

KDB DAEWOO DAILY

2013. 3. 15 (금)

코스피지수 (3/14)	2,002.13P(+2.40P)
코스닥지수 (3/14)	553.58P(+3.85P)
KOSPI200지수 3월물	263.05P(+0.15P)
중국상해종합지수 (3/14)	2,270.28P(+6.31P)
NIKKEI225지수 (3/14)	12,381.19P(+141.53P)
원/달러 환율	1,109.00(+11.60)
엔/달러 환율	96.07(+0.14)
국고채 수익률 (3년)	2.62(+0.01)
유가(WTI) (3/14 21:17)	92.47(-0.32)
국내주식형수익증권(3/13)	667,793억원(-99억원)
해외주식형수익증권(3/13)	250,699억원(+5억원)
고객예탁금(3/13)	179,876억원(-3,510억원)
신용잔고(3/13)	41,994억원(-141억원)

시황전망

IT업황의 호전, 코스닥의 훈풍으로 연결되다

주간 차이나 마켓 네비게이션

인민은행의 배신(?)은 무죄

채권시황

[3월 금통위] 종교와 같은 인하기대

크레딧 시황

Credit Weekly

주간 상품시장

달러 강세에도 불구하고 선방한 상품 시장

관심지표

미국의 경기회복 기대감과 가치주 강세 현상

기업분석

대한항공[매수] - 류제현: 눈높이를 낮추고 장기적인 매수 기회를 찾을 때
제일기획[매수]-문지현:글로벌 마케팅의 중심지에서 심장이 뛰기 시작했다!
현대미포조선[매수] - 성기종: 품격이 다른 조선사
키움증권[매수] - 정길원: [탐방 메모] 정상궤도로 재진입 중!
동국제강[중립] - 전승훈: 역발상을 하기엔 조심스러운 환경

주체별 매매동향

KOSPI200 선물시장 통계

주가 지표



각 조사분석자료에 해당하는 컴플라이언스 관련 고지사항은 당사 홈페이지에 게시된 원문에서 확인할 수 있습니다.

본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

투자전략 한치환 02-768-3053 chihwan.han@dwsec.com

투자전략 노아람 02-768-4153 aram.noh@dwsec.com

IT업황의 호전, 코스닥의 훈풍으로 연결되다.

2월 이후 회복세를 나타내던 코스피가 최근 일주일간 2천선 부근에서 횡보흐름을 나타내고 있다. 반면 코스닥은 연초 이후 강한 상승세를 나타내며 2010년 초 형성된 고점 부근에 근접했다.

최근 외국인 매매동향을 살펴보면 외국인은 코스닥, 특히 IT주에 순매수를 보이고 있다. IT주의 영업이익의 증가율도 코스피 대비 상대적으로 개선세를 나타낼 것으로 전망되고 있어 매수세 지속 가능성도 높다.

한편 신정부 핵심 정책이 1) 중소기업 육성과 상생, 2) ICT(정보통신기술) 육성 등에 초점을 두고 있는 점도 코스닥 및 IT관련주의 상승 요인이라고 판단된다.

실제 3월 이후(3월 1일~14일)간 코스닥 시장에서 외국인이 순매수한 상위 10개 종목 가운데 IT관련주들이 대부분을 차지했다. ICT 관련한 종목들이 대부분을 차지한 만큼 향후 지속적인 관심이 필요해 보인다.

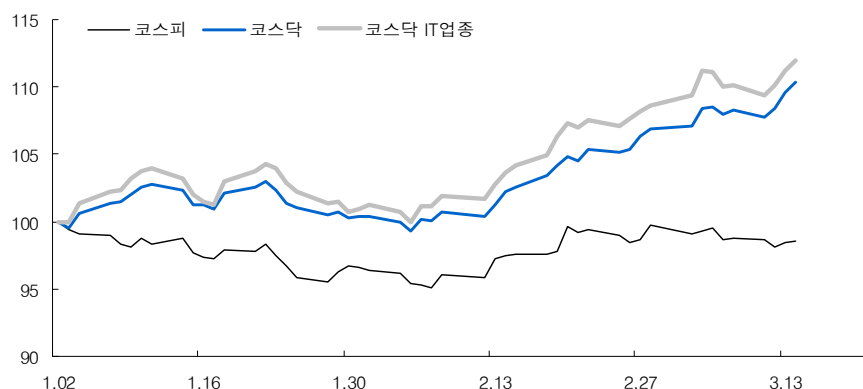
IT 비중이 높은 코스닥, 코스피 대비 상대적 강세

2월 이후 회복세를 나타내던 코스피가 최근 일주일간 2천선 부근에서 횡보흐름을 나타내고 있다. 그러나 미국을 중심으로 한 글로벌 증시 상승세가 이어지고 있어 코스피가 조정을 받기보다는 글로벌 증시의 상승 흐름에 동조할 가능성이 높아 보인다.

반면 코스닥은 연초 이후 강한 상승세를 나타내며 2010년 초 형성된 고점 부근에 근접했다. 코스닥 내에서 가장 많은 비중을 차지하고 있는 IT 업종이 상승세를 주도하고 있다. 향후 수급이나 이익, 신정부 정책 등을 감안하면 향후에도 주도력은 유지될 가능성이 높아 보인다.

그림 1. 코스피와 코스닥, 그리고 코스닥 IT 업종

(연초이후)



자료: 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

코스닥 연초 이후 강한 상승세,
2010년 초 형성된 고점에 근접

최근 외국인은 코스닥, 특히 IT업종을 순매수

IT업황의 호전은 향후에도 지속될 가능성이 높아

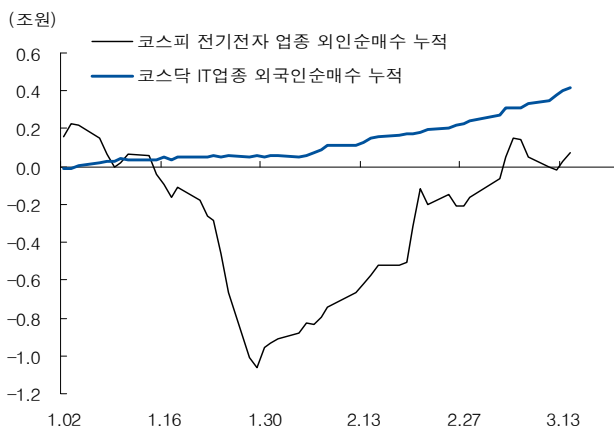
코스닥, 특히 IT 관련주의 시장 주도력은 향후에도 기대할 만하다고 판단

최근 외국인 매매동향을 살펴보면 외국인은 코스닥, 특히 IT업종에 순매수를 보이고 있다. IT업종의 영업이익 증가율도 코스피 대비 상대적으로 개선세를 나타낼 것으로 전망되고 있어 매수세 지속 가능성도 높다.

글로벌 전체적인 측면에서도 MSCI 전세계 IT섹터의 12MF EPS 성장률은 연초 이후 시장대비 상승세를 나타내고 있다. 또한 2월 한국 수출이 -8.6% 하락하며 다소 부진했음에도 불구하고 주요 IT제품들의 수출은 꾸준히 개선세를 나타낸 점을 감안할 때, IT업황의 호전은 향후에도 지속될 가능성이 높아 보인다.

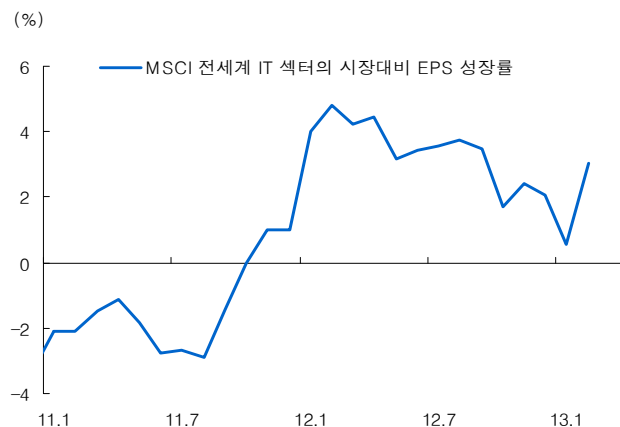
이러한 상황에서 삼성전자가 최근 글로벌 경쟁력을 바탕으로 높은 성장을 이어가고 있는바, 코스닥의 IT업종 입장에서도 매출확대와 이익성장을 충분히 기대할 수 있다고 판단된다. 이를 감안하면 향후에도 IT를 중심으로 코스닥에 대한 시장의 관심은 꾸준히 높아질 것으로 예상된다.

그림 2. 코스피 전기전자 업종 및 코스닥 IT업종 외국인 순매수 추이



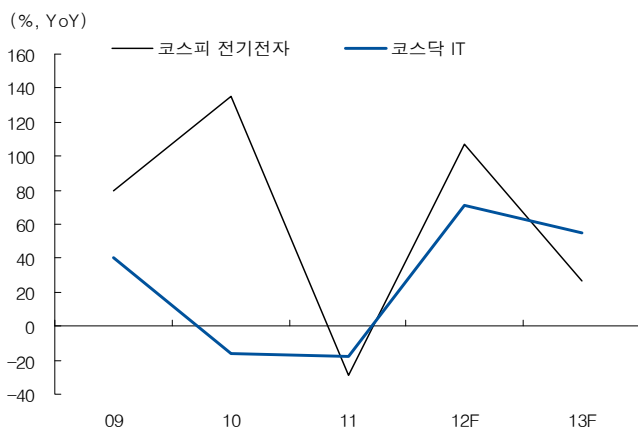
자료: 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. MSCI 전세계 IT 섹터의 시장대비 EPS 성장률 차이



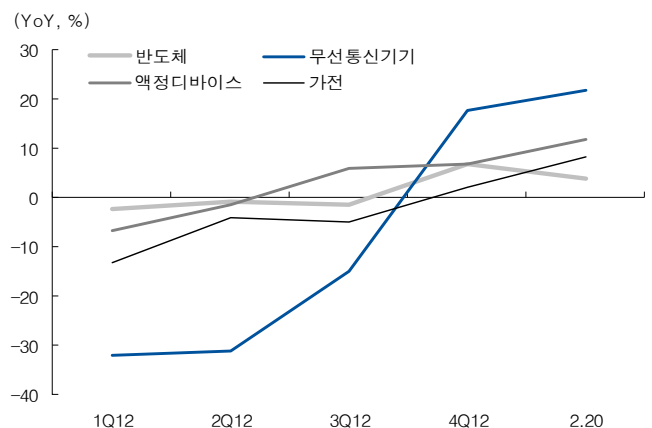
자료: Datastream I/B/E/S, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 코스피 전기전자 업종 및 코스닥 IT업종의 영업이익 증가율



자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 2월 한국의 IT 수출 주요 품목



자료: 지식경제부, KDB대우증권 리서치센터

신정부의 핵심 정책도 코스닥 내 IT관련주의 상승 요인

3월, 코스닥 시장에서 외국인 순매수 상위 10개 종목은 대부분 IT관련주

신정부의 핵심 정책은 코스닥 내 IT관련주에 긍정적

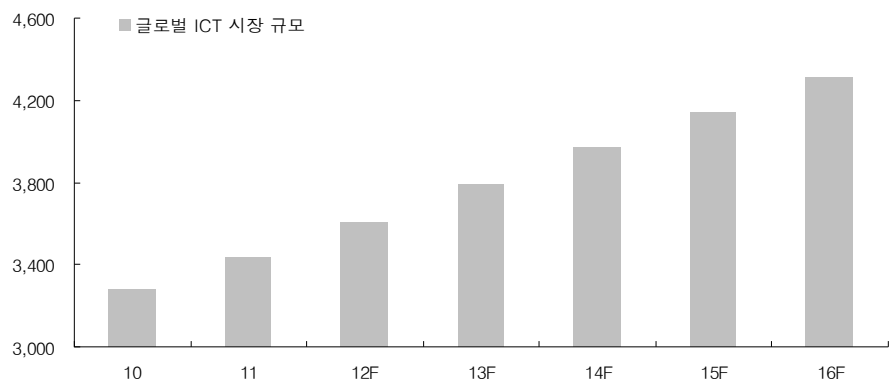
한편 신정부 핵심 정책이 1) 중소기업 육성과 상생, 2) ICT(정보통신기술) 육성 등에 초점을 두고 있는 점도 코스닥 내 IT관련주의 상승 요인이라고 판단된다. IDC에 따르면 향후 글로벌 ICT산업의 성장성은 꾸준할 것으로 전망된다.

이에 발맞춰 한국에서는 정부 조직 개편 등을 통해서 주요 부서로 흩어져 있었던 C(컨텐츠), P(플랫폼), N(네트워크), D(디바이스)를 ICT 통합 부서의 형태로 관리될 예정인 만큼 관련 산업의 성장이 예상되고, 주식시장 측면에서도 관련 업종에 대한 관심이 높아질 것으로 예상된다.

실제 3월 이후(3월 1일~14일)간 코스닥 시장에서 외국인이 순매수한 상위 10개 종목 가운데 IT관련주들이 대부분을 차지했다. ICT 관련한 종목들이 대부분을 차지한 만큼 향후 지속적인 관심이 필요해 보인다.

그림 6. 글로벌 ICT 시장 규모

(십억달러)



자료: IDC, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 코스닥 IT관련 종목 외국인과 기관(투신 제외) 순매수 및 등락률 (단위:백만원, %)

종목	주요사업	외국인순매수	기관순매수(투신 제외)	등락률
파트론	이동통신 RF부품 생산 전문업체	30,300	-24,311	9.53
서울반도체	LED 제품을 생산/판매하는 종합 LED기업	25,453	11,309	7.79
유진테크	반도체 장비 생산 전문업체	13,776	-5,314	6.23
덕산하이메탈	반도체 패키징 재료 제조 및 판매 등	13,309	-5,654	4.49
컴투스	모바일게임 서비스	5,552	-1,468	5.74
슈프리마	바이오인식 핵심 솔루션 및 시스템 제공	5,552	463	6.09

주: 3월 1~14일 동안 코스닥 내 외국인 상위 10개 종목 중 ICT관련주들의 외국인 및 기관순매수(투신제외), 등락률

자료: 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

인민은행의 배신(?)은 무죄

저우샤오촨 인민은행 총재가 변했다. 인민은행 총재는 양회 기자회견을 통해 인플레이를 경계하고 통화정책도 긴축 기조로 돌아설 수 있음을 시사했다. 인민은행이 매과적으로 바뀐 이유는 유동성 증가 속도 때문이다. 인민은행의 우선순위가 성장보다는 안정이라는 점에서 중국 경기와 주가의 회복 속도가 가팔라지기에는 한계가 있다.

그러나, 4월 이후 인플레이 상승 속도가 주춤해질 수 있고, 부동산 규제가 실제 투자에 미치는 영향은 제한적일 가능성이 높으며, 기업들의 대출 수요가 회복되고 있다는 점에서 상반기까지 경기와 증시에 대한 기대를 포기할 필요는 없다고 판단된다.

중국/홍콩 증시

중국 주식시장은 전인대 기간 동안 맥을 못 추고 있다. 상해종합지수는 이번 주 2%이상 하락, 3주 연속 하락세이다. 주중 한때는 2012년 연말 수준을 하회하기도 하였다. 홍콩 항셱지수와 H지수도 본토증시에 대한 우려로 약세를 면치 못했다.

본토증시는 부동산 통제와
수급우려로 하락

중국 본토증시에 호재가 없지는 않았다. 증감위가 홍콩/마카오/대만 개인투자자들의 A주 투자 제한을 완화하겠다는 방침을 시사했다. 하지만 통화정책 기조 변화와 수급우려가 심리를 짓눌렀다. ① 저우샤오촨 인민은행 총재가 물가상승을 경계하면서 통화정책을 중립으로 전환할 것이라고 했다. ② 선전시가 신규 부동산 가격인상 제한 정책을 발표하면서 부동산과 전자재 주가가 하락했다. ③ 은감위가 상업은행들의 자산관리상품 판매를 제한할 것이라고 발표하면서 은행주들이 하락하였다. ④ 철도부 폐지가 최종 확정되면서 향후 투자가 줄어든 것이라는 우려가 가중되었다.

전망과 전략

인플레이 압력이 3월 이후 완화,
10월 3중 전회까지 기대감 유지
전망

경험적으로 2008년 이후 양회기간 동안 중국 증시는 모두 하락하였다. 또한 금번 양회는 “개혁”에 대한 언급이 많다는 점, 중국정부가 유동성 증가에 대해 신중하다는 점에서 증시 하락세가 지속되고 있다. 하지만 인플레이 압력이 3월 이후 완화되고, 10월 3중 전회에 대한 기대감 유지로 양회 이후 증시 하락세는 진정될 것으로 예상된다.

표 1. 중화권 증시 동향 (3월 14일 기준)

	티커	지수 (pt)	등락률 (%)	거래량 (백만주)	거래대금 (백만달러)	상승종목수 (개)	하락종목수 (개)	시가총액 (백만달러)	PE (x)	
	상해종합지수	SHCOMP Index	2,270.28	-2.32	8,257	11,357	515	385	2,567,370	12.6
	상해A	SHASHR Index	2,376.38	-2.31	8,217	11,325	481	375	46	12.6
	상해B	SHBSHR Index	262.87	-4.27	40	33	34	10	13,530	13.9
	심천종합지수	SZCOMP Index	930.60	-3.90	2,775	4,040	515	385	572,922	26.9
	심천A	SZASHR Index	970.73	-3.90	2,728	4,000	481	375	558,624	18.8
	심천B	SZBSHR Index	797.92	-4.04	47	40	34	10	14,298	17.8
	홍콩항셱	HSI Index	22,619.18	-0.67	1,928	10,706	22	25	2,846,481	11.3
	항셱H	HSCEI Index	11,101.96	-1.85	2,149	2,184	27	12	564,953	9.3
	대만가권	TWSE Index	7,951.76	-0.11	3,521	2,557	210	472	743,176	24.6

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

양회 기간 동안 증시는 4.1% 하락

전인대 징크스

중국 본토증시는 중요한 기로에 놓여 있다. 상해종합지수는 2월 18일을 정점으로 13일 까지 6.4% 하락했다. 3월 17일에 폐막 예정인 양회기간 동안에만 4.1% 하락했다. 주요 이동평균선들의 위치를 보면 다음주 반등이 예상된다. 그러나, 반등 강도가 약하다면 주가 조정이 좀 더 이어질 수 있다고 판단된다.

부동산규제/인플레 경계/수급 등 요인으로 증시 하락

주가 조정을 야기시킨 이유는 비교적 명확하다. ① 2월 하순부터 부동산 규제 우려가 높아졌다. ② 중국 1~2월 거시 경제지표들이 부진했다. ③ 전일 인민은행 총재가 인플레에 대해 상당히 경계를 하는 등 때 이른 긴축 우려가 높아졌다. ④ 증시 수급 측면에서도 QFII 확대 규모가 제한되었고, 주가 조정 국면에서 재차 IPO재개 가능성이 언급되었다. ⑤ 은감위가 향후 은행들의 자산관리상품 판매를 제한할 것이라고 밝혔다. ⑥ 귀수칭 증감위 주석 연임여부가 불확실해지면서 증시 수급 및 개혁에 대한 의구심이 높아졌다.

배신에 가까운 인민은행의 정책 기조 변화

유동성을 둘러싼 정책기조 변화가 증시 모멘텀 약화 원인

필자의 소견으로는 최근 중국 경기와 증시 모멘텀이 약화된 중요한 원인은 결국 유동성을 둘러싼 정부의 정책 변화 가능성 때문이라고 판단된다.

중앙은행의 인플레에 대한 경계가 강화

단적인 예가 유임이 거의 확실시 된 저우샤오촨 중국인민은행 총재의 기자회견 내용이다. 저우 총재는 “2월 소비자물가지수가 예상보다 다소 높았다”며 “인민은행은 인플레에 대해서 경계(고도로 중시)하고, 통화정책은 점차 긴축될” 것이라고 언급했다. 이는 지난 2월 초에 발간된 4분기 통화정책보고서에서 언급된 “향후 인플레 리스크는 주목할 필요가 있다”는 기조보다 한층 강화된 것이다.

표 2. 저우샤오촨 중국인민은행 총재의 양회 기자회견 내용

분야	중앙은행 총재 답변
인플레	Q: 2월 소비자물가 상승률은 3.2%기록, 다시 통화팽창 시대가 온 것인가? -2월 수치는 예상치를 다소 상회, 인플레는 고도의 경계가 필요 -중앙은행은 올해 통화정책 등 기타 수단을 통해 물가와 인플레 기대치를 안정시킬 것
부동산 가격	Q: 중앙은행은 어떤 조치로 지난친 부동산 가격상승을 방지(억제)할 것인가? -통화정책은 총수요를 조절하는 것, 총 수요가 과도하게 많으면 부동산을 포함한 자산가격 상승 -부동산 가격에 대해서는 기존 정책을 지속, 초기납입금 비율과 부동산 대출금리 조절 등 -부동산에 관한 정책은 지속될 것이고 일부 정책 강도는 높아질 수 있음
통화정책	Q: 2013년 목표에는 성장과 인플레 억제 모순 존재, 중립적인 통화정책을 강요하는 것이 아닌지? -통화정책 목표는 낮은 인플레/성장 촉진/일자리/국제수지 균형, 4가지 목표는 상호 충돌 가능 -M2 13% 목표는 온건한 통화정책, 즉 중립적인 정책을 의미, 중국은 더 이상 완화정책이 아님 -완화정책은 금융위기 시 취한 정책; 2010년 말부터 중국은 안정적인 통화정책으로 전환
통화공급	Q: 중국 M2는 100조 위안에 근접, 향후 이를 소화하려면 인플레 위험이 존재하는가? -중앙은행 입장에서는 저인플레 유지를 중시, 최우선 목표는 인플레 관리 -M2를 GDP와 비교 시, 중국은 높은 수준은 아님, 일본은 중국보다 높지만 저인플레로 고민 -이에 대해 다양한 요인을 고려해야 함, 통상 저축률이 높은 국가의 M2가 높음 -M2를 합리적인 수준에서 관리할 때 꼭 인플레를 유발하는 것은 아님
지방정부채무	Q: 지방정부 부채문제 해소/방지를 위한 정책? -우선 지방정부의 부채에 대해 정확히 분류할 필요가 있음, 상당부분은 프로젝트 관련 부채, 그리고 담보 대출, 나머지 20%는 지방융자플랫폼의 대출(공익성 확률이 높음) -지방융자플랫폼이 대출은 수익원천이 없어서 지방정부 재정으로 해결, 리스크 발생 가능성 높음 -금융시장 입장에서는 (도시화를 위한)지방정부 프로젝트를 위한 적절한 융자수단을 마련
정책연속성	Q: 통화정책의 연속성과 안정성 유지 여부? -정부는 2008년 이후 안정적인 연속적인 통화정책을 강조 -향후 정책은 나 자신의 연임과 관계없이 연속성/안정성 유지될 것

자료: 중국언론보도, KDB대우증권 리서치센터

핵심은 목에 차 보이는 유동성 증가 속도

의아스러운 부분은 “왜 중국 정부가 경제성장률 8% 미만인 상황에서도 인플레이 부담을 시장보다 빨리 느꼈느냐” 하는 점이다. 필자의 소견으로는 유동성 속도 때문이다.

**정부 통제는 GDP 대비 M2
비중이 확연히 늘어난 이후 시작**

유동성에 대한 통제를 시작한 시점을 기준을 인상 시점이라고 보고 중국 GDP 대비 M2 비중을 살펴보면, GDP 대비 M2 비중이 확연히 늘어난 이후 통제가 시작되었기 때문이다. 막상 2003년 9월과 2006년 7월, 그리고 2010년 1월 기준을 인상 초기 시점에서 소비자물가 상승률은 지금(2월 기준 3.2%)보다 낮은 1~1.5% 수준이었다.

**정부는 비은행권 유동성 통제가
목적**

문제는 정부가 통제하고자 하는 유동성이 은행 대출보다는 비은행권 유동성이라는 점이다. 중국은 사회용자 데이터를 통해 비은행권 유동성을 가늠할 수 있다. 지난해부터 은행 대출을 제외한 사회용자규모가 빠르게 증가했다. 예컨대, 2013년 들어서는 은행 대출을 제외한 비은행권 유동성 규모가 신규대출 규모를 상회하였다. 2013년 1~2월 증가율은 신규 위안화 대출이 전년보다 17%, 기타 자금 조달이 237% 증가했다.

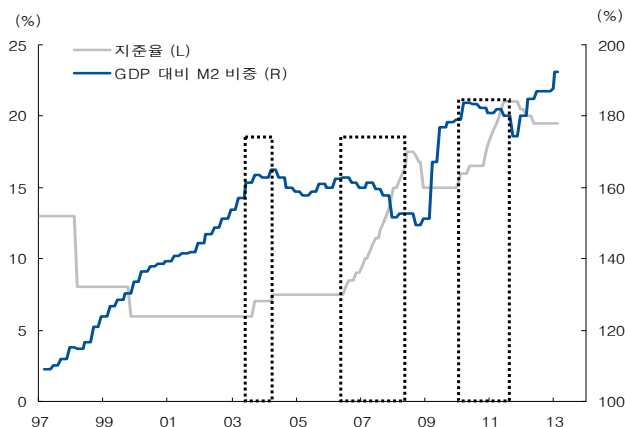
**비은행권 유동성 증가가
전반적인 유동성을 키워**

은행 대출은 창구지도를 통해 대출량을 조절할 수 있다. 이 때문에 규제가 용이하다. 그러나 비은행권 유동성은 일종의 사금융/그림자 금융을 포함한다. 이에 대한 규제가 쉽지 않다. 비은행권을 통한 자금용자는 자금 조달 방식의 다변화와 소위 지하금융 또는 그림 자금용의 제도화라는 측면에서 장기적으로는 긍정적이다. 그러나, 유동성이 지나치게 많이 풀려있고, 정부의 통제가 만만치 않을 수 있다는 점에서 불확실하다.

**정부의 우선 순위가 성장보다는
안정이라는 점에서 경기회복
가속은 제한**

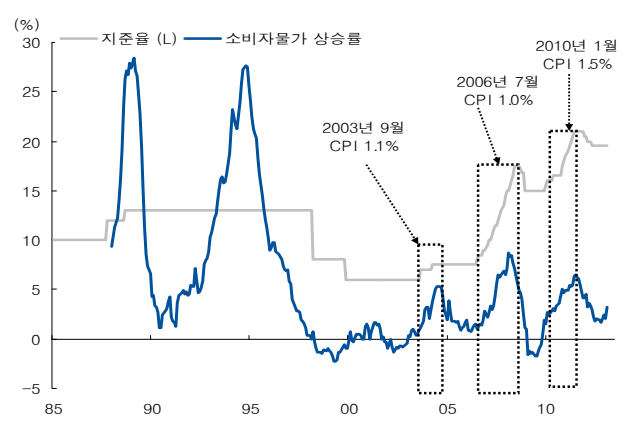
필자의 소견으로는 비은행권 유동성 증가가 재앙은 아니다. 유동성이 늘어난 이면에는 그만큼 자금 수요가 있음을 의미하기 때문이다. 인민은행의 설문을 보면 자금 수요가 2012년 4분기 이후 늘어나기 시작했다. 1~2월 고정자산투자 증가율이 개선된 배경이다. 따라서 상반기 중국 경제가 급격히 위축될 위험은 낮다. 하지만 전일 인민은행 총재의 언급은 정부의 우선순위가 성장보다는 안정이라는 점을 한번 더 확인해주었다. 이러한 점에서 당분간 중국 경기 회복 속도가 가팔라지기는 한계가 있다.

그림 1. 중국 통화정책 변화는 통화 증가율 속도에 대한 부담 때문



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 중국 소비자물가 상승률 1% 수준에서도 긴축은 시작되기도



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

유동성 통제가 주식시장에는 부담

눈높이는 낮춰야, 그러나 악재 반영도 막바지 국면

중국 정부가 유동성을 통제하는 국면에서 주식시장은 예민할 수밖에 없다. 과거 M2 증가율과 상해종합지수를 보면 M2 증가율이 하락 국면에서 항상 주가가 하락하는 것은 아니다. 다만 상대적으로 빠르게 상승할 수 있는 확률은 줄어든 것으로 이해할 수 있다.

그러나 세 가지 측면에서 중국 경제와 증시에 대해 지나치게 비관할 필요는 없다고 본다. 유동성 규제가 지속될 기간에 대한 불확실성은 있지만, 성장 모멘텀 약화에 대한 주가 반영은 막바지 국면에 진입하고 있다고 판단된다.

4월 이후 인플레이션 안정 전망

1) 4월 이후 인플레이션 안정: 춘절 이후 농산물 가격이 하락하고 있다. 3월 이후 중국 소비자 물가 상승률은 3% 이하로 떨어질 가능성이 있다. 게다가 부동산 가격 상승 속도도 진정되기 시작하면 통화정책 당국이 더 심하게 유동성을 통제할 위험은 줄어들 전망이다.

부동산 규제가 실제 투자에 미치는 영향 제한적

2) 부동산 규제가 실제로 투자에 미치는 영향은 제한적: 양도소득세가 부과된다고 해도 기존 주택에 국한될 예정이다. 실제 부동산 투자는 신규 주택과 관련이 높다. 정책이 시행되면 오히려 부동산 투자와 관련된 우려들은 완화될 가능성이 높다.

대출수요와 계절적 수요 기대

3) 대출 수요와 계절적 수요 기대: 정부가 통제하려는 것은 유동성의 증가 속도다. 비은행권 유동성 증가가 주춤하게 되면 인프라/부동산 쪽 투자는 다소 둔화될 수 있다. 그러나 일반 기업들의 대출 수요는 2012년 4분기부터 개선되기 시작했다. 또한 일반적으로 3월 이후 계절적 수요가 있다. 이전보다 중국 경기의 모멘텀에 대한 기대가 약화된 것은 사실이지만 하강 국면으로 접어들었다고 보기는 어렵다.

개혁기대감은 유지

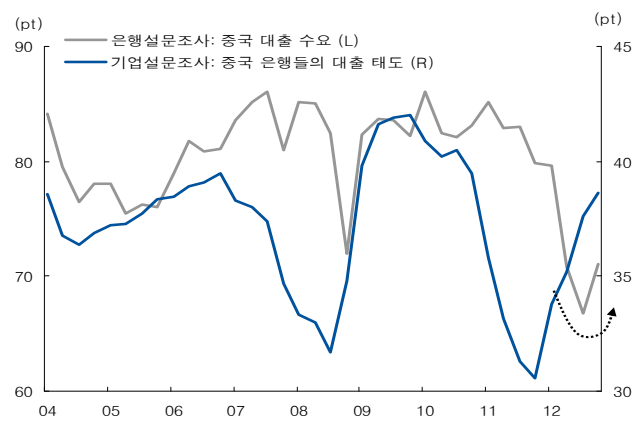
4) 개혁 기대감: 전인대 기간 동안 실제로 정책이 제시되지는 않았지만 개혁 기대는 유효하다. 개혁성향이 강한 인사들이 정부 요직을 차지했기 때문이다. 부주석에는 전 조직부장을 역임했던 리위안차오가 임명되었다. 시장 친화적 경제모델을 선호하는 왕양은 국무원 부총리로 내정되었다. 구체적인 개혁 정책은 10월에 예정된 18기 3중 전회에 발표될 예정이지만, 그 때까지 개혁에 대한 기대감은 유지될 전망이다.

그림 3. M2 증가율 하락 국면에서 주가 상승 폭은 제한



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 중국 기업들의 대출 수요는 2012년 4Q에 2년 만에 반등



자료: 중국인민은행, KDB대우증권 리서치센터

주요 섹터별 흐름: 통신, 헬스케어, 에너지 등 섹터가 지수대비 강세

그림 5. CSI 300지수 주간 섹터별 등락률

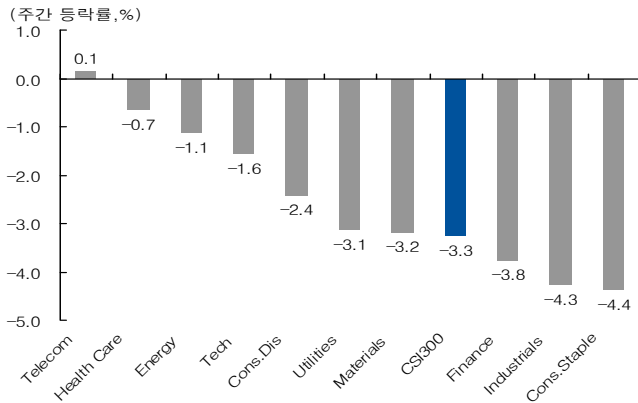
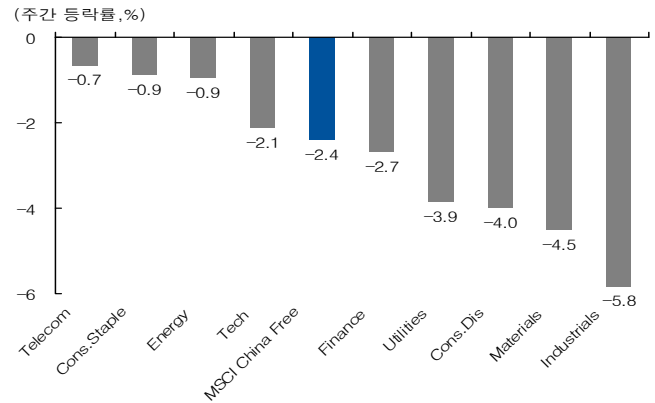


그림 6. MSCI China 주간 섹터별 등락률



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 주간, 월간 홍콩H 편입종목 중 상승률/하락률 상위 10대 종목

Rank	종목	티커	업종	5D	1M	Rank	종목	티커	업종	5D	1M
1	ZTE 통신	763 HK Equity	통신	6.8	6.2	1	시노펙 상하이석유화학	338 HK Equity	화학	-	11.2
2	China Molybdenum	3993 HK Equity	광업	3.8	-6.6	2	COSCO	1919 HK Equity	운송	-	7.1
3	중국전신	552 HK Equity	통신	1.8	3.5	3	북경국제공항	694 HK Equity	인프라	-	7.0
4	신화에너지	1088 HK Equity	석탄	1.2	-6.3	4	시노트랜스	598 HK Equity	운송	-	6.4
5	강소성고속도로	177 HK Equity	인프라	0.5	1.1	5	중국교통건설	1800 HK Equity	인프라	-	6.4
6	중국석유	857 HK Equity	정유	0.2	0.8	6	다당국제전력	991 HK Equity	전력	-	5.5
7	중국건설은행	939 HK Equity	은행	-0.3	-2.2	7	마안산철강	323 HK Equity	철강	-	5.3
8	광선철도	525 HK Equity	운송	-0.5	23.8	8	안휘해라시멘트	914 HK Equity	인프라	-	5.1
9	중국 공상은행	1398 HK Equity	은행	-0.5	-3.6	9	CNOOC 유전서비스	2883 HK Equity	정유	-	4.6
10	중국석탄에너지	1898 HK Equity	석탄	-1.0	-12.0	10	안강철강	347 HK Equity	철강	-	4.5

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 중국 원자재/금리/환율 동향

항목구분	상품	티커	5D%	1M%	3M%	12M	YTD%	52주 고가%	52주 저가%
상해 선물	친화다오 석탄 가격	CLSPCHQI Index	0.3	0.5	0.3	-18.6	-24.0	-20.4	0.5
	중국 철광석 수입 가격	CIOWQIND Index	-1.9	-0.9	18.0	1.9	1.0	-3.7	50.0
	중국 Rebar Spot 가격	cdspdrav index	-2.1	-2.8	2.8	-14.7	-13.4	-15.0	8.7
대련 선물	구리 선물	cu3 comdty	0.2	-5.0	-1.8	-6.9	2.8	-6.9	6.2
	알루미늄 선물	AA3 comdty	-0.4	-2.3	-3.6	-8.9	-6.9	-9.5	1.1
	이형봉강 선물	RBT3 Comdty	-4.0	-7.0	1.5	-12.9	-12.4	-14.0	12.9
	금 선물	AUA3 comdty	0.0	-5.5	-6.1	-6.6	0.2	-11.9	1.6
	연료유 선물	FO3 Comdty	0.0	1.2	5.6	-4.1	3.8	-7.2	13.7
정주 선물	옥수수 선물	AC3 Comdty	0.6	-0.4	-0.1	-0.1	8.2	-1.7	7.6
	대두 선물	AK3 Comdty	-0.5	-2.7	-0.1	7.5	10.9	-4.5	12.7
	폴리에틸렌	pol3 Comdty	-2.8	-7.4	-3.6	-1.5	13.6	-7.4	15.6
금리	백색 원당	cb3 Comdty	0.2	0.2	-0.9	-18.6	-9.9	-20.9	4.4
	소맥(강력분)	vn3 Comdty	0.6	-1.2	-0.2	2.3	6.4	-3.8	6.1
환율	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	0.00	-0.31	-0.16	-0.22	-2.94	-2.70	0.48
	은행간 Repo 7일물	rp07 index	0.59	-0.48	0.10	0.10	-3.28	-1.60	0.94
환율	USD/RMB Spot	usdcny curncy	-0.07	-0.26	-0.48	-1.84	-1.33	-2.70	0.03
	USD/RMB 12개월 NDF	ccn+12M curncy	-0.15	-0.13	-0.13	-0.74	-1.46	-2.30	0.60

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

표 5. 주요종목 (3월 14일 기준)

Sector	종목	티커	5D%	1M%	3M%	6M%	YTD%	52주 고가%	52주 저가%
에너지	CSI 에너지	SH000908 Index	-1.1	-9.7	4.3	6.3	-8.0	-22.3	15.9
	패트로차이나	601857 CH Equity	0.2	-4.9	-0.3	2.4	-8.9	-13.5	4.7
	시노펙	600028 CH Equity	1.8	5.8	13.9	19.8	3.6	-2.6	28.3
	중국선화에너지	601088 CH Equity	-2.5	-12.5	-6.7	-3.8	-14.2	-21.6	3.3
	중국석탄에너지	601898 CH Equity	-3.1	-12.0	-1.5	3.7	-19.6	-26.1	8.7
	연주광업	600188 CH Equity	11.7	0.5	14.0	12.0	-13.1	-24.0	26.1
소재	CSI 소재	SH000909 Index	-3.2	-11.5	0.0	3.5	-0.2	-20.5	11.1
	중국알루미늄	601600 CH Equity	-5.2	-14.0	-7.9	-7.9	-29.0	-39.9	0.0
	바오산 철강	600019 CH Equity	-1.4	-5.8	0.4	4.9	0.6	-5.8	19.9
	자금광업	601899 CH Equity	-3.3	-9.7	-6.4	-7.1	-7.6	-20.3	0.0
	안강스틸	000898 CH Equity	-4.2	-14.1	-8.0	1.5	-24.0	-26.1	4.8
	강서동업	600362 CH Equity	-3.7	-15.7	3.9	10.0	4.5	-17.4	16.6
산업재	CSI 산업재	SH000910 Index	-4.3	-10.8	3.4	10.3	-6.1	-17.7	15.5
	다친철도	601006 CH Equity	-4.5	3.2	15.4	22.7	0.7	-7.5	28.6
	중국철도그룹	601390 CH Equity	-5.6	-12.2	-5.9	2.1	14.3	-14.8	20.0
	중국코스코 홀딩스	601919 CH Equity	-3.5	-5.8	-7.7	-0.5	-12.8	-25.4	9.7
	중국국제항공	601111 CH Equity	-5.0	-12.0	-0.4	11.7	-16.3	-20.7	17.7
	중국해운컨테이너(CSCL)	601866 CH Equity	-4.3	-8.6	6.1	9.5	0.0	-26.1	20.9
경기소비재	CSI 경기소비재	SH000911 Index	-2.4	-9.4	8.2	13.3	7.0	-9.4	18.1
	동풍자동차	600006 CH Equity	-2.9	-7.4	4.9	7.9	-4.5	-17.6	14.1
	상해차	600104 CH Equity	-4.0	-17.7	-1.4	13.0	7.4	-18.8	33.8
	쑤닝가전	002024 CH Equity	-4.3	-14.4	-1.3	-1.1	-26.2	-43.5	7.4
	GD 미디어	000527 ch equity	0.0	0.0	0.0	0.0	-25.0	-35.3	0.2
필수소비재	CSI 필수소비재	SH000912 Index	-4.4	-3.2	3.3	-5.5	-6.2	-19.2	10.1
	귀주모태	600519 CH Equity	-2.7	-4.7	-13.9	-22.4	-7.4	-31.9	2.9
	칭타오맥주	600600 CH Equity	-3.7	2.3	12.5	16.9	7.0	-11.6	22.3
	브라이트 유업	600597 CH Equity	-4.7	8.5	44.0	47.3	44.1	-7.4	56.4
의료제약	CSI 의료제약	SH000913 Index	-0.7	0.4	22.1	20.6	28.6	-3.8	36.0
	원난바이아오	000538 CH Equity	-1.3	0.3	22.4	21.6	46.9	-2.4	60.1
	지린아오동 제약산업	000623 CH Equity	-2.7	-16.1	29.5	37.3	-6.2	-17.5	54.3
금융	CSI 금융	SH000914 Index	-3.8	-9.9	10.1	24.2	23.8	-12.2	28.5
	중국공상은행	601398 CH Equity	0.7	-4.4	1.5	7.5	-1.9	-6.9	14.3
	중국건설은행	601939 CH Equity	0.7	-6.1	2.2	7.5	1.3	-9.4	20.1
	중국생명보험	601628 CH Equity	-2.4	-14.3	-11.9	-3.5	-2.3	-21.4	7.3
	중국평안보험	601318 CH Equity	-1.9	-17.6	2.0	13.1	24.2	-18.9	21.1
	CITIC증권	600030 CH Equity	-5.9	-15.1	14.1	22.6	35.5	-16.4	34.3
	해통증권	600837 CH Equity	-7.6	-16.2	19.8	31.0	50.1	-16.3	43.1
	중국만과	000002 CH Equity	-3.7	-10.2	11.3	29.0	44.6	-14.8	38.6
	보리부동산	600048 CH Equity	-2.4	-14.8	-14.0	-1.2	11.0	-22.3	26.6
기술	CSI 기술	SH000915 Index	-1.6	3.7	16.9	14.2	6.7	-4.1	28.6
	뉴소프트	600718 CH Equity	-6.5	-4.1	26.0	18.8	7.1	-7.9	34.8
	레노보	992 HK Equity	-4.9	-7.1	2.7	-1.1	-16.6	-30.2	14.2
통신	CSI 통신	SH000916 Index	-7.1	-8.8	7.1	14.6	53.5	-11.7	48.0
	중국유나이티드통신	600050 CH Equity	0.1	0.9	15.8	16.2	-26.5	-25.5	26.0
	차이나 텔레콤	728 HK Equity	-3.7	-9.9	-1.7	-1.2	-35.7	-25.9	6.6
	차이나모바일	941 HK Equity	6.4	12.3	38.7	40.4	-29.4	-34.3	56.2
전력	CSI 전력	SH000917 Index	-1.7	-2.2	-7.4	-2.2	-9.5	-18.5	21.6
	다탕국제발전	601991 CH Equity	0.0	-2.5	-6.2	-2.6	9.8	-9.9	8.7
	GD전력	600795 CH Equity	-3.1	-1.2	6.9	11.4	3.7	-3.4	16.1

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

[3월 금통위] 종교와 같은 인하기대

3월 동결 및 인하 시그널이 미약했음에도 살아있는 시장기대, 4월까지 확인해야 할 필요

한은의 중립스탠스에도 불구하고,
시장금리는 지속적인 하락세

당초 우리의 예상처럼 1분기 한은의 통화정책은 중립스탠스를 이어가고 있다. 3월 금통위에서도 특별한 인하시그널을 포착하지 못했으며, 총재발언 중 일부는 매파적인 스탠스를 보였다고 평가하고 있다. 그렇지만 시장금리는 정책방향과는 무관하게 하락세를 이어가고 있다. '새정부 경기부양 기대가 곧 기준금리 인하'라는 공식이 마치 종교처럼 시장의 믿음을 유지시켜주고 있으며, 양호한 수급여건은 시장금리 하락관성을 견인하고 있다. 4월까지 시장심리가 무너지지 않을 가능성이 높아 보여 우리 역시 서둘러서 채권 매도를 권고하기 힘든 입장이다.

4월 금통위 이후 하락관성에
대한 반작용으로 금리 반등 전망

이제 남은 것은 4월 금통위 이전까지 정부가 내놓을 정책의 방향성 확인과 대외여건의 변화 등을 고려해야 한다. 4월 금통위까지 현 위치에서 크게 움직이지 않고, 통화정책 결정과 경제전망수정을 확인한 이후 대응할 수 밖에 없다. 만일, '경제전망수정'이 올해 성장률을 낮추고 특히 2014년 성장률 3%중반 수준으로 내린다면, 1차레 이상 인하가 가능한 단계로 넘어갈 것으로 본다<그림 1>. 그렇지만 우리는 한은 전망에 큰 변화가 없을 것으로 예상하고 있으며, 4월 금통위 이후 우리의 시각은 기존 주장처럼 하락관성에 대한 반작용이 나오면서 금리반등을 예상하고 있다. 4월 금통위가 진정한 승부처가 될 것이다.

대외여건의 중요성을 고려시,
한은의 스탠스가 급하게 변할
이유는 없을 것

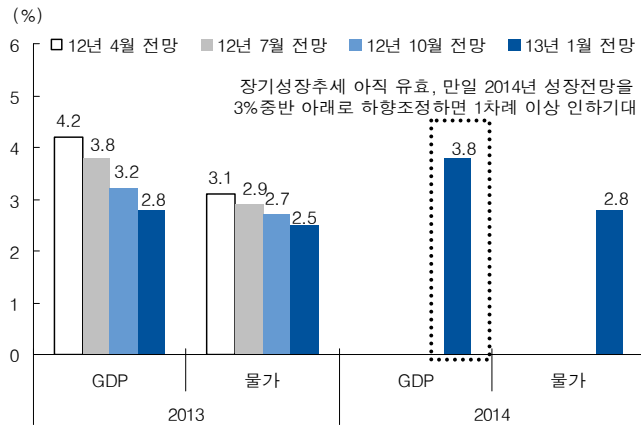
우리가 기존에 보아온 국내외여건과 펀더멘탈의 방향에는 아직 큰 변화가 없다. 미국과 중국은 양호, 유럽과 일본은 더 나빠지지 않는 상황은 대부분 알고 있는 fact이다. 한은 총재가 강조하는 대외여건의 중요성을 고려할 때, 한은의 스탠스가 급하게 변할 이유가 없다는 판단이다. 국내지표가 1월에 다소 부진했으나, 2~3월은 그렇게 나빠지 않게 예측하고 있다. 심지어 한은조차도 1월에 발표한 경제전망 수정이 유효하다고 언급했다. 우리는 3월 금통위에서 기준금리 인하 시그널이나 스탠스 변화를 포착하지 못했으며, 4월에도 지금 분위기가 유지된다면 동결기조가 이어질 것으로 보고 있다.

현재 1번 인하 기대가 녹아 있는
금리 레벨, 무리한 듀레이션
확대는 주의할 필요

더군다나 3월에도 기준금리를 동결했다는 점에서 4월 인하가 가능하더라도 연내 추가인하에 대한 신중성은 높아질 것이라는 점도 고려해야 한다. 그만큼 정책이 신중하게 움직였기 때문에 이후에도 환경에 특별한 변화가 없다면 성급하게 추가인하에 나서기 어려울 것으로 보이기 때문이다. 게다가 기준금리 인하 이외에 총액한도 대출 확대와 금리완화와 같은 미시적 수단도 고려할 수 있다. 현재 1번 인하 기대가 충분히 녹아있는 금리레벨이라면, 무리한 듀레이션 확대는 주의가 필요하다.

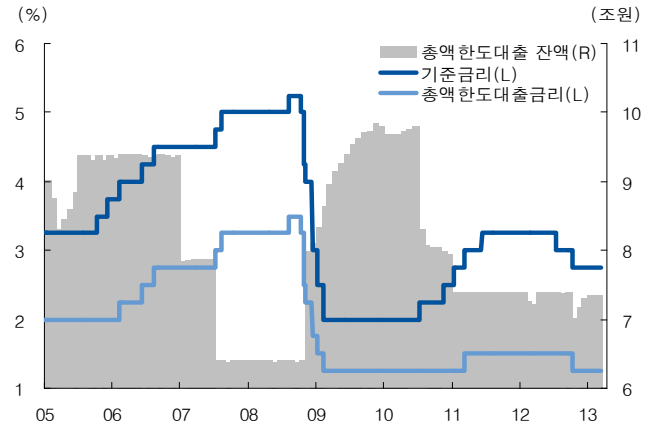
오늘 총재 발언 중에서 가장 기억에 남는 부분은 한은법 1조를 강조했다라는 점이다. 이를 다르게 생각해보면 한은의 독립성을 주장했다는 시각으로도 볼 수 있다. 정부와의 정책공조 측면도 각자의 역할론을 강조하면서 '끌려가지는 않는다'라고 언급했다. 이러한 정황들은 4월에도 기준금리가 동결될 수 있는 시각을 유지하는 중요한 근거가 될 것으로 본다.

그림 1. 4월 금통위가 진정한 승부처, 경제전망 방향이 중요



자료: 한국은행

그림 2. 기준금리보다는 총액한도대출과 같은 미시적 수단 고려



자료: 한국은행

크레딧 강수연 02-768-3057 sooyeon.kang@dwsec.com

남상구 02-768-3501 sangkoo.nam@dwsec.com

Credit Weekly

주간 크레딧 금리 및 스프레드 동향

주간 크레딧 스프레드는 일부 단기물을 제외한 대부분의 섹터에서 확대 추세를 나타냈다. 특히 5년 장기물은 단기물 대비 금리는 강한 움직임을 보였으나, 국고대비 강세 폭이 상대적으로 약하게 나타나 여타 만기 구간 대비 신용스프레드 확대폭은 가장 컸다.

전일 있었던 3월 금융통화위원회에서는 2.75%로 5개월 연속 기준금리를 동결 하였지만 국채 금리는 보험권에 머물렀다. 신 정부의 경기부양 기대를 바탕으로 기준금리 인하에 대한 시장의 지속적 믿음과 양호한 수급여건을 바탕으로 채권 시장의 강세가 지속되고 있는 것이다.

크레딧 시장 역시 2월 쌍용건설의 워크아웃과 3월 드림허브 PFV의 채무불이행 문제 등 잇따른 크레딧 이벤트 발생에도 불구하고 생각보다 강한 모습을 나타내고 있다. 국고 금리가 뚜렷한 반등세를 나타내기 전까지는, 우호적인 유동성 공급과 절대금리에 대한 매력을 바탕으로 크레딧 금리는 당분간 제한적 강세를 이어갈 것으로 판단된다.

표 1. 주간 크레딧 채권 금리 및 스프레드 변동 (3월 14일 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	2.68	2.71	2.78	2.88	0	1	1	1	10	20	-2	-3
	도로, 수자원	2.70	2.72	2.79	2.89	0	0	1	2	10	19	-1	-2
	일반공사 AAA	2.71	2.74	2.81	2.90	0	0	1	2	9	19	-1	-2
은행채	산금채	2.66	2.70	2.74	2.87	0	1	0	1	13	21	-1	-3
	중금채	2.67	2.71	2.76	2.89	0	1	0	1	13	22	-1	-3
	시은채 AAA	2.68	2.72	2.78	2.92	0	1	0	2	14	24	0	-2
	시은채 AA+	2.79	2.85	2.90	2.98	0	1	1	2	8	19	-1	-2
여전채	AA+	2.73	2.81	2.88	2.97	0	0	0	1	9	24	-1	-3
	AA0	2.77	2.84	2.96	3.14	-1	0	1	1	18	37	-2	-2
	AA-	2.81	2.89	3.01	3.23	0	0	0	1	22	42	-1	-3
	A+	3.15	3.20	3.42	3.69	-1	1	0	1	27	54	-1	-2
	A0	3.55	3.62	3.87	4.12	0	1	0	1	25	57	-1	-3
	A-	4.29	4.32	4.57	4.80	0	1	1	1	23	51	-2	-3
회사채	AAA	2.73	2.77	2.82	2.92	1	1	1	2	10	19	-1	-3
	AA+	2.75	2.81	2.86	2.95	1	1	1	2	9	20	-1	-3
	AA0	2.79	2.85	2.91	3.02	1	0	0	2	11	23	0	-3
	AA-	2.83	2.90	2.95	3.12	1	1	0	2	17	29	0	-3
	A+	2.99	3.06	3.16	3.44	1	1	0	1	28	45	-1	-4
	A0	3.12	3.19	3.37	3.82	1	0	1	1	45	70	-2	-4
	A-	3.34	3.44	3.70	4.34	0	1	0	1	64	100	-1	-3

주: 스프레드는 3/7일 종가 대비, 자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

발행시장

: 발행금액 1조원 이상이나,
3주째 순발행금액 감소

부진한 수요예측을 보인 기존
건설사와는 달리 성공적으로
수요예측을 마친 대우건설

주간 회사채 발행시장 동향 - 이례적으로 건설업종에 속한 대우건설의 흥행 성공

이번 주에는 6개 기업이 7건, 총 1조 900억원의 무보증 회사채 발행을 진행하였다. 발행금액은 전주대비 감소하였으나 2013년 주간 평균 발행액 1조 2,680억원과 근접한 수준에서 발행되며 순발행 기조를 유지하였다.

금주 기업들의 회사채 발행금액은 대부분 차환자금으로 쓰여졌으며 시설 및 운영자금은 1,300억원으로 발행금액의 12% 수준에 머물렀다.

AAA급, AA급의 우리금융지주와 GS에너지는 양호한 수요예측 결과를 보이며 우량 크레딧 채권에 대한 시장의 관심을 이어갔다. 두 회사 모두 미매각이 발생하였으나 발행액 대비 미매각 물량은 미미한 수준에 그쳤다.

반면, BBB급의 해운사와 건설사는 저조한 수요예측 결과를 보이며 해운, 건설업에 대한 시장의 우려와 등급 양극화가 아직도 해소되지 못한 모습이다. 올해 회사채를 발행한 대부분의 건설사는 발행 이후 등급대비 스프레드가 뚜렷한 약세를 나타내고 있다. 특히 2월 26일 시공능력 13위의 쌍용건설이 워크아웃을 선언한 이후 스프레드 확대 추세는 더욱 강해지고 있다.

이러한 상황에서 교환사채 차환 목적으로 2,500억원의 회사채를 발행한 대우건설은, 이례적으로 1.35:1의 성공적인 경쟁률을 보이며 부진한 수요예측 결과를 보여줬던 기존 건설사들과는 차별화된 모습을 나타냈다.

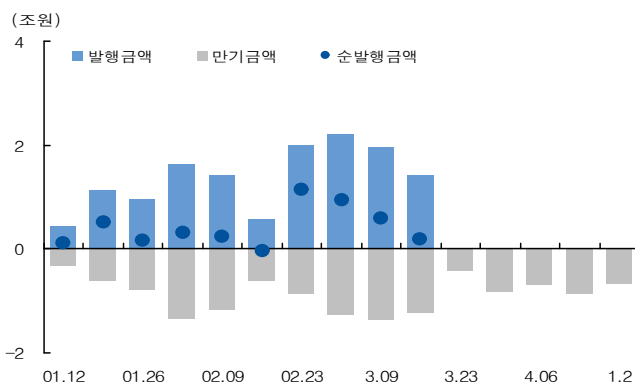
표 2. 주간 회사채 발행 내역

(억원, 년, %)

발행일	회사명	신용등급	금액	만기	발행금리	단순경쟁률	미매각	발행목적
2013-03-11	STX팬오션	BBB+	1,000	1.6	6.70	0.3:1	700	시설 - 300억원, 회사채 차환 - 700억원
2013-03-11	한국개발금융	A0	400	2	4.58	-	400	회사채 차환 - 400억원
2013-03-12	대우건설	A+	2,500	3	3.56	1.35:1	-	교환사채 차환 - 2,500억원
2013-03-12	두산건설	BBB+	1,000	2	7.80	-	1,000	차입금 상환 - 100억원, 회사채 차환 - 900억원
2013-03-12	우리금융지주	AAA	2,000	5	2.98	0.95:1	100	회사채 차환 - 2,000억원
2013-03-13	GS에너지	AA0	1,000	7	3.25	0.9:1	100	운영 - 4,000억원, CP상환 및 유전개발 투자
2013-03-13	GS에너지	AA0	3,000	10	3.66	0.9:1	300	운영 - 4,000억원, CP상환 및 유전개발 투자

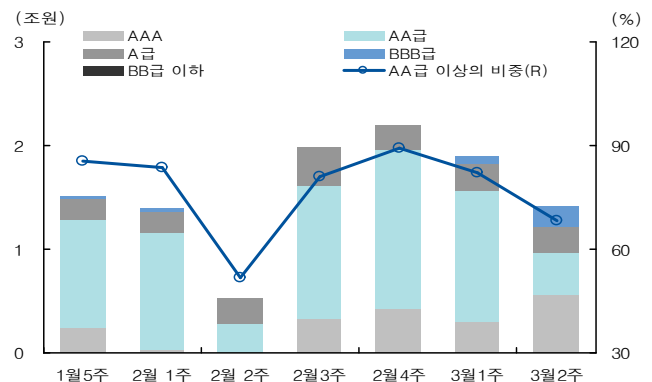
자료: 금융투자협회, Bloomberg, 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 발행현황: 순발행 금액 하락세 지속



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 발행등급: 등급별 고른 발행 2주째 이어져



주: 지방공사채 포함, 자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

연초 이후 회사채를 발행한 건설사의 등급대비 스프레드 - 대부분 발행 이후 스프레드 확대

그림 3. GS건설 (AA-/안정적, 2월 5일 발행)

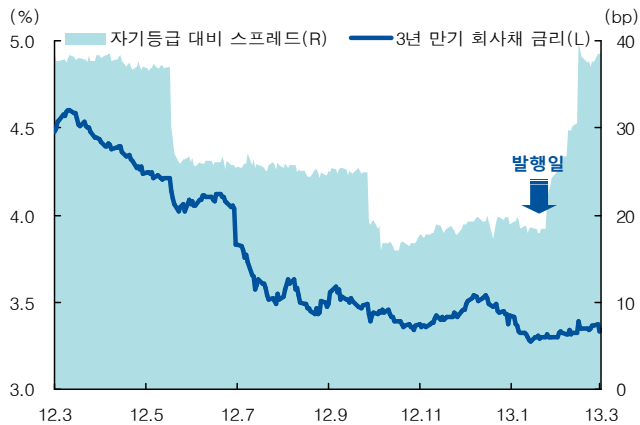


그림 4. SK건설 (A+/안정적, 2월 7일 발행)

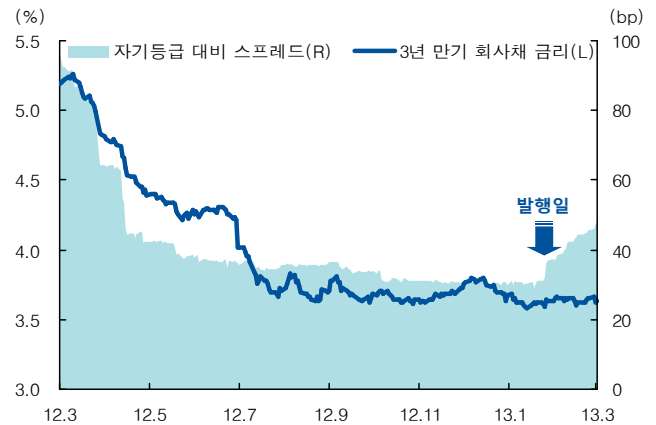


그림 5. 롯데건설 (A+/안정적, 2월 13일 발행)

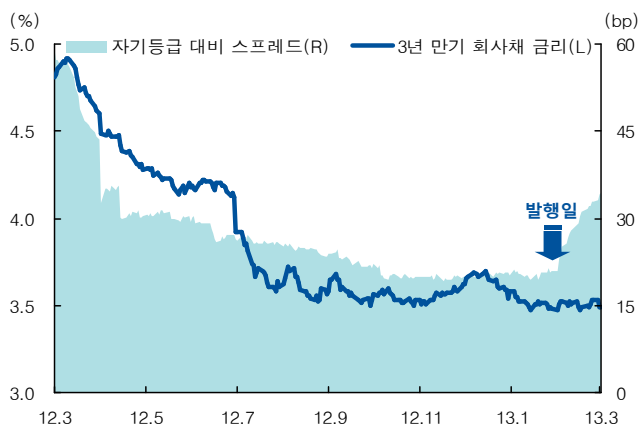


그림 6. 동부건설 (ABB0/안정적, 3월 8일 발행)

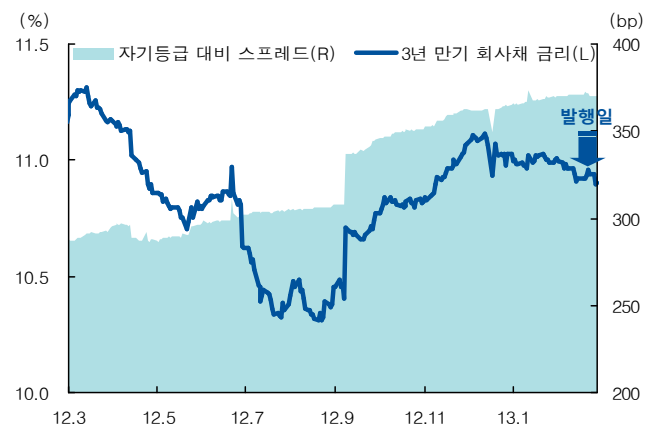


그림 7. 대우건설 (A+/안정적, 3월 12일 발행)

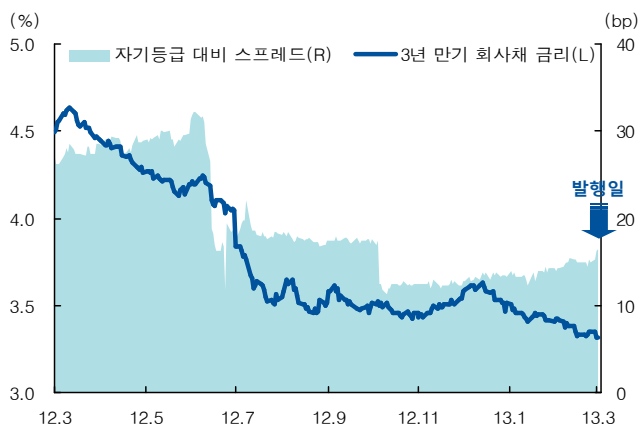


그림 8. 두산건설 (BBB+/안정적, 3월 12일 발행)



코레일의 차입부담 예상되며, 부채 증가는 신용도에 부정적

드림허브 PFV의 채무불이행으로 한국철도공사(코레일)의 차입부담 확대

코레일이 출자금 2,500억원(지분율 25%)을 투자한 드림허브프로젝트금융투자(PFV)가 지난 3월 12일 대출채권에 대한 채무불이행이라는 암초에 부딪혔다. 이번 프로젝트의 ABS와 ABCP에 투자한 투자자는 코레일의 신용보강으로 손실영향이 미미하나 드림허브 PFV에 직접 투자한 건설사 및 전략적 투자자의 단기적인 충격은 불가피해 보이며, 상환의무를 지닌 코레일의 차입부담은 확대될 것으로 예상된다.

코레일은 ① 토지대금 반환의무 이행에 따라서 2.4조원 가량의 반환대금 마련, ② 자기 자본 축소 가능성에 따른 채권 발행한도 감소 및 부채비율 상승, ③ 반환대금 지급과 토지 소유권 이전일 간의 미스매칭에 따른 재무건전성 악화가 우려되고 있다.

‘12~16년 공공기관 중장기 재무관리계획’에 따르면 코레일은 민자역사 지분 매각과 경상정비 최소화, 2015년부터 유입 예정인 용산역세권 매각대금으로 부채비율이 안정될 것으로 전망한 바 있으나 이번 사안으로 인해 자구계획 달성 여부가 불투명해졌다.

코레일의 2013년 만기도래 채권은 4,860억원, 발행잔액은 7조 9,300억원이다. 코레일은 이번 문제에 대해서 차입금 일부를 채권 발행으로 조달할 가능성이 있다. 자본 감소에서 추가적인 채권 발행을 위해서는 한국철도공사법 제 11조 ‘사채 발행액은 공사의 자본금과 적립금을 합한 금액의 2배를 초과하지 못한다’에 대한 법 개정이 필요하며, 부채의 증가는 등급 유지에 부담요인으로 작용해 신용도에 부정적일 것으로 판단된다.

<한국철도공사(코레일)에 대한 글로벌 신평사의 코멘트>

* Moody's (A1/Stable)

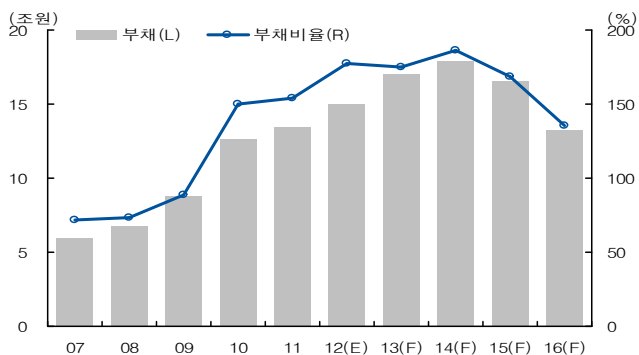
2012. 5. 17, 국가등급 하향과 정부와의 관계 악화, 재무상황 악화는 등급 하향 조정 사유가 될 것

2013. 3. 14, [드림허브의 최대주주인 코레일을 등급 하향 검토 대상에 편입](#)

* S&P (A+/Stable)

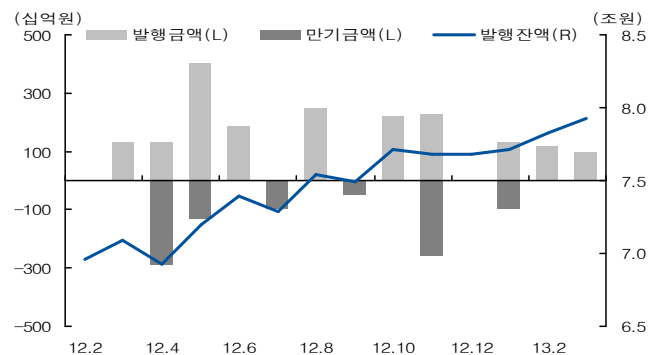
2013. 1. 30, 용산 부동산 개발 프로젝트와 같은 비핵심사업에 대한 계획 이상의 투자 및 자본지출은 등급 하향 사유(특히 독자신용등급)가 될 수 있음

그림 9. 기존 계획상, 코레일의 부채비율은 14년 이후 하락 예상



주: 2010년부터 IFRS 연결 기준, 자료: 기획재정부, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 현재 코레일의 발행잔액은 12년 연초 대비 14% 증가



주: 국내 발행 기준, 자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

단기적으로 코레일을 포함한 공사채의 크레딧 스프레드 확대 가능성에 주의

드림허브의 채무불이행 이후
코레일의 등급대비 스프레드 확대

2012년 9월 26일, 정부는 높아져가는 공공기관의 부채비율을 낮추고 재무상태에 대한 투명성 확보를 위해 ‘12~16년 공공기관 중장기 재무관리계획’을 제시한 바 있다. 이러한 자구계획 노력에 따라 특수채 발행잔액 증가세는 전반적으로 둔화되고 공사채 스프레드는 강세가 예상되었다.

하지만 이번 사건의 여파로 코레일을 포함한 공사채의 크레딧 스프레드가 단기적으로 확대될 수 있다. 실제로 코레일의 등급대비 스프레드는 드림허브 PFV의 채무불이행 이전 대비 4bp 이상 확대되었다. 향후 정부지원 강도 및 시기의 가시화 여부에 따라서 추가적인 금리 상승 및 스프레드 확대 가능성이 있음에 주의할 필요가 있다는 판단이다.

그림 11. 특수채 월별 발행잔기

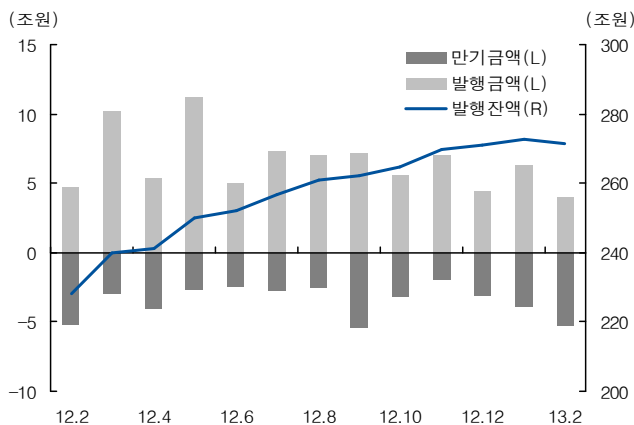


그림 12. 공사채 AAA의 금리 및 신용스프레드



자료: KIS채권평가, KDB대우증권 리서치센터

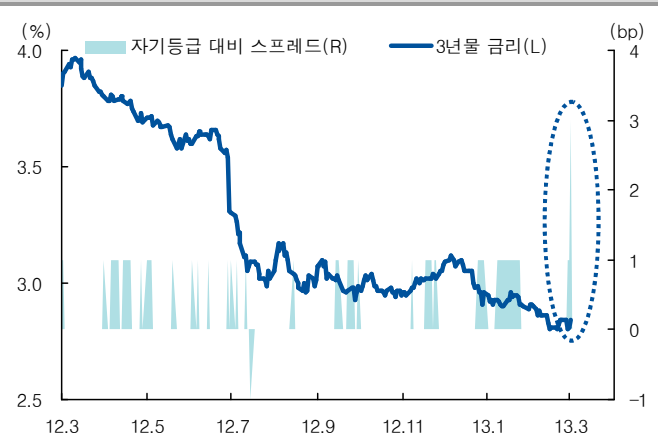
자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 드림허브 PFV 채무불이행 전후 코레일 채권의 유통현황

구분	종목명	거래일	거래금액 (억원)	민평 (%)	민평대비 (bp)	만기일
채무불이행 이전	한국철도공사54	2013-03-05	100	2.89	0	2017-09-24
	한국철도공사97	2013-03-06	200	2.89	-1	2017-09-26
	한국철도공사54	2013-03-06	300	2.88	1	2017-09-24
	한국철도공사85	2013-03-07	300	2.85	0	2016-09-26
	한국철도공사97	2013-03-07	300	2.90	0	2017-09-26
	한국철도공사81	2013-03-07	300	2.83	2	2016-04-28
	한국철도공사51	2013-03-08	300	2.81	0	2015-07-15
채무불이행 이후	한국철도공사55	2013-03-08	300	2.77	0	2014-09-28
	한국철도공사100	2013-03-13	600	2.79	-1	2015-12-07
	한국철도공사97	2013-03-13	300	2.88	3	2017-09-26
	한국철도공사15	2013-03-13	200	2.69	0	2013-11-17
	한국철도공사18	2013-03-13	300	2.84	3	2016-12-12
	한국철도공사54	2013-03-13	300	2.87	4	2017-09-24
	한국철도공사44	2013-03-13	200	2.71	0	2014-02-26
	한국철도공사86	2013-03-14	400	2.77	3	2015-04-14
	한국철도공사56	2013-03-14	400	2.85	4	2016-10-16

자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 코레일의 금리 및 등급대비 스프레드 확대



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

주간 회사채 유통시장 동향 – 업황 및 등급별 거래 차별화

유통시장

: AA급 이상 기업의 축소거래 뚜렷

회사채 주요 거래 동향을 살펴 보면, 동국제강과 SK건설의 회사채가 업황 부진에 대한 시장의 지속되는 우려 속에 민평대비 9bp에서 12bp까지 확대 거래되었다. 반면 민평대비 축소 거래된 기업들은 주로 AA급 이상의 우량등급에 속한 회사채로서, AA급의 E1과 AAA급의 우리금융지주가 민평대비 5bp 이상 스프레드 축소 거래되었다.

투자자 동향

: 전주대비 순매수세 다소 주춤

투자자별 매수 동향에서는 기관들의 매수세가 다소 주춤한 모습을 나타냈다. 금주 회사채 순매수 금액은 3,635억원으로 전주대비 41% 수준을 보였다. 2주 연속 1,000억 원 가량의 순매수세를 나타냈던 은행은 이번 주 181억원의 순매도로 돌아섰으며 보험과 금도 순매수 폭이 이전 대비 감소하였다.

만기별로는 3년 이상의 만기를 보유한 회사채 위주로 순매수세가 집중되었다. 지난 주와 마찬가지로 3년 및 5년물 중심으로 각각 1,630억원, 1,025억원의 순매수를 보이며 매수 폭이 가장 크게 나타났다.

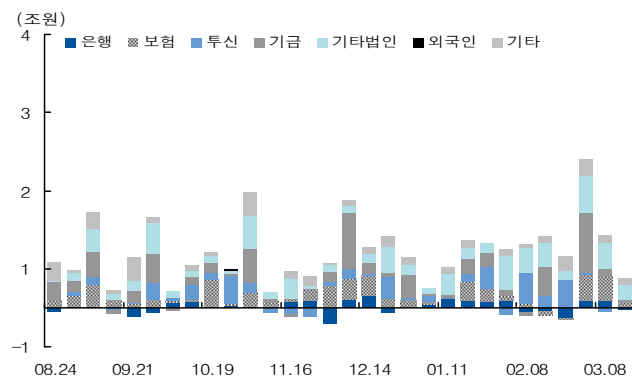
표 4. 민평 대비 상, 하위 주요 회사채 거래 동향

(억원, %, bp)

거래종목	신용등급	거래일	거래금액	민평	민평대비	만기일
상위 5선						
E122-3	AA-	2013-03-12	200	2.95	-6	2016-06-09
우리금융지주30-2	AAA	2013-03-12	100	2.83	-5	2015-08-03
세아제강40	A0	2013-03-12	400	3.06	-5	2015-07-10
성우하이텍16-1	A-	2013-03-12	300	3.39	-5	2014-05-30
여천NCC65-1	A+	2013-03-12	200	2.98	-4	2015-03-29
하위 5선						
연합자산관리9	AA-	2013-03-14	153	2.83	25	2014-09-11
화인파트너스224	A0	2013-03-13	115	5.00	16	2014-02-23
SK건설136	A+	2013-03-11	200	3.34	12	2013-04-16
동국제강81-2	A+	2013-03-14	225	3.81	9	2017-10-23
한화엘앤씨44	BBB+	2013-03-12	200	3.19	5	2014-02-18

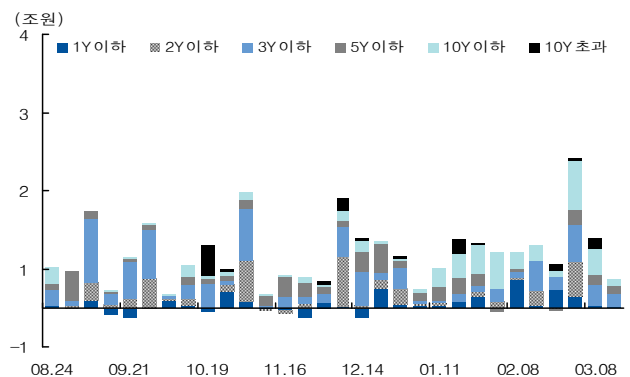
자료: 본드웍, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 주간 투자자별 회사채 순매수 추이



주: 이번 주 - 3/11~3/14, 자료: 연합인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

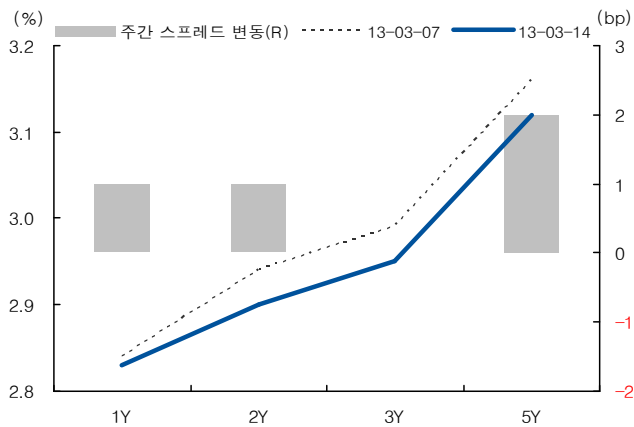
그림 16. 주간 만기별 회사채 순매수 추이



주: 이번 주 - 3/11~3/14, 자료: 연합인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

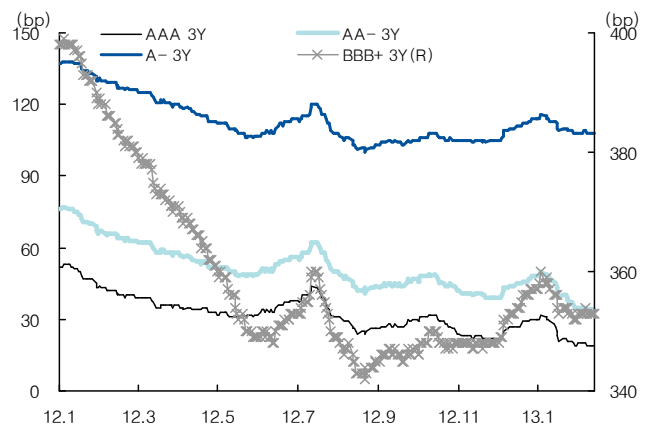
주요 회사채 지표의 주간 동향

그림 17. 주간 회사채 수익률곡선 (AA- 기준)



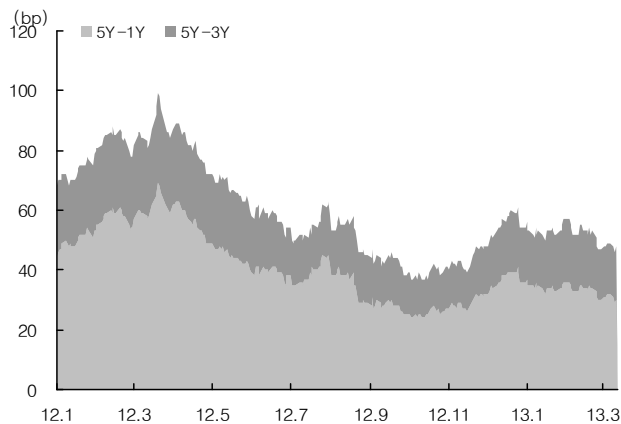
자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 회사채 등급별 신용스프레드 추이



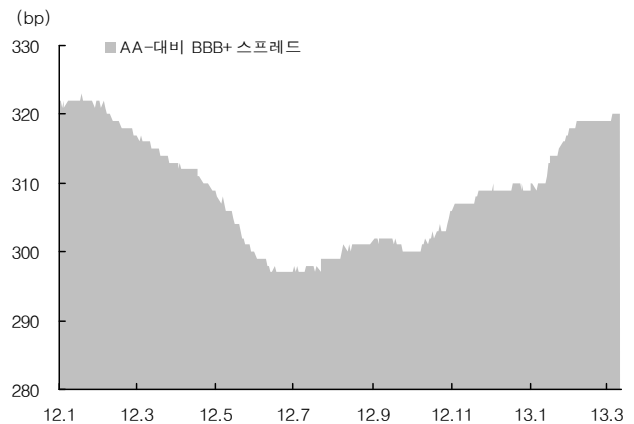
자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 19. 회사채 장단기 스프레드 (AA- 기준)



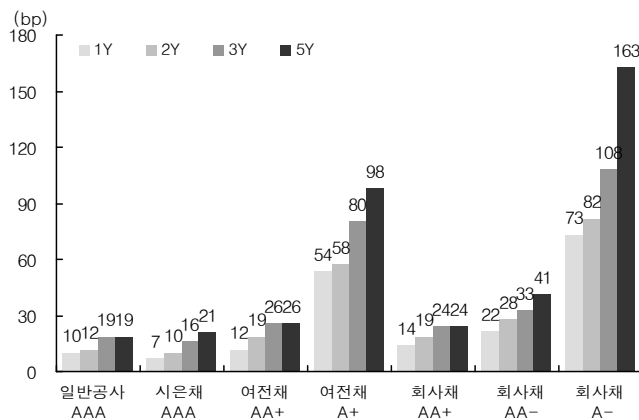
자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 회사채 우량 등급과 비우량 등급간 스프레드



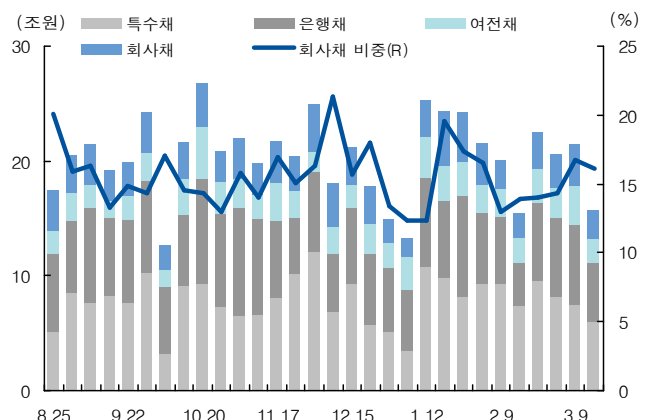
자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 회사채 섹터별 신용스프레드



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 주간 크레딧물 거래량 및 회사채 비중



자료: 연합인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

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

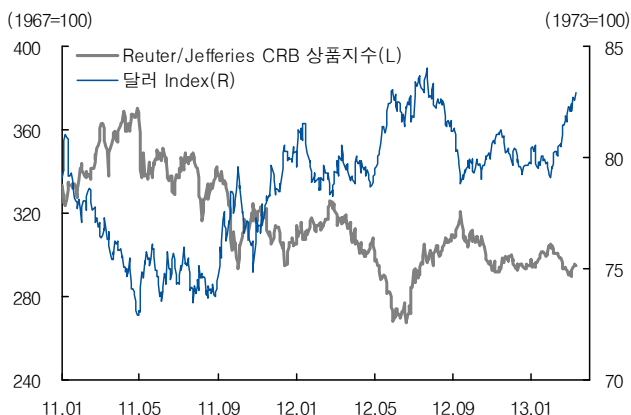
AI/파생 손재현 02-768-3011 jaehyun.son@dwsec.com

달러 강세에도 불구하고 선방한 상품 시장

고용 지표 개선이 확인되면서 미 경기 회복 기조에 대한 기대가 높아졌다. 다우 지수는 연일 신고가를 경신했다. 반면, 유로존과 중국의 경제 지표는 부진했다. 이탈리아의 신용 등급은 강등되었고, 중국의 산업 생산은 예상 외로 둔화되었다. 상대적으로 견조한 미 경기 개선세에 달러화의 강세도 이어졌다. 그럼에도 불구하고 주요 상품 가격은 대체로 주간 단위로 상승했다.

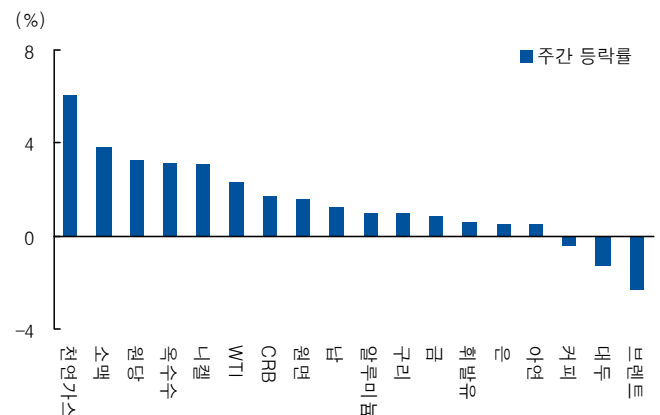
미 고용 지표 개선은 수요 확대에 대한 기대를 높이며 유가 상승의 주요한 요인으로 작용했다. 달러화 강세에도 불구하고 연준의 부양 기조에 대한 불확실성이 완화됨에 따라 금 가격은 상승했다. 구리 시장을 둘러싼 매크로 여건은 다소 부정적이었지만, 수요 개선에 대한 기대감과 기술적 매수세는 구리 가격을 지지했다. 브라질의 대두 수출이 재개됨에 따라 대두 가격은 한 차례 레벨을 낮추었다.

그림 1. 달러화 강세 기조에도 불구하고 상품 가격 반등 시도



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 대두와 브렌트 가격을 제외한 주요 상품 가격 상승



주: 현황물 기준(비철금속과 상품 지수 제외)

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 주요 상품지표 동향

(단위: %)

상품명	단위	종가	1주	1개월	3개월	6개월	1년	연초대비
Reuter/Jefferies CRB 상품지수	1967=100	294.80	1.7	-1.9	0.7	-7.1	-7.3	-0.9
WTI - 뉴욕 선물 현황물	US\$ / bbl	92.52	2.3	-5.2	5.7	-7.5	-14.3	-1.5
휘발유 - 뉴욕 선물 현황물	US\$ / gallon	314.23	0.6	-4.0	13.4	5.7	2.7	7.6
금 - 뉴욕 선물 현황물	US\$ / troy oz	1,588.40	0.9	-3.4	-6.5	-10.6	-7.1	-6.1
은 - 뉴욕 선물 현황물	US\$ / troy oz	28.96	0.5	-6.4	-10.6	-17.0	-14.3	-6.8
구리 - 런던 3개월물	US\$ / ton	7,808.00	1.0	-5.5	-2.8	-3.3	-8.5	-3.7
알루미늄 - 런던 3개월물	US\$ / ton	1,988.50	1.0	-6.7	-6.3	-4.7	-10.9	-6.6
니켈 - 런던 3개월물	US\$ / ton	17,140.00	3.1	-6.7	-2.2	2.5	-11.3	-2.1
아연 - 런던 3개월물	US\$ / ton	2,001.50	0.5	-9.6	-2.9	-0.9	-4.4	-5.5
소맥 - 시카고 선물 현황물	US\$ / bu	710.00	3.8	-4.5	-13.5	-22.1	-0.6	-7.3
대두 - 시카고 선물 현황물	US\$ / bu	1,447.00	-1.3	2.4	-0.7	-10.6	12.1	4.5
옥수수 - 시카고 선물 현황물	US\$ / bu	710.25	3.2	2.4	-1.9	-8.4	22.1	2.4
원당 - 뉴욕 선물 현황물	US\$ / lb	18.80	3.3	3.3	0.5	-8.4	-20.3	-4.9

주: 3월 13일 종가 기준. 1bbl(배럴) = 158.9리터, 1gallon(갤런) = 3.79리터, 1bbl = 42 gallon, 1 troy oz = 31.1035g, 1bu(부셀) = 27.216kg, 1lb(파운드) = 0.45kg

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

미 지표 개선에 WTI 상승 +
공급 차질 완화 브렌트 하락
=> WTI-브렌트 sp. 축소

WTI-브렌트유 스프레드 16달러까지 축소

한 주간 WTI 유가는 2.31% 올랐다. **미 고용 지표가 호조를 보임에 따라 높아진 원유 수요에 대한 기대감이 주요한 요인**이다. 연이어 신고가를 경신하는 미 증시의 강세도 원유 시장에 대한 호재로 작용했다. 다만, 유로존 대비 미국의 경기가 상대적 개선세를 이어가며 달러화가 강세를 보인 점은 유가 상단을 제한하였다. EIA가 발표한 미 원유 재고와 생산량이 90년대 이후 최고 수준을 기록한 점도 유가에 부정적인 요인으로 작용했다.

반면, 북해 유전 지역의 누유 사고가 복구되면서 브렌트유 가격은 레벨을 낮췄다. **특히 브렌트유는 유로존 여건에 민감**하여, 이탈리아 신용 등급 강등과 유로존 산업 지표 부진으로 인해 하락세가 가속되었다. 브렌트유는 주간 단위로 2.29% 하락한 반면, WTI는 강세를 보이면서 WTI-브렌트유 스프레드는 16달러까지 축소되었다. 봄철 정제 시설의 정기 보수가 끝나게 되면 원유 수송량이 확대되어 스프레드가 더욱 축소될 것으로 보인다.

주요 기관의 3월 보고서는 다소간 유가에 부정적인 영향을 미쳤다. IEA는 2월에 이어 3월 보고서에서 수요 전망치를 하향 조정했다. OPEC은 전월 전망을 유지했다. Non-OPEC 공급량은 북미 증산으로 기존 전망에 비해 확대될 것으로 보인다. OPEC에서는 사우디 증산이 주춤했지만 이라크 등의 증산으로 공급량이 증가했다.

구리 가격 하단을 지지한 수요 회복 기대감

구리 가격은 **주요국 산업 지표 부진에도 불구하고 수요 둔화 우려가 과도하다는 인식과 저가 매수 세력의 유입**에 힘입어 주간 단위로 1.1% 상승했다. 글로벌 경기 부양책 지속과 중국 인프라 건설 확대에 대한 기대는 구리 수요 회복에 대한 여지를 남겨두었다.

중국 인프라 확대를 통한
구리 수요 회복 기대

중국의 구리 수요가 기대에 미치지 못할 것이라는 우려가 확산되면서 구리 가격은 2월 중순 이후 줄곧 8,000달러를 하회했다. 이 상황에서 중국의 산업 생산이 부진하고 구리 수입량이 감소하면서 구리 가격의 하락 심리를 가중시키는 요인이 되었다. 유로존의 산업 생산도 직전월과 예상치에 비해 하락했고, 이탈리아의 신용 등급은 강등되었다. LME의 구리 재고량도 1년 만에 2배 이상 증가하면서 구리 가격에 부담으로 작용했다.

그림 3. WTI 강세, 브렌트유 약세에 유종간 스프레드 축소

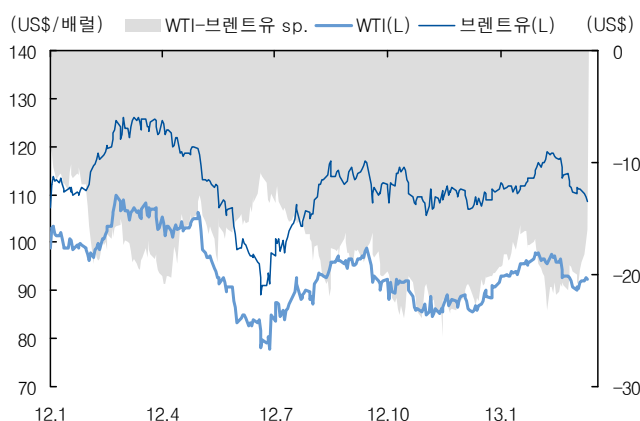
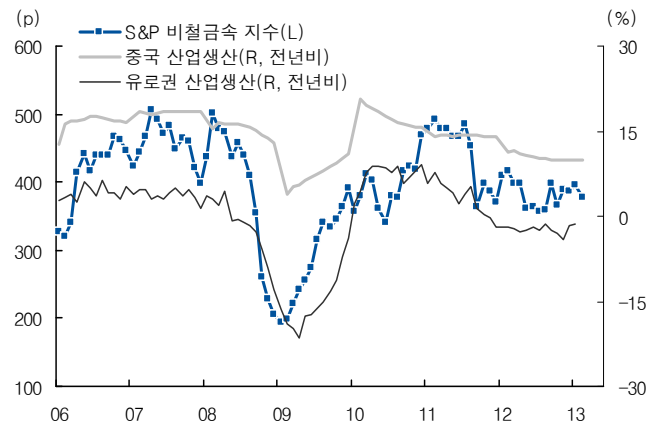


그림 4. 중국과 유로존 산업 생산 부진은 구리 가격에 부정적



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

양적 완화 유지 기대감, 금 가격 지지

주요국 양적 완화에 대한 정책 기대감이 유지되면서 금 가격의 하단은 지지 받는 양상이다. 단기 저점 인식에 따른 반등 시도에 금 가격은 주간 단위로 1% 상승했으나, 견고한 1,600달러 저항선을 돌파하지는 못했다.

미 실업률, 에반스룰에 못 미쳐
정책 지속 불안감 완화

미 2월 실업률이 7.7%를 기록하는 등 고용 시장을 중심으로 미 경기 회복세가 나타나고 있다. 지표 개선과 증시 강세는 안전 자산으로써의 금에 대한 수요를 낮춘다. 다만, **7.7%의 실업률이 연준이 부양책 유지 조건으로 내건 에반스룰(Evans Rule)인 7%에는 못 미친다는 인식**이 재차 부각되면서 양적 완화에 대한 불확실성은 완화되었다. 연준 역시 당분간 양적 완화를 중단하지 않을 것이라고 밝힌 바 있다. 다만, 상대적으로 견조한 미 경기 회복세로 인해 달러가 여타 통화에 비해 강세를 보이며 금 가격의 상단을 제한했다.

이탈리아의 신용 등급 강등이나 ECB, BOE의 부양책 확대 의지 표현은 금 가격에 호재로 작용하였다. 은 가격은 중국과 유럽 지표의 상대적 부진에 금 가격에 비해 높은 상승률을 보이지 못했다.

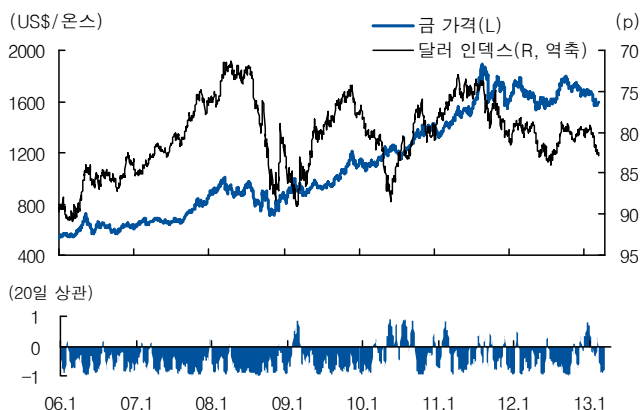
남미 대두 수출 본격화

대두 가격은 주요 상품 품목 중 유일하게 주간 단위로 하락했다. 브라질의 대두 수출이 재개되면서 대두 수입처가 미국에서 남미로 옮겨가고 있다. 미국산 대두에 대한 수출 둔화로 인해 대두 가격은 하락 압력을 받았다.

옥수수 수급 전망 서프라이즈

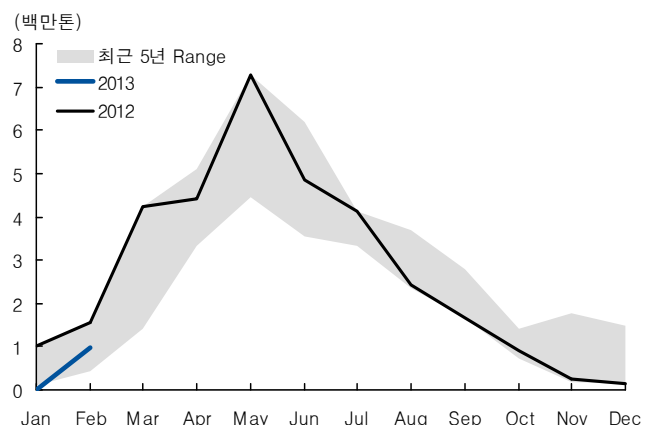
지난 3월 8일 발표된 미 농무부의 3월 수급전망보고서(WASDE)에서는 타이트한 옥수수 수급 전망을 예고했다. 지난 재고 보고서에서 **옥수수 재고량 급감이 확인된 상황에서 사료용 수요가 큰 폭으로 상향 조정되면서 옥수수 가격은 큰 폭으로 상승했다**. 미 대평원에 내린 눈과 비가 해갈에 도움을 준 것은 사실이지만, 여전히 수분량이 부족하다는 진단에 소맥 가격의 하단은 지지되는 모습이다. 또한, 옥수수 가격이 상승 압력을 받는 상황에서 소맥이 옥수수 가격을 하회함에 따라 사료용/연료용 소맥 수요 확대에 대한 기대가 높아지고 있다. 이는 옥수수와 함께 소맥 가격의 동반 상승을 이끌었다.

그림 5. 달러와 금 가격 간의 역 상관 관계 심화



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 브라질 대두 수출 개선 기대감 회복

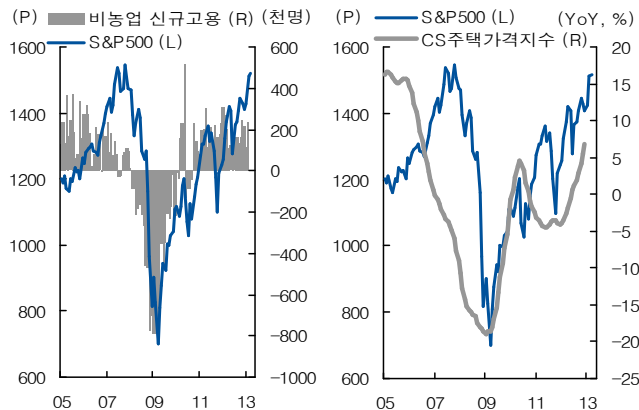


자료: USDA, KDB 대우증권 리서치센터

미국의 경기회복 기대감과 가치주 강세 현상

- 신흥국 대비 경기회복 기대감이 높은 미국에서, 성장 기대감이 있을 때 성과가 좋은 가치주의 상대적 강세가 최근 들어 지속되고 있어
- 대표 가치주인 AIG와 Citi그룹의 성과와 대표 성장주인 애플과 Chipotle의 최근 1년 성과도 크게 차이나
- 단, 한국은 순환적 경기회복 기대감으로 지난해 11월 이후 가치주가 강세를 보였으나, 2월초 이후에는 다시 성장주가 강한 모습을 보이고 있어

그림 1. 미국 경제지표 호조로 미국 증시 강세



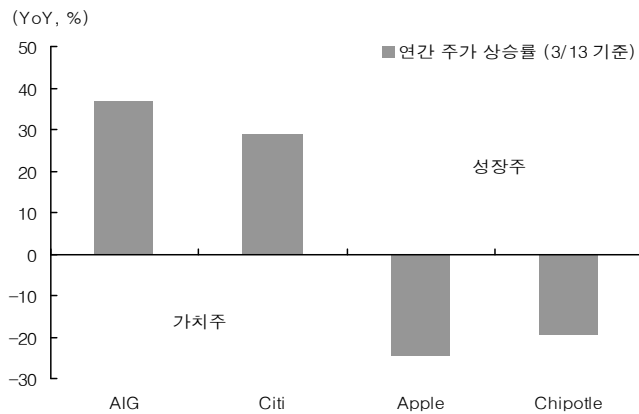
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 미국 경기회복 기대감에 최근 들어 가치주가 상대적 강세



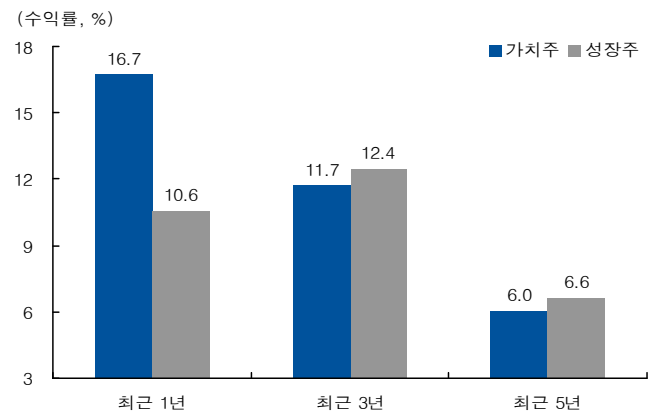
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 미국 주요 가치주와 성장주 연간 주가 상승률



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 최근 1년간 미국 가치주의 뮤추얼 펀드 수익률 호조



자료: Financial Times, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 주요 기관들의 스타일 구분 기준

	가치주 기준	성장주 기준	리밸런싱 주기
S&P	P/B P/E P/S	매출액 증가율 이익 증가율 가격 모멘텀	연간
Russell	P/B 이익증가율 전망 과거 매출액 전망	P/B 이익증가율 전망 과거 매출액 증가율	연간
Dow Jones	Forward P/E 이익증가율 전망 P/B 배당수익률 수익과 이익 증가율	Forward P/E 이익증가율 전망 P/B 배당수익률 수익과 이익 증가율	반기
MSCI	P/B Forward P/E 배당수익률	이익증가율 전망 현재 내재성장률 역사적 이익과 매출액 증가율 추	반기

자료: S&P, Russell, Dow Jones, MSCI, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 한국은 최근 들어 성장주가 상대적으로 강세 보여



주: MSCI 지수 기준 / 자료: IBES, KDB대우증권 리서치센터

대한항공 (003490/매수)

운송

눈높이를 낮추고 장기적인 매수 기회를 찾을 때

추가적으로 낮아질 실적에 대한 기대

2013년 1/4분기 매출액은 전년동기와 유사한 3조원, 영업손실은 전년 동기대비 소폭 개선된 607억원을 기록, 당초 기대를 하회할 전망이다. 1분기 국제 여객 수송량은 전년 동기대비 3.2% 증가하며, 탑승률도 77.0%로 소폭 개선될 것으로 예상된다. 화물 수송량은 14.2% 감소한 74.3%의 탑재율을 기록 약세를 지속할 전망이다. 전체적으로 화물 실적이 예상치 하회의 주원인이다. 여객과 화물 효율은 달러기준으로는 상승하겠지만, 원화 환산 효율은 원화 강세로 상승폭이 제한적일 전망이다. 평균 환율과 유가는 지난해 동기 대비 1~2% 하락한 상황으로, 비용도 6%가량 감소할 것으로 예상된다. 다만, 안전장려금 지급으로 일시적인 비용 400억원이 계상되며, 4/4분기 대비 손실 확대는 피할 수 없을 것으로 보인다. 영업부문에서는 최근 환율 상승에 따라 외환환산손실이 1,474억원 발생하며, 순손실 2,265억원을 기록할 전망이다. 이에 따라, 2013년과 2014년 영업실적 전망치를 각각 22.5%, 4.5% 하향한다.

실적 악화요인 지속 중 일부 긍정적인 시그널 관찰 중

4Q12 실적 악화의 원인은 1) 일본 여객시장 수요 악화, 2) 화물 수요 부진, 3) 중국발 환승객 수 감소세 전환이었다고 할 수 있다. 2013년 1/4분기 일본 여객 수송량 감소세는 진정되고 있으나, 최근 한반도 안보에 대한 우려가 나타나며 2/4분기 일본 노선 수송실적이 하락세로 전환할 것으로 우려된다. 화물 부문 실적도 공급을 공격적으로 축소하고 있음에도, 탑재율이 크게 개선되고 있지 않은 상황으로 향후 시장 전망을 불투명하게 하는 요소다.

다만, 2012년 4/4분기 6.4% 하락했던 중국발 미주행 환승객수가 1~2월 누적 기준 전년 동기대비 10.0% 상승, 전체 미주행 수송객 중 비중이 26%로 회복한 점은 긍정적이다. 달러 기준 효율 하락세 완화 현상도 업황 바닥의 신호라는 측면에서 고무적이라 할 수 있다.

목표주가 57,000원으로 하향하며, 매수의견 유지

실적 전망 하향을 반영, 목표주가가도 하향 조정한다. 목표주가는 2013년 예상 BPS에 기준 목표 PBR 1.8배를 적용, 57,000원으로 하향 조정한다. 34.9%의 업사이드가 존재하는 만큼 매수의견은 유지한다. 현 주가는 PBR 1.3배 수준으로 최근 업황 저점 밸류에이션 대비 30% 높은 상황이나 하반기 턴어라운드 가능성을 감안하면, 무리 없는 밸류에이션이다. 다만, 주가 상승 모멘텀은 단거리 노선 회복과 화물 실적이 개선되기 전까지 크지는 않을 것으로 보인다. 공격적인 매수 보다는 장기적인 분할 매수 전략이 필요한 시기라고 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	11,640	1,236	10.6	563	7,678	2,361	2,818	19.5	9.1	2.1	7.2
12/11	12,269	460	3.8	-219	-2,983	1,803	1,770	-8.4	-	1.5	9.2
12/12P	12,728	322	2.5	239	3,252	1,826	872	9.4	13.9	1.4	9.6
12/13F	12,954	329	2.5	48	641	1,660	59	1.8	65.9	1.3	10.8
12/14F	13,681	697	5.1	90	1,217	2,039	624	3.5	34.7	1.3	8.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

류제현

02-768-4175

jay.ryu@dwsec.com

§ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	57,000
현재주가(13/03/14, 원)	42,250
상승여력(%)	34.9
EPS 성장률(13F, %)	-80.3
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.1
P/E(13F, x)	65.9
MKT P/E(13F, x)	9.3
KOSPI	2,002.13
시가총액(십억원)	3,078
발행주식수(백만주)	74
60D 일평균 거래량(천주)	428
60D 일평균 거래대금(십억원)	19
배당수익률(13F, %)	1.2
유동주식비율(%)	68.0
52주 최저가(원)	41,850
52주 최고가(원)	56,800
베타(12M, 일간수익률)	0.73
주가변동성(12M daily, %, SD)	1.5
외국인 보유비중(%)	14.7

주요주주

(주)한진 외 17인(25.87%)

국민연금관리공단(9.1%)

대한항공 자사주(6.09%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.5	-14.2	-24.8
상대주가	-6.6	-13.9	-22.7

주요사업

국내의 항공여객 및 항공화물 수송을 주사업으로 하는 국제선 항공화물부문 세계 1위, 여객부문 프리미엄 항공사

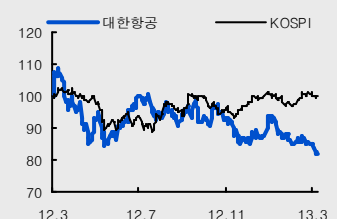


표 1. 대한항공 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거
	13F	14F	13F	14F	13F	14F	
매출액	13,037	13,888	12,954	13,681	-0.6	-1.5	- 화물 수송 부진/일본 노선 악화 지속 - 환율 전망 상향
영업이익	425	730	329	697	-22.5	-4.5	
세전이익	135	130	100	158	-25.7	21.6	
순이익	100	96	74	117	-25.8	21.9	
EPS(원)	982	940	641	1,217	-34.8	29.5	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 2. 대한항공 분기별 실적 추이 및 전망

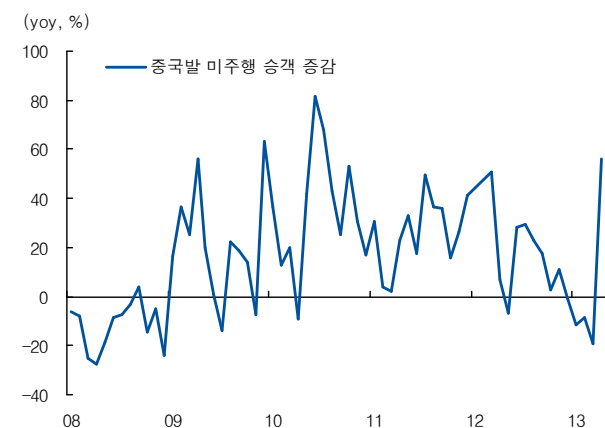
(십억원, %)

	2012				2013F				2011	2012P	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF				
매출액	2,998	3,246	3,400	3,084	3,007	3,154	3,549	3,244	12,269	12,728	12,954	13,681
영업이익	-99	126	313	-18	-61	87	211	92	460	322	329	697
세전이익	-28	-224	461	239	-306	329	204	-127	-260	448	100	158
순이익	-64	-165	345	140	-226	243	151	-94	-200	256	74	117
영업이익률	-3.3	3.9	9.2	-0.6	-2.0	2.8	5.9	2.8	3.8	2.5	2.5	5.1
세전이익률	-0.9	-6.9	13.6	7.8	-10.2	10.4	5.7	-3.9	-2.1	3.5	0.8	1.2
순이익률	-2.1	-5.1	10.1	4.5	-7.5	7.7	4.3	-2.9	-1.6	2.0	0.6	0.9
국제선 RPK 증감률(%YoY)	9.7	10.1	4.4	2.5	4.7	3.8	5.5	5.9	7.6	6.5	5.0	5.3
국제여객 L/F(%)	75.7	79.0	82.0	76.6	77.0	79.7	81.6	77.2	77.5	78.3	78.9	79.1
항공유가(\$/bbl)	132	122	126	129	129	125	129	131	126	127	128	129
환율(원/달러)	1,131	1,152	1,133	1,090	1,090	1,043	1,033	1,033	1,109	1,126	1,049	1,033

주: K-IFRS 연결 기준

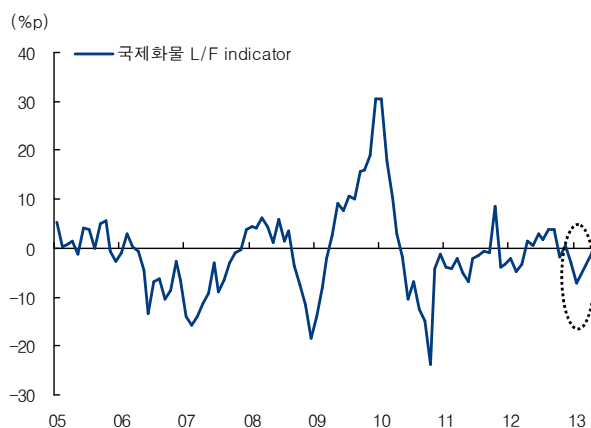
자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 1. 중국발 미주행 승객 증감



자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 인천국제공항 국제화물 L/F 인디케이터



자료: 인천국제공항, KDB대우증권 리서치센터

제일기획 (030000/매수)

미디어

글로벌 마케팅의 중심지에서 심장이 뛰기 시작했다!

What's New?: 삼성전자 '갤럭시S4' 캠페인은 제일기획의 향상된 역량 발견 기회

‘갤럭시S4’ 언팩 행사를 기점으로 삼성전자의 글로벌 마케팅이 본격화되고 있다. 제일기획이 종합적인 캠페인을 글로벌 마케팅의 중심지인 미국을 중심으로 진행하고 있는 것으로 파악된다. 특히 **캠페인의 수준이 향상되고 있으며, 전시 행사뿐 아니라 매체 광고 및 리테일 마케팅 등 전방위적으로 물량이 확대되고 있는 모습**이 부각된다.

삼성전자의 스마트폰 출시 시기가 앞당겨지고 간격이 짧아지고 있다. 마케팅이 더욱 중요해지고 있는 상황이다. 또한 스마트TV 등 여러 가전 제품들의 캠페인도 진행하고 있으며, 아프리카와 중동 등 마케팅 지역도 다변화되고 있다.

올해 삼성전자 및 M&A 효과 등의 글로벌 스토리가 소화된 이후의 내년에 또 빅 이벤트들이 대기하고 있다는 점도 주목된다. 2014년은 2월 동계 소치올림픽, 6월 브라질 월드컵, 9월 인천 아시안게임 등이 예정되어 있다. 경기 개선, 삼성전자 물량 및 해외 M&A 효과뿐 아니라 이벤트까지 중첩되는 때가 다가오고 있는 것이다.

Catalyst: 광고 성수기와 글로벌 마케팅 물량 확대가 동시에 시작

3월부터 국내 및 글로벌 광고 경기가 개선되고 있다. 한국광고진흥공사의 KAI 지수 등에서 국내 광고주의 센터먼트의 개선세가 뚜렷이 관찰되고 있으며, 3월 초 지상파 방송사의 광고 선판매 행사에서도 긍정적인 피드백이 발견되고 있다. 경기 개선과 M&A 효과 등으로 글로벌 광고 기업의 주가도 상승 흐름을 나타내고 있다. 삼성전자의 스마트폰 및 가전 제품의 출시가 본격화되면서, 제일기획의 글로벌 마케팅 물량의 확대도 임박하고 있다.

제일기획은 작년 대규모 인력 충원으로 인해 매출액이 고성장 했던 데 비해 영업이익 개선 폭은 적었다. 올해 고정비는 작년 대비 제한적으로 증가시킬 계획으로, 영업이익률의 향상이 기대된다. 또한 해외 기업 M&A 등 유희 현금 활용을 통해 ROE도 상승하는 등 **수익성이 전반적으로 향상될 것으로 예상된다.**

Valuation: 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 32,000원으로 상향

제일기획에 대한 투자 의견 '매수'를 유지하며, 목표주가는 기존 28,000원에서 32,000원으로 상향한다. 목표주가 산출을 위해 기존에 참고하던 글로벌 1위 광고 기업 WPP의 성장기 Valuation 수준인 PER 27배를 기존 대비 1.9% 상향 조정한 2013년 예상 EPS에 대입했다. **해외 사업 확대에 의한 성장 스토리는 여전히 유효하다고 판단된다.** 글로벌 매출의 성장 가능성에 대한 근거가 해외 M&A와 임원 인사, 광고 수주 추이 등으로 보강되고 있다. 올해 들어 자사주 매입 및 외국인 수급에 비해 국내 기관 수급이 아직 미진한 점도 주목된다.

§ 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)
12/11	1,758	107	6.1	93	811	119	103	13.7	23.4	3.1	13.2
12/12	2,365	122	5.2	95	829	132	125	13.0	26.0	3.2	13.5
12/13F	2,657	180	6.8	139	1,208	193	159	16.5	20.7	3.1	10.4
12/14F	3,027	219	7.2	167	1,455	230	188	16.6	17.2	2.6	7.8
12/15F	3,486	267	7.7	202	1,756	277	227	16.8	14.2	2.2	5.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 제일기획, KDB대우증권 리서치센터

문지현

02-768-3615

jeehyun.moon@dwsec.com

§ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	32,000
현재주가(13/03/14, 원)	25,000
상승여력(%)	28.0
EPS 성장률(13F, %)	48.4
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.1
P/E(13F, x)	20.7
MKT P/E(13F, x)	9.3
KOSPI	2,002.13
시가총액(십억원)	2,876
발행주식수(백만주)	115
60D 일평균 거래량(천주)	352
60D 일평균 거래대금(십억원)	8
배당수익률(13F, %)	0.0
유동주식비율(%)	70.6
52주 최저가(원)	17,100
52주 최고가(원)	26,200
배타(12M, 일간수익률)	0.43
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.2
외국인 보유비중(%)	39.3

주요주주

삼성물산(주) 외 6인(18.37%)

제일기획 자사주(11.04%)

국민연금관리공단(9.28%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.7	20.2	36.2
상대주가	8.5	20.5	38.3



표 1. 제일기획의 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012P	2013F
영업수익	421	615	607	721	451	695	704	807	1,758	2,365	2,657
영업총이익	102	147	145	187	117	183	172	200	458	581	672
국내	38	49	47	59	39	53	50	68	190	193	209
해외	65	97	98	128	79	131	122	132	268	388	463
영업이익	9	40	28	46	11	55	41	73	109	122	180
영업이익률	2.2	6.5	4.5	6.3	2.5	7.9	5.9	9.0	6.2	5.2	6.8
순이익	10	31	23	34	10	41	32	54	96	96	139
순이익률	2.3	5.1	3.7	4.7	2.2	5.9	4.5	6.7	5.4	4.0	5.2
영업총이익 비중											
국내	36.7	33.5	32.4	31.5	33.0	28.7	29.1	34.1	41.5	33.2	31.1
해외	63.3	66.5	67.6	68.5	67.0	71.3	70.9	65.9	58.5	66.8	68.9
YoY 성장률											
영업수익	36.3	44.5	34.2	26.3	7.1	12.9	15.9	11.9	21.3	34.5	12.4
영업총이익	22.2	29.7	28.6	25.8	14.6	25.2	18.2	7.1	13.9	26.8	15.8
국내	9.0	0.2	4.2	-4.1	3.0	7.1	6.1	15.7	18.1	1.4	8.7
해외	31.5	52.0	44.9	46.9	21.3	34.3	24.1	3.1	11.1	44.8	19.3
영업이익	-29.3	29.0	22.2	8.8	18.0	37.9	49.8	59.1	-21.9	12.6	47.0
순이익	-21.6	20.7	1.8	-3.4	3.0	32.6	40.4	58.6	-12.1	0.0	45.7

주: K-IFRS 연결 기준,

자료: 제일기획, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 제일기획 수익 예상 변경

(십억원, 원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거
	13F	14F	13F	14F	13F	14F	
매출액	2,644	2,995	2,657	3,027	0.5	1.1	해외 매출액 추정치 상향 조정
영업이익	176	210	180	219	2.3	4.3	
순이익	137	162	139	168	1.5	3.7	
EPS	1,186	1,401	1,208	1,455	1.9	3.9	
영업이익률	6.7	7.0	6.8	7.2			
순이익률	5.2	5.4	5.2	5.5			

주: K-IFRS 연결 기준,

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. 삼성전자 주요 모바일 언팩 행사

연도	제품명	장소	행사 성격	컨셉
2009	제트	싱가폴, 두바이, 런던, 베이징	각 장소 동시 진행	
2010	웨이브	스페인 바르셀로나	MWC 부속 행사로 진행	'푸른 바다' 주제
2010	갤럭시S	미국 라스베이거스	CTIA에서 부속 행사로 진행	연극 무대 컨셉
2011	갤럭시S2	스페인 바르셀로나	MWC에서 부속 행사로 진행	애플리케이션으로 30개 국가 생중계
2011	갤럭시노트	독일 베를린	IFA에서 공개	
2012	갤럭시S3	영국 런던	첫 독자 행사	54개국 생중계
2013	갤럭시S4	미국 뉴욕	독자 행사	글로벌 마케팅의 중심지에서 진행

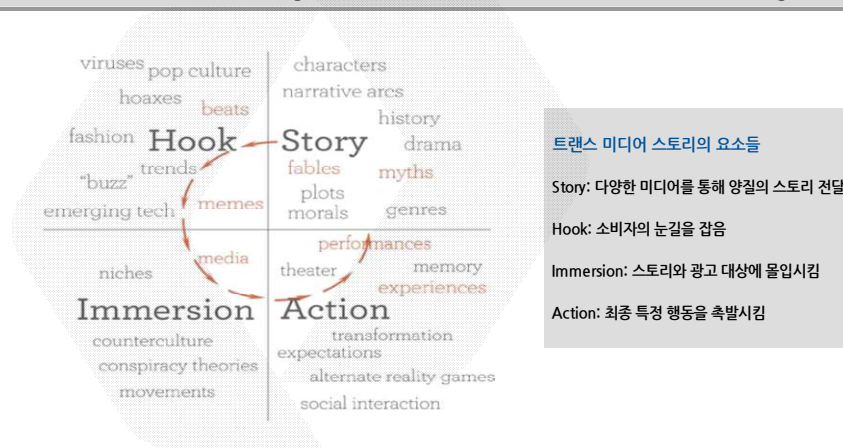
자료: 삼성전자, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 제일기획, 삼성전자 '갤럭시S4' 출시를 위한 캠페인을 다양한 매체를 통해 활발히 전개 중



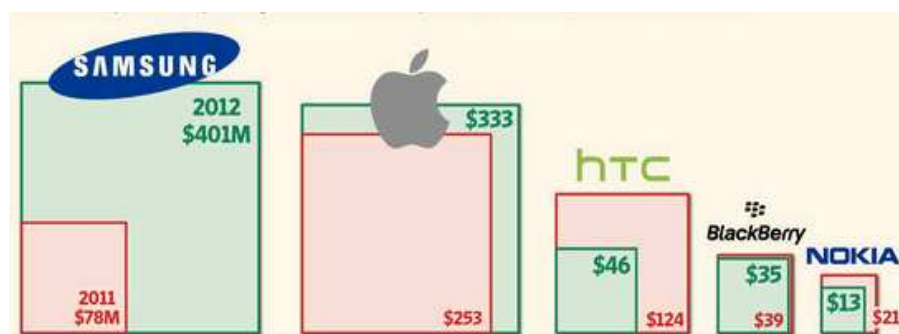
자료: Samsung, Google, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 제일기획의 캠페인은 세계 광고의 주류인 “트랜스 미디어를 활용한 우회적 마케팅” 수준에 도달



자료: Marc Binkley, 제일기획, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 스마트폰 마케팅 전쟁: 삼성전자의 미국 내 광고 지출액 규모 급증세 부각!



주: 단위 백만달러, 미국 내 TV, 인쇄, 옥외 및 인터넷 매체 광고액 합산,
자료: WSJ

현대미포조선 (010620/매수)

조선

품격이 다른 조선사

중소형 선가 턴어라운드로 선주들 신조선 문의 증가

중소형 신조선가는 1분기를 기점으로 턴어라운드가 시작될 전망이다. 조선사들의 수주단가 인상요구가 불가피해졌다. 현대미포조선의 수익성마저 크게 저하되었고, 동사를 제외한 모든 경쟁사들이 적자를 벗어나지 못하고 있다. 낮은 선가 때문이다. 금융권에서도 적자수주에 대해서 조선사에 대한 선박금융 지원을 꺼리고 있다. 이러한 이유로 일부 중소형 선박을 중심으로 신조선 가격이 소폭 상승했고 선주들의 문의도 증가하고 있다.

Catalysts: 현대미포조선의 매력

- 1) 세계 최고의 생산성:** 과거 선박수리업부터 쌓아온 노하우, 중소형 선박에 특화되어있는 생산설비와 축적된 생산방식을 바탕으로 세계 최고의 생산성을 갖추게 되었다. 동사의 경우 경쟁사보다 약 2개월 이상 선박 건조 기간을 단축할 수 있다.
- 2) 세계 최고의 원가/기술/영업 경쟁력 확보:** 현대중공업그룹을 통해 상대적으로 저렴한 원자재 구매, 선박 공동영업, 기술 공동개발이 가능하여 탁월한 경쟁력을 확보했다.
- 3) 경쟁사대비 높은 선가:** 위에서 언급한 탁월한 경쟁력을 이유로 동사의 신조선 가격이 중국 선박대비 약 10% 이상 높고, 중고선의 경우도 약 20% 이상 높다. 최근에는 ECO기술을 앞세운 선박 선호도가 증가하여 수주경쟁력이 더욱 높아졌다.
- 4) 경쟁구도 완화:** 경쟁 중소형 조선사들이 상당수 구조조정 되었거나 경영악화로 경쟁구도가 크게 완화되었다. 대형사의 경우 구조조정당한 경쟁상대가 거의 없지만 중소형사들은 90% 이상 구조조정되었다고 판단된다.
- 5) 자회사인 현대비나신 수주잔고 2015년까지 확보:** 동사의 수주가 확대되며 자회사인 베트남 현대비나신의 수주잔고를 향후 2.5년간 확보하게 되었다. 동사는 자회사에 대한 부담을 줄여 상대적으로 수익성이 좋은 선종으로 수주를 확대할 수 있는 여유가 생겼다.

투자의견 매수, 목표주가 148,000원 유지

현대미포조선에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 148,000원을 유지한다. 동사의 경우 중소형 상선 시장에서 독보적인 경쟁력을 보유하고 있다. 2008년 이후 수년간에 걸친 대규모 구조조정은 중소형 조선사에 국한된 만큼 구조조정에 따른 수혜 정도가 가장 높다. 최근 중소형 상선 시장이 턴어라운드를 시작하는 국면에서 동사에 대한 투자매력은 더욱 높아질 것으로 본다. 경쟁력 차이가 커지면서 동사의 수주는 기존 예상보다 크게 증가할 전망이다.

▶ 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	4,138	683	16.5	493	24,629	741	431	14.7	9.1	1.2	4.4
12/11	4,624	378	8.2	200	9,992	441	-633	5.5	11.2	0.8	4.2
12/12P	4,415	91	2.1	92	4,587	157	-562	2.8	27.7	0.9	16.8
12/13F	4,504	140	3.1	164	8,184	205	320	5.0	14.3	0.8	10.3
12/14F	4,729	194	4.1	214	10,719	257	383	6.2	10.9	0.7	6.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 현대미포조선, KDB대우증권 리서치센터

성기종

02-768-3263

daewoo-research@dwsec.com

강석훈

02-768-3065

ryan.kang@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	148,000
현재주가(13/03/14, 원)	117,000
상승여력(%)	26.5
EPS 성장률(13F, %)	78.4
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.1
P/E(13F, x)	14.3
MKT P/E(13F, x)	9.3
KOSPI	2,002.13
시가총액(십억원)	2,340
발행주식수(백만주)	20
60D 일평균 거래량(천주)	97
60D 일평균 거래대금(십억원)	12
배당수익률(13F, %)	1.3
유동주식비율(%)	51.6
52주 최저가(원)	102,500
52주 최고가(원)	165,000
베타(12M, 일간수익률)	1.57
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.2
외국인 보유비중(%)	18.0

주요주주

현대삼호중공업(주) 외 5인(46.4%)

국민연금관리공단(7.38%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.6	-16.1	-27.1
상대주가	1.5	-15.9	-25.0



■ 수주 전망치 상향 조정

중소형선 업황 회복과 경쟁력
차이 확대로 기존 예상보다
수주 크게 증가할 전망

현대미포조선의 수주 전망치를 상향 조정한다. 이유는 중소형 상선시장이 조짐스런 회복이 예상되면서 경쟁사대비 동사의 경쟁력 차별화가 더욱 확대되고 있기 때문이다. 또한 자회사인 현대비나신의 수주잔고를 2015년까지 확보하였고, 향후 수익성 좋은 선박 수주가 기대되기 때문이다. 아래 표 1.에서 PC선, 해양지원선, 특수선박의 수주가 기존예상보다 더욱 확대될 것으로 본다.

표 1. 현대미포조선 신규수주 및 수주잔고 추이 및 전망

(척, 백만달러)

선종		2011		2012		2013F	
		척수	금액	척수	금액	사측전망	대우예상
신규수주	P/C	16	589	43	1,510	1,500	1,600
	컨테이너	9	294	1	18	100	100
	PCTC	0	0	5	293	0	100
	RORO	8	524	5	345	0	0
	LPG	2	100	6	324	300	300
	벌크	15	419	4	101	200	200
	PSV/해양	0	0	4	198	400	600
	기타	3	84	5	176	700	700
	합계	53	2,011	73	2,964	3,200	3,600
수주잔고							
합계		185	7,668	169	7,325		

주: 2013년 신규수주 수치는 회사 목표치, 대우 전망치는 대우증권 예상 / 자료: 현대미포조선, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 선종별 신규수주 추이(PC선 수주 증가, 특수선 확대 전망)

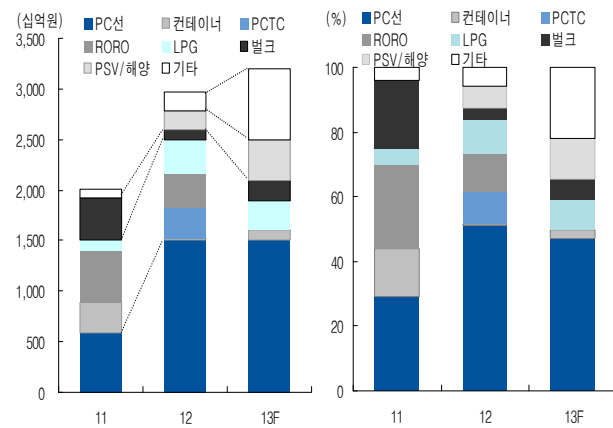


그림 2. 선종별 수주잔고 구성 변화

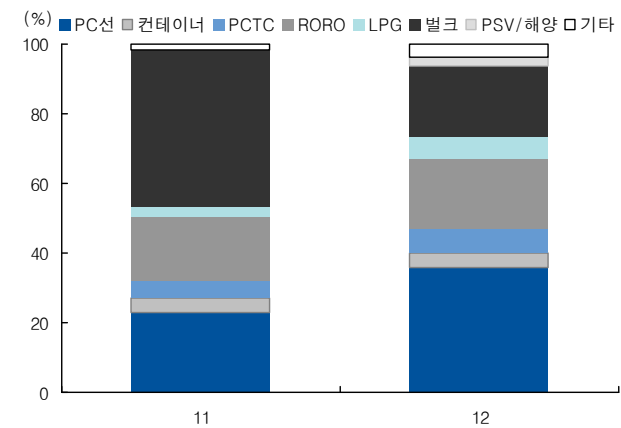


그림 3. 경쟁사의 수주 추이 비교(수주 경쟁력 차별화 확대)

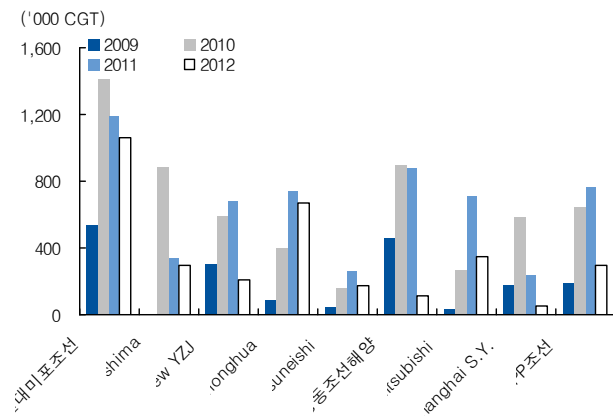
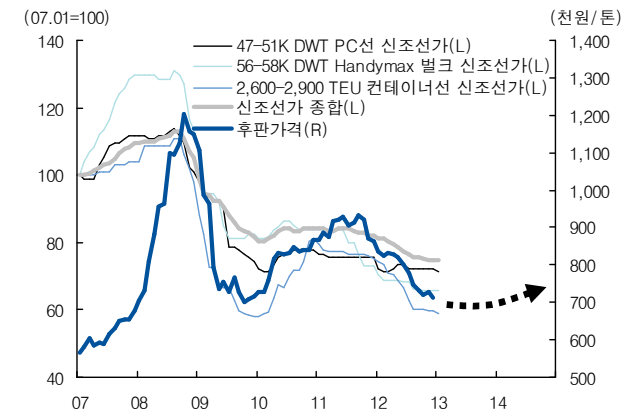


그림 4. 중소형선 선가, 후판가격 추이 및 전망



자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

자료: Clarkson, KDB대우증권 리서치센터

[탐방 메모] 정상궤도로 재진입 중!

- 세가지 축이 모두 바닥에서 반등 중
1) ELS 헷지 손실은 축소 중이며, BTB 발행으로 선회, 2) Brokerage 부문은 2월 저점으로 MS 및 신규계좌 개선 속도 회복 추세, 3) 이자이익은 시중 금리 하락 및 예탁금이용료 인상에 의한 정체 상태 마무리
- 증권업종에 대한 고전적 베타 플레이 가능한 유일한 대안: 거래대금 회복 및 금리 상승 시 상대적으로 높은 이익개선도
- PBR 1.3배로 상품손실이 파생한 우려를 충분히 반영한 Valuation으로 판단
- 매수/ TP 86,000원/ Top Picks 유지

■ 탐방 메모 : 상품손실이 훼손한 실적 회복 중

키움증권에 대한 탐방 목적은 1) 3Q 실적을 왜곡했던 상품운용 부문에 대한 방향성과, 2) 최근 영업 상황 점검 등이다.

트레이딩 손익의 실적 왜곡

- 지난 3Q(10~12월) 순이익은 58억 원에 불과하여 2005년 이래 가장 부진했음, 주요인은 상품운용 손실이고 1Q에 이어 재차 발생하였음, 특히 3Q에는 ELS 자체헷지 과정에서 발생한 손실이 대부분임
- ELS 헷지 과정의 추가적인 손실은 매우 미미할 것으로 보고 있고, 변동성이 확대될 경우 일부 환입 여지도 있음
- 또한 앞으로는 자체헷지ELS 보다는 수수료 수익에 가까운 Back To Back 위주로 발행할 계획
- 기타 주식 Prop, Mezzanine 투자 등에서는 4Q에도 꾸준히 흑자를 기록하고 있음
- 3Q 일회성 손실 요인 중 하나였던 해외PF에 대한 손실은 100% 충당금 설정되어 해소되었음

Brokerage

- 주식 약정MS는 12년 9월 15.9%의 최고치를 기록한 이후 개인 비중 감소와 함께 12월 12.6%까지 하락, 2월부터 코스닥 시장 회복과 함께 3월 14.4%까지 반등하였음
- 신규계좌의 개설 역시 비슷한 추세임, 12월 일평균 500좌를 저점으로 1~3월 650좌 내외로 회복
- 약정 중 MTS 비중이 20% 까지 상승하였는데, MTS 시장내에서의 MS는 30% 수준을 유지하고 있음
- ETF 비중이 높아지면서 동 시장에서의 우위를 확보하기 위한 전략을 만들고 있음, 온라인 펀드 시장의 미성숙을 대체할 수 있을 것으로 기대, 특히 ETF에 투자하는 개인 투자자들은 계번 투자 비용에 민감하고, 주체적인 투자 의견 및 지식을 보유하고 있어 기존의 키움증권 고객과 유사한 성향으로 동시장의 성장은 이미 고객기반이 확보된 키움증권에게 유리할 것

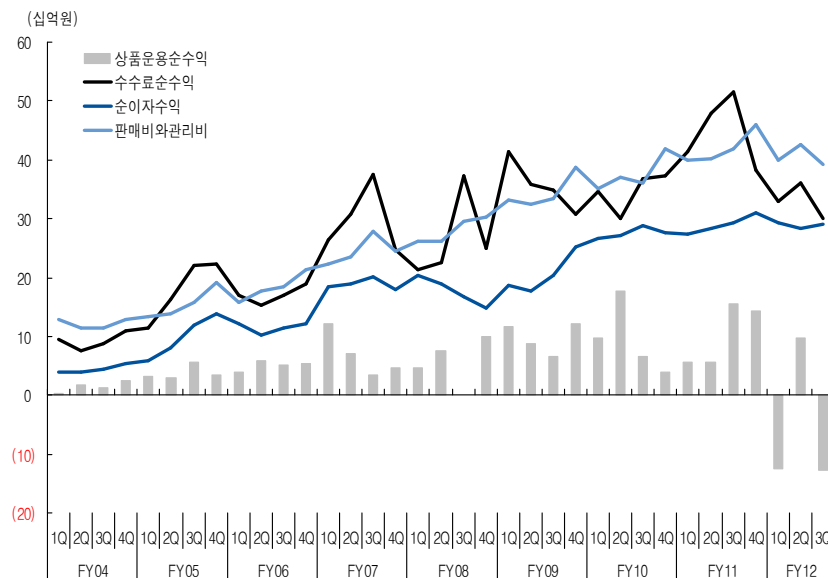
이자이익

- 이자이익은 호조를 보이고 있음, 12년 내내 시중 금리 하락과 예탁금이용료 인상이 중첩되면서 3분기 연속 감소하였는데, 3Q를 기점으로 개선 중임
- 시장의 예탁금 및 신용융자는 12월을 저점으로 증가, 동사의 경우 신규 증대 속도가 개선되면서 좀더 빠른 듯
- 시중금리는 이미 기준 금리 하향이 1회 정도 반영된 상황이므로, 이자이익의 추가적인 감소 요인이 되지 못함

■ Rock Bottom에 대한 기대, 매수/ TP 86,000원, / Top Picks 유지

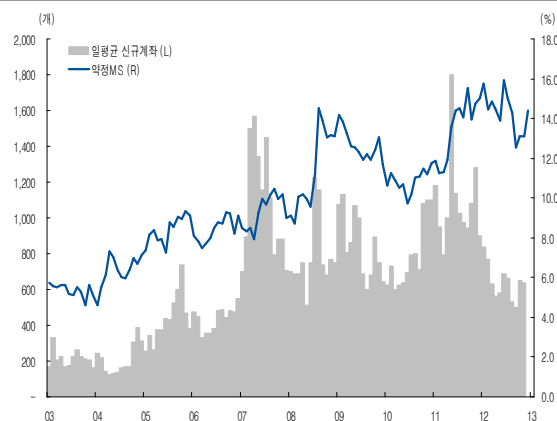
- 동사의 주가 부진은 지난 3Q, 즉 상품운용손실이 재차 발생하면서 본격화되었음
- 이는 1) 동사의 고유한 비즈니스 모델 (타 금융사와 달리 시장, 금리, 신용 위험이 배제된 채 수수료 수익과 이자 이익 등 무위험 이익으로만 자본이 증가)이 일부 훼손 된 것이 아닌가 하는 의문과 함께, 2) Brokerage 부분의 실적 둔화 등이 복합된 것으로 추정됨
- 향후 주가는 강한 하방경직성을 가지고 반등할 것으로 예상되는데,
 - 1) BTB 발행으로 선회하여 향후 상품운용 상의 우려는 완화될 것이고, Brokerage 부문 역시 회복되는 상황
 - 2) 특히 시중 금리가 상승한다면 예탁금운용수익의 증대로 귀결, 이 경우 채권운용상의 부담이 커지는 타 증권사들과는 반대의 상황이 될 것
 - 3) 증권업종의 경우 과거의 베타 플레이, 즉 거래대금 상승에 따른 이익 개선도를 추종하는 투자 패턴이 수수료를 하락으로 무의미해 짐, 하지만 동사는 여전히 이러한 관습에 부합하는 수익구조를 가지고 있고, 금리 상승이 오히려 이익을 개선시키는 유일한 증권주임
 - 4) 4월 경 예상되는 자본시장법 개정안의 통과 시 ATS(대체거래시스템)의 도입으로 인해 직접비용(거래소에 납부하는 수수료)의 감소가 예상되는 등 대형사 못지 않은 정책 수혜도 잠복
 - 5) 무엇보다 현재의 Valuation은 PBR 1.3배 수준으로 금융위기 이후 가장 낮아져 상기 우려를 반영한 것으로 보임
- 투자 의견 매수, 목표주가 86,000원, Top Picks 유지

그림 1. 키움증권의 실적 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 2. Brok MS 및 일평균 신규계좌 추이



자료: 키움증권, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 기관 및 외국인 순매수 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	배당수익률 (%)	자기자본 (십억원)
03/11	287	137	112	5,050	31,241	9.3	1.5	16.0	1.7	690
03/12	336	168	128	5,716	36,407	6.9	1.1	16.9	2.1	822
03/13F	241	77	60	2,664	38,136	23.3	1.4	7.2	0.7	849
03/14F	318	151	118	5,224	43,020	11.9	1.4	13.0	1.6	958
03/15F	375	195	151	6,711	48,873	9.2	1.3	14.3	1.9	1,088

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 키움증권, KDB대우증권 리서치센터

역발상을 하기엔 조심스러운 환경

- 후판 시황 및 마진 1Q13에 단기 바닥 확인할 가능성
- 3월은 국내 봉형강 경기의 주요 변곡점이 될 전망
- 투자 의견 중립 유지: 1Q13년 영업이익 흑자 전환 가능성 증가, 그러나 아직은 주가의 강한 반등을 기대하기 이른 시점

■ 국내 후판 시황 및 동국제강의 후판 마진 1Q13에 단기 바닥 확인할 가능성

국내 후판 시황 및 동국제강의 후판 마진이 2013년 1분기에 단기 바닥을 확인할 가능성이 높다고 판단한다. 그 이유는 다음과 같다.

우선 내수 후판 가격의 지속적인 하락에도 불구하고 동국제강의 후판 판매량이 내수와 수출 모두 2012년 12월을 바닥으로 2013년 2월까지 증가한 것으로 추정된다. 가격이 하락하는 구간에서 수요 업체들이 재고를 늘이는 경우는 드물다. 따라서 이는 국내 후판 실수요가 바닥을 확인했을 가능성이 높아졌음을 시사한다. POSCO, 현대제철, 동국제강 후판 3사의 내수 총 판매량도 2012년 12월 508천톤을 바닥으로 1월에는 533천톤, 2월에는 518천톤을 기록한 것으로 추정된다. 일별 판매량은 2월이 1월보다 높았다.

또한 국내 후판 가격과 수입산 후판 가격간의 차이가 축소되어 국제 후판 가격이 추가로 상승할 경우 국내 후판 가격의 추가 인하는 어려울 전망이다. 국내 후판의 주요 경쟁 제품인 일본산 후판의 현재 판매 가격은 약 77만원으로 국내 후판 가격인 79만원과 큰 차이가 없다. 한국과 일본 고로 업체들의 2분기 생산 원가는 증가한다. 따라서 2분기에는 고로 업체들이 후판 가격을 인하하기 어렵다. 반면 동국제강의 후판 원재료인 Slab 투입 원가는 2분기에도 1분기 수준을 유지할 전망이다.

■ 3월은 국내 봉형강 경기의 주요 변곡점이 될 전망

3월이 중요한 이유는 첫째, 봉형강의 2분기 수익성 전망의 근거가 될 수 있다. 1~3월 철근 가격 협상이 마무리되지 못했다. 3월에 모든 가격이 결정될 전망이다. 국내 철근 일평균 판매량은 1~2월 3만톤 이하였으나 3월에는 3만톤을 상회하고 있어 가격 인상이 가능한 국면이다. 또한 원재료인 고철 가격도 2월부터 지속적으로 상승하고 있다. 3월 철근 가격 인상 폭이 2분기 철근 수익성도 전망해볼 수 있는 근거가 될 가능성이 높다.

둘째, 중국의 보론 첨가 철근에 대한 수출 환급세 폐지 여부가 4월에 결정될 가능성이 높다. 폐지가 이루어지면 호재다.

셋째, 인접 국가인 일본의 인프라 투자 확대 여부와 그 효과를 기늩해 볼 수 있다. 일본의 철강 수요 증가는 아시아 철강 가격에 긍정적이다.

■ 1Q13년 영업이익 흑자 전환 가능성 증가, 그러나 아직은 주가의 강한 반등을 기대하기 이른 시점

동사는 재고자산평가손실이 4Q12년 114억원 등 총 380억원이 누적되어 있다. 1Q13에는 재고자산평가손실 환입으로 영업이익의 흑자 전환 가능성이 있다. 2분기에는 Slab 투입 원가 상승이 없고 봉형강 출하량 증가도 예상되어 실적의 추가 개선이 가능할 전망이다. 그러나 여전히 주가의 강한 반등을 기대하기에는 이른 시점이다.

그 이유는 1) 9월부터 현대제철의 신규 후판 공장 (생산능력 연간 200만톤)이 가동되기 시작한다. 이에 따라 동사의 2013년 후판 가동률은 여전히 60% 이하일 것으로 전망한다. 2) 동사는 별도 기준 2013년에 브라질 고로 건설용 자금 2천억원, 경상 투자비 1천억원, 순이자비용 1,400억원 등 총 4,400억원의 현금이 필요하다. 반면 2013년 별도 기준 EBITDA는 2,059억원으로 예상된다. Slab 보유 재고 축소를 통해 1천억원의 자금 확보가 가능하나 추가 차입이 필요할 것으로 전망한다.

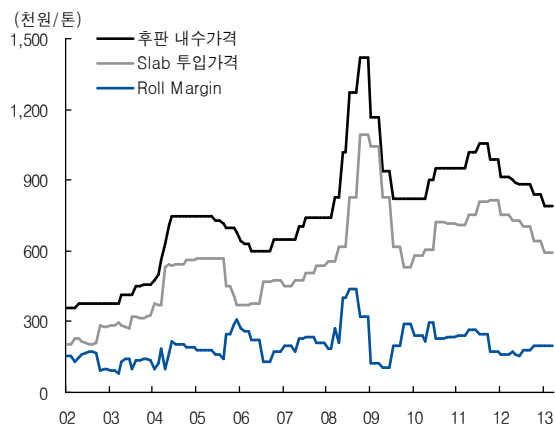
▶ Earnings & Valuation Metrics

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	8,155	346	4.3	163	2,629	672	-817	5.7	13.4	0.8	8.1
12/11	8,842	267	3.0	8	121	553	-803	0.3	169.3	0.5	10.2
12/12P	7,887	-28	-0.4	-93	-1,505	216	237	-3.4	-	0.3	24.2
12/13F	6,297	62	1.0	-79	-1,284	351	396	-3.1	-	0.3	14.6
12/14F	6,597	89	1.4	-76	-1,225	365	95	-3.2	-	0.3	14.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

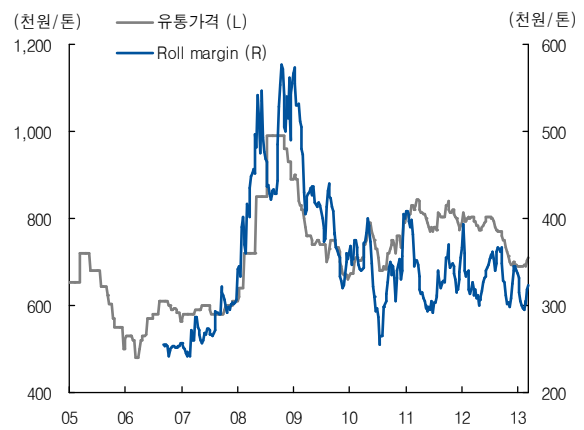
자료: 동국제강, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 동국제강의 후판 Roll margin 추이



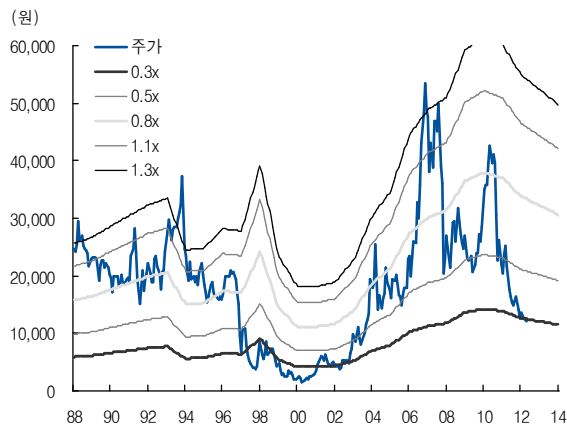
자료: 동국제강, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 2. 철근 가격과 Roll margin 추이



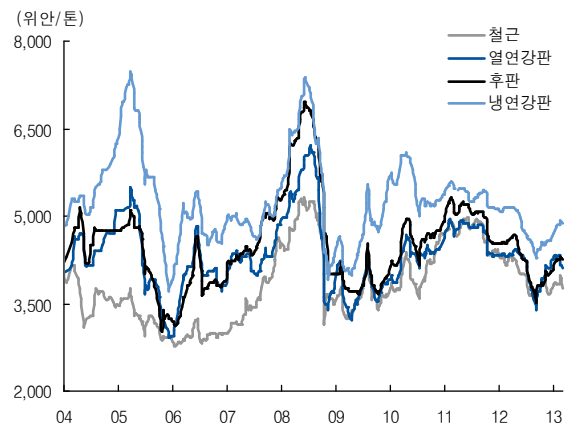
자료: Steeldaily, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 3. 동국제강의 P/B 밴드 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 4. 중국 품목별 내수 유통 가격 추이



자료: Mysteel, KDB대우증권 리서치센터

KOSPI 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

국내기관 (업종)			기관전체 (당일 -428.8 / 5일 2450.8)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 -2199.1 / 5일 -3461.2)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
서비스업	368.4	-420.7	철강금속	-247.8	-29.6	통신업	177.7	13.1	서비스업	-702.6	390.2
운수장비	351.9	120.0	화학	-203.1	140.5	유통업	161.0	231.9	운수장비	-582.1	-1,379.0
전기가스	95.5	2.9	건설업	-192.9	-438.9	전기가스	103.1	71.7	전기전자	-410.4	-1,204.3
의약품	67.4	128.1	금융업	-146.3	1,423.7	증권	21.6	18.3	금융업	-375.4	-1,034.8
종이목재	51.8	97.1	증권	-123.5	96.9	은행	17.3	-52.6	보험업	-273.0	-178.1
국내기관 (종목)						외국인 (종목)					
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
CJ헬로비전	494.9	14.9	KODEX레버리지	-1,320.4	-1,939.5	TIGER 200	317.4	6.5	삼성전자	-587.9	-3,190.3
KODEX 인버스	221.6	568.4	TIGER 200	-333.3	-84.5	SK하이닉스	240.3	1,917.4	CJ헬로비전	-571.7	-29.5
LG전자	126.8	743.5	LG화학	-211.0	-328.6	SK텔레콤	223.7	224.7	현대중공업	-194.6	-376.7
현대차	115.5	-46.0	SK텔레콤	-183.8	-160.3	LG디스플레이	117.3	134.3	LG전자	-145.7	-66.1
현대위아	107.1	173.8	삼성전자	-180.9	-72.4	KODEX 인버스	70.4	9.3	LG화학	-144.7	-330.8
한국전력	90.3	-76.9	POSCO	-164.3	-17.1	삼성물산	70.0	40.7	현대모비스	-144.1	37.4
KT	82.3	387.8	한전KPS	-110.1	-57.2	하나투어	56.3	61.9	현대차	-130.6	-521.3
기아차	61.3	-75.1	SK이노베이션	-82.4	-127.0	한전KPS	54.7	-7.6	기아차	-127.1	-294.1
락앤락	59.7	84.2	삼성중공업	-81.2	-180.5	한국전력	52.2	7.3	삼성생명	-113.8	-56.4
현대모비스	57.3	26.0	제일기획	-66.7	-136.5	한국가스공사	51.5	45.9	삼성엔지니어링	-110.5	183.1

KOSDAQ 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

국내기관 (업종)			기관전체 (당일 279.2 / 5일 76.8)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 158.0 / 5일 1509.3)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
기계·장비	74.0	26.6	방송서비스	-95.1	-133.1	반도체	53.6	318.8	소프트웨어	-23.0	91.6
반도체	70.6	-107.3	통신방송	-86.6	-251.8	IT부품	35.1	288.4	오락·문화	-14.1	140.0
제약	60.1	224.9	통신장비	-17.5	-6.5	디지털컨텐츠	26.7	70.1	기타	-8.6	31.8
소프트웨어	45.8	47.8	IT부품	-10.6	-477.1	제약	22.6	56.6	기계·장비	-6.9	52.0
오락·문화	34.9	315.3	화학	-5.7	25.1	음식료·담배	18.3	51.4	통신장비	-5.8	25.8
국내기관 (종목)						외국인 (종목)					
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
젠텍스	59.0	17.0	CJ오쇼핑	-57.4	-61.5	루멘스	26.3	-4.1	안랩	-28.5	22.5
나노스	42.4	13.2	이엘케이	-28.0	-41.9	CJ오쇼핑	18.7	17.2	파트론	-14.0	121.4
루멘스	34.5	44.7	CJ E&M	-25.9	-67.2	게임빌	18.7	12.7	오픈베이스	-9.8	11.1
성우하이텍	27.8	7.7	파트론	-23.0	-143.4	AP시스템	17.8	38.7	알에프텍	-8.0	5.6
씨젠	27.2	25.7	알에프텍	-22.8	-4.1	매일유업	13.3	41.5	이노칩	-7.6	-25.7
비텍	22.4	47.1	옵트론텍	-22.7	-52.8	씨젠	12.6	64.6	와이즈엔터테인먼트	-7.5	-8.4
에스엠	21.3	111.4	오스템임플란트	-17.6	-10.9	OCI머티리얼즈	11.7	-0.3	덕산하이메탈	-7.0	51.0
위메이드	21.0	69.2	실리콘웍스	-16.5	-12.7	KH바텍	10.8	50.8	솔고바이오	-6.6	9.1
와이즈엔터테인먼트	17.7	96.3	인터플렉스	-16.3	-197.5	서울반도체	10.3	27.5	GS홈쇼핑	-6.1	26.1
테라세미콘	17.1	-6.5	컴투스	-15.5	-1.6	이엘케이	9.4	73.6	다들멀티미디어	-6.0	4.3

※ 본 자료 중 외국인은 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	27,210.4	삼성전자	-20,564.7	삼성전자	18,977.0	한전KPS	-10,708.5
CJ헬로비전	19,091.3	LG화학	-14,514.2	CJ헬로비전	9,634.0	SK하이닉스	-7,220.4
SK하이닉스	13,754.3	TIGER 200	-9,078.0	락앤락	7,612.5	POSCO	-5,990.3
현대차	8,194.9	현대글로비스	-6,459.3	현대위아	7,286.2	LG디스플레이	-3,101.4
현대모비스	7,306.6	POSCO	-5,071.7	영풍	5,876.9	신한지주	-2,679.1
LG디스플레이	5,171.2	삼성카드	-4,924.9	삼성생명	4,750.8	롯데케미칼	-2,598.0
LG전자	5,109.1	삼성물산	-4,912.8	삼성전기	4,661.1	SK이노베이션	-2,346.6
KT	4,916.6	제일기획	-4,522.5	삼성SDI	4,392.7	엔씨소프트	-2,335.6
한국전력	4,252.8	영풍	-3,939.3	현대차	2,899.8	OCI	-2,212.7
아리랑 200	3,952.3	SK텔레콤	-3,808.6	하나금융지주	2,820.5	한진해운	-2,204.9
은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
KODEX 레버리지	13,786.8	SK텔레콤	-6,472.6	CJ헬로비전	13,818.8	POSCO	-8,811.1
한화케미칼	4,383.1	LG전자	-2,215.5	KODEX 200	11,399.4	현대하이스코	-3,855.6
KB금융	3,133.5	SK하이닉스	-2,124.7	KStar 200	9,761.0	고려아연	-3,437.7
KODEX 200	3,005.6	LG디스플레이	-1,659.7	TIGER 200	9,581.7	삼성중공업	-3,226.8
CJ헬로비전	2,595.1	롯데하이마트	-1,560.1	삼성전자	9,379.1	GS	-2,840.3
TIGER 200	2,586.3	TIGER 인버스	-790.7	KOSEF 200	7,120.0	현대중공업	-2,744.4
유한양행	1,533.5	대림산업	-775.0	SK하이닉스	6,145.0	현대차	-2,543.0
현대모비스	1,481.5	하나금융지주	-512.0	LG전자	5,518.1	삼성화재	-2,394.1
KODEX 인버스	1,264.1	두산인프라코어	-486.4	한국전력	2,694.3	S-Oil	-2,382.6
삼성전자	1,203.8	롯데삼강	-454.4	KODEX 레버리지	1,888.6	현대미포조선	-2,340.9

KOSPI 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

순매수			순매도		
종목	외국인	기관	종목	외국인	기관
KODEX 인버스	7,039.8	22,157.2	LG화학	14,472.3	21,104.0
한국전력	5,216.1	9,025.3	삼성전자	58,788.3	18,092.4
한솔제지	668.3	4,700.6	POSCO	1,883.0	16,428.9
한국타이어	1,307.4	4,152.3	제일모직	3,319.3	6,271.5
호텔신라	1,431.0	4,122.4	롯데케미칼	9,234.2	4,425.8
한일화학	42.8	3,953.5	KODEX 200	6,304.6	2,594.9
넥센타이어	2,139.3	3,402.9	현대건설	6,296.5	2,258.6
현대해상	1,103.5	3,053.2	현대제철	10,345.6	1,389.5
KCC	3,582.7	1,574.7	삼성생명	11,382.7	1,165.2
LG디스플레이	11,730.8	930.2	삼성화재	8,084.6	510.4

* 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
루멘스	3,126.9	컴투스	-2,670.5	컴투스	2,439.8	CJ E&M	-1,383.1
젠탭스	2,936.0	알에프텍	-2,150.0	바텍	1,209.8	KH바텍	-851.4
씨젠	2,154.8	이엘케이	-1,679.9	나노스	1,112.1	파트론	-839.1
나노스	1,448.3	CJ오쇼핑	-1,241.8	와이지엔터테인먼트	1,069.8	CJ오쇼핑	-717.6
와이지엔터테인먼트	1,442.1	파라다이스	-1,240.8	이라이콤	1,036.6	덕산하이메탈	-609.5
위메이드	1,360.3	우리이앤엘	-1,031.1	원익머트리얼즈	1,027.2	이엘케이	-388.1
다날	1,167.5	조이맥스	-911.0	원스테크넷	1,025.6	아이센스	-353.4
테라세미콘	1,056.8	인터플렉스	-859.3	젠탭스	1,019.9	인터파크	-341.8
에스에프에이	912.3	유진테크	-670.2	서울반도체	936.5	원익IPS	-306.7
동서	907.2	실리콘웍스	-670.0	네패스	827.1	에스에프에이	-297.5
은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
다음	642.7	게임빌	-478.9	젠탭스	1,427.3	CJ오쇼핑	-2,101.0
MDS테크	614.3	삼기오토모티브	-393.5	위메이드	1,143.0	파트론	-1,107.4
미디어플렉스	461.3	디지털옵틱	-377.1	KG이니시스	817.8	옵트론텍	-949.3
지디	419.8	KG이니시스	-290.5	게임빌	791.0	서울반도체	-797.7
GS홈쇼핑	330.0	에스비엠	-263.4	아바텍	762.2	네패스	-589.3
에스엠	276.4	코렌텍	-247.6	조이맥스	736.4	실리콘웍스	-520.4
아나패스	272.5	덕산하이메탈	-224.8	성우하이텍	694.3	나노신소재	-452.0
컴투스	251.0	케이엠더블유	-203.9	에스엠	635.6	서부T&D	-434.0
동서	249.6	위메이드	-176.2	포스코옵텍	626.5	이엘케이	-421.5
인터파크	235.9	휴비츠	-160.4	한글과컴퓨터	600.4	와이지엔터테인먼트	-416.7

KOSDAQ 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

순매수			순매도		
종목	외국인	기관	종목	외국인	기관
나노스	11.1	4,240.3	CJ E&M	305.2	2,585.8
루멘스	2,632.5	3,454.7	파트론	1,399.7	2,298.7
성우하이텍	648.5	2,778.0	알에프텍	796.0	2,275.8
씨젠	1,262.1	2,722.1	GS홈쇼핑	608.0	1,539.8
바텍	65.5	2,237.1	에이스테크	21.9	871.5
위메이드	158.0	2,096.8	이녹스	44.7	646.6
테라세미콘	480.5	1,709.9	마크로젠	207.6	642.1
KG이니시스	255.1	1,151.7	원익IPS	93.9	328.6
메디톡스	681.5	790.5	디지털옵틱	89.3	321.6
AP시스템	1,783.5	644.6	덕산하이메탈	697.3	297.6

* 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

주가지수선물 가격 정보

	KOSPI200	1303	1306	1309	KSPH3H6S
기 준 가 격	263.33	262.90	264.75	265.65	1.90
시 가	263.41	262.75	264.45	265.65	1.95
고 가	263.41	263.15	265.55	267.10	2.25
저 가	260.08	259.85	261.40	263.20	1.55
종 가	263.37	263.05	265.55	267.10	1.95
전 일 대 비	0.04	0.15	0.80	1.45	0.05
이 른 가 격	-	263.39	265.01	266.73	1.62
총 약 정 수 량 *	74,685	274,083	81,039	35	43,460
총 약 정 금 액 **	3,102,842	35,852,442	10,688,557	4,629	11,417,008
미 결 제 약 정	-	0 (-76360)	109016 (16609)	465 (3)	-
배 당 지 수 ***	2.81% (CD금리)	0.00	0.23	0.35	-
반 응 배 수		0.99	1.25	1.17	
장 중 평 균 베 이 시 스		-0.123			
전 일 대 비		-0.405			

주 : 단위 (* 천주, 계약 ** 백만 *** 포인트)

반응배수 = 일중 선물가격변동폭/일중 현물가격변동폭, KSPH3H6S : 3월물과 6월물과의 스프레드를 의미함
장중 평균 베이스는 1분 평균이며, 만기일일의 경우 전일대비는 직전 최근월물과의 비교이므로 의미없음

주가지수선물 투자자별 매매현황

		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	연기금
	매 수	195,678	80,206	68,569	814	3,803	854	3,471	1,747
	매 도	200,965	81,702	63,453	480	3,293	250	3,504	1,492
	비 중	55.8%	22.8%	18.6%	0.2%	1.0%	0.2%	1.0%	0.5%
순 매 수 누 적	전 일	-5,287	-1,496	5,116	334	510	604	-33	255
	누 적	-22,373	16,174	1,006	968	2,747	1,656	-1,390	1,225
매 매 편 향 강 도		-1.33%	-0.92%	3.88%	25.81%	7.19%	54.71%	-0.47%	7.87%

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

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

ETF 가격정보

전 일 대 비		등 락 율	거 래 량	거 래 대 금	외 국 인 보 유	K O S E F			K O D E X 2 0 0		
K O S E F	95	0.36%	474	12,505	0.00%	NAV (ETF-NAV)%	26,645	26,598	T/E	0.02%	0.01%
K O D E X 2 0 0	85	0.32%	8,863	233,757	6.83%		0.07%	-0.03%			
K O S E F		K O D E X 2 0 0	합 성 현 물	최 근 월 물	합 성 선 물		설 정 주 수	50		1100	
종 가 / 100	266.65	265.90	263.01	263.05	263.01	환 매 주 수	350	1200	상 장 주 수	14200	163800
eff.delta	23.75	21.25	3.76	3.75	3.25						
diff/basis	1.25%	0.96%	-0.14%	-0.32	-0.36						

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	0.122	콜평균	0.109	풋평균	0.135	역사적 (5일)	5.6	역사적 (20일)	10.7
월물 행사가격		1303					1304		
		267.5	265.0	262.5	260.0	257.5	265.0	262.5	260.0
Call	가격	0.01	0.03	0.66	3.05	5.55	4.25	5.55	7.25
	전일 대비	-0.09	-0.42	-0.76	-0.20	0.05	0.75	0.60	0.80
	내재변동성	13.60	7.70	7.90	18.20	28.70	16.40	16.60	17.60
	거래량	242,990	727,433	1,213,752	511,717	25,748	18,765	7,385	2,206
	미결제	0	0	0	0	0	8,598	3,292	1,041
Put	가격	4.50	2.01	0.15	0.01	0.01	4.65	3.55	2.69
	전일 대비	-0.20	-0.55	-0.89	-0.31	-0.09	-0.45	-0.35	-0.31
	내재변동성	31.00	18.30	8.50	11.70	18.90	13.40	14.00	14.60
	거래량	8,696	81,638	715,845	1,139,932	537,237	2,505	4,303	7,233
	미결제	0	0	0	0	0	2,596	3,118	7,124

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

주가지수옵션 투자자별 매매현황

Call		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	연기금
	매수	1,150,061	886,404	966,729	0	1,929	1,972	17,901	217
	매도	1,156,747	852,187	997,799	0	2,475	464	15,315	228
	비중	38.1%	28.7%	32.5%	0.0%	0.1%	0.0%	0.5%	0.0%
순매수 누적	전일	-6,686	34,217	-31,070	0	-546	1,508	2,586	-11
	누적	-7,037	149,934	-143,431	10	-1,221	-1,038	2,804	-61
Put		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	연기금
	매수	1,077,615	801,065	916,728	0	2,141	1,257	3,864	19,170
	매도	1,086,714	778,748	933,265	0	1,929	144	3,884	17,156
	비중	38.3%	28.0%	32.8%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.6%
순매수 누적	전일	-9,099	22,317	-16,537	0	212	1,113	-20	2,014
	누적	69,851	43,884	-115,663	0	194	-340	96	1,978

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	5,163,180	10,090,272	10,169,274	5,164,243	-	-	-	-
	기타	-	-	-	-	-	-	-	-
	합계	5,163,180	10,090,272	10,169,274	5,164,243	0	0	0	0
		프로그램 매도				프로그램 매수			
		주식 거래량		주식 거래대금		주식 거래량		주식 거래대금	
		수량	비율(%)	금액	비율(%)	수량	비율(%)	금액	비율(%)
프로그램 매매 동향 (백만원)	차익	657	0.20	47,537	1.19	1,022	0.32	62,169	1.55
	비차익	19,957	6.18	779,693	19.49	20,515	6.35	749,346	18.73
	합계	20,614	6.38	827,231	20.68	21,538	6.67	811,515	20.29
베이스스수준		0.225	0.125	0.025	-0.075	-0.175	-0.275	-0.375	-0.475
차익성 순매수		369	1913	-984	1047	-7348	-5628	-1826	633

주 : 월요일을 제외한 차익거래 잔고는 1일 지연된 데이터임.

유가증권시장			03/14 (목)	03/13 (수)	03/12 (화)	03/11 (월)	03/08 (금)
가격 및 거래량 지표	코스피지수		2,002.13	1,999.73	1,993.34	2,003.35	2,006.01
	이동평균	5일	2,000.91	2,001.37	2,005.57	2,010.22	2,012.18
		20일	2,004.34	2,003.04	2,000.34	1,998.22	1,994.64
		60일	1,987.89	1,987.44	1,986.86	1,986.26	1,985.50
	이격도	20일	99.89	99.83	99.65	100.26	100.57
		60일	100.72	100.62	100.33	100.86	101.03
	거래량		330,920	353,043	390,221	398,284	312,058
	거래대금		41,640.5	34,968.7	33,533.9	38,400.1	36,142.6
	시장지표	거래량 회전율		0.93	0.99	1.10	1.12
거래대금 회전율		0.36	0.30	0.29	0.33	0.31	
심리지표		60	60	60	60	60	
ADR		104.00	107.81	104.73	108.97	110.09	
이동평균		20일	101.76	100.71	99.74	98.62	97.31
		VR	159.70	169.64	169.00	211.98	220.67
코스닥시장			03/14 (목)	03/13 (수)	03/12 (화)	03/11 (월)	03/08 (금)
가격 및 거래량 지표	코스닥지수		553.58	549.73	543.88	540.44	543.10
	이동평균	5일	546.15	543.69	542.62	542.63	542.02
		20일	533.47	531.19	528.89	526.94	525.01
		60일	512.41	511.27	510.14	509.23	508.38
	이격도	20일	103.77	103.49	102.83	102.56	103.45
		60일	108.03	107.52	106.61	106.13	106.83
	거래량		596,481	541,570	562,435	521,335	490,092
	거래대금		25,526.0	26,250.2	25,112.4	24,618.1	21,330.5
	시장지표	거래량 회전율		2.91	2.57	2.67	2.48
거래대금 회전율		2.08	2.14	2.07	2.05	1.76	
심리지표		80	80	80	80	80	
ADR		113.90	114.85	110.60	116.77	120.64	
이동평균		20일	108.71	107.31	106.00	104.34	102.36
		VR	338.64	330.72	325.31	318.94	334.62
자금지표			03/14 (목)	03/13 (수)	03/12 (화)	03/11 (월)	03/08 (금)
국고채 수익률(3년)			2.62	2.61	2.61	2.66	2.66
회사채수익률(무보증3년)AA-			2.96	2.96	2.96	3.01	3.01
원/달러 환율			1,109.00	1,097.40	1,095.20	1,094.80	1,090.30
CALL금리			2.74	2.74	2.74	2.74	2.74
주식형(국내)			-	667,793	667,892	669,476	669,446
주식형(해외)			-	250,699	250,694	250,814	251,199
채권형			-	491,244	491,741	491,746	489,797
고객예탁금			-	179,876	183,386	180,445	181,088
고객예탁금 회전율			-	34.03	31.98	34.92	31.74
순수예탁금 증감			-	-5,389	1,819	910	-3,605
미수금			-	1,206	1,181	1,395	1,269
신용잔고			-	41,994	42,135	41,991	41,733

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