-63.0	15.4	2,636.5	2,157.9	2,222.6
총영업이익	2,472.4	1,531.9	1,629.7	1,597.7	1,673.2	1,704.7	1,750.1	1,778.1	-32.3	4.7	7,231.7	6,906.1	7,314.4
판관비	794.7	890.2	962.4	1,165.4	932.4	937.0	926.7	1,065.7	17.3	-20.0	3,812.7	3,861.9	4,016.3
총전영업이익	1,677.6	641.7	667.3	432.4	740.8	767.7	823.4	712.4	-55.8	71.3	3,419.0	3,044.3	3,298.0
영업외이익	23.4	-34.9	1.3	-13.5	-0.7	-0.1	-0.1	0.0	적자전환	적자지속	-23.7	-0.8	-0.9
총전이익	1,701.0	606.8	668.6	418.8	740.2	767.6	823.3	712.3	-56.5	76.7	3,395.3	3,043.4	3,297.2
총당금전입액	260.7	255.2	341.7	467.3	272.1	277.2	282.2	302.3	4.4	-41.8	1,324.9	1,133.8	1,263.5
영업이익	1,417.0	386.5	325.5	-34.9	468.7	490.5	541.2	410.1	-66.9	흑자전환	2,094.1	1,910.5	2,034.6
세전순이익	1,440.4	351.6	326.9	-48.5	468.0	490.4	541.1	410.0	-67.5	흑자전환	2,070.4	1,909.6	2,033.7
법인세	104.2	110.0	59.9	3.0	113.3	118.7	131.0	99.2	8.7	3,650.5	277.2	462.1	492.2
당기순이익	1,314.7	201.5	232.1	-66.0	340.3	357.2	395.7	296.3	-74.1	흑자전환	1,682.3	1,389.5	1,483.5

자료: 하나금융지주, KDB대우증권 리서치센터

현대중공업 (009540/매수)

조선

신뢰성 회복이 최우선

4Q 실적: 매출액 1조 4,136억원(YoY -2.7%), 영업이익 543억원(YoY -93.9%)

현대중공업의 4분기 매출액은 1조 4,136억원(YoY -2.7%), 영업이익은 543억원(YoY 93.9%), 세전이익과 순이익은 적자전환했다. 이는 당사의 예상치와 시장컨센서스대비 크게 약화된 실적이다. 영업이익률도 0.4%로 전년동기비 -5.7%p, 전분기비 -4.1%p 하락했다.

매출액이 감소한 이유는 조선부문 재고감소에 따른 생산성 저하와 육상플랜트, 건설장비 부문의 매출 감소가 주요 원인이다. **영업이익이 감소한 이유는** ① 조선부문의 장기매출채권 대규모 충당금설정(약 3,500억원 추정)으로 적자전환하였고, ② 정유부문이 전분기대비 유가 하락과 정제마진 하락으로 예상대비 저조한 실적이 나왔기 때문이다. 이외에 그린에너지 재고자산손실과 단가인하로 인한 적자 영향이다. **영업외수지는** 이자수익, 외화환산이익 등 금융수익이 2,361억원 발생하였으나, 파생상품손실, 보유주식(POSCO 3,143억원)에 대한 손실 확정분 등 금융자산손상차손 5,563억원과 지분법손실 1,313억원이 발생했다.

주가 회복은 신뢰성 회복이 선행되어야

경쟁업체대비 실망스런 수주와 영업실적으로 만형인 현대중공업에 대한 신뢰성이 크게 추락했다. 2013년에 주가가 회복되려면 동사의 신뢰성 회복이 선행되어야 한다고 본다. 2013년에도 동사의 수주목표는 거창하다. 하지만 연초부터 경쟁사와의 수주경쟁에서 부진했고, 일부 수주 건은 무기한 연기된 것으로 보인다. 당분간 신뢰성 회복이 쉽지 않아 보인다.

투자의견 매수, 목표주가 260,000원으로 하향 조정

현대중공업에 대한 투자의견 매수를 유지하지만 목표주가는 260,000원으로 7.1% 하향 조정한다. 전년도 수주부진이 2013년 1분기까지 이어질 전망이어서 상반기중에 2013년 수주목표의 절반도 달성하기 힘들어 보인다. 영업실적은 전분기 대규모 충당금설정으로 추가적인 저하요인은 없어 보이며 연간 약 4.3%의 안정적인 영업이익률이 예상된다. 이에 동사의 수익예상을 하향 조정하고 수주 목표치(약 250억 달러)와 목표주가도 하향조정하였다.

동사의 Valuation 지표는 2013년을 기준으로 PER이 10.9배, PBR은 0.9배이다. 경쟁사중 가장 낮은 Valuation으로 판단된다. Valuation 측면에서는 투자매력이 있다고 판단되나 신뢰성이 훼손된 만큼 지속적인 대규모 수주를 이끌어내지 못한다면 주가 회복은 쉽지 않아 보인다. 단기 내 회사의 신뢰성을 높일만한 대규모 수주를 기대하기 힘들어 보여 투자시기도 2분기 이후로 늦춰야 할 것으로 보인다. 목표주가는 PBR 1.2배를 적용하였다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	37,342	5,532	14.8	4,154	54,652	6,326	88	34.5	8.1	2.5	6.5
12/11	53,712	4,536	8.4	2,559	33,671	5,473	-504	16.7	7.6	1.3	5.3
12/12P	54,973	1,976	3.6	938	12,347	2,960	-2,635	5.7	19.6	1.2	10.0
12/13F	56,202	2,389	4.3	1,455	19,145	3,378	1,630	8.4	10.9	0.9	7.6
12/14F	59,398	3,000	5.1	1,957	25,752	3,987	1,907	10.5	8.1	0.9	6.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 현대중공업, KDB대우증권 리서치센터

성기종

02-768-3263

kijong.sung@dwsec.com

강석훈

02-768-3065

ryan.kang@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	260,000
현재주가(13/02/07, 원)	209,500
상승여력(%)	24.1
EPS 성장률(13F, %)	55.1
MKT EPS 성장률(13F, %)	18.4
P/E(13F, x)	10.9
MKT P/E(13F, x)	9.5
KOSPI	1,931.77
시가총액(십억원)	15,922
발행주식수(백만주)	76
60D 일평균 거래량(천주)	228
60D 일평균 거래대금(십억원)	50
배당수익률(13F, %)	1.2
유동주식비율(%)	59.3
52주 최저가(원)	193,500
52주 최고가(원)	346,500
베타(12M, 일간수익률)	1.44
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.0
외국인 보유비중(%)	19.6

주요주주

정몽준 외 7인(21.31%)

현대중공업 자사주(19.36%)

국민연금관리공단(5.08%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.3	-15.0	-29.2
상대주가	-9.3	-17.4	-26.7

주요사업

조선, 해양, 건설기계, 전기전자, 엔진, 플랜트 사업을 영위하며, 현대오일뱅크와 현대삼호중공업을 자회사로 거느림



표 1. 현대중공업의 4분기 실적 및 컨센서스

(십억원, %, %p)

	4Q11	3Q12	4Q12P			증가율	
			잠정 실적	KDB 대우	시장 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	14,522	13,199	14,136	13,903	13,993	-2.7	7.1
영업이익	884	597	54	564	492	-93.9	-90.9
영업이익률	6.1	4.5	0.4	4.1	3.5	-5.7	-4.1
세전이익	128	1,009	-529	612	422	적전	적전
순이익	-25	729	-348	442	356	적지	적전

주: K-IFRS 연결 기준,

자료: 현대중공업, FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 현대중공업의 수익예상 변경표

(십억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률			변경 이유
	2012P	2013F	2014F	2012P	2013F	2014F	2012P	2013F	2014F	
매출액	54,741	58,433	63,025	54,973	56,202	59,398	0.4	-3.8	-5.8	2012년 수주부진 환율하락, 저가수주
영업이익	2,485	3,331	3,782	1,993	2,389	3,000	-19.8	-28.3	-20.7	
세전이익	2,595	2,882	3,444	1,454	2,060	2,725	-44.0	-28.5	-20.9	
순이익	1,829	2,133	2,549	1,038	1,555	2,057	-43.2	-27.1	-19.3	
EPS (원)	22,750	26,750	32,218	12,347	19,145	25,752	-45.7	-28.4	-20.1	
영업이익률	4.5	5.7	6.0	3.6	4.3	5.1				
순이익률	3.2	3.5	3.9	1.9	2.8	3.5				

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 현대중공업, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 현대중공업의 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)

	2012				2013F				4Q12P 증가율		2011	2012P	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	QoQ	YoY				
매출액	13,938	13,700	13,199	14,136	14,008	14,084	13,621	14,489	7.1	-2.7	53,712	54,973	56,202	59,398
영업이익	969	359	597	54	554	618	563	654	-90.9	-93.9	4,560	1,993	2,389	3,000
세전이익	765	209	1,009	-529	419	557	496	587	적전	적전	3,876	1,454	2,060	2,725
순이익	523	134	729	-348	317	421	375	443	적전	적지	2,743	1,038	1,555	2,057
영업이익률	7.0	2.6	4.5	0.4	4.0	4.4	4.1	4.5			8.4	3.6	4.3	5.1
순이익률	5.5	1.5	7.6	-3.7	2.9	5.3	4.1	1.4			5.1	1.9	2.8	3.5

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 현대중공업, KDB대우증권 리서치센터

NHN (035420/매수)

인터넷

복잡한 상황이지만 '선(Line)만 보고 가자

게임사업부 분사 추진, 3월 이사회, 상반기내 주총, 9월 재사장 일정

동사 경영진은 게임사업부를 인적 분할하여 별도 상장을 추진하고 있다. 현재는 상장된 NHN 내부에 검색서비스 중심의 Naver 포털 사업부와 게임사업부가 있고, 지분을 100% 계열사인 NHN재팬 안에 Naver재팬, 한게임재팬 그리고 'Line'사업부가 있는 구조이다.

이를 NHN의 게임사업부와 NHN재팬의 한게임재팬 그리고 NHN이 100% 지분을 보유한 모바일게임 개발사 오렌지크루를 합쳐서 별도 법인으로 상장시키려는 계획이다.

인적 분할 이후에는 존속법인 NHN이 여전히 'Line' 사업부를 운영하는 NHN재팬의 지분을 100% 가져갈 것으로 예상되나, 자사주를 고려하지 않으면 NHN과 분할 상장되는 게임 관련 회사와는 지분 관계가 없다.

인적 분할이 주총에서 승인되면 현재 NHN 주주는 존속 NHN 주식 외에 별도 상장되는 게임 관련 회사의 주식을 일정비율 교부받게 되는 것이다.

게임관련 회사가 존속 NHN 대비 밸류에이션 디스카운트를 받을 것으로 예상되지만, 크게 우려하지 않아도 될 것으로 해석된다. 왜냐하면 1) 온라인게임부문 매출 비중이 2011년 30.2%에서 2012년 25.2%로 그리고 2013년에는 18.7%로 위축되는 등 게임사업부의 영향력이 감소하고 있고, 2) 웹보드게임이 포함된 NHN 게임사업부의 수익성이 검색 등 여타 사업부와 큰 차이가 나지 않는 것으로 확인되었으며, 3) 분사를 통해 게임 규제 리스크가 제거되고 'Line' 사업부의 성장성을 단독으로 재평가 받게 되면 존속 NHN 법인에 대한 밸류에이션 프리미엄 부여 역시 기대되기 때문이다.

'Line' 매출액 10월 4억엔, 11월 8억엔 그리고 12월에는 22억엔으로 급증

4분기 매출액과 영업이익은 전년도와 비교해 각각 13.8%, 10.6% 증가해 시장과 당사 기대치를 상회했다. 특히 11월에 모바일게임들을 본격적으로 상용화한 'Line'에서 발생한 483억원의 매출액을 포함하는 기타부문이 전년비 223.9% 증가해 성장을 견인했다.

호재가 공존하지만 큰 줄기는 'Line' 성장성, '매수' 투자의견과 목표주가 유지

놀라운 'Line'의 성과를 게임사업부 분사와 웹보드게임 규제 가능성이라는 악재가 가리고 있는 상황이다. 하지만 악재들은 단기적인 이슈로 끝날 가능성이 높은 반면, 궁극적인 동사의 성장성은 'Line' 사용자 증가 속도와 수익모델 확장성에 의해 결정될 것이다. '매수' 투자의견과 목표주가 330,000원을 유지한다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	1,785	590	33.1	473	9,830	710	457	41.0	23.1	6.1	14.5
12/11	2,121	620	29.3	450	9,350	745	424	31.0	22.6	4.5	12.6
12/12P	2,389	703	29.4	550	11,417	776	417	29.8	19.9	3.9	12.6
12/13F	2,893	885	30.6	642	13,338	960	748	27.7	17.5	3.3	9.9
12/14F	3,244	1,061	32.7	788	16,379	1,123	862	28.0	14.3	2.7	7.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: NHN, KDB대우증권 리서치센터

김창권

02-768-4321

changkwon.kim@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	330,000
현재주가(13/02/07, 원)	233,500
상승여력(%)	41.3
EPS 성장률(13F, %)	16.8
MKT EPS 성장률(13F, %)	17.9
P/E(13F, x)	17.5
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSPI	1,931.77
시가총액(십억원)	11,238
발행주식수(백만주)	48
60D 일평균 거래량(천주)	275
60D 일평균 거래대금(십억원)	66
배당수익률(13F, %)	0.3
유동주식비율(%)	81.2
52주 최저가(원)	208,000
52주 최고가(원)	292,500
베타(12M, 일간수익률)	0.41
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.4
외국인 보유비중(%)	53.8

주요주주

NHN 자사주(9.57%)
국민연금관리공단(9.25%)
이해진 외 6인(9.25%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.7	-11.1	6.9
상대주가	1.2	-13.4	9.4

주요사업

검색 포털 네이버
인터넷 게임 플랫폼 한게임
모바일 MMS 라인

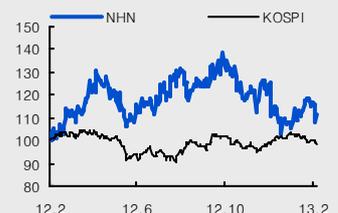


표 1. NHN 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012P	2013F
매출액	573	572	592	652	660	701	730	802	2,121	2,389	2,893
국내	483	483	481	504	523	549	575	630	1,822	1,951	2,092
해외	90	89	111	148	137	152	155	172	299	439	801
검색광고	295	301	295	315	324	324	324	348	1,082	1,209	1,322
디스플레이광고	77	87	88	95	78	94	94	127	299	351	392
온라인게임	164	140	155	149	135	135	140	130	641	603	540
기타	36	44	54	93	123	147	172	196	100	228	639
매출비중											
국내	84.3	84.4	81.2	77.3	79.3	78.3	78.8	78.5	85.9	81.6	72.3
해외	15.7	15.6	18.8	22.7	20.7	21.7	21.2	21.5	14.1	18.4	27.7
검색광고	51.6	52.7	49.7	48.4	49.1	46.3	44.4	43.5	51.0	50.6	45.7
디스플레이광고	13.5	15.2	14.9	14.5	11.8	13.4	12.9	15.8	14.1	14.7	13.6
온라인게임	28.6	24.5	26.2	22.8	20.5	19.3	19.2	16.2	30.2	25.2	18.7
기타	6.3	7.7	9.2	14.3	18.6	21.0	23.5	24.5	4.7	9.5	22.1
판매비	399	409	427	452	473	483	508	543	1,465	1,687	2,008
영업이익	174	163	165	200	187	217	222	258	651	703	885
영업이익률	30.3	28.6	27.9	30.7	28.4	31.0	30.4	32.2	30.5	29.4	30.6
당기순이익	136	114	127	172	143	161	165	172	452	548	641
순이익률	23.7	20.0	21.4	26.3	21.7	22.9	22.6	21.5	21.3	23.0	22.2
YoY 증감률											
매출액	14.2	9.6	12.9	13.8	15.2	22.5	23.3	23.0	18.8	12.6	21.1
검색광고	18.7	12.1	7.7	8.4	9.8	7.7	10.1	10.5	27.0	11.8	9.3
디스플레이광고	17.6	17.6	25.8	6.1	0.9	8.3	6.7	33.7	22.9	17.4	12.0
온라인게임	-1.1	-9.2	-0.5	-9.4	-17.7	-3.5	-9.9	-12.6	5.6	-5.9	-10.4
기타	68.7	75.6	118.5	223.9	239.0	234.4	216.1	111.1	18.7	127.3	180.4
영업이익	3.3	7.7	10.2	10.6	8.0	33.1	34.1	29.0	10.3	8.0	26.0
당기순이익	10.3	0.2	24.6	51.6	5.4	40.7	29.9	0.5	-3.6	21.3	16.9
QoQ 증감률											
매출액	0.0	-0.1	3.6	10.0	1.3	6.1	4.2	9.8			
검색광고	1.6	2.0	-2.2	7.0	2.9	0.0	0.0	7.4			
디스플레이광고	-13.6	12.3	1.5	7.7	-17.8	20.5	0.0	34.9			
온라인게임	-0.1	-14.7	11.0	-4.2	-9.3	0.0	3.7	-7.1			
기타	26.1	21.6	23.5	71.1	32.0	19.9	16.7	14.2			
영업이익	-4.2	-5.9	1.3	21.0	-6.4	16.0	2.1	16.4			
당기순이익	19.9	-16.0	11.1	35.4	-16.6	12.1	2.6	4.7			

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
 자료: NHN, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 2012~2014 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경률			변경 근거
	2012P	2013F	2014F	2012P	2013F	2014F	2012P	2013F	2014F	
매출액	2,384	2,960	3,648	2,389	2,893	3,244	0.2	-2.3	-11.1	웹보드게임 규제 가능성 반영하여 2013년 게임부문 매출액 전년비 10.4% 감소 가정 2013년 'Line' 매출액 4,621억원으로 가정
영업이익	635	825	1,093	703	885	1,061	10.6	7.3	-3.0	
세전이익	676	888	1,174	732	855	1,050	8.3	-3.7	-10.5	
당기순이익	507	667	881	550	642	788	8.3	-3.7	-10.5	
EPS	10,542	13,848	18,298	11,417	13,338	16,379	8.3	-3.7	-10.5	
영업이익률	26.6	27.9	30.0	29.4	30.6	32.7	2.8	2.7	2.7	
순이익률	21.3	22.5	24.1	23.0	22.2	24.3	1.7	-0.3	0.2	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
 자료: KDB대우증권 리서치센터

LS (006260/매수)

통신장비/전자부품

막연한 기대보다 확신이 필요한 시점

4Q12 Review: 영업이익 738억원. 니꼬동제련을 제외한 전선/산전/엠트론 부진

LS의 4Q12 매출액은 2조 8,463억원으로 전년동기 대비 3.7%, 전분기 대비 1.2% 감소하였다. LS전선의 일반 케이블, LS산전의 자동화 시스템, LS엠트론의 사출기와 트랙터 매출액이 부진하였기 때문이다. 경기 침체에 따른 설비 투자 감소가 원인이다.

영업이익은 990억원(기업회계 기준 1001호 반영전 기준. 반영후 738억원)으로 당사 추정치 1,537억원에 35.6% 미달하는 부진한 실적을 기록하였다. 세부적으로 살펴보면, LS전선 영업이익 166억원(QoQ +187.1%, YoY +31.9%), LS산전 영업이익 359억원(-29.5%, -15.7%), LS엠트론 영업이익 30억원(-75.5%, -68.0%)으로 기대에 미치지 못하였다.

LS전선은 유럽에서 발생한 담합 관련 총당금 설정 171억원의 총당금 설정 및 자회사 슈페리에엑스(SPSX)의 재고자산 처리가 부진의 원인이다. LS엠트론의 매출액 부진에 따른 고정비 증가 효과가 부정적인 영향을 미쳤다. 환관련 이익이 환입된 LS니꼬동제련만 영업이익 1,048억원(+50.6%, -56.8%)으로 무난한 실적을 기록하였다.

LS의 1Q13 매출액 및 영업이익은 2조 8,338억원 및 1,353억원으로 추정된다. 계절적 비수기 이긴 하나 LS전선의 수익성 회복과 LS엠트론의 트랙터 판매 증가가 기대된다.

LS의 최대 장점은 우량한 자회사들. 지금은 안정성에 대한 시장 우려 해소 필요

LS의 가장 큰 장점은 우량한 자회사들을 보유하고 있다는 점이다. 초고압케이블 및 해저케이블 기술을 확보한 LS전선, 전력기기와 시스템 시장의 빠른 성장 수혜가 기대되는 LS산전, 중국 트랙터 사업 확대가 예상되는 LS엠트론 및 회귀금속 수익을 확보한 LS니꼬동제련이 분기 1,500억원 수준의 안정적인 영업이익을 유지할 수 있다고 기대되고 있다.

그러나, 2Q11(OP 897억원), 3Q11(OP -684억원), 3Q12(990억원) 및 4Q12(990억원)에 부진한 실적을 기록하였다. 자회사들의 안정적인 수익 창출 능력이 의심받는 이유이다. 지금은 막연한 기대보다 시장의 우려를 해소할 수 있는 확신이 필요한 시점이다.

투자의견은 '매수' 유지. 12개월 목표주가는 104,000원으로 2.8% 하향 조정

LS의 투자의견 '매수'를 유지하나, 12개월 목표주가는 기존 107,000원에서 104,000원으로 2.8% 하향 조정한다. 목표주가는 2013년 IFRS 연결 실적 기준 EPS 8,567원(기존 8,796원)에 PER(Price-earning ratio) 12.2배(LS 지주 출범 분리 이후인 2009~2011년의 평균 17.5배를 30% 할인. 기존 유지)를 적용하여 산정하였다. 현재주가 대비 상승여력은 20.4%이다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	10,360	571	5.5	245	7,618	698	730	13.1	14.0	2.5	10.6
12/11	12,352	338	2.7	118	3,653	538	-563	5.4	20.8	1.7	13.6
12/12P	11,881	481	4.1	170	5,288	662	40	7.4	17.8	1.9	12.2
12/13F	12,154	586	4.8	276	8,567	832	3	11.4	10.1	1.6	9.7
12/14F	12,500	617	4.9	293	9,107	879	87	11.2	9.5	1.5	9.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익/ 영업이익은 회계변경기준 미반영, 추후변경 예정
자료: LS, KDB대우증권 리서치센터

박원재

02-768-3372
william.park@dwsec.com

류영호

02-768-4138
young.ryu@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	104,000
현재주가(13/02/07, 원)	86,400
상승여력(%)	20.4
EPS 성장률(13F, %)	62.0
MKT EPS 성장률(13F, %)	18.4
P/E(13F, x)	10.1
MKT P/E(13F, x)	9.5
KOSPI	1,931.77
시가총액(십억원)	2,782
발행주식수(백만주)	32
60D 일평균 거래량(천주)	90
60D 일평균 거래대금(십억원)	8
배당수익률(13F, %)	1.6
유동주식비율(%)	52.8
52주 최저가(원)	72,400
52주 최고가(원)	100,500
베타(12M, 일간수익률)	0.96
주가변동성(12M daily, %, SD)	1.7
외국인 보유비중(%)	13.1

주요주주

구자열 외 41인(33.43%)
LS 자사주(13.77%)
국민연금관리공단(9.28%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.4	0.6	-2.8
상대주가	-4.4	-1.8	-0.3

주요사업

LS전선, LS엠트론, LS산전, LS니꼬동 제련의 지주 회사

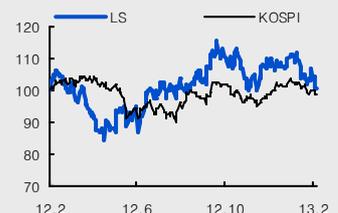


표 1. 4Q12 주요 손익 추정 및 컨센서스

(십억원, %, %p)

	4Q11	3Q12	4Q12P			증감률	
			잠정실적	KDB대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	2,955.2	2,880.9	2,846.4	3,326.4	3,051.7	-3.7%	-1.2%
영업이익	160.5	78.0	73.8	153.7	137.5	-54.0%	-5.4%
영업이익률	5.4%	2.7%	2.6%	4.6%	4.5%	-2.8%p	-0.1%p
세전이익	106.8	45.9	31.6	119.2	147.6	-70.5%	-31.2%
순이익	76.9	42.0	17.1	109.1	97.0	-77.7%	-59.1%

자료: LS, FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 2. LS 분기별 실적 추이 및 4Q12 실적

(십억원, 원, %, %p)

구분	2012P				2013F				4Q12P			
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ	기준추정	차이
매출액	2,969.9	3,184.0	2,881.0	2,846.3	2,833.8	3,132.8	3,011.8	3,175.2	-3.7	-1.2	3,326.4	-14.4
영업이익	144.8	163.4	99.0	73.8	135.3	149.6	141.9	159.0	-53.7	-25.5	153.7	-52.0
세전계속사업이익	100.2	99.9	45.9	31.6	121.4	104.2	127.8	111.9	-70.4	-31.1	119.2	-73.5
당기순이익	62.7	59.6	28.7	19.2	72.3	62.0	76.1	66.6	-73.8	-33.1	89.2	-78.4
EPS	1,947	1,850	893	597	2,245	1,925	2,362	2,069	-73.8	-33.1	2,770	-78.4
영업이익률	4.9	5.1	3.4	2.6	4.8	4.8	4.7	5.0	-2.8	-0.8	4.6	-2.0
세전계속사업이익률	3.4	3.1	1.6	1.1	4.3	3.3	4.2	3.5	-2.5	-0.5	3.6	-2.5
순이익률	2.1	1.9	1.0	0.7	2.6	2.0	2.5	2.1	-1.8	-0.3	2.7	-2.0

주: 영업이익은 회계변경기준 미반영, 추후변경 예정

자료: LS, KDB대우증권 리서치센터

표 3. LS 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

구분	변경 전			변경 후			변경률			변경사유
	12P	13F	14F	12P	13F	14F	12P	13F	14F	
매출액	12,361	13,730	14,675	11,881	12,154	12,500	-3.9	-11.5	-14.8	LS전선 외형 성장 하향 외형 감소에 따른 하향
영업이익	561	644	711	481	586	617	-14.3	-9.0	-13.2	
세전계속사업이익	365	469	530	278	462	492	-24.0	-1.5	-7.2	
순이익	240	283	300	170	276	293	-29.1	-2.6	-2.3	
EPS	7,460	8,796	9,318	5,287	8,567	9,107	-29.1	-2.6	-2.3	
영업이익률	4.5	4.7	4.8	4.0	4.8	4.9	-0.5	0.1	0.1	
세전계속사업이익률	3.0	3.4	3.6	2.3	3.8	3.9	-0.6	0.4	0.3	
순이익률	1.9	2.1	2.0	1.4	2.3	2.3	-0.5	0.2	0.3	

주: 영업이익은 회계변경기준 미반영, 추후변경 예정

자료: LS, KDB대우증권 리서치센터

한미약품 (128940/매수)

제약

미운 오리 백조되다

4Q12 Review: 영업이익 시장 컨센서스를 크게 상회

4분기 실적은 IFRS 별도기준 매출액 1,388억원(+7.9%YoY), 영업이익 135억원(흑전), 순이익 83억원(흑전)으로 시장컨센서스(1,414억원, 85억원, 53억원)를 크게 상회하였다. **영업이익은 1) ETC부문의 처방률 정상화에 따른 효과와 2) 매출원가 및 판매비의 효율적 관리 때문이며, 순이익은 북경한미의 34%YoY의 높은 성장에 따라 시장 컨센서스를 크게 상회하였다.**

글로벌 신화는 지속된다

북경한미는 1996년 법인설립 이후 연 평균 27.6%(CAGR 2007~2012)의 높은 성장률을 기록하는 제약회사로 성장하였다. 2010년 한때 성장률이 감소하여 북경한미의 성장성에 대한 시장의 우려가 있었지만 2012년 34%이상의 외형성장을 달성하였다. 이는 동사 의약품의 브랜드인지도 상승과 판매지역확대에 따른 것이다. **당사가 북경한미에 대한 높은 성장성을 전망하는 이유는 1) 어린이의약품에 이어 성인의약품, 인접사업으로의 다각화를 진행하고 있다는 점과 2) 최근 중국시장의 변화이다. 중국은 도시화 속도가 빨라지면서 병원수도 증가하고 있어 북경한미의 매출도 빠른 성장이 기대된다. 2013년 북경한미의 매출액은 35% 성장한 10.4억위엔에 15%의 영업이익률을 전망한다.**

중국에서의 성공과 더불어 2013년 하반기에는 미국 시장 진출이 예상된다. 2014년 미국특허가 끝나는 Nexium(넥시움, 역류성식도염)에 대한 개량신약인 에소메졸의 출시 가능성이 높아지고 있다. 미국시장에 대한 기대매출은 개량신약으로서의 약가와 peak sales 기준 M/S 15%를 가정하면 약 5,500억원의 매출액이 예상된다. 한미의 파트너사인 '암닐'과의 계약에 따라 한미약품에 매출 및 영업이익 기여는 약 20%인 1,000억원이 가능하다는 얘기이다. 물론 peak 매출액 기준이기 때문에 출시 이후 단계적인 M/S 증가에 주목해야 하며 그에 따라 연간 매출액 반영이 달라질 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 180,000원 유지

한미약품에 대한 투자의견 매수와 12개월 목표주가 180,000원을 유지한다. 당사 SOTP valuation에 따르면 북경한미의 가치가 현 시가총액(1조 1천억원)의 대부분을 차지하고 있기 때문에 아직 한미약품의 영업가치가 반영되지 않았다고 판단한다. 따라서 국내매출 정상화에 이어 2013년 미국에서의 매출액이 반영되기 시작하면 한미약품의 영업가치도 상승할 수 있고 결국 동사 기업가치에 반영될 것으로 전망한다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	294	-24	-8.1	-22	-2,656	-10	-250	-6.9	-	2.8	-
12/11	513	3	0.5	-8	-982	27	47	-2.6	-	2.3	28.5
12/12P	544	23	4.2	7	881	40	8	2.4	136.8	4.2	32.0
12/13F	596	37	6.3	20	2,427	55	19	6.2	57.3	4.5	25.7
12/14F	691	54	7.7	33	3,944	70	14	9.1	35.3	3.9	20.3

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 한미약품, KDB대우증권 리서치센터

김나연
02-768-3251
irene.kim@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	180,000
현재주가(13/02/06, 원)	139,000
상승여력(%)	29.5
EPS 성장률(13F, %)	175.5
MKT EPS 성장률(13F, %)	18.0
P/E(13F, x)	57.3
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSPI	1,936.19
시가총액(십억원)	1,151
발행주식수(백만주)	8
60D 일평균 거래량(천주)	56
60D 일평균 거래대금(십억원)	7
배당수익률(13F, %)	0.0
유동주식비율(%)	60.0
52주 최저가(원)	50,400
52주 최고가(원)	143,000
베타(12M, 일간수익률)	0.19
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.4
외국인 보유비중(%)	16.6

주요주주

한미홀딩스 외 4인(40.01%)
국민연금관리공단(9.4%)
SKAGEN AS 외 1인(7.89%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.5	79.9	133.7
상대주가	13.2	77.3	135.5

주요사업

의약품 제조 및 판매



표 1. 4분기 주요 손익 추정 및 컨센서스

(십억원, %, %p)

	4Q11	3Q12	4Q12P			성장률	
			잠정실적	KDB대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	128.7	135.1	138.8	138.8	141.4	7.9	2.7
영업이익	-9.2	8.4	13.5	7.0	8.5	흑전	60.2
영업이익률	-7.1	6.2	9.7	5.0	6.0	16.8	3.5
세전이익	-12.7	4.8	8.7	3.3	4.3	흑전	82.7
순이익	-9.5	4.2	8.3	2.5	5.3	흑전	95.5

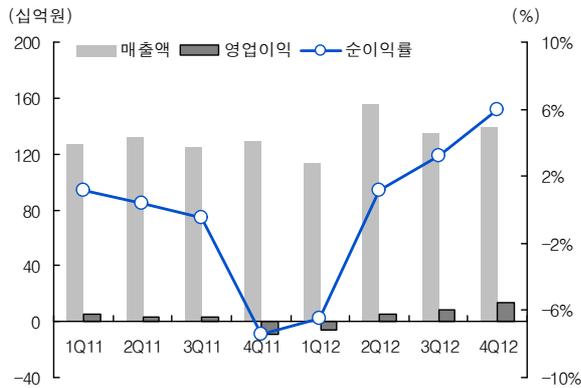
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 한미약품 분기별 실적 추이

구분	2011					2012P					4Q12P	
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	YoY	QoQ
의약품 내수	109.4	116.7	111.6	107.6	445.3	101.2	142.7	118.0	117.5	479.4	9.2	-0.4
OPD(ETC)	86.1	89.9	87.6	83.1	346.7	77.2	115.6	92.1	92.6	377.5	11.4	0.5
IPD(ETC)	16.2	16.4	16.1	16.6	65.3	16.4	17.2	17.1	14.9	65.6	-10.2	-12.9
매출액	7.1	10.4	7.9	7.9	33.3	7.6	9.9	8.8	10	36.3	26.6	13.6
의약품 수출	16.8	17.3	15.8	19.2	69.1	16.5	22	19.2	18.3	76	-4.7	-4.7
기타	0.7	-2.3	-2.2	1.9	-1.9	-3.9	-8.6	-2.1	3	-11.6	57.9	흑전
계	126.9	131.7	125.2	128.7	512.5	113.8	156.1	135.1	138.8	543.8	7.9	2.7
영업이익	5	3.6	3.4	-9.2	2.7	-6.5	5.8	8.4	13.5	21.2	흑전	60.7
영업이익률	3.9	2.7	2.7	-7.1	0.5	-5.7	3.7	6.2	9.7	2.7	16.8	-1.3
세전계속사업이익	1.2	0	-0.3	-12.7	-11.8	-10.1	2.2	4.8	8.7	0.9	흑전	82.7
당기순이익	1.5	0.5	-0.6	-9.5	-8.2	-7.4	1.8	4.2	8.3	0.8	흑전	95.5
세전계속사업이익률	1	0	-0.2	-9.9	-2.3	-8.8	1.4	3.5	6.3	0.2	16.2	2.8
당기순이익률	1.2	0.4	-0.5	-7.4	-1.6	-6.5	1.2	3.1	6.0	0.2	13.4	2.8

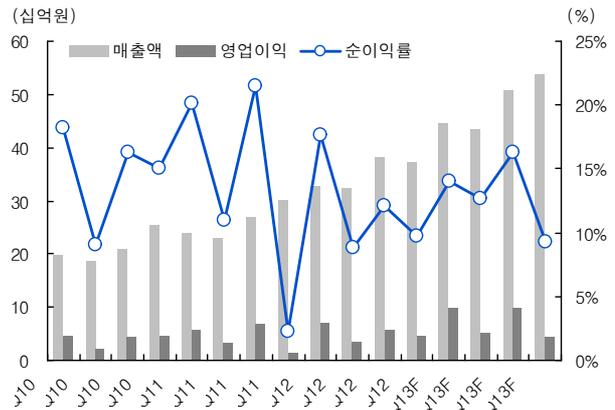
자료: 한미약품, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 한미약품 매출액, 영업이익 추이



자료: 한미약품, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 북경한미 매출액, 영업이익 추이



자료: 한미약품, KDB대우증권 리서치센터

동원산업 (006040/매수)

원양어업

2013년 사상 최고 어가는 계속된다

2012년 4분기: 컨센서스 미달

동원산업의 4분기 매출액은 1,941억원(YoY +12.5%), 영업이익은 200억원(YoY -26.6%)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 매출액은 참치어가가 상승하고 어획량이 증가하면서 성장하였으나 영업이익은 선박개선 비용과 어획장비 개량 비용이 증가하면서 감소했다.

2013년 참치어가 최고 수준 예상, 선박 수익성 개선

2013년 매출액은 6.6% 증가, 영업이익은 8.0% 증가하여 12년의 높은 성장(매출액 24.0% 증가, 영업이익 40.2% 증가)보다 둔화될 전망이다. 하지만 꾸준한 성장은 이어갈 전망이다.

1) 2013년 참치어가(가다랑어=Skipjack의 국제가격)가 사상 최고 수준이 예상된다. 2013년 참치어가는 톤당 2,200달러로 2012년 2,100달러보다 높을 전망이다. 이는 FAD(바다에 유인 장치를 설치하고 그물을 쳐서 잡는 방식) 규제기간 1개월 추가 가능성(현재 7~9월 유목조업 금지기간으로 설정)에 따라 어획량이 증가하지 않을 것으로 예상되기 때문이다. 또한 참치 수요는 국내는 정체되어 있지만 동남아시아의 수요가 증가하는 추세이다.

기후(바닷물 온도)는 예측이 어렵지만 라니냐(La Nina)의 발생 가능성이 높아 어획량에는 부정적으로 작용할 전망이다.

2) 선박 추가 도입 및 선박 수익성 개선이다. 동원산업은 2012년 개조 선망선 2척을 추가로 투입하였다. 개조 선망선은 기존 통조림용으로 잡던 Skipjack(가다랑어) 어종 중 양질의 상품을 횡감으로 판매 가능하도록 만들어진 선박이다. 횡감용 Skipjack은 통조림용에 비해 약 2배 정도의 가격에 거래되고 있어 선박 당 수익성이 개선될 것으로 기대한다. 또한 2012년 선망선 2척을 신규 발주하였다. 신규 선망선이 2014년에 새롭게 투입되면 기존 2척은 다른 지역으로 돌려 어획량 확대에 기여할 수 있다.

투자 의견 매수, 목표주가 380,000원 유지

참치어가는 인도양 어획량의 증가로 공급이 일시적으로 증가하면서 2012년 12월에 일시적으로 1,850달러/톤까지 떨어졌으나 2013년 2월 현재 2,150달러/톤 수준으로 회복한 상태이다. 2분기까지 2,200~2,300달러까지 상승할 전망이다.

12월 어가 하락으로 주가가 조정을 받았으나 최근 어가 상승 추세가 뚜렷해지고 있어 주가는 다시 상승할 수 있다. 투자 의견 매수, 목표주가 380,000원을 유지한다. 2013년 기준 PER은 9.0배로 Valuation 매력은 여전하다.

백운목

02-768-4158

wm.baek@dwsec.com

Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	380,000
현재주가(13/02/07, 원)	293,000
상승여력(%)	29.7
EPS 성장률(13F, %)	9.1
MKT EPS 성장률(13F, %)	17.9
P/E(13F, x)	9.0
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSPI	1,931.77
시가총액(십억원)	985
발행주식수(백만주)	3
60D 일평균 거래량(천주)	5
60D 일평균 거래대금(십억원)	2
배당수익률(13F, %)	1.0
유동주식비율(%)	39.9
52주 최저가(원)	175,000
52주 최고가(원)	331,500
베타(12M, 일간수익률)	0.02
주가변동성(12M daily, %, SD)	1.7
외국인 보유비중(%)	4.0

주요주주

(주)동원엔터프라이즈 외 7인(60.14%)

KB자산운용(8.21%)

국민연금관리공단(6.08%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.3	28.5	63.7
상대주가	4.3	26.1	66.2

주요사업

국내 1위의 원양어업

Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	573	104	18.2	80	23,753	135	47	21.9	5.8	1.1	5.2
12/11	629	89	14.2	78	23,082	128	8	17.6	7.3	1.2	5.6
12/12P	780	125	16.0	100	29,863	166	67	19.3	9.6	1.7	6.5
12/13F	831	135	16.3	110	32,577	170	68	17.9	9.0	1.5	6.3
12/14F	900	149	16.5	119	35,426	186	88	16.6	8.3	1.3	5.4

주: K-IFRS 개별 기준

자료: 동원산업, KDB대우증권 리서치센터



표 1. 동원산업의 2012년 4분기 실적

(십억원, %)

	4Q11	3Q12	4Q12			증감률	
			발표치	KDB Daewoo	시장 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	172.6	197.5	194.1	201.8	198.0	12.5	-1.7
영업이익	27.3	25.5	20.0	29.6	33.6	-26.6	-21.4
세전이익	33.9	28.0	24.7	35.5	40.3	-27.0	-12.0
순이익	26.4	23.4	18.9	25.9	30.7	-28.7	-19.3
영업이익률	15.8	12.9	10.3	14.7	17.0	-	-
순이익률	15.3	11.8	9.7	12.8	15.5	-	-

자료: 동원산업, KDB대우증권 리서치센터

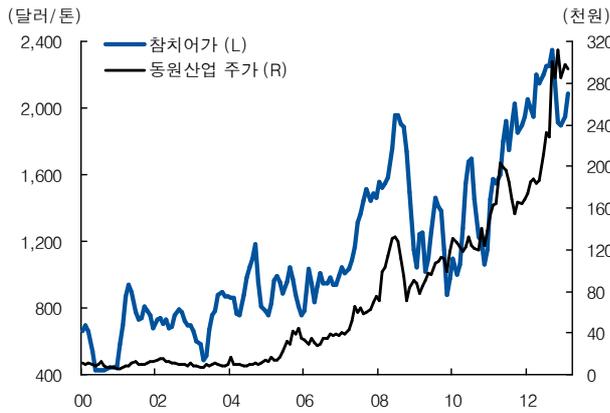
표 2. 동원산업의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	2012				2013F				2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	연간	연간
매출액	170.4	217.8	197.5	194.1	184.0	229.8	206.4	211.2	779.8	831.4	899.6
영업이익	28.8	50.8	25.5	20.0	27.2	52.2	27.7	28.0	125.1	135.1	148.8
세전이익	28.7	47.8	28.0	24.7	28.7	50.8	31.2	32.5	129.2	143.2	155.7
순이익	21.7	36.4	23.4	18.9	22.0	38.8	23.9	24.9	100.4	109.6	119.1
매출액증가율	-2.1	45.1	49.4	12.5	8.0	5.5	4.5	8.8	24.0	6.6	8.2
영업이익증가율	-19.7	178.5	225.7	-26.6	-5.6	2.8	8.6	39.9	40.3	8.0	10.1
세전이익증가율	-28.6	74.0	-	-27.0	0.2	6.3	11.3	31.5	26.5	10.8	8.7
순이익증가율	-27.6	73.1	-	-28.7	1.1	6.7	2.2	31.5	29.4	9.1	8.7
영업이익률	16.9	23.3	12.9	10.3	14.8	22.7	13.4	13.3	16.0	16.2	16.5
순이익률	12.8	16.7	11.8	9.7	11.9	16.9	11.6	11.8	12.9	13.2	13.2

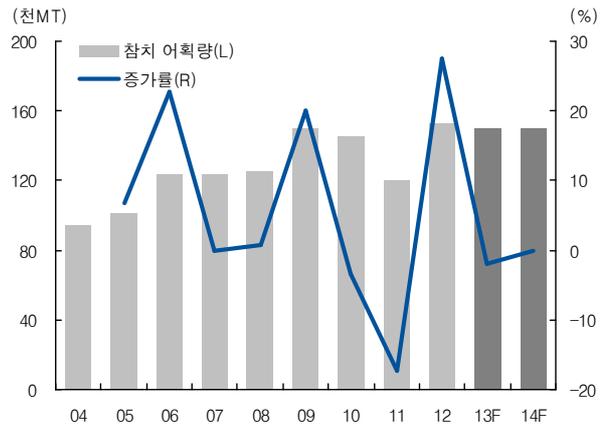
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 참치어가와 동원산업의 주가 추이



자료: Atuna, 동원산업, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 동원산업의 연도별 참치 어획량 및 증가율 전망



자료: Atuna, KDB대우증권 리서치센터

실리콘웍스 (108320/매수)

디스플레이

사업 다각화가 절실한 시점

4Q12 실적: 매출액 1,275억원(+65% YoY), 영업이익 96억원(+10% YoY)

4분기 매출액은 1,275억원(-7% QoQ, +65% YoY)으로 예상치(1,208억원)를 상회했다. 반면 영업이익은 96억원(-31% QoQ, +10% YoY)으로 예상치(106억원)를 하회했다. 영업이익률은 전기대비 2.6% 감소한 7.5%로 2011년 3분기 이후 가장 낮은 수치다. 수익성이 하락한 이유는 iPad mini의 잠식 효과로 new iPad의 판매가 저조했기 때문이다. 지난 4분기 iPad 부품 출하량은 1,000만대로 전기대비 17% 감소한 것으로 추산된다. 대부분의 출하 감소분은 new iPad였으며 기존 iPad2 부품 출하량은 전기대비 유사한 것으로 판단된다.

COG driver-IC 매출액은 전기대비 15% 감소했지만 전년동기대비 166% 증가한 796억원을 기록했다. 올해 테블릿PC의 출하량이 1.2억대로 전년대비 100% 성장했으며 고해상도 디스플레이가 확대되면서 COG driver-IC 수요가 크게 증가했다. COF driver-IC 매출액도 TV용 driver-IC 출하 증가로 전기대비 28%, 전년동기대비 27% 증가한 231억원을 달성했다.

1분기 매출액은 856억원(-33% QoQ, -1% YoY), 영업이익 50억원(-48% QoQ, -36% YoY)으로 악화될 전망이다. iPad 부품 출하량이 전기대비 50% 감소한 500만대에 그칠 전망이다. COG driver-IC 매출액이 411억원(-48% QoQ, +11% YoY)으로 크게 감소하는 영향이 가장 크다. iPad mini의 잠식 효과가 지속되면서 기존 iPad(9.7")의 판매 부진이 지속될 전망이다.

주주 가치 제고를 위해 1) 200억원 자사주 매입, 2) 주당 650원 현금 배당 결정

최근 주가 하락의 안정과 주주 가치 제고를 위해 200억원의 자사주 매입을 결정했다. 동사는 지난 2011년 8월~2012년 2월에도 64만주(117억원)의 자사주 매입을 시행한 적이 있으며 이 기간 동안 주가는 140% 상승했다. 지난해 연간 EPS는 2,575원으로 전년대비 26% 증가했지만 배당금은 주당 650원(지난해 주당 400원)으로 전년대비 63% 증가했다.

투자 의견: 매수 유지하지만 목표주가 29,000원으로 28% 하향 조정

실리콘웍스에 대한 투자 의견 매수를 유지하지만 목표주가는 29,000원으로 28% 하향 조정한다. 그 이유는 1) iPad mini의 잠식 효과로 기존 iPad(9.7")의 판매 부진이 지속되고, 2) 애플 내 점유율 하락이 예상되기 때문이다. 지난 4분기 동사의 애플 내 점유율은 70%를 상회한 것으로 추산되지만 올해 해외 패널 업체들의 진입으로 점유율은 50% 수준까지 하락할 전망이다. 이를 반영하여 13~14F EPS를 각각 27%, 25% 하향 조정했다. Retina Display를 적용한 iPad mini가 상반기보다는 하반기 출시가 유력하기 때문에 2분기까지 실적 개선은 제한적일 전망이다. 올해 성장 스토리(LED 조명, 터치 IC)는 하반기에 집중되어 있다.

황준호

02-768-4140
j.hwang@dwsec.com

오세범

02-768-4135
brian.oh@dwsec.com

Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	29,000
현재주가(13/02/07, 원)	20,250
상승여력(%)	43.2
EPS 성장률(13F, %)	-6.5
MKT EPS 성장률(13F, %)	18.3
P/E(13F, x)	8.4
MKT P/E(13F, x)	9.5
KOSDAQ	501.78
시가총액(십억원)	329
발행주식수(백만주)	16
60D 일평균 거래량(천주)	291
60D 일평균 거래대금(십억원)	7
배당수익률(13F, %)	3.0
유동주식비율(%)	72.8
52주 최저가(원)	19,500
52주 최고가(원)	36,550
베타(12M, 일간수익률)	1.11
주가변동성(12M daily, %, SD)	3.1
외국인 보유비중(%)	23.9

주요주주

코멧네트웍 외 5인(23.26%)
TMK(8.22%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.7	-32.7	-35.3
상대주가	-12.7	-35.1	-32.8

주요사업

디스플레이용 T-Con 및 Driver-IC 제조

Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	257	38	14.7	41	2,688	39	20	27.5	12.5	2.7	9.7
12/11	301	25	8.4	33	2,047	27	22	15.6	15.2	2.2	12.3
12/12P	472	45	9.5	42	2,575	47	25	17.6	8.7	1.4	3.5
12/13F	447	38	8.5	39	2,408	41	31	14.5	8.4	1.2	2.6
12/14F	515	47	9.2	47	2,882	51	35	15.5	7.0	1.0	1.4

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 실리콘웍스, KDB대우증권 리서치센터



표 1. 실리콘웍스의 2012년 4분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 별도 기준) (십억원, %, %p)

	4Q11	3Q12	4Q12P			성장률	
			발표치	KDB대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	77.2	136.9	127.5	100.7	119.1	65.1	-6.8
영업이익	8.8	13.8	9.6	10.0	11.0	9.3	-30.5
영업이익률	11.4	10.1	7.5	10.0	9.2	-3.8	-2.6
세전이익	10.3	15.1	11.0	12.0	13.0	7.1	-27.1
순이익	10.9	15.1	6.8	10.6	11.5	-38.0	-55.1

자료: 실리콘웍스, FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 실리콘웍스의 2012~2014년 수익예상 변경 (K-IFRS 별도 기준) (십억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률			변경 이유
	12P	13F	14F	12P	13F	14F	12P	13F	14F	
매출액	445	482	548	472	447	515	6.0	-7.2	-6.0	- 애플 내 점유율 하락
영업이익	45	52	61	45	38	47	-0.9	-26.3	-23.1	- COG driver-IC 수익성 하락
순이익	46	54	62	42	39	47	-8.3	-27.1	-24.8	
EPS	2,808	3,302	3,834	2,575	2,408	2,882	-8.3	-27.1	-24.8	
영업이익률	10.1	10.7	11.2	9.5	8.5	9.2	-0.7	-2.2	-2.0	
순이익률	10.2	11.2	11.4	8.9	8.8	9.1	-1.4	-2.4	-2.3	
원/달러 환율	1,128	1,065	1,053	1,127	1,042	1,033	-0.1	-2.2	-1.9	

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. 실리콘웍스 분기별 영업실적 추이 및 전망 (K-IFRS 별도 기준) (십억원, %)

구분	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012F	2013F	2014F
매출액	86	122	137	128	86	108	130	124	472	447	515
COF D-IC	23	20	18	23	19	22	24	20	84	86	91
COG D-IC	37	71	93	80	41	60	78	80	281	259	299
T-Con	14	16	16	15	15	16	17	14	61	62	70
PMIC	7	8	4	4	4	4	5	4	23	17	24
기타	5	6	6	6	6	6	6	6	23	23	31
매출 비중	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
COF D-IC	27	17	13	18	22	21	19	16	18	19	18
COG D-IC	43	58	68	62	48	56	60	64	60	58	58
T-Con	17	13	11	12	18	15	13	12	13	14	14
PMIC	8	7	3	3	5	4	4	3	5	4	5
기타	6	5	4	5	7	5	5	5	5	5	6
영업이익	7.8	13.5	13.9	9.6	5.0	8.8	12.9	11.4	44.8	38.1	47.2
영업이익률	9.1	11.1	10.1	7.5	5.8	8.1	9.9	9.3	9.5	8.5	9.2
순이익	9.2	10.7	15.1	6.8	5.9	9.2	12.7	11.4	41.8	39.2	46.9
순이익률	10.8	8.8	11.0	5.3	6.9	8.5	9.8	9.2	8.9	8.8	9.1

자료: 실리콘웍스, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 분기별 매출액 및 영업이익률 추정치 변경

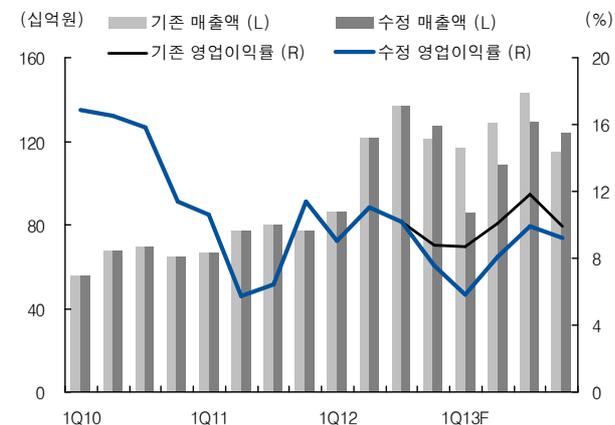


그림 2. 애플, LG디스플레이, 실리콘웍스 주가 추이



자료: 실리콘웍스, KDB대우증권 리서치센터

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

OCI머티리얼즈 (036490/중립)

IT부품/소재

새로운 성장 엔진이 필요하다

What's new: NF3 물량 감소, 원/달러 환율 하락으로 4Q12 실적 예상치 하회

4분기 실적은 매출액 535억원(-26.7% YoY), 영업이익 77억원(-67.9% YoY, 영업이익률 14.3%)로 당사 예상치 및 컨센서스를 큰 폭으로 하회했다. 경쟁 심화로 인한 NF3 판매량 감소와 원/달러 환율 하락이 부진한 실적의 원인이었다.

전방 수요 둔화 및 경쟁 심화로 주력 제품인 NF3와 모노실란 모두 판매량과 가격이 하락했다. 특히 NF3는 신규 경쟁사 진입과 비수기가 겹치면서 판매량은 10%, 가격은 4% 하락한 것으로 추정된다. 최근 달러 대비 원화 강세도 실적에 부정적이었다. 동사는 전체 매출에서 달러에 대한 순노출이 60% 수준이기 때문에 원/달러 하락은 전체적인 수익성에 부정적이다. 원/달러 평균 환율이 1% 하락할 경우(달러 대비 원화가 1% 절상될 경우) 동사의 연간 EPS는 3.3% 감소하는 것으로 추정된다.

Catalyst: 디실란(disilane) 매출 확대와 원/달러 환율 상승 반전

NF3 단가 인하 심화, 모노실란 공급 과잉 지속, 전방 산업 둔화 등으로 1분기까지 큰 폭의 실적 개선은 어려울 것으로 판단된다. 1분기 실적은 전분기 대비 소폭 감소한 매출액 521억원(-23.2% YoY), 영업이익 74억원(-54.5% YoY)을 기록할 전망이다.

동사의 주가 상승 촉매는 수익성 회복이다. 수익성 회복에서 가장 중요한 요건은 고마진의 신규 제품(디실란) 매출 확대와 원/달러 환율 상승 반전이다. 특히, 2분기부터 본격적으로 매출이 발생하는 디실란은 부진한 모노실란의 수익성을 회복시켜줄 것으로 판단한다. 달러에 대한 노출이 높기 때문에 원/달러 환율이 상승 반전할 경우에도 동사는 다른 IT 업체 대비 수익성 개선 효과가 클 전망이다.

Valuation: NF3도 경쟁 심화 국면 진입, 투자의견 중립으로 하향

OCI머티리얼즈에 대한 투자의견을 매수에서 중립으로 하향한다. 주력 제품인 NF3 경쟁 심화 및 원/달러 환율 하락을 반영해 13F~14F EPS를 각각 36.7%, 27.2% 하향 조정했기 때문이다. 지난 1년간 동사의 수익성 훼손 요인은 모노실란 공급 과잉이었다. 그러나 이익 기여도가 높았던 NF3 마저 신규 경쟁사 진입으로 단가 인하 압력이 높아졌다. 최근에는 경쟁사의 공격적인 가격 정책으로 동사의 NF3 시장 점유율도 소폭 하락한 것으로 추정된다. 전방 산업인 LCD 및 반도체 산업의 증설이 제한적인 상황에서 동사가 시장 점유율을 유지하기 위해서는 추가적인 단가 인하가 불가피할 것으로 판단된다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	235	78	33.3	59	5,617	133	-12	24.3	18.3	4.2	9.6
12/11	296	98	33.0	67	6,363	165	31	22.7	12.5	2.6	6.3
12/12P	255	52	20.5	31	2,910	126	80	9.1	13.2	1.2	4.5
12/13F	249	51	20.6	29	2,787	120	80	8.2	12.1	1.0	3.9
12/14F	275	63	22.8	39	3,695	131	77	10.2	9.1	0.9	3.2

주: K-IFRS 별도 기준

자료: OCI머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

조우형

02-768-4306

will.cho@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

종류	Downgrade
목표주가(원, 12M)	-
현재주가(13/02/07, 원)	33,700
상승여력(%)	-
EPS 성장률(13F, %)	-4.2
MKT EPS 성장률(13F, %)	18.3
P/E(13F, x)	12.1
MKT P/E(13F, x)	9.5
KOSDAQ	501.78
시가총액(십억원)	355
발행주식수(백만주)	11
60D 일평균 거래량(천주)	71
60D 일평균 거래대금(십억원)	3
배당수익률(13F, %)	2.2
유동주식비율(%)	50.9
52주 최저가(원)	31,100
52주 최고가(원)	93,500
베타(12M, 일간수익률)	1.12
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.4
외국인 보유비중(%)	3.5

주요주주

OCI(주)(49.1%)

신영자산운용 외 3인(5.12%)

NORGES BANK(5.01%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.3	-22.1	-61.9
상대주가	-11.4	-24.5	-59.4

주요사업

반도체, 디스플레이, 태양전지 제조용 특수 가스(NF3, 모노실란, WF6) 생산



표 1. OCI머티리얼즈 4분기 실적 (K-IFRS 별도기준)

(십억원,%)

	4Q11	3Q12	4Q12P			증감률	
			실제	KDB대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	73.0	63.5	53.5	62.8	63.6	-26.7	-15.7
영업이익	23.9	10.1	7.7	13.5	10.0	-67.9	-23.7
영업이익률	32.7	15.8	14.3	21.5	15.7	-	-
세전이익	21.1	6.5	2.5	10.8	12.5	-88.1	-61.7
순이익	15.9	5.0	3.1	8.3	9.8	-80.3	-37.8

자료: OCI머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

표 2. OCI머티리얼즈 수익예상 변경 요약 (K-IFRS 별도기준)

(십억원,%)

	수정 전			수정 후			변경률			변경 근거
	2012P	2013F	2014F	2012P	2013F	2014F	2012P	2013F	2014F	
매출액	264	287	306	255	249	275	-3.5	-13.4	-10.0	- 원/달러 환율 하향 조정(원화 절상)
영업이익	58	71	78	52	51	63	-10.0	-28.1	-19.2	- NF3 가격 및 출하량 하향 조정
세전이익	46	60	69	38	37	50	-17.9	-39.1	-27.2	- 모노실란 출하량 하향 조정
당기순이익	36	46	54	31	29	39	-14.5	-36.7	-27.2	- 4분기 실적 반영
EPS(원)	3,404	4,406	5,072	2,910	2,787	3,694	-14.5	-36.7	-27.2	
영업이익률	22.0	24.8	25.4	20.5	20.6	22.8	-	-	-	
순이익률	13.6	16.2	17.5	12.1	11.8	14.2	-	-	-	

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. OCI머티리얼즈 분기별 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

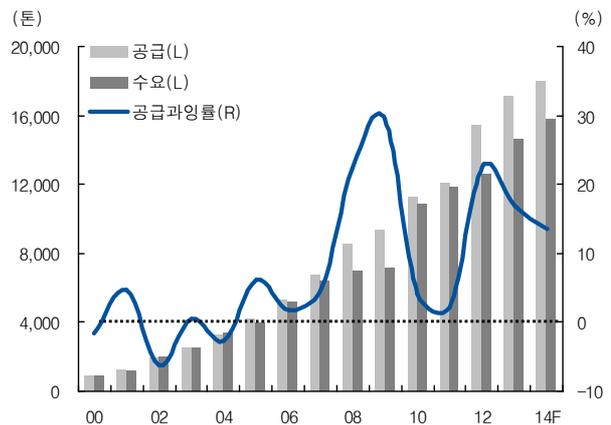
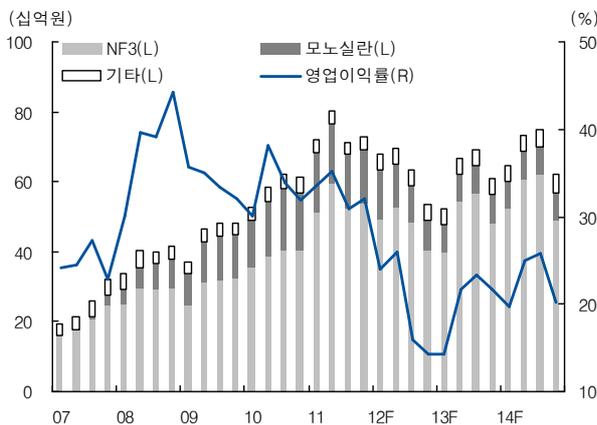
(십억원,%)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	11	12P	13F	14F
매출액	67.9	69.7	63.5	53.5	52.1	66.6	69.1	61.1	296.4	254.6	248.9	275.2
영업이익	16.3	18.1	10.1	7.7	7.4	14.4	16.2	13.2	97.8	52.1	51.2	62.9
세전이익	13.6	15.5	6.5	2.5	4.1	10.9	12.4	9.4	85.9	38.1	36.7	50.0
당기순이익	10.8	11.8	5.0	3.1	3.2	8.7	9.9	7.5	67.1	30.7	29.4	39.0
영업이익률	24.0	26.0	15.9	14.3	14.2	21.6	23.4	21.7	33.0	20.5	20.6	22.8
순이익률	15.9	16.9	7.9	5.8	6.2	13.1	14.4	12.3	22.6	12.1	11.8	14.2
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	-7.0	2.6	-8.9	-15.7	-2.6	27.7	3.8	-11.6	25.9	-14.1	-2.2	10.6
영업이익	-30.5	11.1	-44.4	-23.8	-3.4	94.3	12.3	-18.1	24.3	-46.7	-1.8	22.8
세전이익	-35.3	13.7	-57.9	-61.7	62.5	168.2	14.2	-24.0	17.1	-55.6	-3.6	36.0
당기순이익	-31.9	9.1	-57.4	-37.8	3.9	168.2	14.2	-24.0	11.9	-54.3	-4.2	32.6

자료: OCI머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. OCI머티리얼즈 분기별 실적 추이 및 전망

그림 2. NF3 수급 추이 및 전망



자료: OCI머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

자료: DisplaySearch, Gartner, PV News, 대우증권 리서치센터

KOSPI 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

국내기관 (업종)			기관전체 (당일 -895.1 / 5일 -877.5)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 771.1 / 5일 -1389.7)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
유통업	212.9	1,146.2	화학	-385.5	-1,559.6	전기전자	379.7	1,245.3	유통업	-191.3	-197.8
의약품	105.2	295.4	서비스업	-346.8	138.7	서비스업	366.0	-662.0	음식료	-81.0	31.3
전기전자	73.1	-1,829.3	운수장비	-248.8	810.7	화학	138.1	-651.6	기계	-44.9	155.1
철강금속	27.9	-159.6	운수창고	-122.3	-423.9	운수장비	137.2	-375.3	건설업	-29.6	-165.9
건설업	11.0	-352.5	금융업	-96.0	-589.8	운수창고	81.7	82.9	전기가스	-29.5	-652.6
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
KODEX 200	266.4	2,313.5	NHN	-242.8	-214.3	NHN	388.2	0.5	KODEX 200	-270.9	-2,323.2
삼성물산	144.2	448.6	삼성전자	-191.7	-1,343.7	SK하이닉스	351.4	500.2	현대차	-87.5	-252.4
삼성전기	136.2	-141.2	SK텔레콤	-96.8	10.8	현대모비스	211.4	554.7	LG화학	-87.2	-419.4
SK하이닉스	92.0	-208.3	LG생활건강	-95.9	-226.4	락앤락	148.9	98.0	삼성물산	-83.0	-278.2
S-Oil	82.1	-97.9	LG화학	-87.0	-199.4	SK텔레콤	139.2	105.8	SK이노베이션	-78.9	-130.7
LG전자	75.5	-63.5	현대중공업	-82.3	-510.6	OCI	120.0	145.0	KB금융	-75.0	130.9
삼성화재	72.1	506.1	에이블씨엔씨	-77.3	1.9	LG생활건강	80.3	90.4	에이블씨엔씨	-59.6	2.5
SK이노베이션	48.2	123.8	현대하이스코	-73.4	-84.9	하나금융지주	65.1	293.6	엔씨소프트	-56.0	-700.7
현대백화점	46.0	-145.0	기아차	-73.2	266.6	GS	49.7	-82.0	삼성화재	-53.6	-454.1
LG디스플레이	45.4	95.7	두산중공업	-69.7	-407.2	롯데케미칼	49.0	-15.6	신한지주	-50.0	114.3

KOSDAQ 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

국내기관 (업종)			기관전체 (당일 -131.2 / 5일 636.8)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 178.2 / 5일 665.6)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
통신장비	35.8	96.8	IT부품	-74.9	63.3	기계.장비	76.3	70.6	오락.문화	-25.6	96.4
기계.장비	11.6	36.8	디지털컨텐츠	-40.7	-123.8	반도체	72.2	43.7	디지털컨텐츠	-19.9	-126.9
기타	11.6	99.7	인터넷	-23.7	0.8	인터넷	42.7	82.2	의료.정밀기기	-15.2	24.0
소프트웨어	8.6	26.6	통신방송	-21.2	118.9	IT부품	35.4	176.7	제약	-12.1	184.4
화학	7.1	-7.6	운송장비.부품	-20.4	99.1	기타	13.0	31.0	유통	-8.6	25.4
국내기관 (종목)						외국인 (종목)					
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
휴맥스	22.9	31.4	아이원스	-74.5	-	덕산하이메탈	87.0	26.5	코오롱생명과학	-28.4	0.0
인터플렉스	18.5	68.1	서울반도체	-38.2	-5.3	에스에프에이	83.4	66.0	에스엠	-18.0	2.0
우리이앤엘	18.4	-65.1	컴투스	-35.1	23.9	다음	43.0	91.0	인터플렉스	-15.3	-68.0
CJ E&M	15.9	105.3	다음	-24.5	-0.7	비에이치	23.4	5.3	이엘케이	-14.3	-11.0
네패스	13.4	-30.8	서진오토모티브	-20.0	0.0	셀트리온	18.1	206.9	신흥기계	-12.7	-21.1
골프존	12.6	-5.0	SK브로드밴드	-19.9	61.1	파트론	8.4	191.3	우리이앤엘	-12.0	-74.3
플렉스컴	12.6	31.2	파라다이스	-17.8	81.8	디아이디	7.9	4.7	위메이드	-10.6	-10.9
메디톡스	12.1	42.7	덕산하이메탈	-17.6	35.9	코텍	7.2	2.1	CJ E&M	-9.5	40.3
비아트론	10.5	12.4	비에이치	-16.9	-10.2	플렉스컴	7.0	7.9	휴비츠	-8.6	-5.3
유진테크	10.1	11.9	GS홈쇼핑	-11.7	-62.8	SK브로드밴드	7.0	7.6	네오위즈게임즈	-8.4	-19.6

* 본 자료 중 외국인인 외국인투자등록이 되어 있는 경우이며, 그 밖의 외국인은 제외되어 있음

* 5일: 증권전산 CHECK 기준 (당일 제외, 이전 최근 5일), 당일 금액과 5일에서 (-)는 순매도를 의미

KOSPI 기관별 당일 매매 상위 종목

(단위: 백만원)

투신				연기금			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
KODEX 200	55,889.2	NHN	-8,998.0	삼성전기	10,474.3	GS	-7,356.7
LG전자	11,663.1	LG화학	-8,688.2	LG디스플레이	8,387.6	롯데쇼핑	-6,231.8
삼성물산	7,131.1	SK텔레콤	-5,082.9	SK하이닉스	8,321.3	NHN	-4,545.7
SK이노베이션	4,990.2	TIGER 200	-5,030.5	S-Oil	5,909.3	대림산업	-4,430.4
S-Oil	3,460.0	현대위아	-4,895.0	삼성물산	5,128.2	LG생활건강	-3,864.0
SK하이닉스	2,682.9	LG생활건강	-4,486.2	SK텔레콤	5,007.9	두산중공업	-3,763.2
삼성화재	2,215.7	삼성전자	-4,468.0	POSCO	4,639.1	현대중공업	-3,325.4
롯데쇼핑	1,991.6	삼성전자우	-4,215.5	현대백화점	3,650.3	기업은행	-2,470.2
풍산	1,859.7	CJ CGV	-3,816.3	KT	3,340.3	GKL	-2,407.0
오리온	1,657.4	현대중공업	-3,699.5	GS건설	3,231.0	에이블씨엔씨	-2,278.7
은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
두산중공업	1,182.7	삼성전자	-5,277.2	삼성전기	5,263.5	NHN	-2,885.3
KODEX 레버리지	895.8	SK텔레콤	-1,148.9	LG전자	4,418.3	금호석유	-2,701.5
현대건설	806.0	현대모비스	-1,107.4	SK하이닉스	3,710.9	POSCO	-2,631.6
LG패션	798.6	삼성전기	-1,024.7	현대제철	3,150.2	두산중공업	-2,212.7
LG이노텍	683.8	현대차	-925.7	삼성물산	3,140.9	삼성전자	-2,138.3
한국항공우주	476.6	TIGER 200	-764.2	현대위아	3,094.6	OCI	-1,801.5
KODEX 200	454.9	SK하이닉스	-719.3	TIGER 200	2,653.3	기아차	-1,797.4
LG상사	450.7	현대제철	-675.9	아모레퍼시픽	2,592.2	현대해상	-1,711.7
NHN	260.8	POSCO	-633.5	LG	2,290.6	삼성전자우	-1,668.3
대우조선해양	246.0	한국전력	-559.1	GS건설	2,173.9	KODEX 200	-1,654.1

KOSPI 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

종목	순매수		순매도		
	외국인	기관	종목	외국인	기관
SK하이닉스	35,139.8	9,197.6	삼성전자	1,496.4	19,167.4
LG전자	1,683.5	7,554.8	LG화학	8,720.6	8,702.4
현대제철	895.1	4,487.1	에이블씨엔씨	5,963.6	7,732.5
동아제약	1,336.7	2,114.0	기아차	4,218.8	7,317.5
송원산업	277.4	721.5	두산중공업	991.4	6,965.7
롯데하이마트	281.8	698.8	SKC	76.5	3,006.3
코오롱인더	704.7	230.5	CJ제일제당	356.7	2,907.7
대덕전자	1,241.1	229.1	두산인프라코어	3,511.1	2,638.6
삼성카드	703.5	153.4	삼성SDI	3,154.6	2,048.6
삼성테크윈	3,583.7	144.6	KODEX 레버리지	4,643.7	359.1

* 외국인은 외국인투자등록이 되어 있는 경우이며, 그 밖의 외국인은 제외되어 있음

* 외국인 기관 동반 순매도 금액은 (-)를 생략한 수치임

KOSDAQ 기관별 당일 매매 상위 종목

(단위: 백만원)

투신				연기금			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
에스에프에이	2,611.9	아이원스	-3,231.6	CJ E&M	1,142.0	CJ오쇼핑	-1,798.9
우리이앤엘	1,977.3	서진오토모티브	-2,000.0	휴맥스	789.7	덕산하이메탈	-1,581.1
인터플렉스	1,292.4	서울반도체	-1,915.4	유진테크	644.2	다음	-1,428.5
골프존	1,159.8	컴투스	-1,656.5	씨젠	611.8	코오롱생명과학	-1,403.3
차바이오앤	632.9	SK브로드밴드	-1,292.3	비아트론	537.5	서울반도체	-1,219.0
비아트론	520.1	KH바텍	-956.4	와이지엔터테인먼트	508.3	에스에프에이	-1,005.4
나노스	510.1	비에이치	-946.5	메디톡스	488.4	SK브로드밴드	-852.6
CJ오쇼핑	488.7	덕산하이메탈	-880.6	아바텍	486.8	에스엠	-768.8
이엘케이	471.4	플랜티넷	-645.9	슈프리마	483.0	GS홈쇼핑	-740.7
위메이드	435.8	GS홈쇼핑	-642.5	한국사이버결제	482.1	게임빌	-713.8
은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
코오롱생명과학	261.5	아이원스	-814.7	리노공업	1,300.4	컴투스	-773.6
씨유메디칼	121.2	매일유업	-492.6	플렉스컴	635.4	씨젠	-741.6
이트레이드증권	108.9	덕산하이메탈	-372.9	에스에프에이	613.4	이엘케이	-466.9
알에프세미	101.9	성우하이텍	-236.6	아이원스	495.5	인지디스플레이	-365.1
옵트론텍	74.6	솔브레인	-119.2	나노신소재	417.0	예림당	-333.0
휴맥스	73.3	인터플렉스	-111.9	이녹스	362.7	코오롱생명과학	-307.3
컴투스	72.6	서울반도체	-86.5	CJ오쇼핑	339.2	알에프세미	-301.1
비에이치아이	69.0	CJ E&M	-81.4	테라세미콘	287.8	다음	-273.4
하림	67.5	원익머트리얼즈	-67.0	인터파크	287.2	서울반도체	-251.3
비아트론	51.0	나노스	-66.3	솔브레인	284.2	유비벨록스	-234.6

KOSDAQ 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

순매수			순매도		
종목	외국인	기관	종목	외국인	기관
휴맥스	509.5	2,294.1	아이원스	393.0	7,454.9
네패스	387.6	1,338.0	컴투스	134.6	3,508.4
골프존	251.2	1,257.3	파라다이스	357.1	1,783.6
플렉스컴	704.5	1,255.4	청담러닝	45.5	1,163.2
비아트론	119.5	1,051.4	KH바텍	356.1	942.1
인터파크	425.8	968.5	코오롱생명과학	2,836.5	938.0
슈프리마	98.8	623.9	플랜티넷	99.4	795.2
아이센스	143.0	618.1	씨젠	194.5	760.2
에스에프에이	8,338.2	536.4	에스엠	1,802.1	727.4
마크로젠	445.8	462.2	오스템임플란트	371.5	351.9

* 외국인은 외국인투자등록이 되어 있는 경우이며, 그 밖의 외국인은 제외되어 있음

* 외국인 기관 동반 순매도 금액은 (-)를 생략한 수치임

당일 선물 시장은 새벽 미 증시 결과를 반영하여 작성되는 '선물옵션 모닝브리프'를 참조할 것
 KDB대우증권 홈페이지(www.kdbdw.com)>투자정보>투자전략>AI/파생

주가지수 선물 가격 정보

	KOSPI200	1303	1306	1309	KSPH3H6S
기준 가격	254.31	254.50	256.30	257.75	1.40
시가	254.68	254.90	256.25	257.75	1.45
고가	255.97	256.35	257.60	257.75	1.45
저가	253.80	253.90	255.55	257.75	1.40
종가	254.00	254.35	255.85	257.75	1.40
전일 대비	-0.31	-0.15	-0.45	-	-
이른 가격	-	254.71	256.28	257.95	1.57
총 약 정 수 량 *	68,583	195,642	40	-	3
총 약 정 금 액 **	2,731,946	24,945,146	5,127	-	770
미 결 제 약 정	-	108670 (-479)	2989 (9)	167 (0)	-
배 당 지 수 ***	2.84% (CD금리)	0.00	0.23	0.35	-
반 응 배 수		1.13	0.94	-	
장 중 평 균 베 이 시 스		0.241			
전 일 대 비		-0.034			

주 : 단위 (* 천주, 계약 ** 백만 *** 포인트)

반응배수 = 일중 선물가격 변동폭 / 일중 현물가격 변동폭, KSPH3H6S : 3월물과 6월물과의 스프레드를 의미함
 장중 평균 베이스는 1분 평균이며, 만기일의 경우 전일대비는 직전 최근월물과의 비교이므로 의미없음

주가지수 선물 투자자별 매매 현황

		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	연기금
	매수	83,630	58,159	48,064	176	2,451	664	1,636	902
	매도	83,201	57,818	49,618	270	1,896	524	1,521	833
	비중	42.6%	29.6%	25.0%	0.1%	1.1%	0.3%	0.8%	0.4%
순매수누적	전일	429	341	-1,554	-94	555	140	115	69
	누적	-25,827	17,645	4,578	-920	5,569	359	-1,818	420
매매편향강도		0.26%	0.29%	-1.59%	-21.08%	12.77%	11.78%	3.64%	3.98%

주 : 누적은 지난 트리플위칭데이 이후부터 현시점까지 당일 순매수 미결제약정의 증감을 누적한 것임

매매편향강도(%)=(순매수/(매수+매도))X100, 절대수치가 클수록 단방향으로의 집중력이 높다는 의미임

ETF 가격 정보

		전일 대비	등락율	거래량	거래대금	외국인 보유	KOSPI200	
KOSEF	65	0.25%	107	2,746	0.00%	NAV (ETF-NAV)%	25,735	25,707
KODEX200	-5	-0.02%	3,618	92,999	8.45%		0.10%	-0.15%
						T/E	0.01%	0.00%
						설정주수	0	2000
						환매주수	250	15100
						상장주수	13700	157700
		KOSEF	KODEX200	합성현물	최근월물	합성선물		
종가/100	257.60	256.70	253.80	254.35	253.94			
eff.delta	-2.10	0.16	0.90	0.48	0.97			
diff/basis	1.42%	1.06%	-0.08%	0.35	-0.06			

주 1 : effective delta(유효델타) = ETF등 전일대비 증감분 / KOSPI200 전일대비 증감분

2 : 합성현물 = (C-P)+X exp[-rt], 합성선물 = (C-P)exp[rt]+X, 거래량, 설정-환매-상장 등의 단위는 천주

3 : 괴리/베이스스 - KOSPI200 대비 괴리율/베이스스, 거래대금의 단위는 백만원

4 : TE(tracking error)=[(NAV/(KOSPI200X100))-1]X100(%)

주가지수옵션 가격정보

대표 내재변동성	0.135	콜평균	0.124	풋평균	0.148	역사적 (5일)	4.4	역사적 (20일)	9.6
월물 행사가격		1302					1303		
		260.0	257.5	255.0	252.5	250.0	257.5	255.0	252.5
Call	가격	0.24	0.63	1.45	2.80	4.65	2.84	4.10	5.25
	전일 대비	-0.17	-0.31	-0.40	-0.45	-0.40	-0.41	-0.25	-0.35
	내재변동성	12.30	12.20	12.20	12.40	12.70	12.80	13.30	12.80
	거래량	326,428	319,470	250,540	34,334	5,253	1,641	1,183	323
	미결제	35,634	22,240	15,667	6,387	2,155	1,038	1,254	392
Put	가격	6.35	4.25	2.51	1.37	0.71	5.50	4.65	3.65
	전일 대비	0.30	0.10	-0.10	-0.15	-0.13	-0.60	-0.10	-0.05
	내재변동성	15.60	14.50	13.70	14.00	14.70	12.40	14.10	14.70
	거래량	6,458	20,380	188,349	224,498	280,134	331	1,014	1,257
	미결제	14,582	18,760	27,862	22,553	26,536	1,207	3,828	2,347

주 : 역사적 변동성, 내재변동성 등은 CHECK II 단말기를 기준으로 한 것임

주가지수옵션 투자자별 매매현황

Call		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	연기금
	매수	588,444	418,441	402,969	505	598	23	11,500	274
	매도	587,931	412,688	410,215	505	587	124	10,545	144
	비중	41.3%	29.2%	28.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%
순매수 누적	전일	513	5,753	-7,246	0	11	-101	955	130
	누적	4,147	90,426	-90,453	30	-932	-1,016	-1,943	-244
Put		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	연기금
	매수	664,779	374,176	403,969	429	1,685	134	455	8,284
	매도	660,250	364,173	419,355	429	1,685	113	221	7,685
	비중	45.6%	25.4%	28.3%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.5%
순매수 누적	전일	4,529	10,003	-15,386	0	0	21	234	599
	누적	30,345	18,235	-46,238	15	-464	-215	-112	-1,566

주 : 누적은 직전 옵션만기일 이후부터 당일 순매수 미결제약정 증감을 누적한 것임.

차익거래 잔고와 프로그램 매매 동향

		주식		주가지수선물		주가지수 CALL옵션		주가지수 PUT옵션	
		매도	매수	매도	매수	매도	매수	매도	매수
차익거래 잔고 (백만원)	최근월물	5,308,331	9,273,144	9,347,719	5,309,140	-	-	-	-
	기타	-	-	-	-	-	-	-	-
	합계	5,308,331	9,273,144	9,347,719	5,309,140	0	0	0	0
프로그램 매매 동향 (백만원)	차익 비차익	프로그램 매도				프로그램 매수			
		주식 거래량		주식 거래대금		주식 거래량		주식 거래대금	
		수량	비율(%)	금액	비율(%)	수량	비율(%)	금액	비율(%)
	차익	1,174	0.29	66,340	1.88	192	0.05	4,238	0.12
	비차익	19,169	4.68	813,569	23.08	22,664	5.53	850,686	24.13
	합계	20,343	4.96	879,910	24.96	22,856	5.57	854,925	24.25
베이스스 수준		0.725	0.625	0.525	0.425	0.325	0.225	0.125	0.025
차익성 순매수		50	-6	73	167	-5699	-13263	-24127	-11798

주 : 월요일을 제외한 차익거래 잔고는 1일 지연된 데이터임.

유가증권시장		02/07 (목)	02/06 (수)	02/05 (화)	02/04 (월)	02/01 (금)	
가격 및 거래량 지표	코스피지수	1,931.77	1,936.19	1,938.18	1,953.21	1,957.79	
		5일	1,943.43	1,949.46	1,955.11	1,958.67	1,955.97
	이동평균	20일	1,967.06	1,970.81	1,973.59	1,976.58	1,979.48
		60일	1,957.24	1,956.78	1,956.42	1,956.41	1,955.99
	이격도	20일	98.21	98.24	98.21	98.82	98.90
		60일	98.70	98.95	99.07	99.84	100.09
	거래량		412,163	349,220	366,687	345,360	385,886
	거래대금		35,730.0	36,775.0	37,754.6	35,921.3	40,958.0
시장지표	거래량 회전율	1.16	0.98	1.03	0.97	1.09	
	거래대금 회전율	0.32	0.33	0.34	0.32	0.36	
	심리지표	20	20	20	30	30	
	ADR	85.87	84.02	87.50	88.94	92.33	
	이동평균	20일	99.67	101.00	102.18	103.20	104.03
	VR	40.70	40.31	50.92	48.97	47.84	
코스닥시장		02/07 (목)	02/06 (수)	02/05 (화)	02/04 (월)	02/01 (금)	
가격 및 거래량 지표	코스닥지수	501.78	502.56	498.16	501.32	503.31	
		5일	501.43	501.80	501.85	503.29	503.87
	이동평균	20일	507.31	507.95	508.42	508.96	509.33
		60일	499.40	499.70	499.98	500.32	500.59
	이격도	20일	98.91	98.94	97.98	98.50	98.82
		60일	100.48	100.57	99.64	100.20	100.54
	거래량		426,034	423,870	487,132	458,129	479,257
	거래대금		16,452.1	15,522.1	16,043.1	16,095.5	17,054.3
시장지표	거래량 회전율	2.09	2.03	2.33	2.20	2.30	
	거래대금 회전율	1.49	1.40	1.46	1.46	1.54	
	심리지표	30	30	20	30	40	
	ADR	82.39	80.02	82.45	86.48	90.89	
	이동평균	20일	102.51	104.33	105.81	106.92	107.67
	VR	45.36	55.96	56.10	70.21	85.17	
자금지표		02/07 (목)	02/06 (수)	02/05 (화)	02/04 (월)	02/01 (금)	
국고채 수익률(3년)		2.72	2.72	2.75	2.76	2.76	
회사채수익률(무보증3년)AA-		3.08	3.08	3.11	3.12	3.13	
원/달러 환율		1,088.30	1,088.10	1,087.00	1,084.60	1,097.40	
CALL금리		2.74	2.71	2.73	2.74	2.74	
주식형(국내)		-	674,766	677,855	678,043	679,844	
주식형(해외)		-	254,686	255,118	255,369	255,654	
채권형		-	481,870	481,635	478,675	477,664	
고객예탁금		-	173,251	175,040	183,044	174,055	
고객예탁금 회전율		-	30.19	30.73	28.42	33.33	
순수예탁금 증감		-	-1,472	-7,910	8,606	7,471	
미수금		-	1,225	1,156	1,213	1,315	
신용잔고		-	41,087	41,423	41,600	41,789	

단위: P, %, 천주, 억원 / 주: 고객 예탁금 회전율 = (거래대금/고객예탁금) x 100