

# KDB DAEWOO DAILY

2013. 3. 22 (금)

|                      |                      |
|----------------------|----------------------|
| 코스피지수 (3/21)         | 1,950.82P(-8.59P)    |
| 코스닥지수 (3/21)         | 544.56P(-1.70P)      |
| KOSPI200지수 6월물       | 256.35P(-2.15P)      |
| 중국상해종합지수 (3/21)      | 2,324.24P(+6.87P)    |
| NIKKEI225지수 (3/21)   | 12,635.69P(+167.46P) |
| 원/달러 환율              | 1,115.70(-0.40)      |
| 엔/달러 환율              | 96.09(+1.03)         |
| 국고채 수익률 (3년)         | 2.59(-0.01)          |
| 유가(WTI) (3/21 21:38) | 92.88(+0.41)         |
| 국내주식형수익증권(3/20)      | 663,601억원(-112억원)    |
| 해외주식형수익증권(3/20)      | 249,285억원(-25억원)     |
| 고객예탁금(3/20)          | 180,710억원(-5,080억원)  |
| 신용잔고(3/20)           | 43,490억원(-131억원)     |

## 주간 차이나 마켓 네비게이션

중국, 미워도 다시 한번

## 채권 시장

[3월 FOMC] 우린 아직 변할 생각이 없다

## 크레딧 시장

Credit Weekly

## 크레딧 이슈

크레딧 시장의 양극화 완화 방안, 담보부사채

## 주간 상품시장

1,600달러 선 회복한 금 가격

## 관심지표

파생시장이 바라보는 현물 시장의 방향성 : 방향성 탐색 중, 하락 압력이 다소 높아

## 기업분석

오리온[매수] - 백운목: World Class, Chinese Company

풍산[Trading Buy] - 전승훈: 서두를 필요는 없다

## 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 종목 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.

## 중국, 미워도 다시 한번

중국에 대한 기대는 거의 사라진 듯 하다. 통화정책이 전환되는 국면에서 당연히 경기나 주식에 대한 눈높이는 낮춰야 한다. 하지만 우려에 비해 경기는 건조한 편이다.

3월 HSBC 제조업 PMI 잠정치는 시장 예상치를 상회했다. 인민은행 조사 결과 기업의 대출 수요도 양호하다. 부동산 규제는 우려에 비해 시행과정에서 유연하게 적용될 가능성이 높고, 주가 Valuation 부담도 낮다. 통상적으로 중국증시는 4월이 3월보다 상승할 확률이 높다. 유럽을 둘러싼 우려가 남아 있지만, 중국증시의 추가적인 하락 위험 보다는 반등 가능성이 높아지는 국면인 것으로 판단된다.

### 중국/홍콩 증시

#### 상하이종합지수는 3주 만에 반등

중국 증시가 3주 만에 반등했다. 상해종합지수는 2%이상 올라 2월 이후 가장 많이 올랐다. 반면 홍콩 항생지수와 H지수는 본토증시의 반등에도 불구하고, 키프로스 구제금융안 부결과 달러 강세 영향으로 약세를 면치 못했다.

#### HSBC 제조업 PMI잠정치 개선과 부동산 가격상승으로 증시가 반등

중국 본토증시가 반등한 요인을 정리하면 다음과 같다. ① 3월 HSBC 제조업 PMI 잠정치가 시장 예상치를 상회하였다. ② 증감위가 증권사들의 공매도와 신용거래 제한을 완화할 것으로 알려지면서 증권주들이 올랐다. ③ 2월 70대 도시의 부동산 가격 상승률이 올랐으나 지방별 부동산 정책 발표가 지연되면서 부동산 주들이 기술적 반등을 시도하였다. ④ 중국의 FDI증가율이 9개월 만에 (+)전환하였다. ⑤ 정부의 국산브랜드 공무원 차량 구입증가 전망으로 자동차 주들이 주 후반 반등하였다.

### 전망과 전략

#### 증시의 악재 반영은 이미 상당히 진행, 경기회복 기대, 유연한 부동산 정책 및 낮은 valuation으로 반등 추세 유효

아직 2월 중순 이후 지속된 조정의 여파가 끝났다고 보기는 이르다. 하지만 최근 중국 증시가 조정을 받는 과정에서 악재 반영이 상당히 진행된 것으로 보인다. 반면 속도의 문제는 있지만 경기회복이 지속되고 있고, 부동산 규제는 실제 시행 과정에서 다소 유연해질 가능성이 높아 보이며, Valuation 부담이 크지 않은 상황이다. 대외 여건에 따른 불확실성은 있지만 점진적인 반등 추세가 유효해 보인다.

표 1. 중화권 증시 동향 (3월 21일 기준)

|  | 티커     | 지수<br>(pt)   | 등락률<br>(%) | 거래량<br>(백만주) | 거래대금<br>(백만달러) | 상승종목수<br>(개) | 하락종목수<br>(개) | 시가총액<br>(백만달러) | PE<br>(x) |      |
|--|--------|--------------|------------|--------------|----------------|--------------|--------------|----------------|-----------|------|
|  | 상해종합지수 | SHCOMP Index | 2,324.24   | 2.38         | 13,140         | 18,361       | 613          | 283            | 2,621,701 | 12.8 |
|  | 상해A    | SHASHR Index | 2,432.87   | 2.38         | 13,083         | 18,312       | 584          | 267            | 46        | 12.8 |
|  | 상해B    | SHBSHR Index | 269.04     | 2.35         | 57             | 48           | 29           | 16             | 13,826    | 14.3 |
|  | 심천종합지수 | SZCOMP Index | 958.39     | 2.99         | 4,387          | 6,459        | 1,135        | 330            | 585,841   | 27.5 |
|  | 심천A    | SZASHR Index | 999.93     | 3.01         | 4,317          | 6,404        | 1,103        | 317            | 571,447   | 18.8 |
|  | 심천B    | SZBSHR Index | 806.33     | 1.05         | 71             | 54           | 32           | 13             | 14,394    | 14.9 |
|  | 홍콩항셍   | HSI Index    | 22,225.88  | -1.74        | 1,622          | 8,363        | 22           | 25             | 2,819,654 | 11.0 |
|  | 항셍H    | HSCEI Index  | 10,944.35  | -1.42        | 1,985          | 1,689        | 13           | 20             | 558,930   | 9.1  |
|  | 대만가권   | TWSE Index   | 7,811.84   | -1.76        | 3,003          | 2,298        | 466          | 209            | 726,438   | 24.1 |

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

### 낮아진 중국에 대한 기대

### 너무 낮아진 중국 경기에 대한 기대

중국에 대한 낙관론이 거의 사라졌다. 본란을 통해 언급했듯이 중국 인민은행의 통화정책이 중립으로 선회했다. 1~2월 실물 지표도 실망스러웠다. 경착륙은 아니더라도 중국 경기 회복의 모멘텀이 약해졌다. 주가는 더욱 빠르게 반응했다. 상해종합지수는 2월 고점 대비 4.53% 하락했고, 홍콩H지수도 고점 대비 10.12% 하락했다. 이쯤 되면 중국에 대한 기대가 싹 가실 만 하다.

### 하반기는 조심스러운 시각이지만 4~5월은 긍정적인 관점 유지

필자도 경기 모멘텀이 4분기에 비해 약해진 점에 대해서는 동의한다. 눈높이를 낮춰야 하고 과거에 비해 중국 성장으로 한국이 얻는 수혜도 줄어들고 있다. 다만 최근 중국 주가 조정과 경기 민감주들의 반응은 다소 과도하다고 판단된다. 우리는 하반기에 대해서는 조심스러운 시각을 유지한다. 하지만 적어도 4월은 3월 대비 개선될 것으로 본다.

본란을 통해서 그 근거로 세가지 정도를 언급하려고 한다. 우선 기업들의 수요가 속도의 문제이지 완만하게나마 회복되고 있다는 점과 부동산 규제가 실제 시행과정에서는 다소 유연해질 가능성이 있다는 점, 그리고 그래도 중국증시가 비교적 싸다는 점이다.

### 속도의 문제가 있지만 회복 기조는 살아 있다

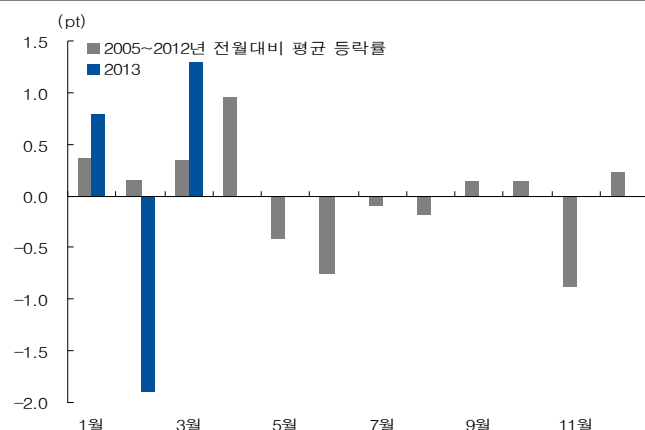
### 기업들의 수요 개선, 물가 진정; 3월 HSBC 제조업 PMI잠정치의 반등은 계절요인을 감안해도 양호한 수준

우선 기업들의 수요는 개선되고 물가 압박은 진정되고 있다. 21일 발표된 3월 중국 HSBC 제조업 PMI지수는 수요 개선을 보여주는 단초다. 3월 HSBC 제조업 PMI 잠정치는 51.7pt(예상 50.8pt, 2월 50.4pt)를 기록했다. 통상 2월에서 3월로 넘어가는 과정에서 0.35pt상승한다. 이번 제조업 PMI 반등(+1.3pt)이 계절적 요인 이상이라는 의미다.

### 강한 모멘텀은 아니지만 재고 부담이 없고, 투입물가지수 하락

한계 요인은 있다. 2월 HSBC 제조업 PMI가 1.9pt 하락한 다음 3월에 1.3pt 상승했다. 춘절 영향을 감안하더라도 아주 강한 모멘텀은 아니라는 의미다. 하지만 재고 대비 수요가 개선되고 있다. 신규수주-완제품 재고 지수 차이는 2012년 4분기 평균 2.6pt에서 2013년 1분기 평균 3.0pt로 상승하였다. 재고 부담이 없어 생산활동이 개선될 여지가 높다. 반면 투입물가지수는 48.2pt를 기록, 6개월 만에 최저로 떨어졌다.

그림 1. 3월 HSBC 제조업 지수 반등은 계절적 요인 이상



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치

그림 2. 산업생산에 선행하는 신규수주 대비 완제품 재고는 반등



주: 1,2월 산업생산 증가율은 1~2월 누적치로 대체, 자료: CEIC, KDB대우증권 리서치

## 기업 대출 수요는 생각보다 많다

이번 주 발표된 인민은행의 1분기 기업/은행 설문조사 결과도 같은 맥락이다. 주목할 점은 1~2월 실물 지표 결과에 비해 기업들의 심리는 4분기보다 개선되었다는 점이다.

## 기업들의 심리는 4분기대비 개선

예컨대, 1분기 5000개 기업들의 설문조사 결과, 기업심리지수는 68pt로 2012년 4분기 60.4pt대비 상승, 4분기 만에 최고치다. 수요지수도 2012년 4분기 51pt에서 52.4pt로 상승했다. 기업들이 느끼는 은행 대출태도도 개선되었다. 그리고 은행들이 느끼는 기업들의 대출수요지수는 2012년 4분기 71.1pt에서 77.4pt로 2분기째 상승했다. 인민은행의 통화정책이 변했지만 은행들이 느끼는 기업들의 대출 수요는 그다지 위축되지 않았다.

## 고용지수도 5개월째 50pt를 상회

기업들의 상황을 반증하는 예가 HSBC제조업 PMI의 고용지수다. HSBC 제조업 PMI의 고용지수는 50.2pt로 전월(50.3pt)을 소폭 하회했다. 그래도 5개월째 50pt를 상회했다. 고용이 흔들리지 않고 있다는 의미는 기업들의 상황이 아주 어렵지 않다는 의미다.

## 부동산 규제, 우려에 비해서는 유연해질 듯

## 지방의 부동산 규제실행에서 유연성이 확대될 것

기업들의 상황과 더불어서 필자가 주목하고 있는 것은 지방정부의 부동산 정책이 지연되거나 강도가 우려보다 약해질 가능성이 있다. 그 이유는 중국 내 지역별 가격상승 편차가 심해 실제 정책 시행 과정은 상당히 유연해질 가능성이 있기 때문이다.

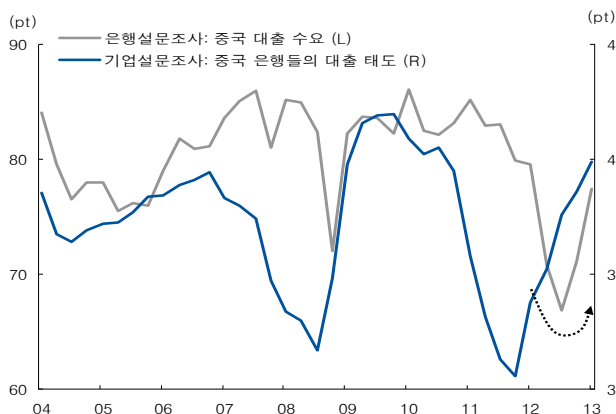
## 엇갈리는 두 가지 부동산 가격 지표

국가통계국에서 발표하는 70대 도시 부동산 가격을 보면 부동산 가격이 매우 빠르게 상승하고 있다. 반면 민간기관인 Soufun에서 발표되는 100대 도시 부동산 평균가격 상승률은 2월에 들어 오히려 하락했다. 공식적인 통계로는 주택 가격이 오르고 있지만, 좀더 넓게 보면 주택 가격 상승 속도가 이미 주춤해지고 있다는 의미다.

## 대도시를 제외하면 부동산 정책집행이 그다지 엄격하지 않을 것

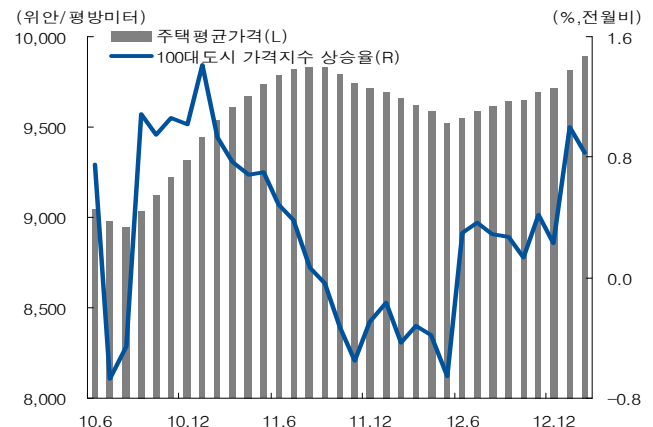
지방정부의 입장에서는 막상 성장에 도움되는 부동산 시장에 대해 가혹한 억제를 피하고 싶은 경향이 있다. 이를 감안하면 중앙정부의 기본 가이드라인에 비해 지방별로 실시되는 정책은 일부 대도시를 제외하면 그다지 까다롭지 않을 가능성이 크다.

그림 3. 2012년 4분기에 이어 기업들의 대출 수요 빠르게 개선



자료: 인민은행, KDB대우증권 리서치

그림 4. 2월 100대 도시 부동산가격 증가율은 하락



자료: Soufun, KDB대우증권 리서치

### 은행 예대율 기준이 완화될 가능성 제기

### 기업자금의 원활한 수혈을 위한 조치; 실제 유동성 규제는 완만하게 진행될 것

### 경제의 완만한 상승 대비 중국 증시 조정 폭은 과다

### 계절적으로 4월은 3월 대비 양호

### Valuation수준도 2012년 11월 말 이후 최저 수준

### 유동성 통제도 완만하게 진행될 가능성

확신하기는 어렵지만 유동성 긴축도 완만하게 이루어 질 가능성이 있다. 구체적으로 보면 상업은행들에 대한 예대율 적용기준이 유연해질 가능성이 감지되고 있다. 중국 유력 경제지 21세기 Herald에 따르면 은행감독위원회가 중소기업들의 지점에 대한 기존 75% 예대율 기준을 월말 기준이 아닌 일평균 기준으로 변경하고, 예금에 자산관리상품을 포함시킬 수 있음을 시사했다.

예대율 기준을 일평균으로 변경하면 대출 변동성이 축소될 수 있다. 게다가 예금에 자산관리상품을 포함하게 되면 대출 여력이 커진다. 은감위가 이에 대해 아직 공식적인 언급을 하지 않았다. 하지만 통화정책 기조 변화로 기업들의 자금수혈이 원활하지 않을 위험을 방어하기 위한 조치로 이해할 수 있다. 이는 중국이 유동성 규제를 하더라도 통화량 증가율이 하락하는 속도가 완만하게 진행될 수 있음을 시사한다.

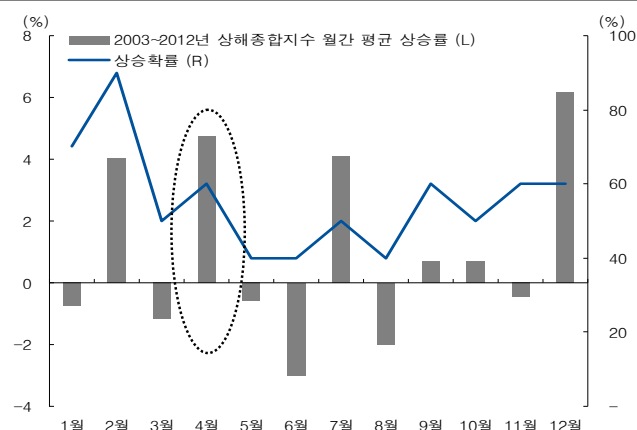
### 3월보다 4월 중국 증시는 좋아질 확률이 높다

기업들의 수요가 완만하게나마 개선되고 있고 부동산/유동성 규제도 우려에 비해 가혹하지 않다면 상반기 중국 경제성장률은 그래도 8% 이상을 기록할 가능성이 높다. 성장률이 완만하게 상승한 것에 비해 상해종합지수와 홍콩 H지수는 이미 크게 조정 받았다. 성장률 하락이 더 크게 나타나지 않는다면 주가는 반등 쪽에 무게가 실린다.

계절적으로 보더라도 4월 중국 증시는 3월보다는 양호하다. 지난 10년간 월별 평균 상승률과 상승 빈도를 살펴 보면 경험적으로 4월이 3월보다 좋았다. 월 평균 상승률로 보면 매년 12월이 가장 좋았고, 그 다음이 4월이다.

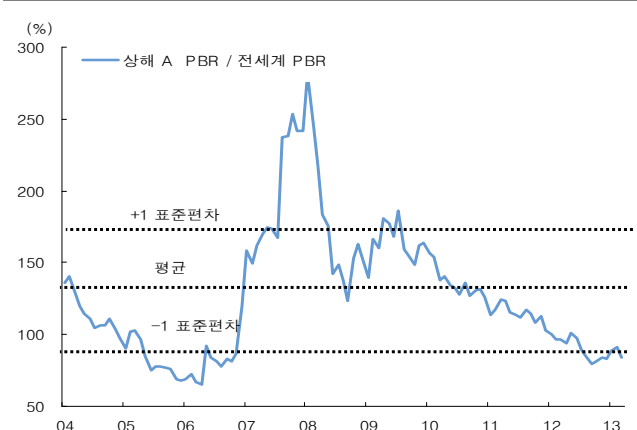
주가 Valuation도 부담이 없다. 12개월 예상 실적 기준으로 상하이종합지수 PER과 PBR은 각각 9.2배와 1.33배다. 2012년 11월말 이후 가장 낮은 수준이다. 상대적으로 보더라도 전세계 주식시장의 PER에 비해 중국 증시의 PER은 상당히 낮다. 유럽을 둘러싼 우려가 남아 있지만, 추가적인 하락 위험은 점차 줄어드는 국면으로 판단된다.

그림 5. 월별 평균 상승률로 보면 12월 다음으로 4월이 가장 높아



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치

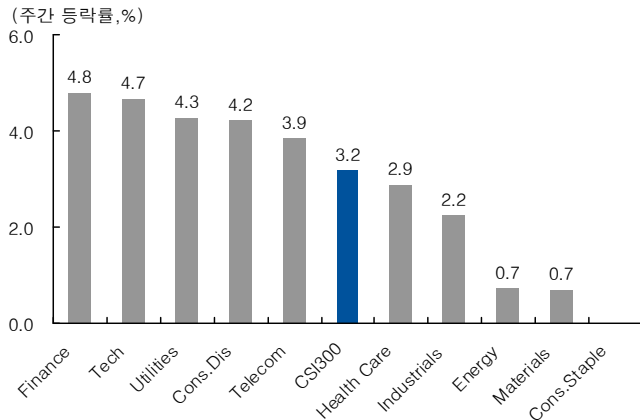
그림 6. 역사적으로나 상대적으로나 부담 없는 중국 증시 Valuation



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치

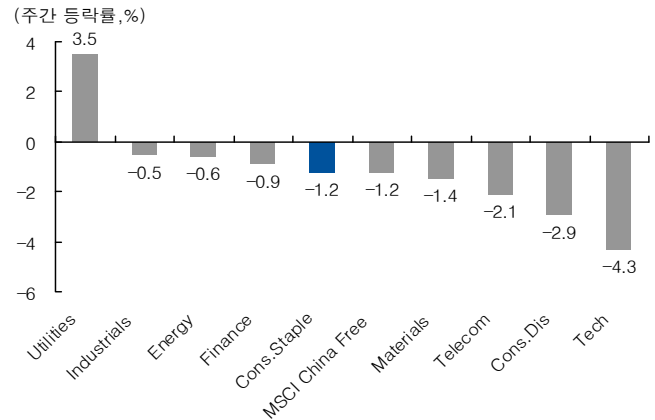
주요 섹터별 흐름: 금융, 테크, 유틸리티 등 섹터가 지수대비 강세

그림 7. CSI 300지수 주간 섹터별 등락률



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. MSCI China 주간 섹터별 등락률



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 주간, 월간 홍콩H 편입종목 중 상승률/하락률 상위 10대 종목

|      |             |                |     |      |      |      |                  |                |     |    | (%)        |
|------|-------------|----------------|-----|------|------|------|------------------|----------------|-----|----|------------|
| Rank | 종목          | 티커             | 업종  | 5D   | 1M   | Rank | 종목               | 업종             | 5D  | 1M |            |
| 1    | 광주부력부동산     | 2777 HK Equity | 부동산 | 11.5 | 2.2  | 1    | 북경국제공항           | 694 HK Equity  | 인프라 | -  | 7.4 - 19.4 |
| 2    | 다당국제전력      | 991 HK Equity  | 전력  | 7.6  | 6.4  | 2    | China Molybdenum | 3993 HK Equity | 광업  | -  | 6.3 - 10.5 |
| 3    | 중국국제항공      | 753 HK Equity  | 항공사 | 7.3  | -0.6 | 3    | 연주광업             | 1171 HK Equity | 석탄  | -  | 5.1 - 13.3 |
| 4    | CNOOC 유전서비스 | 2883 HK Equity | 정유  | 4.1  | -3.4 | 4    | 마안산철강            | 323 HK Equity  | 철강  | -  | 4.7 - 15.0 |
| 5    | 시노펙 상하이석유화학 | 338 HK Equity  | 화학  | 3.4  | 4.0  | 5    | 중국해운개발           | 1138 HK Equity | 운송  | -  | 4.6 - 5.7  |
| 6    | 상해전기        | 2727 HK Equity | 전기  | 2.9  | -1.5 | 6    | 위교방직             | 2698 HK Equity | 의류  | -  | 4.5 - 5.0  |
| 7    | 시노트랜스       | 598 HK Equity  | 운송  | 2.7  | -3.8 | 7    | 중국해운컨테이너(CSCL)   | 2866 HK Equity | 운송  | -  | 4.3 - 7.1  |
| 8    | 중신은행        | 998 HK Equity  | 은행  | 2.3  | -4.8 | 8    | 강서동업             | 358 HK Equity  | 금속  | -  | 3.7 - 11.5 |
| 9    | 자금광업        | 2899 HK Equity | 광업  | 2.0  | -5.5 | 9    | 중국교통건설           | 1800 HK Equity | 인프라 | -  | 3.5 - 10.9 |
| 10   | 화녕국제전력      | 902 HK Equity  | 전력  | 1.7  | 2.8  | 10   | 중국석탄에너지          | 1898 HK Equity | 석탄  | -  | 3.5 - 10.5 |

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 중국 원자재/금리/환율 동향

|       |                  |                |       |       |       |       |       |         |         |      | (%, P) |
|-------|------------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|------|--------|
| 항목구분  | 상품               | 티커             | 5D%   | 1M%   | 3M%   | 12M   | YTD%  | 52주 고가% | 52주 저가% |      |        |
|       | 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  |        |
| 상해 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 |        |
| 대련 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 |        |
| 정주 선물 | 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  |        |
| 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     | 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 4. 주요종목 (3월 21일 기준)

| Sector | 종목             | 티커               | 5D%  | 1M%   | 3M%   | 6M%   | YTD%  | 52주<br>고가% | 52주<br>저가% |
|--------|----------------|------------------|------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|
| 에너지    | CSI 에너지        | SH000908 Index   | 0.7  | -5.2  | 2.0   | 9.5   | -7.4  | -21.7      | 16.7       |
|        | 패트로차이나         | 601857 CH Equity | 0.7  | -3.8  | 1.2   | 4.0   | -8.3  | -11.9      | 5.4        |
|        | 시노펙            | 600028 CH Equity | 1.1  | 5.0   | 12.9  | 23.1  | 4.7   | -0.1       | 29.7       |
|        | 중국선화에너지        | 601088 CH Equity | 1.5  | -7.8  | -5.4  | 1.8   | -12.9 | -20.4      | 4.8        |
|        | 중국석탄에너지        | 601898 CH Equity | 2.2  | -6.9  | -1.7  | 6.6   | -17.9 | -24.5      | 11.1       |
|        | 연주광업           | 600188 CH Equity | -3.8 | 2.7   | 6.1   | 10.6  | -16.4 | -25.8      | 21.3       |
| 소재     | CSI 소재         | SH000909 Index   | 0.7  | -7.0  | -1.1  | 4.9   | 0.5   | -19.9      | 11.9       |
|        | 중국알루미늄         | 601600 CH Equity | -3.1 | -14.3 | -12.6 | -8.5  | -31.2 | -41.1      | 2.3        |
|        | 바오산 철강         | 600019 CH Equity | -0.6 | -4.0  | 0.6   | 5.2   | 0.0   | -6.4       | 19.2       |
|        | 자금광업           | 601899 CH Equity | -0.6 | -7.1  | -5.4  | -6.1  | -8.1  | -20.2      | 1.4        |
|        | 안강스틸           | 000898 CH Equity | 0.6  | -11.7 | -7.0  | 1.8   | -23.5 | -23.2      | 5.5        |
|        | 강서동업           | 600362 CH Equity | -0.1 | -9.6  | 1.8   | 10.6  | 4.4   | -17.5      | 16.5       |
| 산업재    | CSI 산업재        | SH000910 Index   | 2.2  | -6.9  | 5.0   | 13.5  | -3.9  | -15.8      | 18.1       |
|        | 다친철도           | 601006 CH Equity | 2.5  | -2.8  | 19.2  | 24.8  | 3.2   | -5.2       | 31.8       |
|        | 중국철도그룹         | 601390 CH Equity | 1.4  | -8.2  | -3.9  | 4.3   | 15.9  | -13.6      | 21.7       |
|        | 중국코스코 홀딩스      | 601919 CH Equity | 0.5  | -4.2  | -4.7  | -3.8  | -12.4 | -25.0      | 10.2       |
|        | 중국국제항공         | 601111 CH Equity | 8.1  | -3.0  | 2.7   | 24.4  | -9.6  | -14.2      | 27.2       |
|        | 중국해운컨테이너(CSCL) | 601866 CH Equity | 1.6  | -7.5  | 2.1   | 10.3  | 1.6   | -24.9      | 22.9       |
| 경기소비재  | CSI 경기소비재      | SH000911 Index   | 4.2  | -2.5  | 9.2   | 18.7  | 11.5  | -5.6       | 23.1       |
|        | 동풍자동차          | 600006 CH Equity | 0.3  | -6.8  | 2.0   | 9.9   | -4.1  | -17.3      | 14.4       |
|        | 상해차            | 600104 CH Equity | 2.7  | -12.7 | -5.3  | 16.7  | 10.3  | -16.6      | 37.4       |
|        | 쑤닝가전           | 002024 CH Equity | 5.1  | -3.8  | 1.9   | 5.5   | -22.4 | -40.6      | 12.9       |
|        | GD 미디어         | 000527 ch equity | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | -25.0 | -35.3      | 0.2        |
| 필수소비재  | CSI 필수소비재      | SH000912 Index   | -0.3 | -0.7  | 0.8   | 0.4   | -6.4  | -19.4      | 9.8        |
|        | 귀주모태           | 600519 CH Equity | -6.8 | -6.3  | -23.0 | -23.7 | -13.7 | -36.5      | 1.0        |
|        | 칭타오맥주          | 600600 CH Equity | -0.1 | 0.0   | 12.8  | 18.5  | 6.9   | -11.6      | 22.2       |
|        | 브라이트 유업        | 600597 CH Equity | 9.6  | 15.8  | 58.9  | 60.9  | 58.0  | 0.0        | 71.4       |
| 의료제약   | CSI 의료제약       | SH000913 Index   | 2.9  | 5.0   | 28.1  | 25.2  | 32.3  | -1.0       | 39.9       |
|        | 원난바이아오         | 000538 CH Equity | 7.9  | 10.5  | 31.3  | 28.8  | 58.5  | 0.0        | 72.8       |
|        | 지린아오동 제약산업     | 000623 CH Equity | 4.8  | -5.1  | 34.4  | 43.1  | -1.8  | -13.6      | 61.7       |
| 금융     | CSI 금융         | SH000914 Index   | 4.8  | -2.3  | 15.9  | 30.8  | 29.7  | -8.0       | 34.6       |
|        | 중국공상은행         | 601398 CH Equity | 0.2  | -2.1  | 4.0   | 8.6   | -1.7  | -6.7       | 14.6       |
|        | 중국건설은행         | 601939 CH Equity | 2.2  | -2.9  | 6.6   | 12.7  | 3.5   | -7.5       | 22.7       |
|        | 중국생명보험         | 601628 CH Equity | 2.4  | -8.5  | -8.2  | 2.1   | 0.1   | -19.4      | 9.9        |
|        | 중국평안보험         | 601318 CH Equity | 0.9  | -11.5 | 1.8   | 18.4  | 25.3  | -18.2      | 22.2       |
|        | CITIC증권        | 600030 CH Equity | 2.4  | -7.2  | 13.5  | 25.4  | 38.7  | -14.4      | 37.4       |
|        | 해통증권           | 600837 CH Equity | 4.0  | -5.0  | 22.8  | 34.5  | 56.1  | -12.9      | 48.9       |
|        | 중국만과           | 000002 CH Equity | 1.9  | -1.7  | 16.8  | 31.5  | 47.4  | -13.1      | 41.3       |
|        | 보리부동산          | 600048 CH Equity | 4.4  | -5.2  | -4.4  | 1.2   | 15.9  | -18.9      | 32.2       |
| 기술     | CSI 기술         | SH000915 Index   | 4.7  | 10.1  | 22.8  | 21.5  | 11.7  | 0.0        | 34.6       |
|        | 뉴스프트           | 600718 CH Equity | 3.2  | 0.7   | 29.5  | 26.1  | 10.6  | -5.0       | 39.1       |
|        | 레노보            | 992 HK Equity    | 2.7  | -2.7  | 4.9   | 3.7   | -14.3 | -25.5      | 17.3       |
| 통신     | CSI 통신         | SH000916 Index   | -0.8 | -9.0  | 10.7  | 14.8  | 52.3  | -12.3      | 46.9       |
|        | 중국유나이티드통신      | 600050 CH Equity | 3.9  | 6.7   | 20.3  | 26.8  | -23.7 | -20.2      | 30.9       |
|        | 차이나 텔레콤        | 728 HK Equity    | 2.1  | -5.2  | 1.5   | 6.2   | -34.4 | -23.2      | 8.9        |
|        | 차이나모바일         | 941 HK Equity    | 4.1  | 18.3  | 43.9  | 52.8  | -26.5 | -29.6      | 62.6       |
| 전력     | CSI 전력         | SH000917 Index   | -1.8 | -3.0  | -7.5  | -7.5  | -11.1 | -20.0      | 19.5       |
|        | 다탕국제발전         | 601991 CH Equity | -1.7 | -3.9  | -9.2  | -5.6  | 7.9   | -11.5      | 6.8        |
|        | GD전력           | 600795 CH Equity | 4.3  | 5.3   | 13.2  | 17.0  | 8.1   | 0.0        | 21.0       |

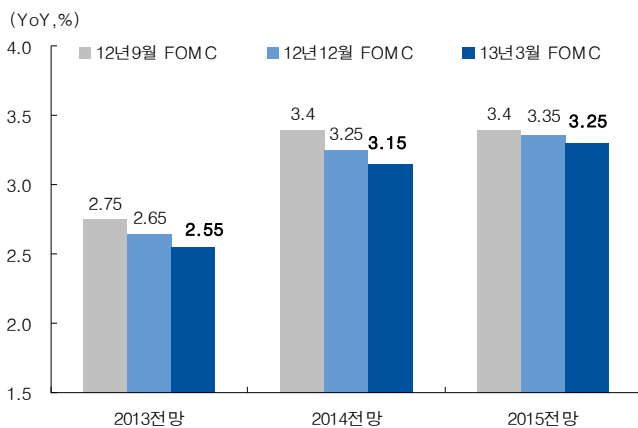
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

## [3월 FOMC] 우리 아직 변할 생각이 없다

여전히 출구보다 안정이 우선, 현재 미국의 통화정책 기조를 유지하기로 한 3월 FOMC 1월 FOMC 의사록이 공개된 이후 불거진 미국의 출구전략에 대한 우려는 3월 FOMC를 통해 일 단락되는 분위기다. 미국 통화정책 당국자들은 'Evans Rule(실업률 6.5% 이하, 기대인플레이션 2.5% 이상)'에 입각하여, 고용시장과 인플레이션의 목표기준을 달성하기 전까지는 현재의 완화적인 통화정책 스탠스를 유지할 것을 강조했다.

우리는 올해 3분기는 지나야 연준이 양적완화 종료에 대해서 진지하게 고민할 것으로 보고 있으며, Monetary Cliff(통화절벽)에 대한 우려가 국내금융 시장에 영향을 줄 것으로 예상된다. 그전까지는 미국경제가 확실하게 좋아지고 있다는 증거가 필요할 것으로 보고 있어, 실물경제와 금융시장의 불안감이 확산될 가능성은 낮게 보고 있다.

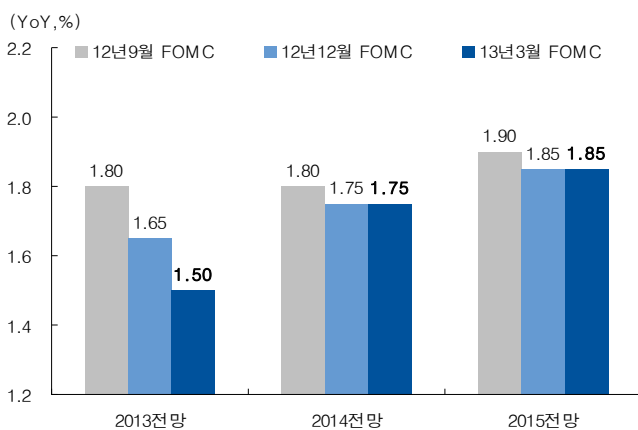
그림 1. 미국 연준 성장률 전망, 상단을 소폭 하향조정



주: 전망수치는 연준이 밝힌 레인지 값의 중간값임

자료: US FRB

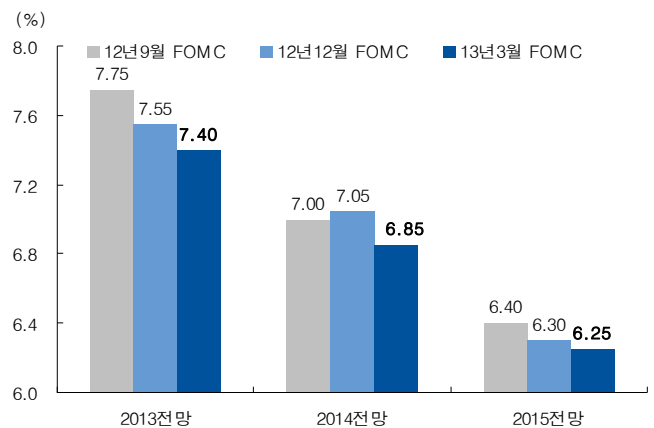
그림 3. 미국 연준 물가 전망, 올해만 수정하고 이후는 유지



주: 전망수치는 연준이 밝힌 레인지 값의 중간값임

자료: US FRB

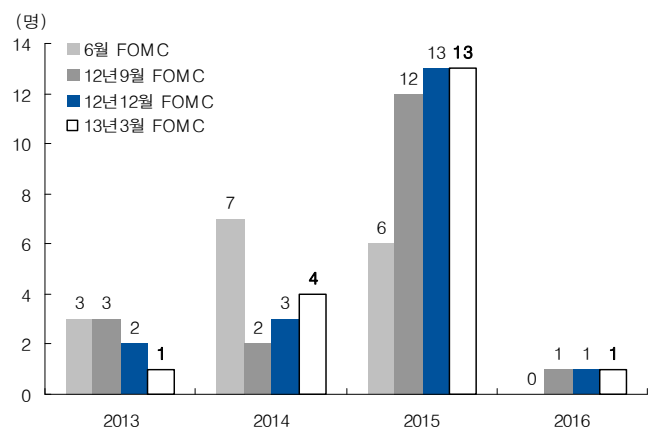
그림 2. 미국 연준 실업률 전망 역시 하향조정 실시



주: 전망수치는 연준이 밝힌 레인지 값의 중간값임

자료: US FRB

그림 4. 미국 연준인사들이 예상하는 금리인상은 2015년 유력



자료: US FRB

이번 3월 FOMC에서 버냉키 연준의장은 현재 통화정책 기조를 (긴축)전환하기 위해서는 추가적으로 미국의 실물경제, 특히 고용시장을 중심으로 안정이 더 필요하다고 밝혔다. 이미 이번 3월 의회연설에서 밝혔던 통화정책 완화기조 유지 발언에서 크게 벗어나지 않았다는 점에서 연준의 통화정책에 대한 불확실성 우려는 높지 않은 것으로 풀이된다.

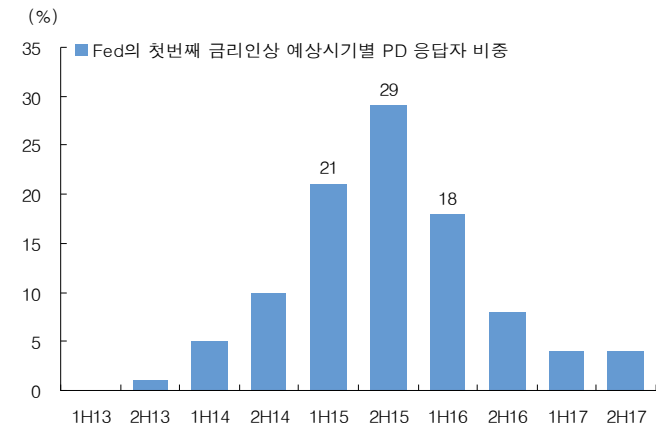
올해 재정축소로 인한 부담으로 성장률 전망이 일부 하향조정 되었지만, 그 조정폭이 크진 않았다<그림 1>. 2013년 성장률 전망레인지를 12월 2.3%~3.0% → 3월 2.3~2.8%로 상단을 소폭 낮추면서 중간값은 12월 2.65% → 3월 2.55%를 기록했다. 실업률의 경우 3월 성명서에서도 삽입된 ‘고용시장이 개선’되었다는 문구를 반영해 전망치가 중간값 7.55% → 7.4%로 떨어졌다<그림 2>. 물가는 올해만 소폭하향 조정한 후 2014년과 2015년은 기존 전망을 유지했다<그림 3>.

미 연준이 기존에 전망한 성장경로는 재정축소로 인해 소폭 하향조정 되었지만, 고용개선에 대한 시각은 좀 더 긍정적으로 바뀌었다는 점에서 전반적인 경기여건에 대한 평가는 부정적이지는 않은 모습이다. 다만, 현 시점에서 연준의 양적완화 실시와 저금리기조에 대한 믿음이 흔들릴 경우 시장의 불안감이 커질 수 있다는 점을 충분히 반영해 전반적으로 비둘기적(dovish)한 발언을 유지했다고 볼 수 있다. 고용개선은 긍정적이지만 목표는 아직 멀었다는 점이 이러한 배경이다.

기자회견에서도 이러한 버냉키 연준의장의 노력은 엿보였다. 가장 논란이 되었던 양적완화 종료에 대해 ‘매번 회의에서 규모의 축소여부를 결정하지 않을 것이며, 의미있는 경제여건의 변화가 인정될 경우 양적완화 축소를 고려하겠다’고 밝혔다. 이는 1월 의사록에서 일부 위원이 ‘매 회의마다 양적완화 규모에 대해 논의하고 결정에 따라 즉각적으로 매월 반영해 조정하자’는 의견에 불안감을 표시한 시장을 안정시키기에 충분한 내용으로 해석된다. 그리고 ‘양적완화 종료와 기준금리 인상 사이에는 상당기간이 소요될 수 있다’는 점을 언급했다. 그만큼 연준의 통화정책은 신중하며 경기 안정을 위한 노력에 집중하겠다는 의미로 볼 수 있을 것이다.

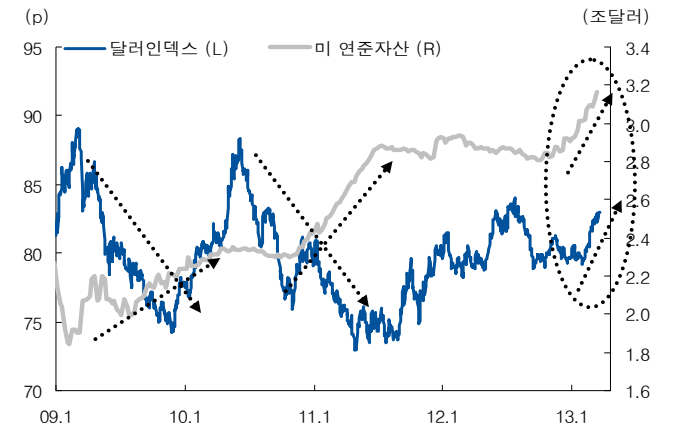
결론적으로 3월 FOMC를 통해 연준은 여전히 완화적이며, 친시장정책을 유지하겠다는 것을 확인했다. 1월에 뉴욕연준이 실시한 PD(primary dealer) 서베이에서는 연준의 양적완화의 유력한 종료시점은 2014년 1분기로 예상하고 있으며, 금리인상 시기전망은 2015년 2분기를 유력하게 보고 있다<그림 5>. 일부 소수의견의 경우 올해 4분기에도 양적완화가 종료될 수 있다는 시각이 있지만, 실업률 7% 달성전까지 연준의 스탠스는 쉽게 변하지 않을 전망이다. 단, 미국 양적완화 실시에도 불구하고 최근 달러강세가 이어지고 있다는 점은 이전 양적완화 국면과는 분명 다른 환경이다<그림 6>. 달러강세로 인한 금융시장 변화에 좀 더 주목하며, 시장대응이 필요해 보인다.

그림 5. 미국 PD 서베이: 2015년 2분기 금리인상 전망에 무게



자료: NYFED

그림 6. 연준 양적완화에도 불구하고 강한 달러흐름에 주목



자료: US FRB, Bloomberg

## 3월 FOMC에 대한 시장반응

3월 FOMC에 대한 금융시장의 움직임은 전반적으로 긍정적으로 평가된다. 키프로스 불안으로 다소 흔들렸던 금융시장에 흔들림없는 연준의 통화정책 유지가 심리안정에 일조한 모습이다. FOMC 대기모드에도 유럽 증시강세와 금리안정으로 미국 금융시장 역시 긍정적인 흐름을 보였지만, FOMC 영향으로 추가강세를 나타낸 점에 의미를 둘 수 있겠다.

미국금리는 연준의 양적완화 유지에도 불구하고, 유럽발 불안심리 완화와 연준의 긍정적인 경기평가로 6bp 상승한 1.96%로 마무리되었다. 최근 금융시장 불안심리로 미국채 금리의 key-line으로 여겨지는 1.9%를 테스트했지만 다시 위쪽으로 올라오는 모습이다. 미국 증시는 S&P 500이 전일대비 0.67% 상승한 1558.71p로 마감했으며, 달러인덱스 역시 FOMC에 대한 경제심리가 완화되고 미국경제에 대한 안정심리가 더해지면서 상승했다.

FOMC 결과가 국내 채권시장에 미치는 영향은 금융시장 불안심리를 완화했다는 점에서 상승재료로 볼 수 있다. 그러나 국내시장이 최근 대외여건에 대한 반응이 강하지 않은 점 등을 고려할 때, 국내정책 방향과 수급에 의해서 움직이는 흐름에는 큰 변화가 없을 것으로 예상된다. 전일 달러 강세로 금일도 원/달러 환율이 반등할 경우 외국인 수급에 영향을 있을지 정도가 관심사였다.

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, 우량 크레딧물로 분류되는 특수채와 은행채는 5년 장기물 중심으로 소폭 확대된 반면, 여전채와 회사채는 소폭의 축소를 나타냈다. 여전채는 대부분의 구간에서 1bp~3bp까지 스프레드가 축소되었고, 회사채 섹터에서는 단기물 일부 구간에서만 축소세를 보였다.

한전채, 예보채, 은행채 AAA의 3년물은 이미 정책금리 2.75%보다 낮은 수준에서 민평금리가 형성되어 있으며 공모무보증 회사채 AAA마저 기준금리와 불과 4bp밖에 차이가 나지 않는 등 크레딧 금리가 사상 최저치를 경신하고 있다.

궁극적으로 이러한 크레딧물 강세는 당분간 이어질 것으로 판단된다. 지난 주 금통위의 금리 동결 이후 기준금리 인하에 대한 기대감이 재차 4월로 이연되고 있으며 키프로스 사태 등 대외적 불확실성이 존재하고 있기 때문이다.

이에 상대적 금리 매력도가 존재하는 장기물에 대한 수요가 이어지면서 커브는 플랫트닝되고 장단기 스프레드는 지속적으로 축소세를 보이고 있다. 크레딧 스프레드는 우호적인 수급여건과 채권시장의 강세를 바탕으로 제한적인 축소가 이어질 것으로 전망한다.

표 1. 주간 크레딧 채권 금리 및 스프레드 변동 (3월 21일 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 | 2.70 | 2.75 | 2.85 | 0                | 1  | 0  | 1  | 10       | 17   | 0       | -3   |
|     | 도로, 수자원  | 2.70 | 2.71 | 2.76 | 2.86 | 0                | 1  | 0  | 1  | 10       | 16   | 0       | -3   |
|     | 일반공사 AAA | 2.71 | 2.73 | 2.78 | 2.87 | 0                | 1  | 0  | 1  | 9        | 16   | 0       | -3   |
| 은행채 | 산금채      | 2.66 | 2.68 | 2.71 | 2.84 | 0                | 0  | 0  | 1  | 13       | 18   | 0       | -3   |
|     | 중금채      | 2.67 | 2.69 | 2.73 | 2.86 | 0                | 0  | 0  | 1  | 13       | 19   | 0       | -3   |
|     | 시은채 AAA  | 2.68 | 2.70 | 2.75 | 2.89 | 0                | 0  | 0  | 1  | 14       | 21   | 0       | -3   |
|     | 시은채 AA+  | 2.79 | 2.83 | 2.87 | 2.94 | 0                | 0  | 0  | 0  | 7        | 15   | -1      | -4   |
| 여전채 | AA+      | 2.73 | 2.79 | 2.84 | 2.93 | 0                | 0  | -1 | 0  | 9        | 20   | 0       | -4   |
|     | AA0      | 2.77 | 2.82 | 2.92 | 3.09 | 0                | 0  | -1 | -1 | 17       | 32   | -1      | -5   |
|     | AA-      | 2.81 | 2.87 | 2.97 | 3.16 | 0                | 0  | -1 | -3 | 19       | 35   | -3      | -7   |
|     | A+       | 3.14 | 3.17 | 3.38 | 3.64 | -1               | -1 | -1 | -1 | 26       | 50   | -1      | -4   |
|     | A0       | 3.55 | 3.59 | 3.84 | 4.08 | 0                | -1 | 0  | 0  | 24       | 53   | -1      | -4   |
|     | A-       | 4.28 | 4.30 | 4.53 | 4.76 | -1               | 0  | -1 | 0  | 23       | 48   | 0       | -3   |
| 회사채 | AAA      | 2.73 | 2.75 | 2.79 | 2.88 | 0                | 0  | 0  | 0  | 9        | 15   | -1      | -4   |
|     | AA+      | 2.75 | 2.79 | 2.83 | 2.91 | 0                | 0  | 0  | 0  | 8        | 16   | -1      | -4   |
|     | AA0      | 2.79 | 2.83 | 2.88 | 2.98 | 0                | 0  | 0  | 0  | 10       | 19   | -1      | -4   |
|     | AA-      | 2.82 | 2.87 | 2.93 | 3.08 | -1               | -1 | 1  | 0  | 15       | 26   | -2      | -3   |
|     | A+       | 2.98 | 3.04 | 3.13 | 3.40 | -1               | 0  | 0  | 0  | 27       | 42   | -1      | -3   |
|     | A0       | 3.11 | 3.17 | 3.34 | 3.78 | -1               | 0  | 0  | 0  | 44       | 67   | -1      | -3   |
|     | A-       | 3.33 | 3.42 | 3.67 | 4.30 | -1               | 0  | 0  | 0  | 63       | 97   | -1      | -3   |

주: 스프레드는 3/14일 종가 대비, 자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

**발행시장:**  
**예상 외로 AA급 만도의**  
**수요예측 결과 저조**

**주간 회사채 발행시장 동향 – 발행량 급감으로 5주만에 순상환 반전**

이번 주에는 1개 기업이 2건, 총 2,000억원의 무보증 회사채 발행을 진행하였다. 발행금액은 주간 발행액 기준으로 2013년 들어 가장 저조하였으며 전주 발행금액의 18% 수준에 머물렀다. 급감한 발행량으로 인해 지속되던 순발행 기조는 순상환으로 반전하였고 발행 등급 역시 AA-로 제한되었다.

만도는 무보증 회사채 2,000억원을 설비투자 대금 및 운전자금의 목적으로 발행 하였다. AA급의 우량등급임에도 불구하고 수요예측 결과는 저조하였다. 이번 발행된 2건의 회사채 수요예측에는 참여건수는 4건, 참여수량은 400억원에 불과했다.

따라서 수요예측 경쟁률은 3년, 5년물이 각각 0.3:1, 0.1:1을 나타내었으며 미매각 물량도 발행액의 90%에 달하는 과중한 수준을 보였다. 희망금리밴드는 ‘자기민평 – 7bp~+ 3bp’이었으며 발행금리는 3년물과 5년물 모두 밴드 상단에서 결정되었다.

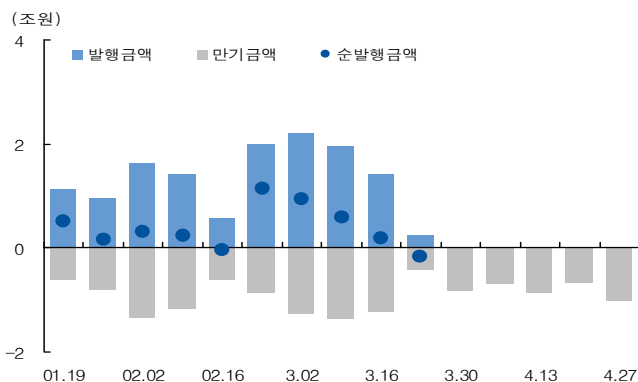
표 2. 주간 회사채 발행 내역

(억원, 년, %)

| 발행일        | 회사명 | 신용등급 | 금액    | 만기 | 발행금리 | 단순경쟁률 | 미매각 | 발행목적                         |
|------------|-----|------|-------|----|------|-------|-----|------------------------------|
| 2013-03-22 | 만도  | AA-  | 1,000 | 3  | 2.98 | 0.3:1 | 900 | 설비투자 - 676억원, 운전자금 - 1,324억원 |
| 2013-03-22 | 만도  | AA-  | 1,000 | 5  | 3.13 | 0.1:1 | 900 | 설비투자 - 676억원, 운전자금 - 1,324억원 |

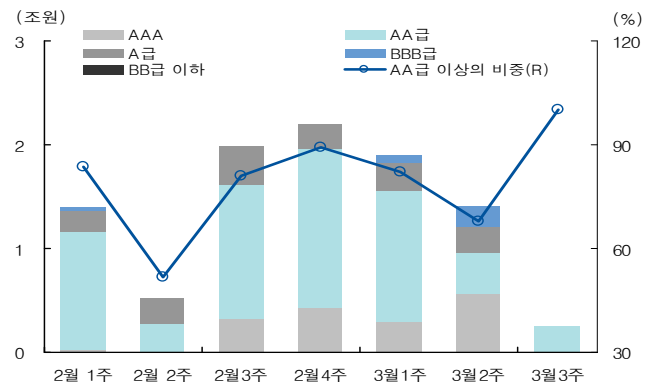
자료: 금융투자협회, Bloomberg, 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 발행현황: 발행량 감소세 지속



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 발행등급: AA급 발행으로 제한



주: 지방공사채 포함, 자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

## 주간 회사채 유통시장 동향 및 신용등급 변동내역 - 철강, 건설사 민평대비 약세 거래 지속

## 한화에너지:

## 순차입금 축소로 등급전망 상향 조정

금주 한국신용평가와 나이스신용평가에서는 A+의 한화에너지에 대한 등급 전망을 안정적에서 긍정적으로 상향조정 하였다. 주요 평정요인은 한화에너지의 지역 독점적인 사업 지위, 군장열병합발전과의 합병을 통한 사업기반 강화, 우수한 수익성 및 영업현금흐름, 순차입금 축소에 따른 재무구조 개선 등으로 판단된다.

## 유통시장:

동국제강, 현대산업 중심으로  
민평대비 스프레드 확대 거래

회사채 주요 거래 동향을 살펴보면 전주에도 약세를 보였던 동국제강과 현대산업개발의 회사채 스프레드 확대 추세가 두드러졌다. 투자자별로는 투신을 제외한 대부분 기관에서 순매수를 나타내었지만 순매수 금액은 전주 대비 25% 수준으로 감소했다. 순매도로 돌아섰던 은행은 다시 순매수 전환하였으며 수협, 신한, 농협 등이 속한 기타법인의 순매수액이 1,656억 원으로 투자자 중 가장 큰 금액을 나타내었다.

표 3. 주간 신용등급(Outlook) 변동 현황

| 등급/전망 변경 | 기업명   | 평가일        | 현재등급  | 직전등급  | 신용평가사   | 내용                                                   |
|----------|-------|------------|-------|-------|---------|------------------------------------------------------|
| 전망 상향    | 한화에너지 | 2013-03-15 | A+(P) | A+(S) | KR,NICE | 군장열병합발전과의 합병을 통한 사업기반 확대 전망<br>순차입금 축소 기조 하에 재무구조 개선 |

주: KR(한국기업평가), NICE(한국신용정보평가), KIS(한국신용평가), 자료: 각 신평사, 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

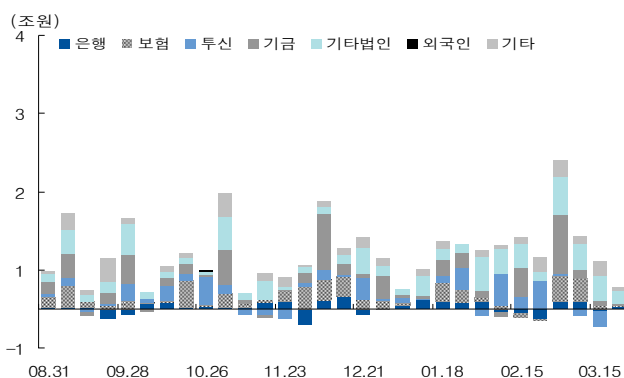
표 4. 민평 대비 상, 하위 주요 회사채 거래 동향

(억원, %, bp)

| 거래종목         | 신용등급 | 거래일        | 거래금액 | 민평   | 민평대비 | 만기일        |
|--------------|------|------------|------|------|------|------------|
| <b>상위 5선</b> |      |            |      |      |      |            |
| 풍산95         | A0   | 2013-03-15 | 400  | 2.97 | -17  | 2013-04-09 |
| 우리에프앤아이10    | A+   | 2013-03-20 | 200  | 2.95 | -16  | 2013-06-16 |
| OCI76        | AA-  | 2013-03-15 | 300  | 3.28 | -15  | 2018-10-17 |
| 하이트진로114     | A+   | 2013-03-15 | 200  | 2.84 | -9   | 2013-04-09 |
| 대림코퍼레이션14    | A+   | 2013-03-20 | 100  | 3.37 | -5   | 2014-07-15 |
| <b>하위 5선</b> |      |            |      |      |      |            |
| 동국제강81-1     | A+   | 2013-03-15 | 202  | 3.39 | 51   | 2015-10-23 |
| 동국제강81-1     | A+   | 2013-03-19 | 355  | 3.37 | 45   | 2015-10-23 |
| 현대산업개발141-2  | A+   | 2013-03-18 | 112  | 4.18 | 27   | 2017-11-27 |
| 현대산업개발139    | A+   | 2013-03-20 | 400  | 3.65 | 25   | 2014-07-05 |
| 동국제강81-2     | A+   | 2013-03-19 | 455  | 3.78 | 12   | 2017-10-23 |

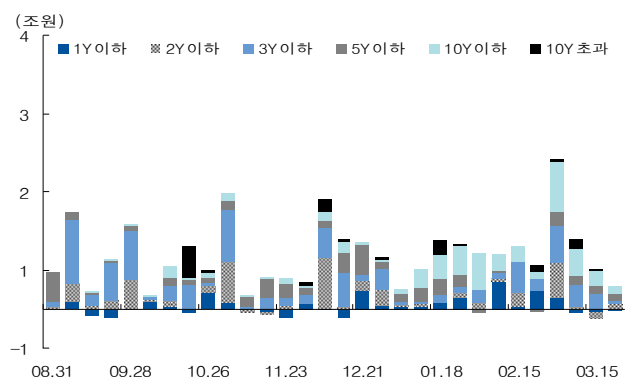
자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 주간 투자자별 회사채 순매수 추이



주: 이번 주 - 3/18~3/20, 자료: 연합인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

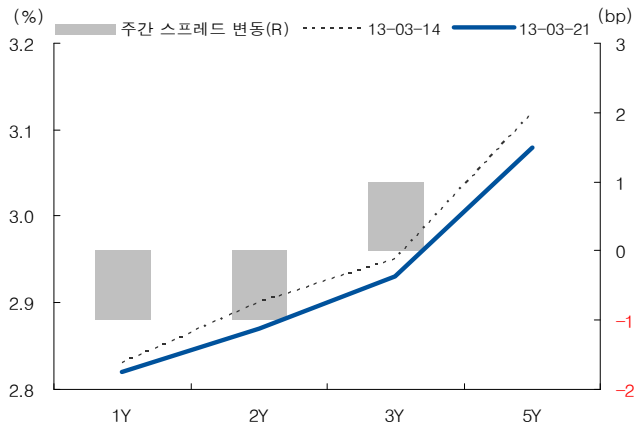
그림 4. 주간 만기별 회사채 순매수 추이



주: 이번 주 - 3/18~3/20, 자료: 연합인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

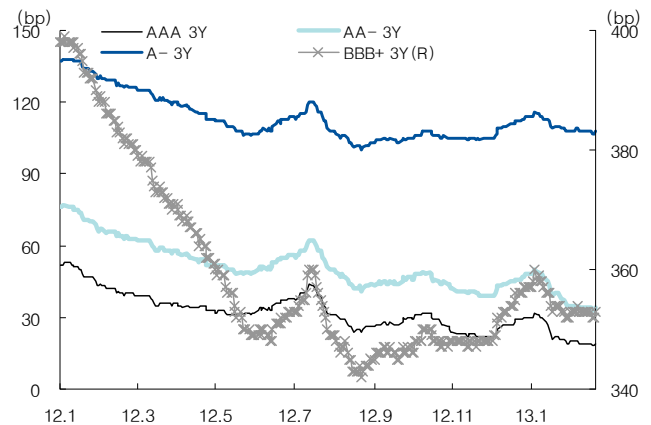
## 주요 회사채 지표의 주간 동향

그림 5. 주간 회사채 수익률곡선 (AA- 기준)



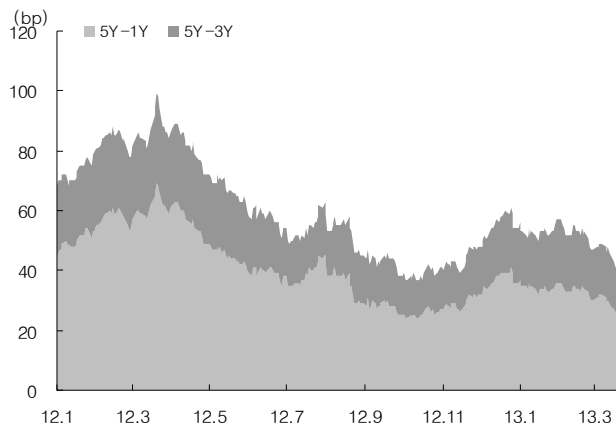
자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 회사채 등급별 신용스프레드 추이



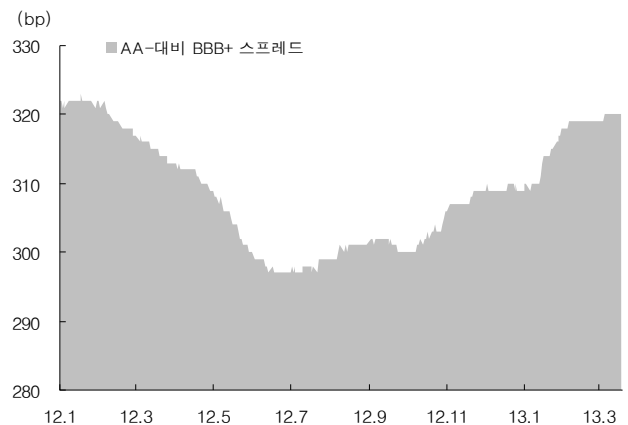
자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 회사채 장단기 스프레드 (AA- 기준)



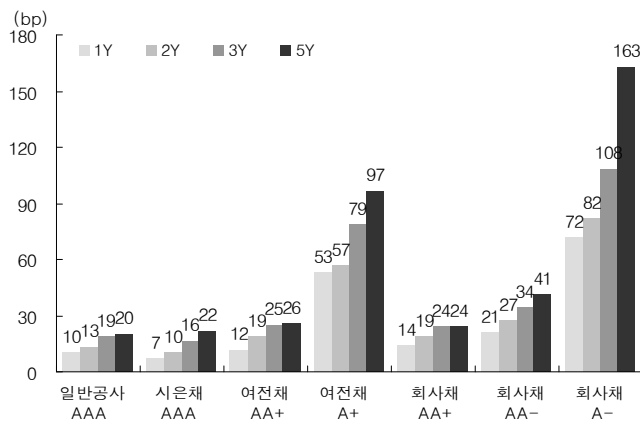
자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 회사채 우량 등급과 비우량 등급간 스프레드



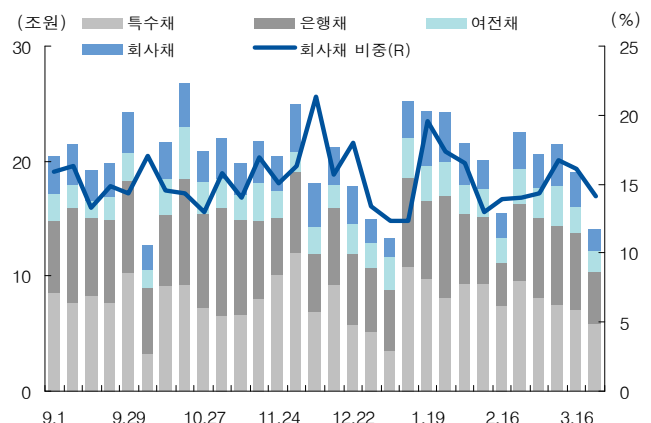
자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 회사채 섹터별 신용스프레드



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 주간 크레딧물 거래량 및 회사채 비중



자료: 연합인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

## 크레딧시장의 양극화 완화 방안, 담보부사채

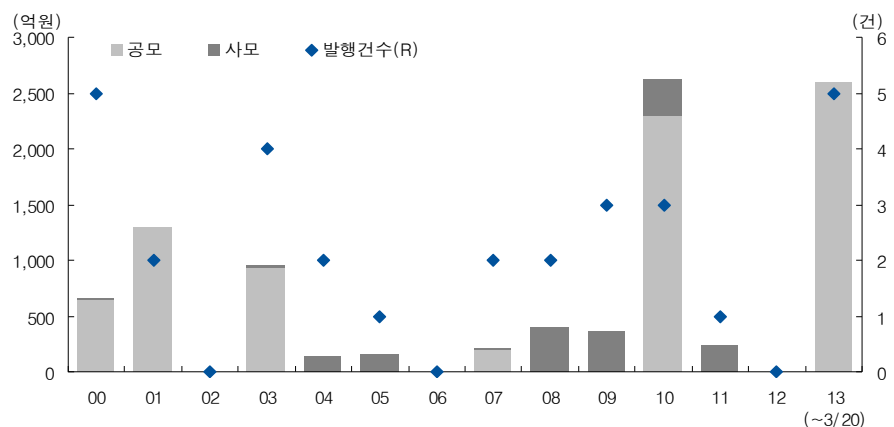
### 2013년 활발한 발행을 나타내는 담보부사채

크레딧 시장의 양극화는 더욱 심해지고 있다. 우량등급과 비우량등급 간 스프레드는 2012년 이후 최대치까지 확대되었고 중견/중소기업들의 회사채 발행은 현저히 감소하였다. 중견/중소기업들은 ‘발행 감소 → 순상환 → 보유 현금 소모 및 여타 고금리의 자금조달’ 과정을 통해 재무구조가 더욱 악화된다.

이에 중견/중소기업들이 회사채를 원활하게 발행할 수 있는 담보부사채가 부각되고 있다. 담보부사채는 기업들이 보유한 우량 자산에 담보권을 설정해 발행 사채의 등급을 기업신용등급(ICR)보다 상향시킴으로써 기업들은 발행금리를 낮추고 투자자는 투자자의 안정성을 보장받을 수 있다는 장점이 있다.

담보부사채를 발행하기에 가장 효과적인 기업은 BBB급 기업들이다. ① BBB등급과 A등급 간 스프레드 격차가 크기 때문에 Notch 상향에 따른 조달비용 감소효과가 뚜렷하고, ② A급으로의 등급이 상향되면 투자자 범위도 확대될 수 있기 때문이다. 따라서 우량 자산을 보유한 BBB급 기업의 담보부사채 발행과 제 2금융권을 중심으로 한 투자 수요 확대는 당분간 지속될 것으로 판단된다.

그림 1. 담보부사채 발행 현황



자료: 연합인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

### 채권 소화 여부가 불투명한 BBB급 대신 담보를 활용한 A급 발행 인기

### 담보부사채 발행에 유리한 환경 조성으로 시장 관심 증가

2013년 1월 BBB급의 동부팜한농은 일반 채권보다 1 Notch 높은 A-로 담보부 회사채 발행을 성공시켰다. 울산에 보유한 비료공장을 담보로 설정하고 4%대 초반의 금리 수준으로 회사채를 발행한 것이다.

담보부사채의 발행 결정은 BBB급 채권의 소화여부가 불투명했기 때문으로 추정된다. 실제로 올해 발행된 무보증 회사채 가운데 중견/중소기업, 특히 BBB급의 비중은 11.4%에 불과하며 발행량은 전년비 56% 가까이 감소했다.

따라서 담보 보증을 통해 채권 등급이 A급으로 상향되면 채권부도율이 0.62%를 나타내어 BBB급의 1.78% 대비 현저히 떨어져 사채에 대한 신뢰도가 향상될 수 있다.

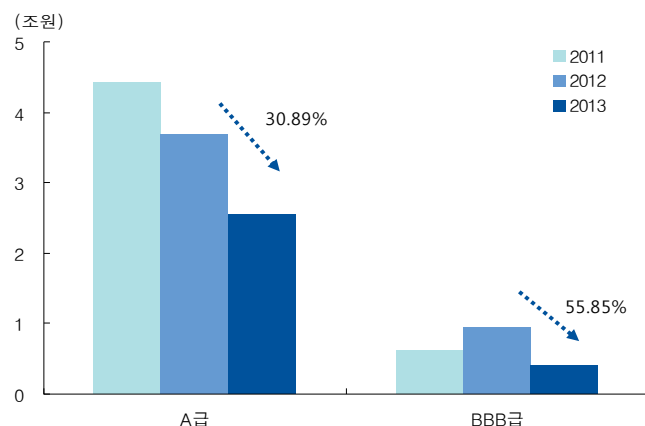
채권 발행은 보증 유무에 따라서 보증(금융기관의 신용보증)/무보증, 담보부채권으로 나뉜다. IMF 외환위기 이후 대부분의 기업이 무보증 회사채 위주로 발행함에 따라서 2000년 이후 발행된 보증회사채는 2조 4,485억원, 담보부사채는 9,640억원에 불과했다.

표 1. 2013년 담보부사채 발행내역

| 종목명       | 발행금액<br>(억원) | 담보부<br>사채 | 무보증<br>사채 | 표면금리<br>(%) | 발행일        | 만기일        | 담보자산                       | 주권사     | 공/사모 |
|-----------|--------------|-----------|-----------|-------------|------------|------------|----------------------------|---------|------|
| 동부팜한농14   | 400          | A-        | BBB+      | 4.70        | 2013-03-05 | 2018-03-05 | 구미 농약공장,<br>안성시 종자연구소      | IBK투자증권 | 공모   |
| 한신공영15    | 150          | A-        | BBB+      | 6.50        | 2013-03-04 | 2014-03-04 | 서울 길동 강동한신<br>휴플러스 89개호 상가 | 동양증권    | 공모   |
| 동부메탈13    | 650          | A-        | BBB+      | 4.40        | 2013-02-14 | 2016-02-14 | 대전 기술원 및 사택,<br>인천 물류창고    | 교보증권    | 공모   |
| 동부팜한농13-1 | 600          | A-        | BBB+      | 4.10        | 2013-01-29 | 2015-01-29 | 울산 비료공장                    | NH농협증권  | 공모   |
| 동부팜한농13-2 | 800          | A-        | BBB+      | 4.40        | 2013-01-29 | 2016-01-29 | 울산 비료공장                    | NH농협증권  | 공모   |

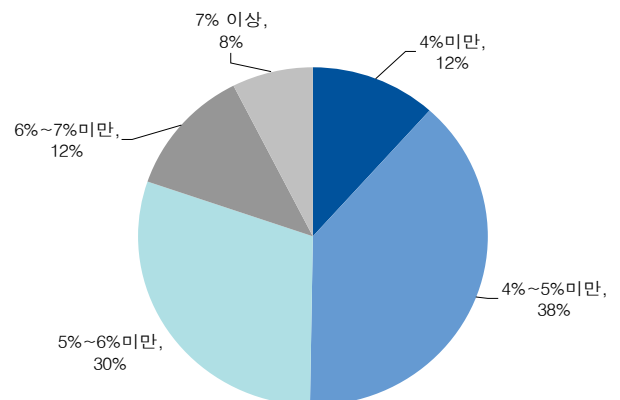
자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 회사채 발행금액- A급은 전년비 30.9%, BBB급은 55.9% 감소



주: 연도별 연초~3/19일, 자료: EZRDB, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 중소기업의 50% 이상은 대출금리 5% 이상에서 자금조달



자료: EZRDB(한국은행), KDB대우증권 리서치센터

채권 금리의 빠른 하락으로 은행  
담보대출보다 담보사채 금리가  
유리한 상황

#### # 담보부사채신탁법 - 제 7장 신탁계약의 효력

제 60조(물상담보의 귀속) ① 신탁계약에 의한 물상담보는 신탁증서에 적은 총사채를 위하여 신탁업자에게 귀속된다. ② 신탁업자는 총사채권자를 위하여 담보권을 보존하고 실행하여야 한다.

[전문개정 2011.5.30]

담보부사채의 발행이 저조한 가장 큰 이유는 자산에 대한 담보차입을 주로 은행과 같은 금융기관에 의존했기 때문이다. 하지만 풍부한 유동성을 바탕으로 채권 금리가 빠른 속도로 하락하면서 중견/중소기업들은 보유 자산을 이용하는 경우, 은행 담보대출보다 담보사채를 통한 자금 조달이 더욱 유리해진 상황이다.

중견/중소기업은 부동산, 매출채권, 유가증권 등 다양한 담보자산을 이용해 신용을 보장한다. 이러한 담보물건은 은행 등 신탁업자에게 귀속되기 때문에 발행사 및 채권자로부터 독립적인 관리가 가능해 안정성이 한층 더 보완된다. 국내 담보부사채 평가방법론에 따르면 담보부사채의 예상회수율이 60% 이상이면 기업신용등급(ICR) 대비 2단계까지 등급이 상승될 수 있다.

한편 담보부사채는 발행사와 담보물건 모두에게 청구권을 갖는 이중상환청구권으로 보호되어 있지만, 반대로 발행사 파산할 경우 이중청구권이 무의미해질 수 있다는 단점도 존재한다<표 3 참고>.

#### # 평가방법론 (기본적으로 회사채 평가와 동일한 접근)

기대손실률(Expected Loss Rate)=부도발생확률(Default Probability) \* 부도시 손실(부담)률(Loss Severity)

#### # 담보부사채 신용평가 프로세스

발행사 ICR → 담보분석+환가율 추정 → 회수율 산정 → Notching Guideline → 담보부사채 등급 결정

표 2. Notching Guideline

| 예상회수율(%) | Notching 변동 | 채무유형                 |
|----------|-------------|----------------------|
| 80~100   | 1~2         | 담보부사채                |
| 60~100   | 0~1         | 담보부사채(담보효과 상대적으로 약함) |
| 40~60    | 0           | 선순위 무보증사채            |
| 20~40    | -1~0        | 후순위 무보증사채            |
| 0~20     | -2~-1       | 상환우선주                |

주: 예상회수율은 담보부사채 원리금 대비 회수금액을 나타냄, 자료: KIS, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 담보부사채 vs. 커버드본드와 MBS

|              | 담보부사채                | 커버드본드                   | MBS           |
|--------------|----------------------|-------------------------|---------------|
| 발행주체         | 일반기업                 | 금융기관                    | SPC(특수목적회사)   |
| 대상담보자산       | 동산질, 채권질, 주식질, 각종 저당 | 부동산담보대출, 공공기관대출, 선박담보대출 | 부동산담보대출       |
| 관련 법안        | 담보부사채신탁법             | 커버드본드법 제정 추진중           | 주택저당채권 유통화회사법 |
| 원리금상환여부      | O                    | O                       | O             |
| 금융회사에 대한 청구권 | O                    | O                       | X             |
| 부도위험으로부터 절연  | X                    | O                       | O             |
| 이중상환청구권      | O                    | O                       | X             |

자료: KDB대우증권 리서치센터

## 발행자 입장:

- ① 담보부사채에 대한 수요예측 X,  
② 담보 통한 등급상향으로 이자  
비용 절감

## 발행자 입장 – 절차상 간편함과 비용절감 두 마리 토끼를 잡을 수 있다

발행자 입장에서 담보부사채는 ① 수요예측 과정을 거치지 않아 발행과정이 간편하며(수요예측은 무보증 공모사채에 한함, ‘금융투자협회 모범규준’), ② 담보를 통한 등급상향이 가능해 이자비용이 절감되는 긍정적인 측면이 있다.

올해 담보부사채를 발행한 BBB+의 A기업을 사례로 들어보자. A기업이 차입금 차환을 목적으로 담보부사채와 무보증사채를 발행한다고 가정했다. 발행 비용을 비교해 보면, 담보부사채로 발행하게 되면 담보물에 대한 감정평가비, 담보물 수탁자에게 지급하는 신탁비 등 무보증사채 발행 시에는 필요 없는 비용들이 추가적으로 소모된다. 하지만 **Notch 상황에 따른 이자비용 감소효과가 더 크기 때문에 담보부사채는 무보증사채 대비 12.4% 이상의 비용절감 효과가 나타난다.**

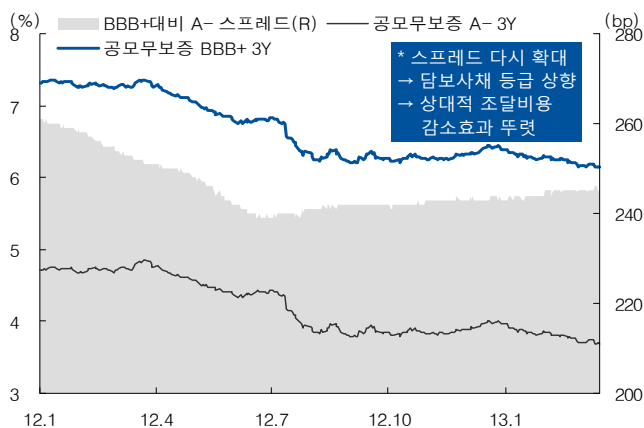
또한 A기업의 차입금 이자율은 5.35%~8.90%까지 다양한데, 담보부사채 이자율은 A기업이 은행에 내고 있는 최소 이자율 5.35%보다도 95bp나 저렴해 은행 차입 대비 이자 비용 감소 효과가 큰 편이다.

표 4. A기업이 회사채 650억원 발행 가정 시 비용항목 Break down

| 항목            | 담보부사채 (A-) 발행 시 |             | 무보증사채 (BBB+) 발행 시 |             |
|---------------|-----------------|-------------|-------------------|-------------|
|               | 수수료율(%)         | 비용금액(억원)    | 수수료율(%)           | 비용금액(억원)    |
| 3년 만기 회사채 이자율 | 4.40%           | 28.6        | 6.26%             | 40.7        |
| 인수수수료         | 1%              | 6.5         | 0.30%             | 2.0         |
| 주관수수료         | 정액              | 1           | 0.10%             | 0.7         |
| 사채관리수수료       |                 | -           | 정액                | 0.1         |
| 감정평가수수료       |                 | 0.4         |                   | -           |
| 신탁수수료         |                 | 1.3         |                   | -           |
| 등기비용          |                 | 0.1         |                   | -           |
| 발행분담금         | 0.07%           | 0.5         | 0.06%             | 0.4         |
| <b>합계</b>     |                 | <b>38.3</b> |                   | <b>43.7</b> |

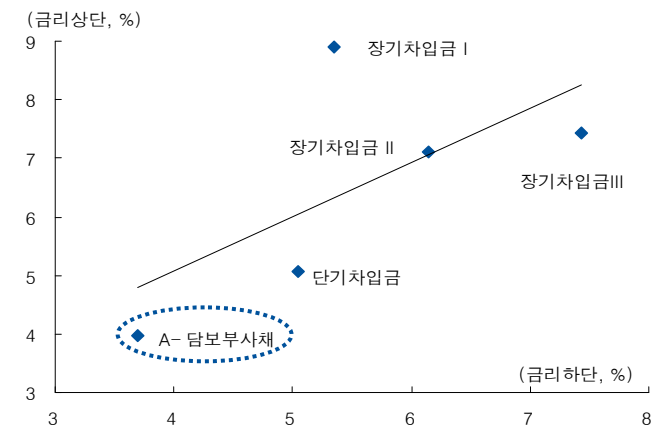
주: 동일금액을 지출하는 비용항목은 제외, 자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. BBB+ 대비 A- 스프레드는 재차 확대



자료: EZRDB, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. A기업의 주요 차입금에 대한 이자율 – 담보부사채가 훨씬 유리



자료: 분기보고서, KDB대우증권 리서치센터

## 투자자 입장:

- ① 동일 등급대비 높은 금리매력  
② 이중상환청구권으로 투자자 보호

## 투자자 입장 – 수익성과 안정성이 양호하여 제 2금융권 중심으로 수요 확대

중견/중소기업(BBB급)은 무보증 회사채 발행량 자체도 미미하지만, 발행 이후 미매각률이 79.5%에 달해 AA급의 미매각률 13.2%와 현저한 차이가 있다. 하지만 담보부사채로 발행 시에는 대체적으로 양호한 청약률을 나타내고 있다.

투자자 입장에서 담보부사채는 ① 동일 등급대비 금리매력도가 높고, ② 이중상환청구권으로 인해 상환안정성이 높아져 투자자를 보호하기 때문에 투자 수요가 증가할 수 있다는 긍정적 측면이 있다.

담보부사채의 발행금리는 동일등급 민평금리보다 더 높아 투자매력도 측면에서 우수하다. 그 이유는 통상 기업신용등급(ICR)과 담보부사채 신용등급 사이에서 금리가 결정되기 때문으로 보인다.

담보부사채는 단위농협, 신협, 수협, 새마을금고 등 제 2금융권을 중심으로 수요가 확대될 것으로 추정된다. 실제로 올해 발행된 담보부사채에 대해 종금/금고 및 상호금융기관의 순매수 비중은 전체 투자자대비 평균 38.2%에 달해 기타 투자자에 비해 담보부채권을 선호했다.

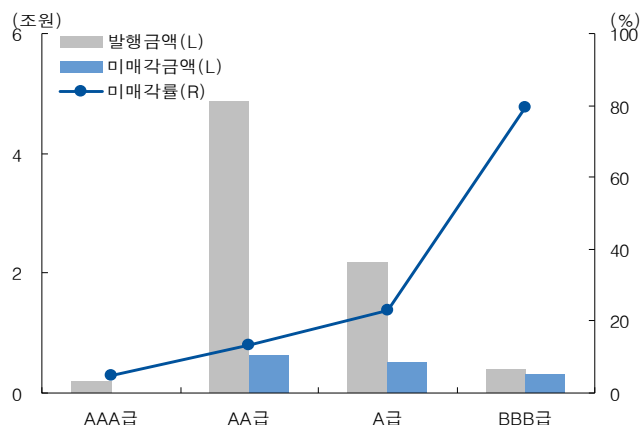
높은 예금금리를 주는 상호금융기관은 예탁금 비과세 혜택 연장으로 자금이 지속적으로 유입되고 있다. 제 2 금융권에게는 역마진 문제를 해결하기 위해서라도 고금리의 담보부사채에 대한 투자매력도가 높을 것으로 판단된다.

표 5. 등급 민평보다 발행수익률 더 높고 예상회수를 80% 이상의 안정성 보장으로 투자매력도 확대

| 종목명       | 담보부사채<br>신용등급 | 표면금리<br>(%) | 기준금리<br>(%) | 발행금액<br>(억원) | 청약건수<br>(건) | 청약금액<br>(억원) | 기대회수율<br>(%) |
|-----------|---------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 동부팜한농14   | A-            | 4.70        | 4.36        | 400          | 12          | 4,800        | 81.8~91.8    |
| 한신공영15    | A-            | 6.50        | 3.36        | 150          | 1           | 600          | 83.4~86.6    |
| 동부메탈13    | A-            | 4.40        | 3.81        | 650          | 1           | 800          | 75.4~82.8    |
| 동부팜한농13-1 | A-            | 4.10        | 3.56        | 600          | 5           | 190          | 86.5         |
| 동부팜한농13-2 | A-            | 4.40        | 3.83        | 800          | 1           | 150          | 86.5         |

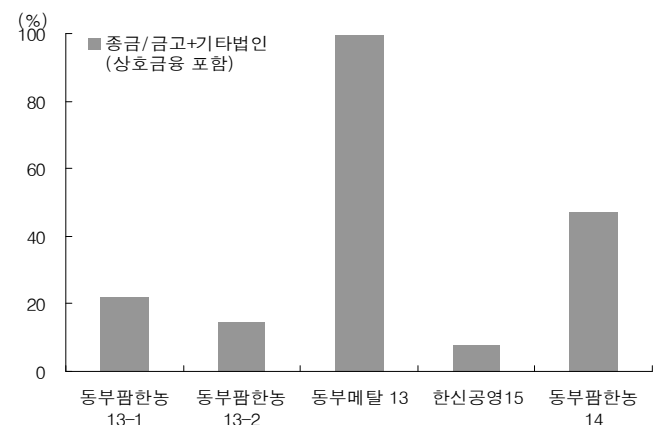
주: 기준금리는 A- 등급의 민평금리를 의미, 자료: 각 발행사, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 연초 이후 BBB급 무보증회사채의 미매각률은 79.5%에 달함



자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 제 2금융권의 담보부사채에 대한 순매수 비중 현황



주: 기타법인의 대부분은 수협, 신협, 농협 등, 자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

## BBB급에게 유리한 담보부사채 발행:

- ① A급 이상은 자체 신용으로 사채 발행 가능
- ② BB급은 투자적격등급으로의 등급상향이 제한적

지적재산권까지 담보 등록  
가능하도록 국내 법 개정 완료

시장 양극화로 어려움을 겪는 기업의 발행과 투자 수요를 촉진시킬 수 있는 방안으로 기대

2013년 들어서도 크레딧 이벤트는 이어지고 있다. 쌍용건설의 워크아웃과 용산역세권 개발의 대출만기 연장 실패가 잇달아 발생하면서 비우량등급에 대한 투자심리는 더욱 위축되고 있다. 따라서 담보부사채는 회사채 발행에 어려움을 겪는 기업의 자금조달을 원활히 해주고 투자 수요를 확대해 회사채 시장의 양극화 완화를 위한 방안이 될 수 있다.

담보부사채는 BBB급 기업에게 가장 유리하다. 신용등급 A급 이상에서는 발행사 자체 신용만으로도 사채 발행이 가능하며 담보부로 회사채를 발행할 경우 상대적으로 높은 회수율이 요구되고 원리금 지급능력이 우수하다는 A급의 정의를 고려했을 때 상환능력 등에 더욱 엄격한 기준을 제시하기 때문에 등급상향이 제한적이다.

BB급 기업의 경우, 담보부사채를 발행한다고 해도 여유 자산 감소에 따른 자금 압박과 채무 부담 증가에 따른 우려가 존재해 투자부적격등급이 투자적격등급(BBB급 이상)으로 상향되기는 힘들다. 따라서 투자적격단계에 속해 있으면서 등급간 스프레드가 가장 크게 확대되어 있는 BBB급에 속한 기업이 담보부사채 발행 시 혜택이 크다.

담보부사채는 그동안 발행이 제한적이었던 만큼, 시가 민평도 존재하지 않고 있다. 따라서 담보부사채를 활성화 시키기 위해서는 정부의 대책이 필요하다. 영국의 경우 1989년 11월 회사법 제 4편 ‘담보 등록’ 개정을 통해 담보의 범위를 대폭 확대한 바 있다. 이 법에 따르면 영업권과 지적재산권 같은 무형의 재산권과 토지에 부착된 권리까지 모두 인정하고 있다.

일찍이 담보채권 제도를 설정한 것으로 알려진 미국도 각 주의 통일된 사법 규정인 통일상법전(UCC)의 제정을 계기로 재고자산 및 유동성이 큰 자산, 장래 취득할 동산, 장래 발생할 대출채권까지 담보물로 제공할 수 있도록 하여 담보 풀(pool)을 확대시켰다.

선진국보다는 다소 늦었지만 국내에서도 담보의 다양성을 인정하는 분위기가 조성되고 있다. 2012년 6월 정부는 ‘동산·채권 등의 담보에 관한 법률(제 5장 지식재산권의 담보에 관한 특례)’의 개정·시행을 통해 특허권부, 저작권등록부 등 지식재산권을 담보권으로 등록할 수 있도록 규정하고 있다.

## 표 6. 담보부사채의 가능 담보자산

## 담보부사채신탁법 제 1장 총칙 4조 (물상담보의 종류)

① 사채에 붙일 수 있는 물상담보는 다음 각 호의 것으로 한정한다.

1. 동산질(動産質)
2. 증서가 있는 채권질(債權質)
3. 주식질(株式質)
4. 부동산저당이나 그 밖에 법령에서 인정하는 각종 저당

② 주식을 물상담보의 목적으로 하려면 금융위원회의 인가를 받아야 한다. [전문개정 2011.5.30]

| 담보가능자산 | 내용                  |
|--------|---------------------|
| 금융자산   | 국공채나 시장성있는 유가증권     |
| 부동산    | 토지, 건물, 공장(기계설비 포함) |
| 유동자산   | 매출채권(금전채권신탁), 재고자산  |
| 유형자산   | 건설기계, 선박, 항공기, 컨테이너 |

자료: 법제처, KDB대우증권 리서치센터

양호한 자산을 보유한 BBB+  
기업 위주로 발행수요 증가 기대  
↔ 제 2금융권과 리테일  
중심으로 투자 수요 확대 기대

담보부사채는 기존 무보증사채 투자자에게 부정적 영향을 미칠 수도 있다. 담보부사채가 해당 자산에 대해서는 무보증사채 대비 선순위로 올라서기 때문에 기존 무보증 채권 보유자는 상환 순위가 뒤쳐지게 된다. 기업 입장에서 담보설정 자산이 증가하면 보유자산을 통한 대출 여력이 감소하게 되어 기업의 신용도가 하락할 우려도 존재한다. 또한 자산가치의 변동성에 대한 주의도 필요하다.

담보부사채가 중견/중소업체들의 자금조달 애로를 해결할 수 있는 근본적인 방안은 되지 못한다. 하지만 양호한 자산을 보유한 기업에게는 유리한 조건으로 차입이 가능하다는 점, 그리고 제 2금융권과 리테일을 중심으로 투자자의 수요가 이어질 수 있다는 점에서 당분간 담보부사채 발행은 지속될 것으로 판단된다.

특히 자산을 보유한 BBB+ 기업 위주로 발행수요가 늘어날 것으로 기대된다. 올해 만기가 도래하는 BBB+ 기업과 보유자산은 다음과 같다. 단, 국공채, 주식과 같은 시장성 있는 유가증권과 매출채권 등은 시가의 높은 변동성과 감정가격 산정의 어려움 때문에 Notching Up이 제한적임을 감안해 유형자산 위주로 정리하였다.

표 7. BBB+ 기업의 2013년 채권만기금액과 유형자산을 이용한 추가담보설정 (억원)

|           | 13년 만기도래<br>채권금액 | 유형자산<br>㉠ | 투자부동산<br>㉡ | 유형+투자의<br>담보설정금액<br>㉢ | 유형+투자의<br>추가설정가능액<br>(㉠+㉡-㉢)*70% |
|-----------|------------------|-----------|------------|-----------------------|----------------------------------|
| 두산건설      | 5,646            | 5,167     | 649        | 3,019                 | 1,958                            |
| STX       | 4,800            | 706       | 757        | 650                   | 569                              |
| STX조선해양   | 3,800            | 15,238    | -          | 10,085                | 3,607                            |
| 대성산업      | 2,100            | 12,234    | 2,992      | 7,465                 | 5,433                            |
| STX팬오션    | 2,000            | 51,951    | -          | 46,057                | 4,126                            |
| 한라건설      | 1,700            | 122       | 337        | -                     | 321                              |
| 아시아나항공    | 1,000            | 31,438    | 441        | 7,370                 | 17,157                           |
| 계룡건설      | 900              | 463       | 806        | 224                   | 731                              |
| 동아일보      | 900              | 2,097     | 28         | -                     | 1,488                            |
| 이랜드리테일    | 800              | 12,101    | 261        | 10,806                | 1,090                            |
| 이랜드월드     | 800              | 2,623     | 91         | 992                   | 1,205                            |
| 동부팜한농     | 600              | 5,335     | 402        | 731                   | 3,504                            |
| 아주산업      | 500              | 2,295     | -          | -                     | 1,607                            |
| 현대로지스틱스   | 500              | 1,834     | -          | -                     | 1,284                            |
| 한신공영      | 400              | 74        | 1,721      | 1,023                 | 541                              |
| 한양        | 400              | 274       | -          | -                     | 192                              |
| 한화호텔앤드리조트 | 400              | 20,146    | -          | 5,310                 | 10,386                           |
| 동원시스템즈    | 300              | 383       | 1,027      | 98                    | 918                              |
| 신원        | 300              | 134       | 3          | -                     | 95                               |
| 한화엘앤씨     | 300              | 3,409     | 961        | 2,538                 | 1,282                            |
| 동부메탈      | 200              | 4,407     | -          | 2,686                 | 1,205                            |
| 삼화페인트     | 200              | 1,505     | 92         | 859                   | 517                              |
| 한솔CSN     | 200              | 107       | 37         | -                     | 101                              |
| 노루페인트     | 100              | 2,580     | 251        | 1                     | 1,981                            |

주: 추가담보설정금액은 통상 미담보설정금액의 70%만 반영, 자료: 분기보고서(2012년 3분기), KDB대우증권 리서치센터

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

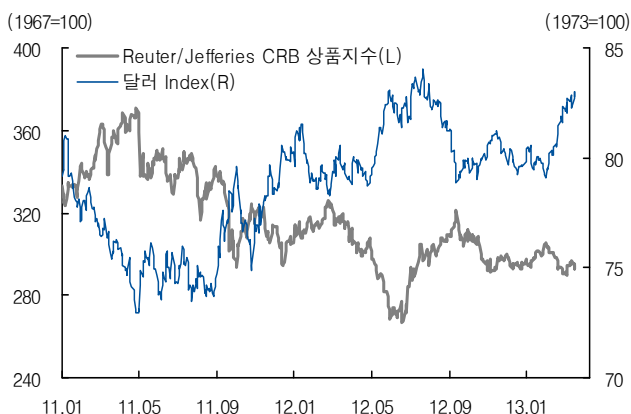
AI/파생 손재현 02-768-3011 jaehyun.son@dwsec.com

## 1,600달러 선 회복한 금 가격

트로이카는 키프로스에 대해 구제 금융을 집행하기로 결정했고 키프로스 의회는 예금에 대한 부담금을 의무화하는 법안을 부결했다. 키프로스 사태가 재정 위험국으로 변질 수 있다는 우려가 높아지며 달러화는 강세를 보이고 주요국 증시는 주춤했다. 미 연준은 FOMC 종료 후 발표한 성명에서 에반스물에 걸리지 않는 이상 현 부양책을 유지하겠다고 언급했다. 동시에 고용 시장 상황이 개선되는 신호는 보이고 있지만 실업률은 여전히 높다고 밝혔다. 중국 HSBC 제조업 PMI지수는 직전치에서 반등했다.

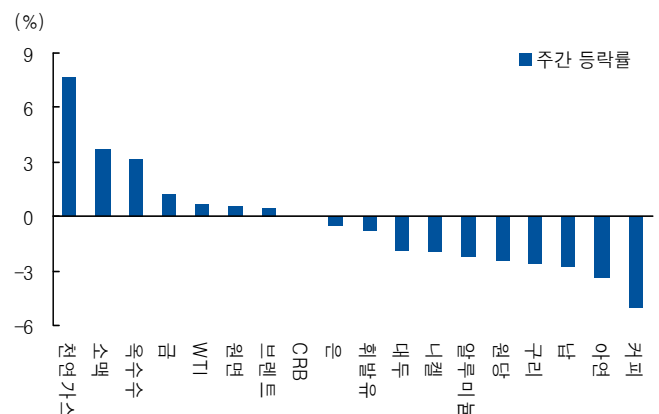
키프로스 이슈로 인해 안전 자산에 대한 수요가 높아지면서 금 가격은 1,600달러를 넘어섰다. 이는 동시에 원유 수요 둔화 우려를 낳았으나 재고와 공급량이 감소함에 따라 유가는 소폭 상승했다. 반면, 구리 가격은 유로존 이슈를 피해가지 못하며 하락했다. 옥수수 가격은 타이트한 수급 전망에 상승했지만, 대두 가격은 남미산 대두의 공급이 활발해지면서 약세를 보였다.

그림 1. 키프로스 우려에 달러화 가치는 재차 상승



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 원유와 금 가격 동반 상승했으나 비철금속은 약세 면치 못해



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       | 294.94    | 0.0  | -0.6  | 0.2  | -3.9  | -6.5  | -0.9 |
| WTI - 뉴욕 선물 현황물           | US\$ / bbl     | 93.50     | 0.7  | -2.2  | 2.0  | -0.5  | -12.3 | -0.5 |
| 휘발유 - 뉴욕 선물 현황물           | US\$ / gallon  | 311.63    | -0.8 | -4.4  | 8.0  | 10.8  | 2.6   | 6.7  |
| 금 - 뉴욕 선물 현황물             | US\$ / troy oz | 1,607.50  | 1.2  | 1.9   | -2.5 | -9.4  | -3.2  | -4.9 |
| 은 - 뉴욕 선물 현황물             | US\$ / troy oz | 28.82     | -0.5 | 0.5   | -3.1 | -17.2 | -10.0 | -7.2 |
| 구리 - 런던 3개월물              | US\$ / ton     | 7,605.00  | -2.6 | -5.4  | -3.1 | -7.5  | -9.6  | -6.3 |
| 알루미늄 - 런던 3개월물            | US\$ / ton     | 1,944.00  | -2.2 | -7.9  | -6.1 | -7.9  | -13.2 | -8.6 |
| 니켈 - 런던 3개월물              | US\$ / ton     | 16,800.00 | -2.0 | -2.8  | -4.2 | -4.8  | -10.8 | -4.0 |
| 아연 - 런던 3개월물              | US\$ / ton     | 1,933.00  | -3.4 | -10.5 | -6.5 | -7.9  | -5.3  | -8.7 |
| 소맥 - 시카고 선물 현황물           | US\$ / bu      | 736.00    | 3.7  | -1.2  | -8.2 | -17.5 | 4.1   | -3.9 |
| 대두 - 시카고 선물 현황물           | US\$ / bu      | 1,419.75  | -1.9 | -3.3  | 1.8  | -6.6  | 10.4  | 2.6  |
| 옥수수 - 시카고 선물 현황물          | US\$ / bu      | 732.50    | 3.1  | 5.2   | 4.7  | -2.1  | 26.5  | 5.6  |
| 원당 - 뉴욕 선물 현황물            | US\$ / lb      | 18.35     | -2.4 | 1.2   | -5.2 | -8.6  | -24.7 | -7.1 |

주: 3월 20일 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

### 안전 자산으로써 금 수요 확대 반면, 키프로스 이슈에 은 약세

#### 1,600달러 선 회복한 금 가격

연초보다 낮긴 하지만 금 가격은 한 주간 1.2% 상승하며 지난 주에 이어 상승세를 보였다. 미 2월 소비자물가지수가 상승하면서 인플레이션 헤지 목적으로 금에 대한 수요를 부추겼다. FOMC를 앞두고 높아진 통화 정책 지속에 대한 기대감과 견고한 실물 수요 전망은 금 가격의 하단을 지지했다. 또한, 트로이카가 키프로스의 구제 금융을 결정하면서 이전과는 다른 예금자의 손실 부담을 조건으로 단테다가, 키프로스 의회는 해당 법안을 부결했다. 안전 자산에 대한 수요가 두루 확대되면서 금 가격은 보름 만에 1,600달러 선을 회복했다. 반면, 은 가격은 유로존 이슈로 인한 산업용 수요 둔화 우려에 약세를 보였다.

미 연준은 부양책을 유지하겠다는 성명을 발표했으나 그 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 1,600달러를 상회하는 금 가격 레벨에서는 정책 조기 종료 우려로 인한 낙 폭이 대부분 회복된 것으로 보인다. 인도의 재정 적자와 세율 인상에도 불구하고 소득 증가 및 인플레이션으로 인해 수요가 확대될 것이라는 전망은 금 가격의 하단을 지지할 전망이다.

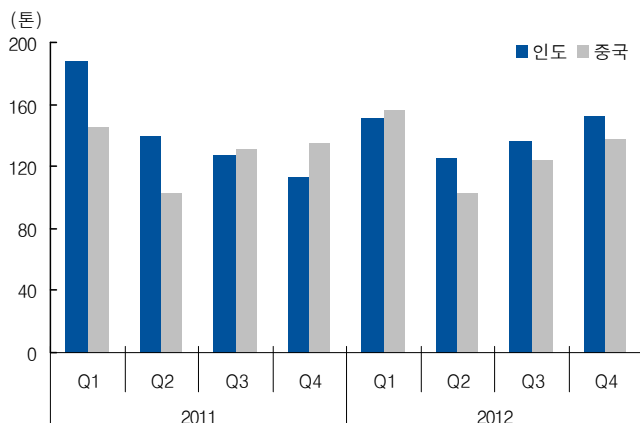
### WTI-브렌트 스프레드 15달러 근방까지 축소

#### 키프로스 사태에도 불구하고 WTI유가 상승

트로이카가 키프로스에 예금자 손실 부담을 의무화하는 조건으로 구제 금융을 집행하기로 결정했으나, 의회가 해당 법안을 부결하면서 키프로스 사태가 재정 위험국가를 비롯한 주변 국가로 확산될 수 있다는 우려가 높아졌다. 이는 곧 원유 수요 감소에 대한 전망으로 이어지면서 유가에 대한 하락 압력이 되었다. 달러화가 강세를 보인 점도 유가에 부담으로 작용했다. 특히, 유로존의 무역수지도 예상을 하회하면서 유로존에 민감한 브렌트유에 대한 하락 압력이 WTI에 비해 크게 나타났다. 이에 WTI-브렌트유 스프레드는 15달러 근방까지 축소되었다.

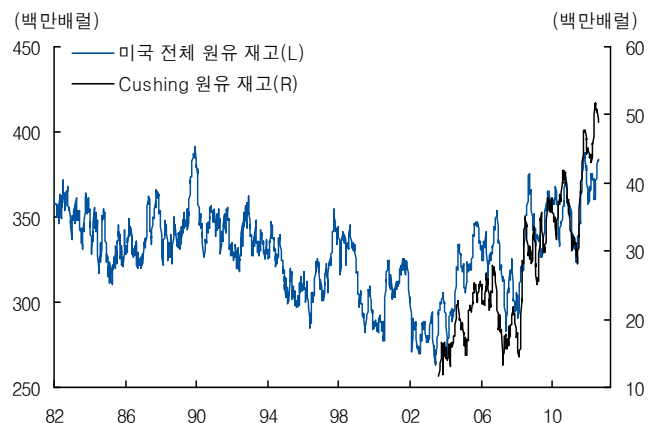
다만, WTI 유가가 92달러를 하회하는 수준에서는 기술적 매수세가 유입되며 추가 하락이 제한되었다. **예상 외의 원유 재고 감소 및 공급 둔화 조짐은 유가에 호재로 작용했으나**, 수요 감소에 대한 우려에 상승 폭은 축소되었다. 중동 발 지정학적 불안감은 꾸준히 유가 하단을 지지하는 양상이다.

그림 3. 실물 금 수요는 금 가격의 하단 지지



자료: WGC, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 쿠싱 원유 재고량 감소는 WTI 유가에 긍정적



자료: EIA, KDB 대우증권 리서치센터

저점 기록한 하루 제외하고는  
지난 8월 이후  
최저 수준까지 하락

### 중국 수요 회복 신호가 필요한 시점

구리 가격은 톤 당 7,550달러 근방까지 밀렸다가 가까스로 7,600달러 선을 회복했다.

중국의 부동산 규제가 강화되는 등 제 1의 구리 수요 국가인 **중국의 수요 회복 조짐이 뚜렷하지 않은 상황**이다. 또한, 키프로스 의회가 은행 예금에 세금을 부과하는 구제 금융안을 부결하면서 관련 충격이 재정 위험 국가까지 전이될 수 있다는 우려가 높아졌다. 다만, 세계 최대 구리 생산 기업인 칠레 Codelco의 수출 차질은 소폭 반등을 지지했다.

미 연준이 에반스물에 위배되지 않는 이상 양적 완화 기조를 유지하겠다고 밝힌 점은 단기적으로 구리 가격을 지지할 수 있다. 중국 3월 HSBC 제조업 PMI지수가 51.7p를 기록한 것도 계절성을 고려하더라도 의미 있는 반등으로 보인다. 다만, 추세적인 상승을 위해서는 중국의 구리 수요 회복 신호가 확인되어야 할 것으로 판단한다.

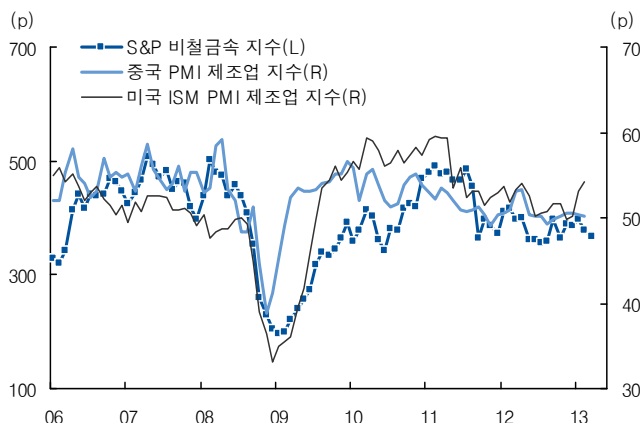
### 미 파종 면적 보고서 앞두고 옥수수 가격 강세 지속

옥수수, 소맥 가격 상승 vs  
대두 가격 하락

옥수수 가격은 타이트한 수급에 대한 우려로 인해 **상승세를 지속**하고 있다. 3월 수급전망 보고서 발표 이후 4.1% 상승했다. 직전 재고 보고서를 통해 재고량 급감이 확인된 데다가 사료용 수요 증가가 전망된 까닭이다. 옥수수 가격이 소맥 가격을 앞지르면서 사료용 옥수수 수요 중 일부가 소맥으로 이동할 것이라는 전망은 소맥 가격의 동반 상승을 부추겼다. 다만, 지난해 심각한 가뭄 피해를 입었던 미국에 해갈 조짐이 나타나는 점은 소맥 가격의 상승 부담을 덜기도 했다. 반면, 대두 가격은 여타 곡물과는 다른 흐름을 보이고 있다. 브라질산 대두의 수출이 제 속도를 찾아가면서 미국산 대두에 대한 수요가 남미로 이동하고 있기 때문이다.

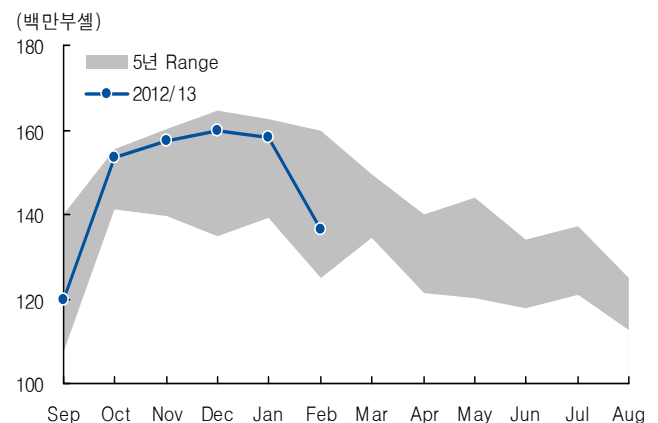
4월경 파종에 들어가는 이번 시즌 미 작물의 수확량이 큰 폭으로 증가할 것이라는 예상이 있긴 하지만, 지난해 가뭄의 여파가 아직 남아있는 상황이다. **주요 곡물 가격은 3월 28일에 발표되는 미 파종면적보고서 결과를 통해 단기적인 방향성 확보할 전망이다.** 해당 보고서를 통해 곡물 별 예상 파종 면적 및 면적당 수확률 전망치를 확인할 수 있다.

그림 5. 제조업 지수 반등은 구리 가격의 강세 요인



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 남미산 대두 공급 확대에 미 대두 크러쉬 수요 급감



자료: Thomson Reuters, NOPA, KDB대우증권 리서치센터

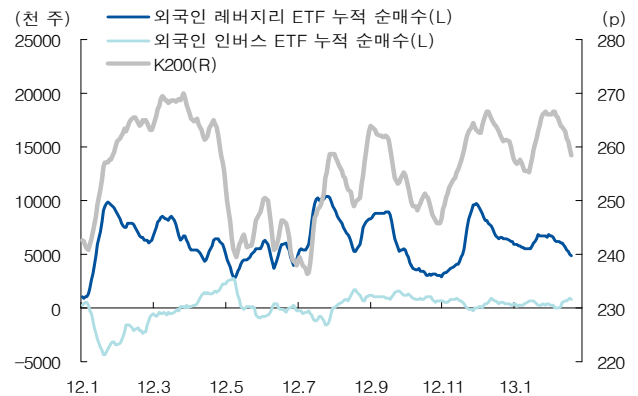
## 파생시장이 바라보는 현물 시장의 방향성 : 방향성 탐색 중, 하락 압력이 다소 높아

- 최근 KOSPI 지수에 대한 외국인의 영향력은 증가 추세. 반면, 파생시장 외국인인은 방향성 세력과 非방향성 세력이 충돌 중
- ETF 외국인과 선물 외국인 투기 세력은 매도 가능성 다소 우세. 반면, 옵션 외국인은 현 지수대 유지에 베팅했기에, 지수 추가 하락 시 손실 구간 진입
- 동시만기 부근 SP 투기 증가, 최근 선물-합성선물 SP 투기 패턴은 방향성 매매세력의 상대적 약화 때문. 당분간 하락 압력 속 방향성 탐색 가능성 높아

그림 1. 외국인의 지수 영향력은 중대 추세. 2011년 이후 최대 수준



그림 2. 외국인 파생형 ETF 보유 추세는 지수 하락을 암시?



주: KODEX 레버리지, TIGER 레버리지, KODEX 인버스, TIGER 인버스 ETF 대상

그림 3. 선물 외국인 매도 가능성 다소 높아. 단, 강도는 둔화될 듯

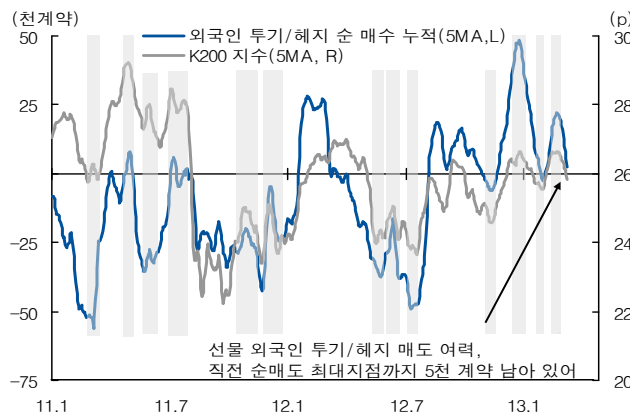


그림 4. 옵션 외국인인은 현재 지수대 중심의 제한적 움직임에 베팅

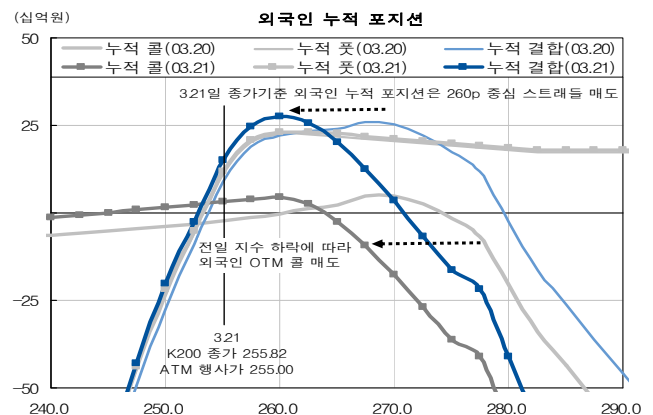
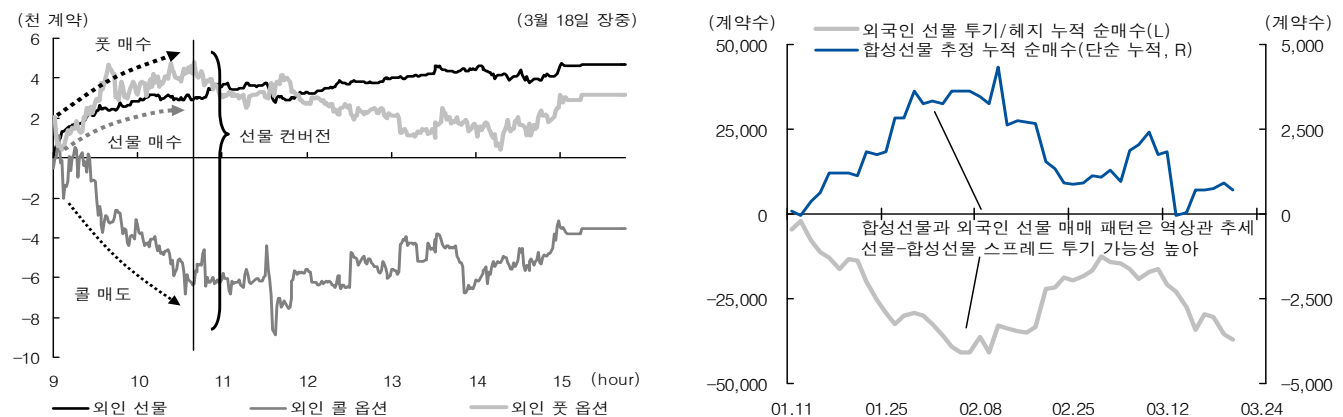


그림 5. 선물-합성선물 스프레드 투기 움직임의 잦은 관측은 방향성 투기 세력의 약화 또는 스프레드 투기 세력의 강화 암시. 당분간 방향성 탐색 구간인 듯



자료: KOSCOM, KDB 대우증권 리서치센터

### 음식료

Company Report  
2013. 3. 22

|                   |           |
|-------------------|-----------|
| (Maintain)        | 매수        |
| 목표주가 (원, 12M)     | 1,300,000 |
| 현재주가(13/03/21, 원) | 1,078,000 |
| 상승여력              | 21%       |

|                          |           |
|--------------------------|-----------|
| 영업이익(13F, 십억원)           | 305       |
| Consensus 영업이익(13F, 십억원) | 317       |
| EPS 성장률(13F, %)          | 26.8      |
| MKT EPS 성장률(13F, %)      | 22.2      |
| P/E(13F, x)              | 33.2      |
| MKT P/E(13F, x)          | 9.1       |
| KOSPI                    | 1,950.82  |
| 시가총액(십억원)                | 6,435     |
| 발행주식수(백만주)               | 6         |
| 유동주식비율(%)                | 59.3      |
| 외국인 보유비중(%)              | 39.0      |
| 베타(12M, 일간수익률)           | 0.33      |
| 52주 최저가(원)               | 772,000   |
| 52주 최고가(원)               | 1,149,000 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월  | 12개월 |
|----------|-----|------|------|
| 절대주가     | 4.1 | 17.2 | 33.3 |
| 상대주가     | 7.3 | 19.7 | 37.0 |



### 음식료/담배

#### 백운목

02-768-4158  
wm.baek@dwsec.com

#### 유혜린

02-768-4173  
hyerin.yoo@dwsec.com

### 2012년 4분기 중국 매출액 36.5% 증가

오리온의 2012년 4분기 실적은 중국, 베트남, 러시아 등 해외 매출액은 3,420억원(YoY + 35.2%), 영업이익은 125억원(YoY + 89.4%)으로 호조세를 이어갔다. 해외 매출비중은 65.4%로 2011년 4분기보다 6.6%포인트 높아졌다. 가장 중요한 중국은 판매지역 확대, 라인증설 효과, 채널 확대 효과로 매출액 36.5% 증가, 영업이익 133.3% 증가했다. 베트남은 고래밥, 고소미의 신제품 출시 효과로 매출액 30.6% 증가, 영업이익 55.6% 증가했다.

### 중국, World Class, Chinese Company

중국 시장은 2013년 매출액 1조 2,500억원(+ 27%), 영업이익 1,700억원(+ 34%, 영업이익률 13.6%), 2014년에는 매출액 25%, 영업이익 29% 증가하여 성장세가 이어질 전망이다.

1) 시장 수요의 증가이다. 범용 과자류 소비는 1인당 GDP가 3천~5천달러일 때 증가 속도가 높다. 1만 5천달러에 도달하면 과자 수요 일부가 베이커리로 이전된다. 중국은 1인당 GDP가 5천달러 정도라 범용 과자류 시장의 성장 여건이 좋다.

2) 공장 건설이다. 현재 북경(OFC, OSC), 상해(OFS), 광저우(OFG)에 4개의 공장이 있다. 생산라인은 54개이다. 현재 생산라인으로는 증가하는 수요를 따라가지 못한다. 오리온은 현재 선양에 공장(OFSY)을 건설 중이다. 2013년말 3개 라인이 가동되면서 매출이 발생하고, 2014년에는 15개 라인이 가동되면서 동북 3성의 수요를 흡수할 전망이다. 또 북경에 추가 공장(OFC2, 3만평 정도)을 계획하고 있다. 기존 OFC로는 수요를 충족하지 못하기 때문이다. 장기적으로 상해에도 제2공장(OFS2)이 건설될 가능성이 높다.

3) 유통채널 확대이다. 2012년에 경소상 890개(11.8% 증가), 영업소 254개(27.6% 증가)로 유통망 확대는 지속되었다. 향후 3년간 유통의 이슈는 수익성이 높은 재래 유통채널(TT)의 확대이다. 진입 초기에는 판촉비가 많지만 진입이 쉬운 대형 유통채널(MT)에 집중했다. 어느 정도 시장 진입에 성공한 북경과 청도는 판촉비가 적은 TT 채널에 집중하고, 신규 지역인 상하이와 광저우는 당분간 MT채널 확대에 노력할 전망이다. MT와 TT 채널 비중이 2012년 73%: 27%에서 2015년에는 60%: 40%로 TT 비중이 높아질 전망이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 1,300,000원으로 상향

오리온은 중국에서 제품과 가격에서 경쟁력을 인정받고 있다. 여기에 공장 건설과 유통망 확대가 이루어지고 있다. 공장이 순조롭게 완공되면 오리온은 중국 로컬기업인 왕왕(Wang Wang)이나 글로벌업체(Wrigley, Kraft 등)와 비교 시 경쟁력을 갖출 것으로 판단된다. 중국 시장의 성장을 반영하여 목표주가를 1,300,000원(기존 1,200,000원)으로 상향한다.

| 결산기 (12월)  | 12/09 | 12/10  | 12/11  | 12/12P | 12/13F | 12/14F |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)  | 1,542 | 1,596  | 1,914  | 2,368  | 2,673  | 2,950  |
| 영업이익 (십억원) | 143   | 338    | 210    | 251    | 305    | 338    |
| 영업이익률 (%)  | 9.3   | 21.2   | 11.0   | 10.6   | 11.4   | 11.5   |
| 순이익 (십억원)  | 19    | 196    | 99     | 152    | 194    | 218    |
| EPS (원)    | 3,205 | 32,836 | 16,660 | 25,643 | 32,513 | 36,493 |
| ROE (%)    | 4.3   | 31.9   | 12.0   | 16.3   | 18.0   | 17.3   |
| P/E (배)    | 90.2  | 11.8   | 40.7   | 42.9   | 33.2   | 29.5   |
| P/B (배)    | 4.6   | 3.4    | 5.1    | 7.4    | 6.1    | 5.1    |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 오리온의 계열사별 2012년 연간 및 4분기 매출액 분석

(십억원, %)

|             | 매출액     |         |       | 증가율   |       |       |
|-------------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
|             | 11      | 12      | 증가율   | 4Q11  | 4Q12  | 증가율   |
| Orion       | 706.7   | 820.7   | 16.1  | 196.2 | 214.6 | 9.4   |
| OSI         | 155.3   | 174.0   | 12.0  | 38.1  | 42.2  | 10.8  |
| China       | 979.7   | 1161.9  | 18.6  | 280.8 | 371.6 | 32.3  |
| OFC         | 703.2   | 983.2   | 39.8  | 193.3 | 263.8 | 36.5  |
| OFS         | 139.5   | 46.6    | -43.9 | 44.9  | 43.1  | -4.0  |
| OSC         | 83.1    | 46.6    | -13.5 | 24.7  | 37.5  | 51.8  |
| OFG         | 53.9    | 85.5    | 58.6  | 17.9  | 27.2  | 52.0  |
| Vietnam     | 120.2   | 148.8   | 23.8  | 31.5  | 41.1  | 30.5  |
| Russia      | 87.8    | 115.6   | 31.7  | 26.8  | 33.5  | 25.0  |
| OIE         | 53.7    | 69.6    | 29.6  | 16.4  | 18.7  | 14.0  |
| OFR         | 23.2    | 28.5    | 22.8  | 7.3   | 8.8   | 20.5  |
| OFN         | 10.9    | 17.5    | 60.6  | 3.1   | 6.0   | 93.5  |
| Sports ToTo | 249.0   | 288.5   | 15.9  | 74.6  | 54.6  | -26.8 |
| Mediaplex   | 49.0    | 88.0    | 79.6  | 15.1  | 17.2  | 13.9  |
| Total       | 2,037.1 | 2,572.8 | 26.3  | 663.1 | 774.8 | 16.8  |

자료: 오리온

표 2. 오리온의 계열사별 2012년 연간 및 4분기 영업이익 분석

(십억원, %)

|             | 영업이익  |       |       |      |      |       | 영업이익률 |      |      |      |
|-------------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|------|
|             | 11    | 12    | 증가율   | 4Q11 | 4Q12 | 증가율   | 11    | 12   | 4Q11 | 4Q12 |
| Orion       | 72.0  | 61.9  | -14.0 | 18.4 | 24.1 | 31.0  | 10.2  | 7.5  | 9.4  | 11.2 |
| OSI         | 21.8  | 26.6  | 22.0  | 4.4  | 5.4  | 22.7  | 14.0  | 15.3 | 11.5 | 12.8 |
| China       | 77.8  | 123.5 | 58.7  | 3.3  | 7.7  | 133.3 | 11.1  | 12.6 | 1.7  | 2.9  |
| OFC         | 36.0  | 54.6  | 51.7  | -9.0 | -7.4 | 적축    | 5.1   | 5.6  | -4.7 | -2.8 |
| OFS         | 20.9  | 23.1  | 99.1  | 6.6  | 4.1  | -37.9 | 15.0  | 49.6 | 14.7 | 9.5  |
| OSC         | 11.6  | 29.8  | 220.4 | 2.7  | 6.2  | 129.6 | 14.0  | 63.9 | 10.9 | 16.5 |
| OFG         | 9.3   | 16.0  | 72.0  | 3.0  | 4.8  | 60.0  | 17.3  | 18.7 | 16.8 | 17.6 |
| Vietnam     | 12.5  | 14.4  | 15.2  | 2.7  | 4.2  | 55.6  | 10.4  | 9.7  | 8.6  | 10.2 |
| Russia      | 3.3   | 4.5   | 34.8  | 0.6  | 0.6  | 0.0   | 6.1   | 6.4  | 3.7  | 3.2  |
| OIE         | 4.6   | 1.4   | -69.6 | 1.0  | -0.7 | 적전    | 8.6   | 2.0  | 6.1  | -3.7 |
| OFR         | -1.8  | 1.3   | 흑전    | -0.7 | 0.9  | 흑전    | -7.8  | 4.4  | -9.6 | 10.2 |
| OFN         | 0.5   | 1.8   | 260.0 | 0.3  | 0.4  | 33.3  | 4.6   | 10.3 | 9.7  | 6.7  |
| Sports ToTo | 55.3  | 56.1  | 1.4   | 15.0 | 1.2  | -92.0 | 22.2  | 19.4 | 20.1 | 2.2  |
| Mediaplex   | -5.5  | 9.7   | 흑전    | 0.1  | 1.3  | -     | -11.2 | 11.0 | 0.7  | 7.6  |
| Total       | 237.2 | 296.7 | 25.1  | 44.5 | 44.5 | 0.0   | 11.6  | 11.5 | 6.7  | 5.7  |

자료: 오리온

표 3. 오리온의 지역별 2012년 매출 및 영업이익 분석

(십억원, %)

|         | 매출액    |        |      |       |       |      | 영업이익  |       |      |      |      |       |
|---------|--------|--------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|------|------|-------|
|         | 11     | 12     | 증가율  | 4Q11  | 4Q12  | 증가율  | 11    | 12    | 증가율  | 4Q11 | 4Q12 | 증가율   |
| Korean  | 683.0  | 716.7  | 4.9  | 177.2 | 180.7 | 2.0  | 93.8  | 88.5  | -5.7 | 22.8 | 29.5 | 29.4  |
| China   | 703.2  | 983.2  | 39.8 | 193.3 | 263.8 | 36.5 | 77.8  | 123.5 | 58.7 | 3.3  | 7.7  | 133.3 |
| Vietnam | 92.1   | 116.9  | 26.9 | 26.5  | 34.6  | 30.6 | 12.5  | 14.4  | 15.2 | 2.7  | 4.2  | 55.6  |
| Russia  | 53.7   | 69.6   | 29.6 | 16.4  | 18.7  | 14.0 | 3.3   | 4.4   | 33.3 | 0.6  | 0.6  | 0.0   |
| Others  | 65.2   | 87.3   | 33.9 | 16.7  | 24.8  | -    | 0.0   | 0.0   | -    | 0.0  | 0.0  | -     |
| Total   | 1597.2 | 1973.7 | 23.6 | 430.1 | 522.6 | 21.5 | 187.4 | 230.8 | 23.2 | 29.4 | 42.0 | 42.9  |

자료: 오리온

표 4. 오리온의 중국 공장 내용

|      | 설립연도       | 지역             | 자본금(만달러) | 면적(m <sup>2</sup> ) | 생산라인(개) |
|------|------------|----------------|----------|---------------------|---------|
| OFC  | 1997.5.20  | 북경, 동북3성, 화북지역 | 5,000    | 62,000              | 18      |
| OSC  | 2006.5.8   | 스넥공장           | 2,550    | 44,000              | 11      |
| OFS  | 2002.9.12  | 상해, 화중지역       | 3,788    | 80,000              | 14      |
| OFG  | 2008.01.01 | 광저우, 화남지역      | 3,000    | 100,000             | 11      |
| OFSY | 2012.01.01 | 선양 등 동북3성      | 6,000    | 240,000             | 15(1기)  |

자료: 오리온, KDB대우증권 리서치센터

# 풍산 (103140)

## 서두를 필요는 없다

### 비철금속

Company Report  
2013. 3. 22

| (Maintain)        | Trading |
|-------------------|---------|
| 목표주가 (원, 12M)     | 34,000  |
| 현재주가(13/03/21, 원) | 28,450  |
| 상승여력              | 20%     |

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| 영업이익(13F, 십억원)           | 151      |
| Consensus 영업이익(13F, 십억원) | 168      |
| EPS 성장률(13F, %)          | 28.3     |
| MKT EPS 성장률(13F, %)      | 22.2     |
| P/E(13F, x)              | 10.1     |
| MKT P/E(13F, x)          | 9.1      |
| KOSPI                    | 1,950.82 |
| 시가총액(십억원)                | 797      |
| 발행주식수(백만주)               | 28       |
| 유동주식비율(%)                | 66.6     |
| 외국인 보유비중(%)              | 9.9      |
| 베타(12M, 일간수익률)           | 1.69     |
| 52주 최저가(원)               | 22,750   |
| 52주 최고가(원)               | 36,350   |

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월   | 12개월 |
|----------|------|-------|------|
| 절대주가     | -2.2 | -18.7 | -8.5 |
| 상대주가     | 1.0  | -16.1 | -4.8 |



### 철강/비철금속

#### 전승훈

02-768-2713  
sh.jeon@dwsec.com

#### 이준기

02-768-3297  
aiden.lee@dwsec.com

### 1Q13 Preview: 동 가격 하락, 더딘 판매량 증가 속도로 실적 예상치 하회예상

1분기 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 6,675억원(QoQ -13.8%, YoY -0.3%), 247억원(QoQ +6.6%, YoY -38.2%)으로 영업이익은 시장예상치인 325억원을 하회할 전망이다. 매출액이 전분기 대비 감소하는 원인은 방산 매출의 계절성 때문이다. 방산 매출액은 전년 동기 대비로는 14.0% 증가한 1,127억원을 기록할 전망이다.

한편 영업이익이 시장 예상치를 하회할 것으로 예상하는 이유는 1) 동 가격 하락에 따른 재고자산 평가손실, 2) 신동부분의 더딘 판매 증가 속도(QoQ +5.5%, YoY -1.0%)에 따른 신동 이익률 정체, 3) 미국 자회사인 PMX의 실적 부진 지속 등 때문이다. 미국 자회사인 PMX는 2013년 1분기에도 소폭 적자를 기록할 것으로 추정한다.

### 여전히 동 가격 방향성 반등 이외에는 주가의 Catalyst가 부족한 상황

동사의 주가는 동 가격과 방향성이 일치한다. 동사 주가의 KOSPI대비 상대 주가도 동 가격과 방향성이 일치하는 경향이 있다.<그림 1,2> 이는 동 가격 상승이 1) 판매 가격 상승, 2) Metal gain, 3) 고객들의 재고 축적 수요에 따른 판매량 증가를 유발하기 때문이다. 즉, 동 가격은 동사의 판매 가격과 판매량에 동시에 영향을 미친다<그림 5>.

많은 투자자들이 기대하고 있는 부분은 동사의 신동사업부 제품 믹스 개선이 이익률 수준을 상승시킬 것이라는 점이다. 그러나 연결 기준 신동 사업부의 세전이익은 2011년 이래 두 분기를 제외하고 모두 적자를 기록하고 있다<그림 3>. 동사 제품 믹스 개선이 동 가격 변동에 따른 이익 변동을 상쇄하기에는 아직은 역부족이라는 의미다.

### 투자의견 Trading Buy, 목표주가 34,000원 유지

목표주가는 Target P/B 0.9배 수준이다. 2013년 동사의 예상 ROE는 7.9%다. 2013년 하반기부터 세계 동 광산 생산능력 증가 속도가 가팔라질 전망이다<그림 7>. 이에 따라 하반기에는 동 가격의 상승 탄력이 둔화되거나 동 가격의 하락 리스크도 있다. 현재의 실적 추이와 향후 동 수급 전망, 예상 ROE 수준 등을 고려하면 아직은 동사 주식을 공격적으로 매수하기에는 이른 시점으로 판단한다.

그러나 장기적으로는 동사 주가를 Re-rating시킬 요소들이 증가하고 있다. 실제로 이익 변동성이 큰 신동 부분의 연결 기준 세전이익은 2010년 1,303억원에서 2012년에는 -22억원으로 급감했으나 이익 변동성이 작은 방산 부분의 세전이익은 동기간 650억원에서 892억원으로 꾸준히 증가하고 있다. 또한 부산 동래공장 부지도 장기적으로는 동사 주가의 Re-rating요소가 될 전망이다. 다만 시간이 필요하다.

| 결산기 (12월)  | 12/10 | 12/11 | 12/12 | 12/13F | 12/14F | 12/15F |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)  | 2,708 | 2,881 | 2,900 | 2,889  | 3,013  | 3,074  |
| 영업이익 (십억원) | 241   | 99    | 128   | 151    | 176    | 182    |
| 영업이익률 (%)  | 8.9   | 3.4   | 4.4   | 5.2    | 5.9    | 5.9    |
| 순이익 (십억원)  | 153   | 41    | 62    | 79     | 88     | 93     |
| EPS (원)    | 5,458 | 1,452 | 2,199 | 2,820  | 3,130  | 3,315  |
| ROE (%)    | 17.3  | 4.3   | 6.5   | 7.9    | 8.1    | 8.0    |
| P/E (배)    | 8.8   | 18.1  | 15.3  | 10.1   | 9.1    | 8.6    |
| P/B (배)    | 1.5   | 0.8   | 1.0   | 0.8    | 0.7    | 0.7    |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 풍산, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 풍산의 1분기 연결 기준 실적 추정치 비교

(십억원)

|           | 1Q12 | 4Q12 | 1Q13F    |               | 차이 (%)<br>(A/B) |
|-----------|------|------|----------|---------------|-----------------|
|           |      |      | KDB대우 추정 | Consensus (B) |                 |
| 매출액       | 669  | 774  | 667      | 665           | 0.3             |
| 영업이익      | 40   | 23   | 25       | 33            | -23.1           |
| 영업이익률 (%) | 6.0  | 3.0  | 3.7      | 4.9           |                 |
| 지배주주순이익   | 18   | 12   | 10       | 16            | -38.7           |

자료: 풍산, FnGuide, KDB대우증권 리서치센터 추정

표 2. 풍산의 분기별 영업실적 추이 및 전망

|                | 2012   |        |        |        |         | 2013F  |        |        |        |         | 1Q13 증감률 |       |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|-------|
|                | 1Q     | 2Q     | 3Q     | 4Q     | FY      | 1QF    | 2QF    | 3QF    | 4QF    | FY      | QoQ      | YoY   |
| 매출액(십억원)       | 669    | 744    | 713    | 774    | 2,900   | 667    | 726    | 703    | 792    | 2,889   | -13.8    | -0.3  |
| 영업이익(십억원)      | 40     | 28     | 37     | 23     | 128     | 25     | 33     | 45     | 49     | 151     | 6.6      | -38.2 |
| 세전이익(십억원)      | 24     | 18     | 28     | 17     | 87      | 13     | 28     | 27     | 33     | 101     | -23.1    | -47.6 |
| 순이익(십억원)       | 18     | 10     | 21     | 12     | 62      | 10     | 22     | 21     | 26     | 79      | -20.0    | -44.0 |
| 영업이익률 (%)      | 6.0    | 3.7    | 5.2    | 3.0    | 4.4     | 3.7    | 4.5    | 6.3    | 6.1    | 5.2     |          |       |
| 세전이익률 (%)      | 3.7    | 2.4    | 4.0    | 2.2    | 3.0     | 1.9    | 3.9    | 3.9    | 4.2    | 3.5     |          |       |
| 순이익률 (%)       | 2.7    | 1.4    | 3.0    | 1.6    | 2.1     | 1.5    | 3.0    | 3.0    | 3.3    | 2.7     |          |       |
| 등 가격<br>(달러/톤) | 8,009  | 8,220  | 7,509  | 7,951  | 7,922   | 8,019  | 7,810  | 7,860  | 7,988  | 7,919   | 0.9      | 0.1   |
| 판매량 (톤)'       | 49,000 | 50,525 | 49,206 | 46,004 | 194,735 | 48,522 | 51,154 | 49,086 | 46,582 | 195,344 | 5.5      | -1.0  |
| 환율(원/달러)       | 1,131  | 1,152  | 1,133  | 1,090  | 1,127   | 1,075  | 1,042  | 1,032  | 1,033  | 1,046   | -1.4     | -5.0  |

자료: 풍산, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 1. 등 가격과 풍산 주가 추이



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

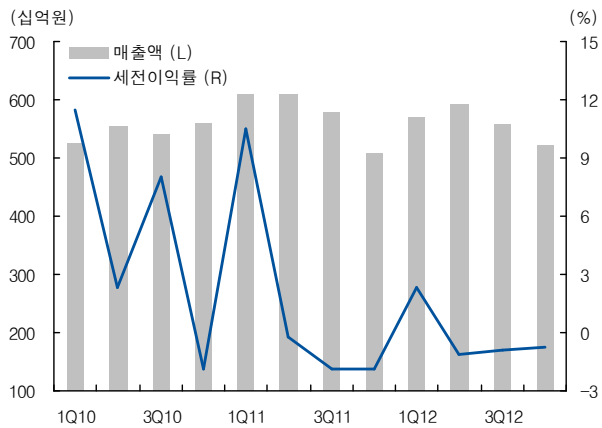
그림 2. 등 가격과 풍산의 KOSPI 대비 상대 주가 추이



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

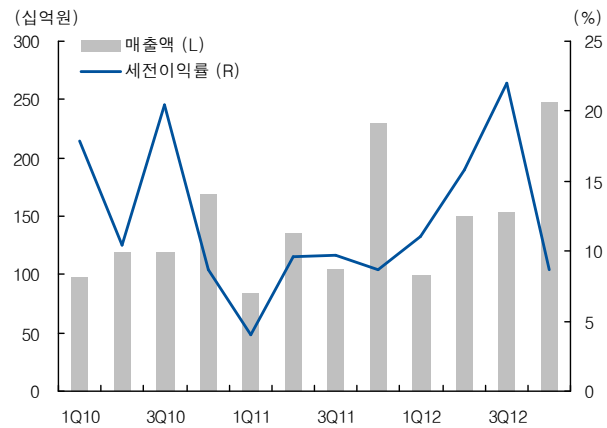
풍산  
서두를 필요는 없다

그림 3. 풍산의 분기별 신동 매출액과 세전이익률 추이



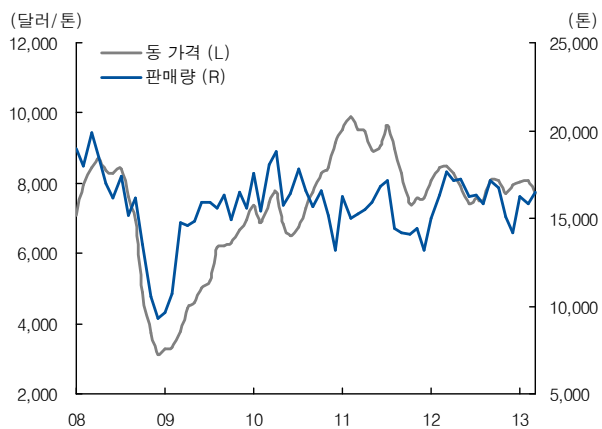
자료: 풍산, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 풍산의 분기별 방산 매출액과 세전이익률 추이



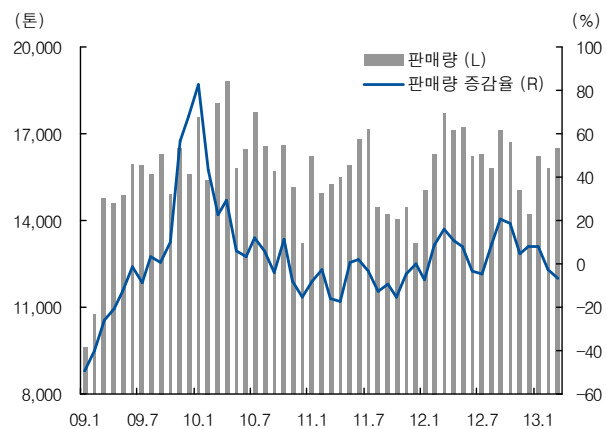
자료: 풍산, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 풍산의 월별 판매량과 동 가격 추이



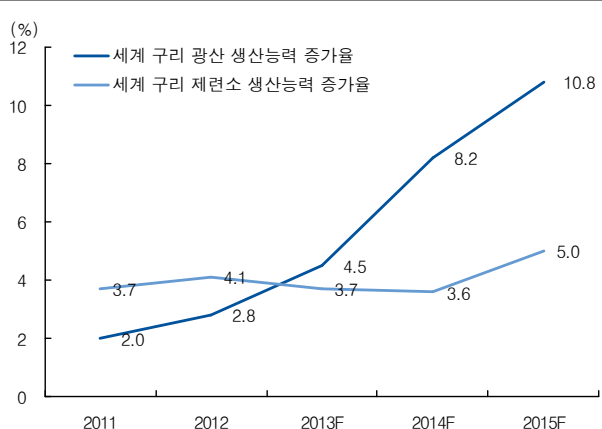
자료: 풍산, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 풍산의 월별 판매량과 전년 동기 대비 증감률 추이



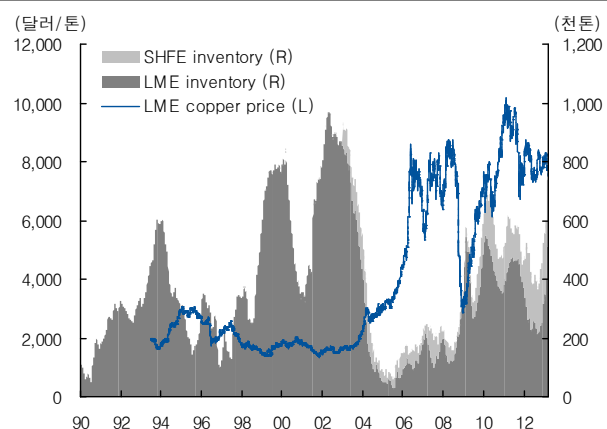
자료: 풍산, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 세계 동 광산 생산능력 증가를 추이 및 전망



자료: ICGS, Korea PDS, KDB 대우증권 리서치센터

그림 8. 동 가격과 재고량 추이



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

## KOSPI 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

| 국내기관 (업종) |       |         | 기관전체 (당일 149.9 / 5일 5392.0) |          |          | 외국인 (업종) |       |          | 외국인전체 (당일 -2713.4 / 5일 -17086.5) |          |           |
|-----------|-------|---------|-----------------------------|----------|----------|----------|-------|----------|----------------------------------|----------|-----------|
| 순매매 상위    | 금액    | 5일      | 순매매 하위                      | 금액       | 5일       | 순매매 상위   | 금액    | 5일       | 순매매 하위                           | 금액       | 5일        |
| 화학        | 404.1 | -752.2  | 증권                          | -297.2   | -256.4   | 증권       | 199.2 | 116.0    | 화학                               | -791.1   | -1,732.6  |
| 유통업       | 189.2 | 1,323.7 | 금융업                         | -206.1   | -669.6   | 통신업      | 31.8  | 303.6    | 전기전자                             | -738.6   | -9,638.9  |
| 운수장비      | 169.1 | 2,267.2 | 통신업                         | -144.0   | -25.8    | 서비스업     | 13.5  | -2,046.4 | 금융업                              | -426.1   | -857.9    |
| 전기가스      | 93.8  | 284.6   | 서비스업                        | -136.3   | 667.7    | 의료정밀     | 9.1   | 4.6      | 운수장비                             | -414.7   | -1,312.1  |
| 보험업       | 38.6  | 140.3   | 운수창고                        | -100.1   | -477.1   | 섬유의복     | 8.4   | 67.5     | 전기가스                             | -272.5   | -711.3    |
| 국내기관 (종목) |       |         | 외국인 (종목)                    |          |          | 외국인 (종목) |       |          | 외국인 (종목)                         |          |           |
| 순매수       | 금액    | 5일      | 순매도                         | 금액       | 5일       | 순매수      | 금액    | 5일       | 순매도                              | 금액       | 5일        |
| KODEX 200 | 769.3 | 1,144.9 | KODEX레버리지                   | -1,676.1 | -4,094.8 | 미래에셋증권   | 168.8 | -18.0    | 삼성전자                             | -1,040.3 | -10,855.3 |
| 삼성전자      | 494.8 | 4,566.4 | SK하이닉스                      | -262.4   | -281.4   | SK하이닉스   | 125.1 | 866.4    | KODEX 200                        | -899.0   | -1,486.6  |
| KODEX 인버스 | 326.4 | 894.5   | 미래에셋증권                      | -222.5   | 22.9     | KT&G     | 120.5 | 255.4    | 롯데케미칼                            | -399.8   | -351.0    |
| 롯데케미칼     | 254.5 | -121.9  | KT&G                        | -132.0   | -270.3   | 기아차      | 113.7 | -92.4    | 한국전력                             | -271.1   | -772.0    |
| 현대차       | 157.9 | 634.6   | NHN                         | -125.2   | 62.4     | NHN      | 112.3 | 83.8     | 현대차                              | -262.2   | 192.2     |
| 금호석유      | 151.2 | 18.9    | 삼성SDI                       | -96.6    | -256.2   | LG디스플레이  | 88.2  | 135.8    | 신한지주                             | -249.2   | -318.3    |
| 삼성물산      | 132.0 | 1,037.4 | 현대글로비스                      | -92.6    | -309.6   | LG전자     | 85.4  | 287.6    | 하나금융지주                           | -182.8   | -97.0     |
| 하나금융지주    | 99.5  | 22.6    | LG디스플레이                     | -70.7    | -138.5   | GKL      | 74.7  | 36.2     | 대우조선해양                           | -173.6   | -140.3    |
| 한국전력      | 93.0  | 331.0   | 제일모직                        | -69.4    | -204.8   | 현대백화점    | 71.9  | 50.5     | OCI                              | -122.0   | 9.7       |
| LG화학      | 92.9  | -352.8  | 한국타이어                       | -68.2    | -87.6    | 코웨이      | 63.5  | -47.7    | KB금융                             | -93.0    | -124.8    |

## KOSDAQ 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

| 국내기관 (업종) |      |       | 기관전체 (당일 52.2 / 5일 63.4) |       |        | 외국인 (업종) |      |       | 외국인전체 (당일 44.4 / 5일 517.1) |       |       |
|-----------|------|-------|--------------------------|-------|--------|----------|------|-------|----------------------------|-------|-------|
| 순매매 상위    | 금액   | 5일    | 순매매 하위                   | 금액    | 5일     | 순매매 상위   | 금액   | 5일    | 순매매 하위                     | 금액    | 5일    |
| 기타        | 88.4 | 44.8  | 반도체                      | -50.2 | -65.0  | 오락.문화    | 34.2 | -47.4 | 소프트웨어                      | -11.4 | -7.0  |
| 오락.문화     | 45.8 | 215.2 | IT부품                     | -46.6 | -363.6 | 의료.정밀기기  | 22.3 | -66.8 | 운송장비.부품                    | -7.9  | 15.3  |
| 디지털컨텐츠    | 37.4 | -40.6 | 제약                       | -39.7 | 97.5   | 디지털컨텐츠   | 20.1 | -31.9 | 통신방송                       | -6.5  | 162.9 |
| 금속        | 23.6 | 40.1  | 정보기기                     | -20.3 | -0.2   | 제약       | 18.2 | 83.7  | 통신장비                       | -6.5  | 17.0  |
| 소프트웨어     | 13.2 | 76.1  | 운송장비.부품                  | -12.1 | 52.9   | 기계.장비    | 4.8  | -32.6 | 기타                         | -6.4  | 19.2  |
| 국내기관 (종목) |      |       | 외국인 (종목)                 |       |        | 외국인 (종목) |      |       | 외국인 (종목)                   |       |       |
| 순매수       | 금액   | 5일    | 순매도                      | 금액    | 5일     | 순매수      | 금액   | 5일    | 순매도                        | 금액    | 5일    |
| C&S자산관리   | 55.6 | 5.9   | 인터플렉스                    | -35.3 | -82.7  | 에스엠      | 32.3 | -43.6 | CJ오쇼핑                      | -22.4 | 60.7  |
| 에스엠       | 23.0 | 123.4 | 덕산하이메탈                   | -27.4 | -84.1  | 차바이오앤    | 31.0 | 63.9  | 네오위즈게임즈                    | -16.9 | 12.5  |
| 게임빌       | 17.6 | -57.3 | 서울반도체                    | -22.2 | -155.9 | 오스템임플란트  | 26.4 | -62.8 | 안랩                         | -12.0 | -19.2 |
| 인터파크      | 17.2 | 53.0  | GS홈쇼핑                    | -21.4 | -134.3 | 게임빌      | 17.8 | -65.2 | 성광벤드                       | -9.2  | -20.8 |
| 포스코엡텍     | 15.1 | 34.5  | 에스비엠                     | -18.9 | 0.1    | 덕산하이메탈   | 16.7 | 129.9 | 이니텍                        | -7.7  | 0.3   |
| 와이즈엔터테인먼트 | 13.1 | 35.3  | 유진테크                     | -18.2 | -11.9  | 컴투스      | 15.3 | 39.2  | 메디톡스                       | -7.4  | 1.9   |
| 네오위즈게임즈   | 12.8 | -14.5 | 씨젠                       | -15.4 | 64.0   | 파라다이스    | 11.4 | 9.1   | 성우하이텍                      | -6.2  | 3.9   |
| 루멘스       | 11.4 | 64.6  | 성우하이텍                    | -14.0 | 71.9   | CJ E&M   | 11.2 | 7.4   | 피델릭스                       | -5.8  | 7.3   |
| 파라다이스     | 11.0 | -2.5  | 태양기전                     | -13.4 | 6.3    | 서울반도체    | 11.2 | 55.3  | 슈프리마                       | -5.4  | 23.4  |
| 서부T&D     | 10.0 | 38.4  | 메디톡스                     | -12.2 | 17.8   | 젠텍       | 10.0 | -24.1 | 골프존                        | -5.4  | 3.1   |

※ 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  | 113,074.9 | 삼성SDI     | -9,442.7  | 삼성전자      | 16,409.3 | SK하이닉스  | -11,578.7 |
| 삼성전자       | 11,561.6  | KT&G      | -6,798.5  | 롯데케미칼     | 11,833.7 | 현대글로비스  | -6,287.4  |
| 현대차        | 10,333.2  | 제일모직      | -6,414.5  | 금호석유      | 11,265.7 | 엔씨소프트   | -5,986.1  |
| 신한지주       | 9,726.5   | LG전자      | -5,928.3  | 삼성전기      | 9,882.3  | 한국타이어   | -3,566.8  |
| 롯데케미칼      | 7,589.4   | KINDEX200 | -5,654.0  | LG화학      | 8,174.0  | 코웨이     | -3,332.2  |
| 삼성물산       | 7,502.9   | SK하이닉스    | -4,688.9  | 에이블씨엔씨    | 5,283.3  | 키움증권    | -2,599.2  |
| TIGER 200  | 6,794.6   | 삼성엔지니어링   | -4,397.7  | SK이노베이션   | 4,028.5  | NHN     | -2,483.4  |
| 금호석유       | 4,761.1   | 삼성증권      | -3,458.5  | 현대차       | 3,551.4  | 아모레퍼시픽  | -2,219.0  |
| 기아차        | 4,545.7   | 효성        | -3,416.8  | 메리츠화재     | 3,434.5  | 아시아나항공  | -2,062.0  |
| LG화학       | 4,524.8   | KB금융      | -3,403.5  | 코오롱인더     | 3,283.8  | DGB금융지주 | -2,036.5  |
| 은행         |           |           |           | 보험        |          |         |           |
| 순매수        | 금액        | 순매도       | 금액        | 순매수       | 금액       | 순매도     | 금액        |
| KODEX 레버리지 | 8,902.3   | 미래에셋증권    | -23,093.3 | KINDEX200 | 29,892.0 | 신한지주    | -11,021.6 |
| SK텔레콤      | 3,222.0   | SK하이닉스    | -2,104.2  | TIGER 200 | 16,817.2 | NHN     | -9,559.2  |
| KODEX 200  | 3,205.8   | KODEX 인버스 | -1,034.3  | 삼성전자      | 16,397.8 | 대우조선해양  | -4,470.6  |
| TIGER 200  | 2,632.9   | 엔씨소프트     | -708.0    | KODEX 200 | 11,499.8 | 만도      | -4,391.7  |
| 삼성전자       | 2,306.4   | SBS미디어홀딩스 | -546.6    | KOSEF 200 | 10,143.9 | GKL     | -3,904.2  |
| OCI        | 2,091.4   | NHN       | -546.5    | 기아차       | 4,656.5  | 롯데쇼핑    | -3,717.2  |
| KT         | 1,651.0   | 만도        | -426.7    | 대우인터내셔널   | 4,456.4  | OCI     | -3,386.7  |
| 유한양행       | 973.3     | 삼성전기      | -423.7    | 엔씨소프트     | 4,320.8  | 현대백화점   | -3,288.7  |
| TIGER 레버리지 | 741.9     | 현대글로비스    | -321.7    | 삼성물산      | 2,884.3  | SK텔레콤   | -3,276.4  |
| 롯데케미칼      | 736.3     | 제일모직      | -284.5    | 현대중공업     | 2,195.3  | KT      | -2,867.0  |

## KOSPI 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

| 순매수             |          |         | 순매도     |         |         |
|-----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 종목              | 외국인      | 기관      | 종목      | 외국인     | 기관      |
| 기아차             | 11,368.1 | 6,732.6 | 제일모직    | 1,197.9 | 6,944.0 |
| 유나이티드제약         | 348.5    | 3,476.8 | KB금융    | 9,297.4 | 6,265.8 |
| 메리츠화재           | 2,083.9  | 2,748.7 | KT      | 860.5   | 6,162.1 |
| LG상사            | 313.7    | 2,530.1 | 효성      | 323.1   | 5,301.3 |
| 스카이라이프          | 242.5    | 1,921.1 | 만도      | 356.9   | 5,154.8 |
| 한국항공우주          | 535.5    | 1,749.0 | 삼성중공업   | 1,649.8 | 3,210.1 |
| 호텔신라            | 3,542.5  | 1,616.5 | LS산전    | 608.5   | 2,598.5 |
| KODEX CHINA A50 | 275.0    | 1,216.8 | 삼성엔지니어링 | 8,463.2 | 2,267.2 |
| 대상              | 71.2     | 1,161.6 | BS금융지주  | 3,308.8 | 873.6   |
| CJ CGV          | 377.2    | 833.4   | SK이노베이션 | 8,439.3 | 800.5   |

\* 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       |
| C&S자산관리 | 5,187.2 | 다음     | -1,956.7 | 에스엠       | 1,903.2 | CJ오쇼핑  | -1,009.4 |
| 루멘스     | 1,346.9 | 덕산하이메탈 | -1,803.5 | 코오롱생명과학   | 1,691.6 | 네패스    | -877.8   |
| 게임빌     | 1,187.1 | 인터플렉스  | -1,647.3 | 와이지엔터테인먼트 | 1,352.9 | 컴투스    | -854.5   |
| 에스엠     | 1,167.0 | 에스비엠   | -1,545.2 | 씨티씨바이오    | 1,242.5 | 서울반도체  | -787.5   |
| 컴투스     | 1,005.6 | 서울반도체  | -1,011.0 | CJ E&M    | 935.2   | 덕산하이메탈 | -786.3   |
| 서부T&D   | 906.1   | GS홈쇼핑  | -864.2   | 파라다이스     | 866.3   | 바이로메드  | -689.3   |
| 제이콘텐트리  | 880.0   | 씨티씨바이오 | -717.8   | 다음        | 831.5   | 아바텍    | -602.5   |
| 파라다이스   | 800.9   | 씨젠     | -656.8   | 테라세미콘     | 696.9   | 모두투어   | -580.9   |
| 성광벤드    | 631.6   | 성우하이텍  | -449.1   | AP시스템     | 682.4   | 포스코켄텍  | -572.0   |
| 인터파크    | 477.7   | 엠씨넥스   | -446.4   | 인터파크      | 631.4   | 태양기전   | -506.4   |
| 은행      |         |        |          | 보험        |         |        |          |
| 순매수     | 금액      | 순매도    | 금액       | 순매수       | 금액      | 순매도    | 금액       |
| 다음      | 1,334.5 | 메디톡스   | -802.6   | CJ오쇼핑     | 1,736.6 | 에스엠    | -3,009.6 |
| 네패스     | 380.9   | 씨젠     | -538.3   | 사파이어테크놀로지 | 631.0   | 메디포스트  | -697.9   |
| 에스엠     | 333.4   | 씨유메디칼  | -133.6   | 바이오톡스텍    | 442.2   | 성우하이텍  | -544.5   |
| CJ E&M  | 304.2   | 뷰웍스    | -94.4    | 알에프세미     | 392.8   | 유진테크   | -444.4   |
| 세코닉스    | 272.0   | 크루셜텍   | -85.7    | 포스코켄텍     | 375.8   | 파라다이스  | -399.7   |
| 게임빌     | 199.4   | 아가방컴퍼니 | -81.6    | 파인디지털     | 329.8   | 옵트론텍   | -387.1   |
| 네오위즈게임즈 | 153.7   | 제닉     | -59.7    | 네오위즈게임즈   | 318.5   | 인터파크   | -322.2   |
| 성우하이텍   | 147.0   | 멜파스    | -59.1    | 아이센스      | 302.8   | 서울반도체  | -311.8   |
| 원익IPS   | 120.0   | 포스코켄텍  | -56.1    | 이라이콤      | 291.3   | 컴투스    | -303.3   |
| 한국토지신탁  | 102.3   | 옵트론텍   | -46.2    | 캠트로닉스     | 264.1   | 성광벤드   | -275.4   |

## KOSDAQ 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

| 순매수     |         |         | 순매도   |         |         |
|---------|---------|---------|-------|---------|---------|
| 종목      | 외국인     | 기관      | 종목    | 외국인     | 기관      |
| 에스엠     | 3,225.3 | 2,295.4 | 에스비엠  | 104.7   | 1,891.3 |
| 게임빌     | 1,780.6 | 1,760.4 | 씨젠    | 483.3   | 1,539.4 |
| 인터파크    | 57.0    | 1,724.1 | 성우하이텍 | 620.1   | 1,400.0 |
| 포스코켄텍   | 96.9    | 1,506.8 | 메디톡스  | 743.8   | 1,220.5 |
| 파라다이스   | 1,136.4 | 1,096.1 | 바이로메드 | 393.1   | 946.1   |
| 이엘케이    | 112.7   | 773.9   | 심텍    | 377.5   | 656.8   |
| CJ E&M  | 1,118.4 | 770.5   | 하이텍팜  | 131.7   | 480.7   |
| 위메이드    | 458.9   | 514.6   | 슈프리마  | 544.2   | 456.3   |
| 컴투스     | 1,534.9 | 433.1   | 씨유메디칼 | 321.6   | 329.1   |
| 오스템임플란트 | 2,638.5 | 366.9   | 안랩    | 1,201.0 | 246.7   |

\* 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     | 1306         | 1309    | 1312    | KSPH6H9S |
|-----------------|--------------|--------------|---------|---------|----------|
| 기 준 가 격         | 257.04       | 258.50       | 260.20  | 261.95  | 1.55     |
| 시 가             | 258.34       | 259.60       | 261.05  | 261.95  | 1.60     |
| 고 가             | 258.90       | 259.90       | 261.35  | 261.95  | 1.60     |
| 저 가             | 255.82       | 256.20       | 257.85  | 261.95  | 1.55     |
| 종 가             | 255.82       | 256.35       | 257.95  | 261.95  | 1.55     |
| 전 일 대 비         | -1.22        | -2.15        | -2.25   | -       | -        |
| 이 른 가 격         | -            | 257.27       | 258.93  | 260.72  | 1.66     |
| 총 약 정 수 량 *     | 63,650       | 187,079      | 41      | -       | 31       |
| 총 약 정 금 액 **    | 2,753,395    | 24,148,987   | 5,326   | -       | 7,992    |
| 미 결 제 약 정       | -            | 110599 (612) | 478 (6) | 181 (0) | -        |
| 배 당 지 수 ***     | 2.81% (CD금리) | 0.23         | 0.35    | 0.36    | -        |
| 반 응 배 수         |              | 1.20         | 1.14    | -       |          |
| 장 중 평 균 베 이 시 스 |              | 1.018        |         |         |          |
| 전 일 대 비         |              | -0.109       |         |         |          |

주 : 단위 (\* 천주, 계약 \*\* 백만 \*\*\* 포인트)

반응배수 = 일중 선물가격변동폭/일중 현물가격변동폭, KSPH6H9S : 6월물과 9월물과의 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 | 73,705  | 57,062 | 47,783 | 461     | 2,876  | 684   | 2,953 | 1,596 |
|             | 매 도 | 80,508  | 55,706 | 44,307 | 703     | 1,272  | 589   | 2,587 | 1,448 |
|             | 비 중 | 41.2%   | 30.1%  | 24.6%  | 0.3%    | 1.1%   | 0.3%  | 1.5%  | 0.8%  |
| 순 매 수 누 적   | 전 일 | -6,803  | 1,356  | 3,476  | -242    | 1,604  | 95    | 366   | 148   |
|             | 누 적 | -13,933 | 2,947  | 4,720  | -970    | 5,958  | -171  | 122   | 1,321 |
| 매 매 편 향 강 도 |     | -4.41%  | 1.20%  | 3.77%  | -20.79% | 38.67% | 7.46% | 6.61% | 4.86% |

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

|            | 전일대비   | 등락율      | 거래량    | 거래대금    | 외국인보유  | KOSEF          | KODEX200      |
|------------|--------|----------|--------|---------|--------|----------------|---------------|
| KOSEF      | -120   | -0.46%   | 454    | 11,750  | 0.00%  | NAV (ETF-NAV)% | 25,891 25,839 |
| KODEX200   | -175   | -0.67%   | 8,268  | 214,229 | 6.20%  |                | -0.04% -0.19% |
|            | KOSEF  | KODEX200 | 합성현물   | 최근월물    | 합성선물   | T/E            | 0.01% 0.02%   |
| 증가/100     | 258.80 | 257.90   | 254.84 | 256.35  | 255.25 | 설정주수           | 500 7500      |
| eff.delta  | 0.98   | 1.43     | 3.67   | 1.76    | 3.69   | 환매주수           | 0 3000        |
| diff/basis | 1.16%  | 0.81%    | -0.38% | 0.53    | -0.57  | 상장주수           | 14900 156500  |

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<br>내재변동성 | 0.163 | 콜평균    | 0.144  | 풋평균    | 0.183   | 역사적<br>(5일) | 10.8  | 역사적<br>(20일) | 9.1   |
| 월물 행사가격     |       | 1304   |        |        |         |             | 1305  |              |       |
|             |       | 260.0  | 257.5  | 255.0  | 252.5   | 250.0       | 257.5 | 255.0        | 252.5 |
| Call        | 가격    | 2.02   | 2.98   | 4.20   | 5.65    | 7.45        | 5.20  | 6.30         | 9.50  |
|             | 전일 대비 | -0.83  | -1.07  | -1.25  | -1.45   | -1.60       | -1.20 | -1.35        | 0.10  |
|             | 내재변동성 | 14.50  | 14.60  | 14.70  | 14.60   | 14.90       | 14.90 | 14.60        | 19.50 |
|             | 거래량   | 66,773 | 13,566 | 5,818  | 1,488   | 277         | 89    | 15           | 2     |
|             | 미결제   | 10,444 | 4,435  | 2,258  | 705     | 393         | 69    | 74           | 64    |
| Put         | 가격    | 6.80   | 5.30   | 3.95   | 2.95    | 2.18        | 7.00  | 5.75         | 4.70  |
|             | 전일 대비 | 1.25   | 1.00   | 0.75   | 0.63    | 0.45        | 0.85  | 0.85         | 0.65  |
|             | 내재변동성 | 18.00  | 18.00  | 17.80  | 18.10   | 18.50       | 17.30 | 17.30        | 17.50 |
|             | 거래량   | 6,847  | 13,113 | 45,740 | 148,258 | 147,023     | 145   | 282          | 297   |
|             | 미결제   | 11,159 | 17,330 | 18,191 | 16,099  | 18,782      | 416   | 925          | 1,421 |

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

## 주가지수옵션 투자자별 매매현황

| Call   |    | 외국인     | 개인      | 증권      | 보험    | 투신     | 은행     | 기타법인   | 연기금    |
|--------|----|---------|---------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|
|        | 매수 | 492,482 | 292,233 | 248,454 | 672   | 303    | 150    | 6,786  | 695    |
|        | 매도 | 493,805 | 277,612 | 259,956 | 672   | 706    | 140    | 8,087  | 795    |
|        | 비중 | 47.3%   | 27.3%   | 24.4%   | 0.1%  | 0.0%   | 0.0%   | 0.7%   | 0.1%   |
| 순매수 누적 | 전일 | -1,323  | 14,621  | -11,502 | 0     | -403   | 10     | -1,301 | -100   |
|        | 누적 | -8,870  | 34,967  | -19,877 | 0     | -1,250 | -499   | -3,946 | -527   |
| Put    |    | 외국인     | 개인      | 증권      | 보험    | 투신     | 은행     | 기타법인   | 연기금    |
|        | 매수 | 471,802 | 212,852 | 81,780  | 1,023 | 2,085  | 630    | 649    | 6,141  |
|        | 매도 | 467,612 | 216,787 | 80,415  | 1,023 | 2,243  | 700    | 682    | 7,500  |
|        | 비중 | 60.5%   | 27.6%   | 10.4%   | 0.1%  | 0.3%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.9%   |
| 순매수 누적 | 전일 | 4,190   | -3,935  | 1,365   | 0     | -158   | -70    | -33    | -1,359 |
|        | 누적 | -4,245  | -7,973  | 16,727  | 0     | -207   | -1,086 | 156    | -3,372 |

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<br>잔고<br>(백만원)    | 최근월물 | 4,984,196 | 9,531,905 | 9,615,283 | 4,984,794 | -           | -      | -          | -      |
|                        | 기타   | -         | -         | -         | -         | -           | -      | -          | -      |
|                        | 합계   | 4,984,196 | 9,531,905 | 9,615,283 | 4,984,794 | 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<br>매매 동향<br>(백만원) | 차익   | 2,014     | 0.78      | 130,982   | 3.76      | 253         | 0.10   | 6,547      | 0.19   |
|                        | 비차익  | 16,838    | 6.53      | 731,298   | 20.97     | 15,597      | 6.05   | 518,975    | 14.88  |
|                        | 합계   | 18,852    | 7.31      | 862,281   | 24.72     | 15,851      | 6.15   | 525,522    | 15.07  |
| 베 이 시 스 수 준            |      | 1.625     | 1.525     | 1.425     | 1.325     | 1.225       | 1.125  | 1.025      | 0.925  |
| 차익성 순매수                |      | -39       | 0         | -182      | -515      | -1073       | -10860 | -14292     | -44373 |

주 : 월요일을 제외한 차익거래 잔고는 1일 지연된 데이터임.

| 유가증권시장           |       |         | 03/21 (목) | 03/20 (수) | 03/19 (화) | 03/18 (월) | 03/15 (금) |
|------------------|-------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 가격 및<br>거래량 지표   | 코스피지수 |         | 1,950.82  | 1,959.41  | 1,978.56  | 1,968.18  | 1,986.50  |
|                  | 이동평균  | 5일      | 1,968.69  | 1,978.96  | 1,987.02  | 1,989.98  | 1,997.01  |
|                  |       | 20일     | 1,998.86  | 2,002.55  | 2,003.87  | 2,004.03  | 2,004.68  |
|                  |       | 60일     | 1,985.72  | 1,986.53  | 1,987.09  | 1,987.17  | 1,987.62  |
|                  | 이격도   | 20일     | 97.60     | 97.85     | 98.74     | 98.21     | 99.09     |
|                  |       | 60일     | 98.24     | 98.63     | 99.57     | 99.04     | 99.94     |
|                  | 거래량   |         | 262,864   | 332,896   | 326,790   | 304,266   | 307,400   |
|                  | 거래대금  |         | 35,922.6  | 38,275.4  | 37,195.0  | 39,625.2  | 52,893.9  |
|                  | 시장지표  | 거래량 회전율 |           | 0.74      | 0.93      | 0.92      | 0.85      |
| 거래대금 회전율         |       | 0.32    | 0.34      | 0.32      | 0.35      | 0.46      |           |
| 심리지표             |       | 40      | 40        | 50        | 50        | 50        |           |
| ADR              |       | 93.80   | 101.96    | 100.91    | 104.65    | 103.91    |           |
| 이동평균             |       | 20일     | 104.29    | 103.79    | 103.31    | 102.72    | 102.33    |
|                  |       | VR      | 86.83     | 106.45    | 104.58    | 107.02    | 129.34    |
| 코스닥시장            |       |         | 03/21 (목) | 03/20 (수) | 03/19 (화) | 03/18 (월) | 03/15 (금) |
| 가격 및<br>거래량 지표   | 코스닥지수 |         | 544.56    | 546.26    | 550.01    | 541.09    | 554.81    |
|                  | 이동평균  | 5일      | 547.35    | 549.15    | 549.84    | 548.62    | 548.49    |
|                  |       | 20일     | 540.62    | 539.67    | 538.48    | 536.91    | 535.58    |
|                  |       | 60일     | 517.53    | 516.44    | 515.39    | 514.31    | 513.49    |
|                  | 이격도   | 20일     | 100.73    | 101.22    | 102.14    | 100.78    | 103.59    |
|                  |       | 60일     | 105.22    | 105.77    | 106.72    | 105.21    | 108.05    |
|                  | 거래량   |         | 463,024   | 487,969   | 493,308   | 508,038   | 569,681   |
|                  | 거래대금  |         | 19,817.0  | 22,172.0  | 19,650.6  | 23,168.6  | 26,538.7  |
|                  | 시장지표  | 거래량 회전율 |           | 2.26      | 2.32      | 2.35      | 2.42      |
| 거래대금 회전율         |       | 1.64    | 1.82      | 1.60      | 1.92      | 2.15      |           |
| 심리지표             |       | 60      | 60        | 70        | 70        | 80        |           |
| ADR              |       | 99.73   | 106.34    | 102.28    | 111.40    | 112.62    |           |
| 이동평균             |       | 20일     | 112.36    | 111.81    | 111.43    | 110.59    | 109.82    |
|                  |       | VR      | 199.44    | 257.34    | 254.97    | 254.49    | 343.26    |
| 자금지표             |       |         | 03/21 (목) | 03/20 (수) | 03/19 (화) | 03/18 (월) | 03/15 (금) |
| 국고채 수익률(3년)      |       |         | 2.59      | 2.60      | 2.60      | 2.59      | 2.61      |
| 회사채수익률(무보증3년)AA- |       |         | 2.94      | 2.94      | 2.93      | 2.93      | 2.95      |
| 원/달러 환율          |       |         | 1,115.70  | 1,116.10  | 1,111.60  | 1,114.60  | 1,110.30  |
| CALL금리           |       |         | 2.74      | 2.73      | 2.74      | 2.73      | 2.74      |
| 주식형(국내)          |       |         | -         | 663,601   | 663,713   | 664,301   | 665,939   |
| 주식형(해외)          |       |         | -         | 249,285   | 249,310   | 249,439   | 250,018   |
| 채권형              |       |         | -         | 494,162   | 495,128   | 495,228   | 491,727   |
| 고객예탁금            |       |         | -         | 180,710   | 185,790   | 182,502   | 185,353   |
| 고객예탁금 회전율        |       |         | -         | 33.45     | 30.60     | 34.41     | 42.85     |
| 순수예탁금 증감         |       |         | -         | -2,665    | 5,608     | -1,381    | -973      |
| 미수금              |       |         | -         | 1,545     | 1,295     | 1,090     | 1,098     |
| 신용잔고             |       |         | -         | 43,490    | 43,621    | 43,200    | 42,517    |

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