

KDB DAEWOO DAILY

2013. 7. 11 (목)

코스피지수 (7/10)	1,824.16P(-6.19P)
코스닥지수 (7/10)	515.64P(-3.70P)
KOSPI200지수 9월물	236.40P(-2.05P)
중국상해종합지수 (7/10)	2,008.13P(+42.68P)
NIKKEI225지수 (7/10)	14,416.60P(-56.30P)
원/달러 환율	1,135.80(-5.90)
엔/달러 환율	101.13(+0.27)
국고채 수익률 (3년)	2.94(-0.05)
유가[WTI] (7/10 22:10)	105.41(+1.88)
국내주식형펀드증감(7/9)	513억원
해외주식형펀드증감(7/9)	-49억원
고객예탁금(7/9)	170,955억원(-10,719억원)
신용잔고(7/9)	45,490억원(+448억원)

시황전망

중국의 구조조정, 현재완료 진행형

경제분석

신흥국의 Sudden Stop과 벌거벗은 임금님

관심지표

6월 중국 수출입: 무역지표 부진으로 경제성장 둔화 우려 증가

기업분석

대한항공[매수] – 류제현: 아직 끝나지 않은 터뷸런스

LS산전[매수] – 성기종: 전력난에 장사(壯士)있다!

삼성엔지니어링[Trading Buy] – 박형렬: 2분기 실적: 불확실성의 연장국면

주체별 매매동향

KOSPI200 선물시장 통계

주가 지표



각 조사분석자료에 해당하는 캠플라이언스 관련 고지사항은 당사 홈페이지에 게시된 원문에서 확인할 수 있습니다.
본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이니, 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 저작재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

중국의 구조조정, 현재완료 진행형

중국이 하반기에 강도 높은 구조조정을 시행할 것이라는 우려가 주식시장의 반등을 가로막고 있다.

중국 비금융 기업들의 총자산 대비 순이익 비율은 작년에 3.41%를 기록해 금융위기 당시인 2008년의 3.87%를 밑돌았다. 여기에 중국 정부의 의지까지 감안하면 기업들의 구조조정은 불가피해 보인다.

그러나 수익성 하락의 원인을 뜯어보면, 중국의 산업 구성이 달라진 데 따른 영향을 무시할 수 없다. 투자는 소재, 산업재, 유트리티 등의 업종을 중심으로 둔화되고 있다.

다만 차입이 늘어난 것은 부담이다. 이런 현상은 올해 더욱 두드러질 것으로 예상된다. 유동성 여건이 악화될 때 자금회전에 어려움을 겪는 기업들이 생길 수 있다.

중국 은행 등 금융기관들에 대한 우려가 더 크다. 금융기관의 자산이 급증했는데, 나타날 수 있는 문제는 두 가지다. 1) 차입으로 자산을 늘렸는데, 금융기관들이 조달한 자금을 제때에 갚지 못하는 경우와 2) 대출 등 보유한 자산이 부실해지는 경우다.

중국 금융기관들은 차입 비중이 높지 않고 은행채 만기도 임박해 있지 않아서 자금 조달 영역은 양호하다. 문제가 생긴다면 자산에서 생길 수 있다. 쉐도우뱅킹을 통한 자산관리 상품이 문제가 되고 있는데, 그 규모는 정확히 알려져 있지 않다.

발표되는 중국 금융기관의 증권 및 기타 투자 계정은 분기 말에 크게 늘어나는 특징이 있으며 WMP의 만기도 1~3개월이 많아 시중은행들의 유동성 상황이 분기 말마다 악화될 가능성이 있다. 중국 변수가 국내 주식시장에 미칠 영향은 금융 쪽이 더 크다고 생각한다.

중국에 대한 걱정

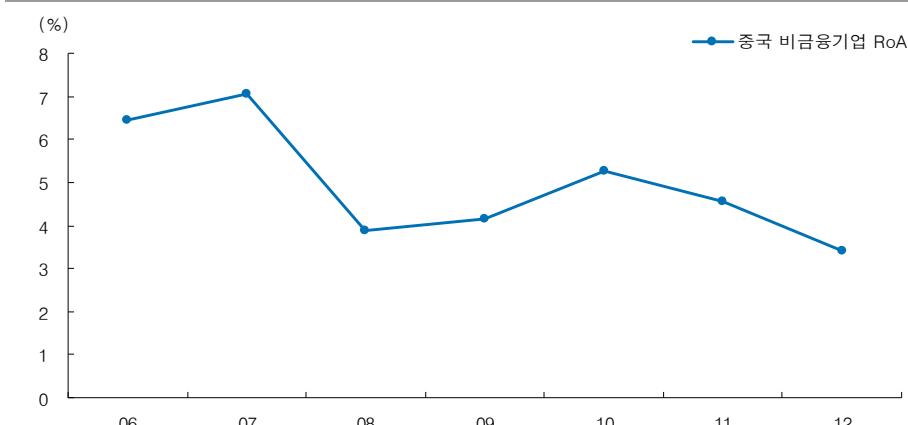
중국 구조조정 우려, 밸류에이션 할인 요인

지금 주식시장의 발목을 잡는 불확실성은 크게 두 가지다. 1) FRB가 오는 9월부터 자산 매입 규모를 축소할 것이라는 우려와 2) 중국이 하반기에 강도 높은 구조조정을 시행할 것이라는 걱정이다.

특히 후자에 대한 걱정이 한국 시장의 낮은 밸류에이션 멀티플이 정당화되는 논리로 쓰이고 있다. 시장에는 중국의 새 정부가 그간 논의 수준에 그치던 중국의 과잉설비에 대한 구조조정을 실시할 것이라는 예상이 우세하다.

2012년 중국 비금융 기업들의 수익성이 금융위기 당시인 2008년보다도 악화돼 이런 예상에 힘을 실는다. 상해와 심천 주식시장에 상장된 기업들 가운데 2005년 이후 실적처가 존재하는 1,550개 기업들을 대상으로 살펴보면 **총자산 대비 순이익 비율은 3.41%**로 집계돼 금융위기 당시인 2008년의 3.87%를 밀돌았다(그림1 참조).

그림 1. 중국 비금융기업 수익성 2010년 이후 줄곧 하락세



주: RoA는 순이익을 총자산으로 나눠 계산

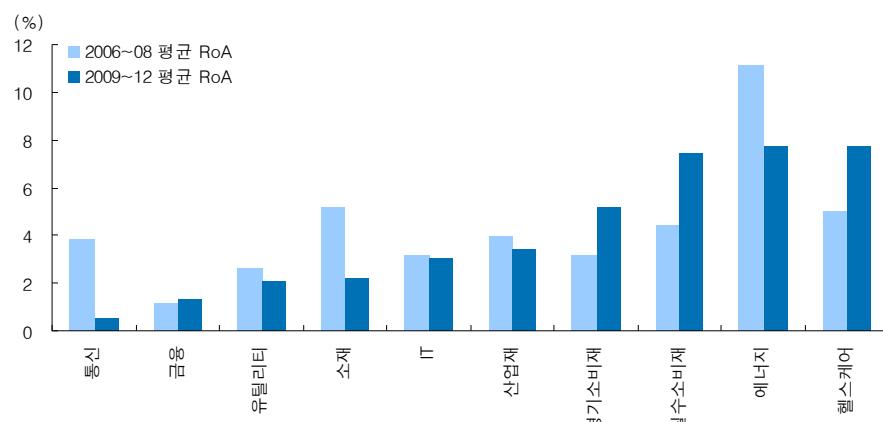
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

중국 정부의 의지를 감안했을 때 기업들의 구조조정은 불가피해 보인다. 다만 수익성 하락의 원인을 뜯어보면, 중국의 산업 구성이 달라진 데 따른 영향을 무시할 수 없고, 고정 자산 투자도 이미 둔화되는 중임을 확인할 수 있다.

수익성 하락, 투자중심에서 소비중심 경제로 넘어가는 과정

금융위기 이전과 이후로 나눠 봤을 때 수익성이 가장 많이 떨어진 업종은 통신, 유텔리티, 소재 등이다. 반대로 수익성이 개선된 산업은 소비재, 헬스케어 등이다(다음 페이지 그림2 참조). 이는 중국이 투자 중심에서 소비 중심의 경제 구조로 넘어가는 과정에서 나타나는 자연스러운 변화로 봐야 한다.

그림 2. 중국 산업 수익성, 통신 소재 산업체 하락 vs 소비재 헬스케어 상승



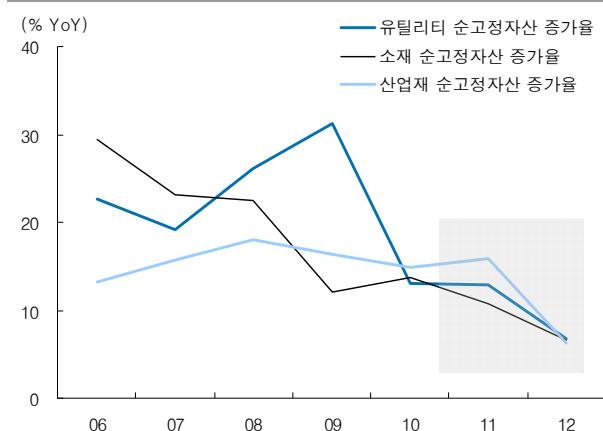
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

구조조정은 현재완료 진행형

수익성 하락에 맞춰 소재와 산업체, 유트리티 업종의 고정자산 투자 증가율이 함께 떨어졌다(그림3 참조). 통신 업종은 수익성이 악화되는 와중에도 투자 증가율이 상승했지만 이는 차이나유니콤이 아웃라이어 역할을 하기 때문이다. 차이나유니콤은 중국 2위 통신 업체로 중국의 통신 산업은 2G에서 3G로 넘어가는 과도기에 있다. 차이나유니콤의 수익성 악화는 전환 시에 나타나는 불가피한 과정으로 봐야 한다.

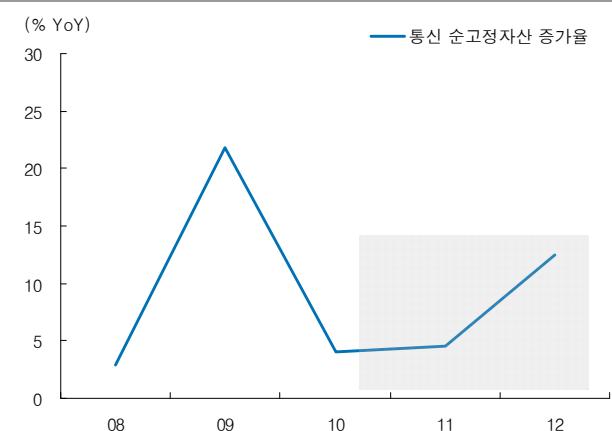
이렇게 중국의 산업은 내부 수요에 맞춰 변화하는 과정 중에 있다. 구조조정에 따른 충격이 예측 불가능한 범위로 커질 가능성은 낮다고 생각한다.

그림 3. 중국의 저수익성 산업, 투자둔화 중



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 통신은 3G망 확충으로 투자 늘어



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

현금 비중이 떨어진 것은 악화된 유동성 상황을 반영

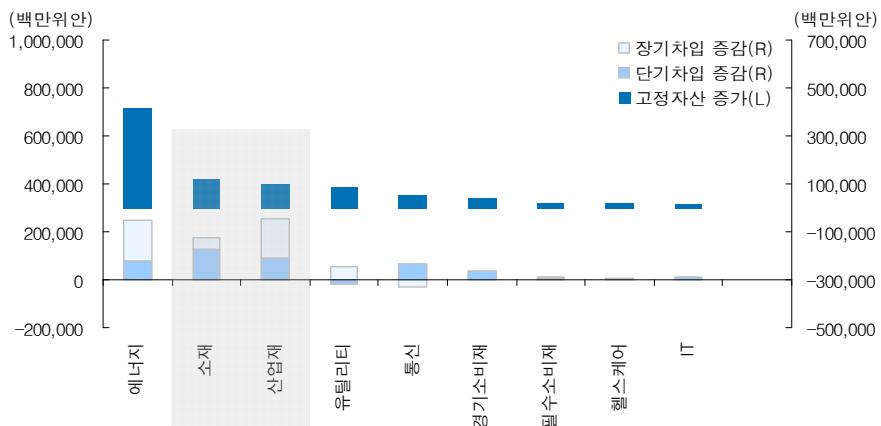
다만 차입이 늘어난 것은 부담이다. 중국 기업들의 고정자산 증가율이 2011년 13.2%에서 2012년 9.8%로 둔화될 때 차입 증가율도 21.7%에서 13.8%로 떨어졌다.

투자보다 부채가 늘어나는 속도가 빠른 것은 우려스럽다. 그리고 구조조정이 필요한 산업에서 차입이, 단기를 중심으로 늘었기 때문에 보다 주의가 필요하다.

소재, 산업재, 유트리티 업종에서 이런 현상이 두드러지는데, 업황이 둔화되고 자금조달 여건이 악화되면서 작년 한해 투자에 들어간 자금 이상을 차입했다. 운전자금으로 사용된 것으로 보인다(그림5 참조).

이런 현상은 올해에도 계속 나타날 것으로 예상된다. 유동성 여건이 악화될 때 자금회전에 어려움을 겪는 기업들이 생길 수 있다.

그림 5. 중국 기업들 현금 비율도 하락



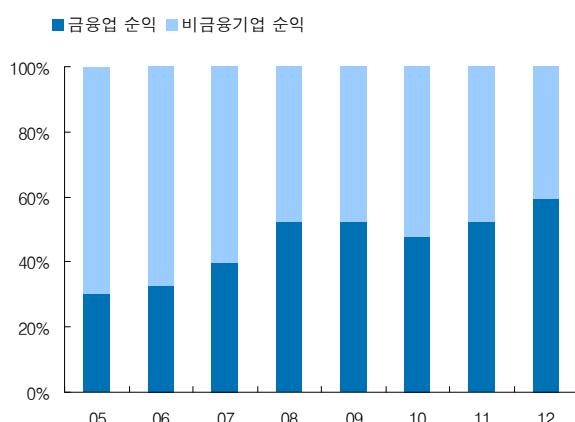
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

우려는 금융기관으로 한정할 필요

금융기관들이 우려되는 중국

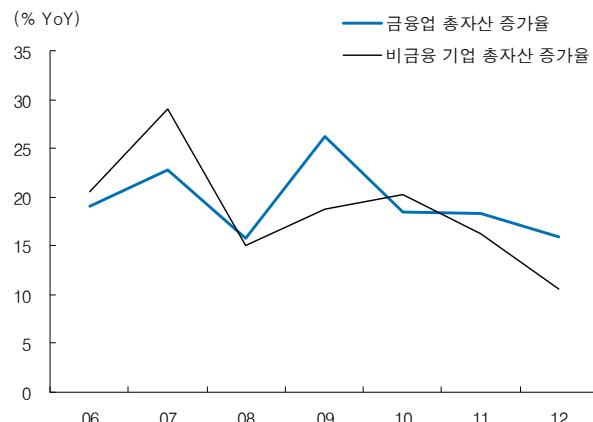
반대로 중국 은행 등 금융기관들은 우려된다. 중국 상장기업들 순이익에서 금융기관의 비중은 2005년 30%였으나 작년에는 60%까지 증가했다. 중국 주식시장의 금융 업종에 대한 민감도는 크게 높아졌다. 자산 증가 속도 역시 금융위기 이전에는 비금융 기업들이 더 높았지만 이후에는 금융기관이 더 높았다(다음 페이지 그림6,7 참조).

그림 6. 중국 금융업 순익 비중 60%까지 상승



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 총자산 증가율, 금융업이 비금융기업 상회



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

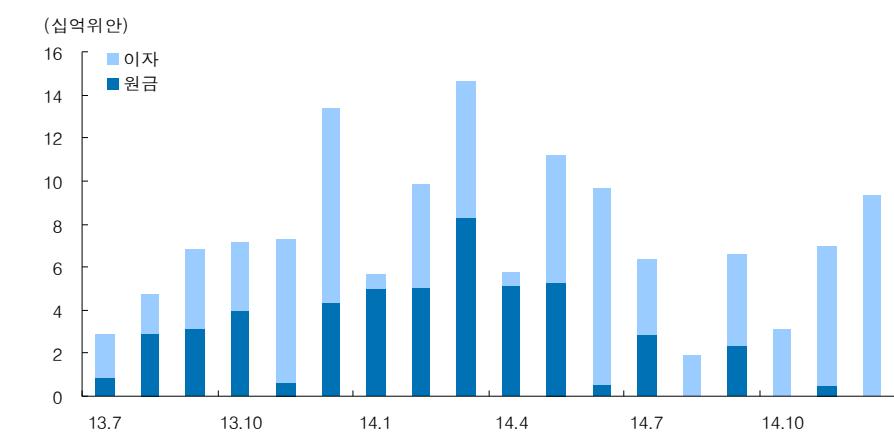
금융기관의 자산이 급증하면서 나타날 수 있는 문제는 두 가지이다. 1) 차입으로 자산을 늘렸는데, 금융기관들이 조달한 자금을 제때에 갚지 못하는 경우와 2) 대출 등 보유한 자산이 부실해지는 경우다.

중국 금융기관 부채 쪽에는 문제 없어

중국 금융기관들은 차입 비중이 높지 않다. 중국의 은행들은 지급준비율이 19.5%로 높음에도 인민은행에 초과 지급준비금으로 예치돼 있는 자금이 1,330억위안에 달한다. 초과 지준금은 지난 2012년 이후 계속 증가하고 있다.

은행채 만기도 임박해 있지 않다. <그림 8>은 중국 상장 은행들의 은행채 만기를 표시한 것이다. 중국 상장 은행들이 발행한 채권 만기는 올해 12월과 내년 3월에 몰려 있고 월간 최대 원리금도 150억위안 내외로 많지 않다. 따라서 금융기관의 디폴트 위험이 커질 가능성은 낮다고 판단한다.

그림 8. 중국 은행채 부담 많지 않아



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

문제가 생긴다면 자산 쪽에서 생길 수도

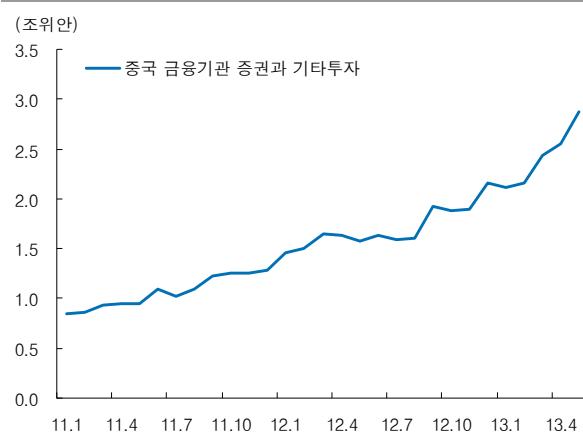
문제가 생긴다면 자산에서 생길 수 있다. 그리고 이는 금융업의 순이익 악화로 이어질 수 있다. 작년 쉐도우 뱅킹을 통한 자산관리 상품이 문제가 되고 있는데, 그 규모는 정확히 알려져 있지 않다. 신용평가기관 피치의 추정에 따르면 잔액이 15조위안에 달한다고 한다.

발표되는 중국 금융기관의 증권 및 기타 투자 계정을 참조하면 중국 금융기관들의 기타 투자 금액은 올해 5월 말 현재 2조 8,696억위안으로 일년 전 1조 5,690억위안보다 83% 급증했다. 증권 및 기타 투자 계정은 분기 말에 크게 늘어나는 특징이 있다(그림9 참조).

분기말 금융기관 유동성 부족 재연 가능성

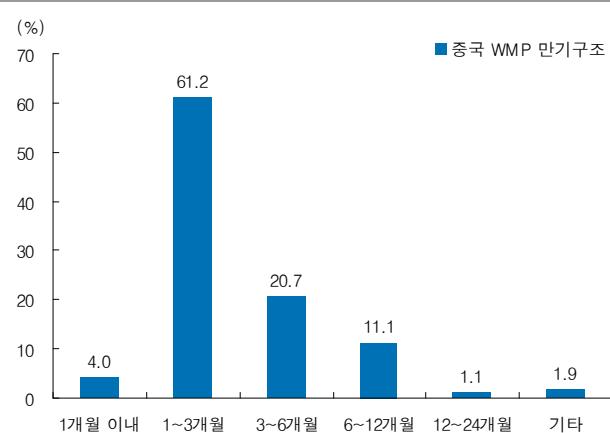
이는 WMP(Wealth Management Product)의 만기가 1~3개월이 많기 때문이다(그림10 참조). 시중은행들은 분기 말마다 유동성 부족을 겪을 가능성이 있다.

그림9. 중국 금융기관 기타투자, 분기말에 증가하는 계절성



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 중국 WMP, 1~3개월 만기가 가장 많아



자료: 자본시장 연구원 재인용, KDB대우증권 리서치센터

구조조정은 새로운 이슈가 아니다

중국의 과잉 투자에 대한 우려가 있으나 큰 방향에서의 구조조정은 이미 진행 중이다. 따라서 부정적인 영향이 가속화될 가능성은 낮다.

다만 업황이 악화되면서 기업들의 현금 비중이 낮아졌고, 이는 유동성 상황이 악화될 때 기업활동에 영향을 미칠 수 있다.

금융기관들의 자산 증가는 우려된다. 자금 조달 여건은 양호하지만 WMP 등 자산의 만기 때마다 유동성 우려가 불거질 수 있다. 중국 변수가 국내 주식시장에 미칠 영향은 금융 쪽이 더 크다고 생각한다.

신흥국의 Sudden Stop과 벌거벗은 임금님

미국 양적완화 축소라는 이슈는 시간 문제다. 신흥국이 걱정이다. 글로벌 금융위기 이후 신흥국으로 유입된 자금 규모가 이전 보다 많고, 금융위기 이전 유효했던 신흥국의 경쟁력과 매력이 예전만 못하다. 벌거벗은 임금님의 우화처럼 금융위기 직후 고성장에 살짝 가려졌던 신흥국의 냉정한 현실이 당분간 이어질 전망이다.

그러나 위기가 임박한 것으로 보기는 어렵다. 보통 신흥국 위기는 과도한 부채와 달리 유동성 부족에서 비롯되었다. 현재 신흥국은 과거에 비해 자국 통화 표시 채권 비중이 늘어났고, 외채 부담도 낮다. 해외 차입 속도가 문제가 되긴 하지만, 경제 규모로 보면 단정짓기는 이르다. 이러한 상황을 감안할 때 보다 현실적인 전망은 차별화다. 자금 유입 규모를 감안할 때 주식보다는 채권, 미국 달러 유동성 측면에서는 아시아보다는 중남미와 중동 국가들의 위험 가능성이 커 보인다.

미국 QE 축소와 나비효과

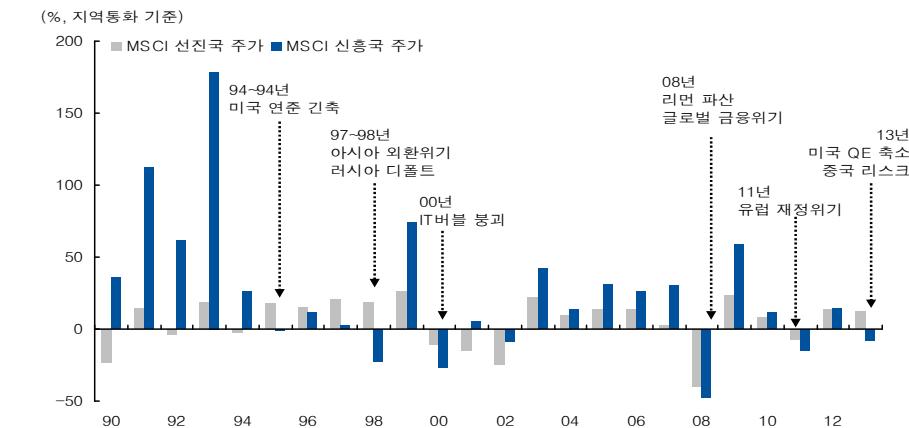
이제 미국 양적완화 축소라는 이슈는 시간 문제다. 양적완화 축소가 신흥국에 악재라는 사실은 새롭지 않다. 그러나 소위 ‘Sudden Stop’이라고 하는 예상치 못한 해외 자본 유입 중단 또는 유출 가능성에 대해 신중한 점검이 필요한 시점이다.

통화정책의 ‘정상화’라는 점에서 양적완화 축소를 악재로만 보기는 어렵다. 양적완화 규모를 줄인다고 해도 서서히 진행될 것이기 때문이다. 신흥국도 2000년 이전에 비해 체질이 개선된 측면도 있다. 하지만 나비효과가 걱정된다. 나비효과는 나비 날개 짓처럼 작은 변화가 폭풍우와 같은 큰 변화를 유발시키는 현상이다. 미국 양적완화 규모가 천천히 줄여도 누군가는 예상보다 큰 충격을 겪을 것이다.

최근 신흥국 주가 부진은 위기 가능성성을 시사하는 것은 아닐까?

필자가 걱정하는 것은 신흥국 충격 가능성을 시장이 미리 반영할 가능성이다. <그림1>을 보면 올해처럼 신흥국 주가가 선진국보다 부진했던 경우는 매우 드물었다.

그림 1. 금융위기 국면을 제외하면 신흥국 주가가 일방적으로 약한 시례는 드물어



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

산이 높을수록 골도 깊은 법

미국 양적완화 규모가 줄면 당연히 신흥국으로의 자금 유입이 줄거나 오히려 유출될 것이다. 그러나 필자가 예전보다 이러한 우려를 크게 보는 이유는 크게 두 가지 때문이다.

하나는 2008년 금융위기 이전보다 해외 자금이 많이 유입되었기 때문이고, 두 번째 이유는 금융위기 이전과는 달리 현재 신흥국의 본질적인 경쟁력이 약화되었기 때문이다.

**신흥국으로 유입된 자금 규모,
글로벌 금융위기 이전보다 30%
가량 많아**

**대체로 GDP 대비 3~4%에
해당하는 자금 유입이 3~4년간
지속되면 위기가 발생**

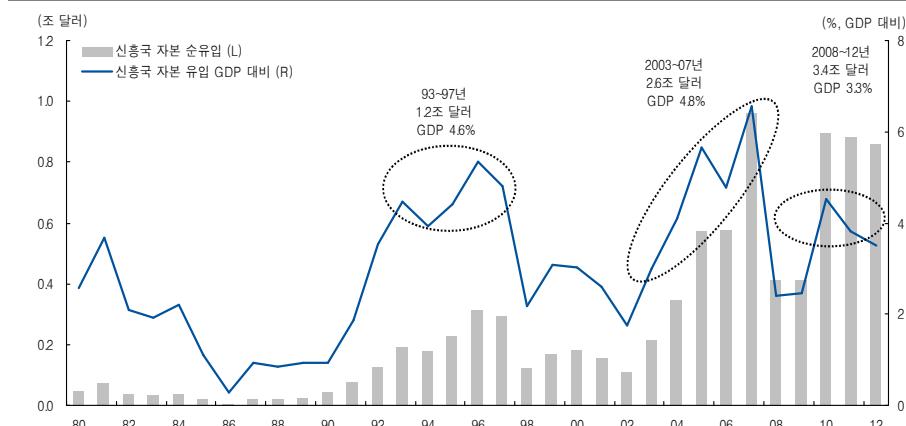
**자금 유입은 늘었는데 신흥국
경쟁력은 예전만 못해**

우선, 2008년 글로벌 금융위기 이후 지금까지 신흥국으로 유입된 자금 규모가 그 이전 국면에 비해 많아 자금 유출에 대한 우려가 적지 않다. IIF(The Institute of International Finance)에 따르면, 2008년 이후 2012년까지 신흥국으로 유입된 자본 유입(해외직접투자/주식 투자/은행 대출/채권)규모는 3.4조 달러에 이른다. 이는 2003~2007년까지 신흥국으로 유입된 자금 2.6조 달러에 비해 30% 가량 많다.

다행스러운 점도 있다. 신흥국으로 유입된 자금 규모를 GDP 대비로 보면 2003~07년 당시 연 평균 4.8%에 해당하는 자금이 유입된 반면, 2008년 이후에는 평균 3.2% 수준이다. 경제 규모 대비로는 줄었다. 그러나 유입된 자본 형태를 보면 주식과 채권 등 증권 투자 자금 유입 규모는 90% 가량 늘었다<그림 11>. 반면 위기 국면에서 늘 문제가 되던 은행 차입금은 예전에 비해 유입 규모가 크게 줄었다. 논란의 여지가 있지만 증권투자 자금이 커진 반면 은행 대출을 통한 자금 유입이 크지 않았다는 의미는 실물에 미치는 영향은 다소 제한적일 가능성을 내포한다.

더군다나 근본적인 문제는 유동성 유입은 위기 직전 5년 동안보다 많이 유입된 반면 신흥국의 체력이 예전만 못하다는데 있다. 일반적으로 신흥국으로 자금이 유입되는 이유는 신흥국 자체적인 매력이 크거나 (Pull Effect), 선진국에서 투자할 대상이 부족한 경우 (Push Effect)로 볼 수 있다. 최근 신흥국 자금 유출이 우려가 되는 이유는 신흥국 자체적인 매력이 약화되었기 때문이다.

그림 2. 2008년 이후 2012년까지 3.4조 달러 이상의 자금이 신흥국으로 순유입



자료: IIF, KDB대우증권 리서치센터

신흥국과 벌거벗은 임금님

신흥국의 경쟁력이 약해졌음을 보여주는 증거를 찾기는 어렵지 않다. 가장 쉽게 확인할 수 있는 부분이 성장률, 통화가치의 고평가, 그리고 경상수지다.

금융위기 이전 대비 낮아진 성장률과 고평가된 환율, 축소된 경상수지

1) 위기 이전 보다 낮아진 성장률: 동남아 국가들을 제외하면 신흥국 성장률은 2000년대 평균보다 낮아졌다. <표 1>에서 나타나듯 중국 경제성장률은 2000년 이후 평균 9.9%였다. 올해 1분기는 7.7%에 불과했다. 반면 미국의 경우 2000년대 평균 성장률 1.7%에서 2013년 1분기 성장률은 1.8%로 개선되었다. 과거 평균 대비 높은 수준이다.

2) 한국 등을 제외하면 통화가치도 고평가: BIS에서 발표하는 실질실효환율 기준으로 보면 신흥국 통화가 위기 이전 대비 높아졌거나 고평가된 이후 조정을 받고 있다. <그림 4>에서 보듯 미국과 한국 통화가 금융위기 이후보다 낮아진 것과는 대조적이다. 통화가치가 고평가되었다는 의미는 수출을 비롯한 자체 경쟁력이 약화될 가능성을 시사한다.

3) 경상수지 흑자 축소: 금융위기 직전에는 원자재 가격이 상승함에 따라 자원 수출 국가들이 빠르게 성장했다. 그러나 브라질/인도네시아는 글로벌 위기 이후 적자로 반전되었다. 벌어들이는 소득에 비해 내수 경기가 좋아 수입을 많이 했기 때문이다. 그간 긴축을 통해 미국과 유럽 등 선진국들의 경상수지 적자 규모가 축소되고 있는 것과 상반된다.

경쟁력 측면에서 미국에 밀리고 있는 신흥국

물론 신흥국 성장률이 선진국보다 낮아지지는 않을 것이다. 그러나 내수시장과 중산층 성장이라는 매력을 제외하고는 신흥국의 성장동력이 희석된 것은 분명하다. 쉽게 말해 소득수준에 비해 과소비했고 통화가치 고평가에 따라 성장 능력에 한계를 드러낸 것이다.

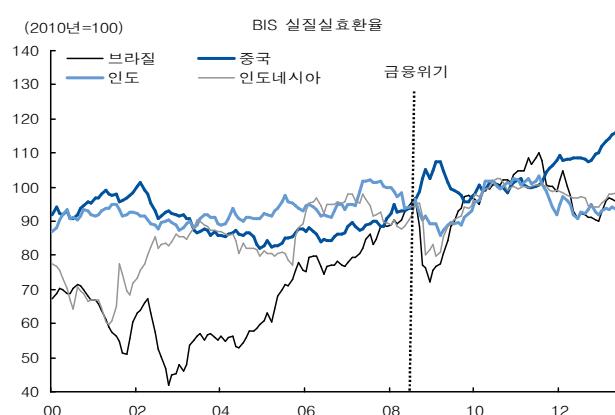
표 1. 실질 경제 성장률 비교

(단위: 전년비 %)

	신흥국	브라질	인도	러시아	터키	인도네시아	중국	한국	미국
2000년~2009년 평균	5.6	3.3	8.6	4.6	3.8		5.1	9.9	4.4
2007년	8.0	6.1	9.7	8.5	4.8		6.3	14.2	5.1
2011년	6.1	2.8	7.5	4.2	8.9		6.5	9.3	3.7
2012년	4.8	0.9	5.1	3.5	2.3		6.2	7.8	2.0
2013년 1분기	1.9	4.8	2.1	3.0			6.0	7.7	1.5

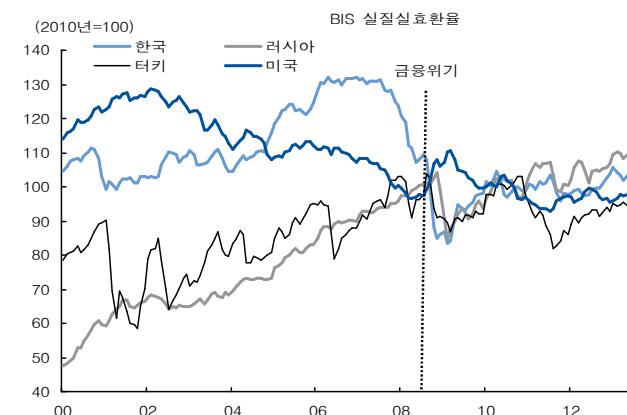
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 금융위기 이전에 비해 중국/브라질/인도 등 통화 고평가



자료: BIS, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 미국과 한국은 상대적으로 고평가 국면 해소



자료: BIS, KDB대우증권 리서치센터

그러나 당장 위기가 임박했다고 보기는 어려워

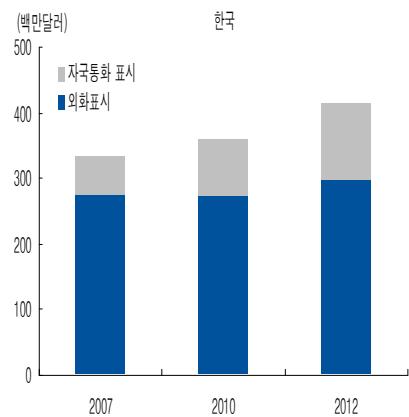
필자의 소견으로는 신흥국의 자체적인 매력이 약화되었다는 사실이 이전과는 다른 근본적인 차이다. 그렇다고 과도한 비관도 피할 필요가 있다. 과거 신흥국 위기는 과도한 부채와 달리 유동성 부족에 기인했다. 과거에 비해서는 견딜만한 여유가 남아 있다.

**자국 통화표시 외채 비중이
늘어나고, 경제 규모 대비 외채
규모 부담은 적어**

1) 자국 통화표시 채권 확대: 글로벌 금융위기 이후 신흥국들의 자국통화 표시 채권 발행이 늘어났다. 한국의 경우, 2007년만 해도 자국통화 표시 채권 비중이 17%였으나, 2012년 28%로 늘어났다. 대체로 신흥국이 발행한 채권의 20~30%가 자국통화 기준이다. 달러 표시 채권 규모가 축소된 점은 미국달러 변동에 대한 위협이 낮아졌음을 의미한다.

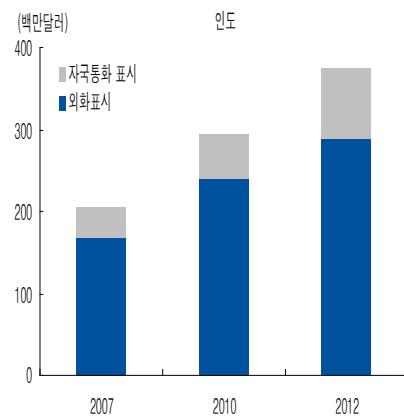
2) 부담스럽지 않은 외채 비중: 부채가 많으면 위기 가능성이 높다. 특히 단기 부채가 더욱 위험하다. 단적인 예가 한국이다. 2007년말 한국의 GDP 대비 단기 부채 비중은 15%에 달했다. 원화 급락의 주 요인이었다. 다행히 대부분 신흥국들이 단기 부채가 늘긴 했어도 GDP 대비 5~7% 내외에 불과하다. 오히려 한국과 브라질/러시아는 감소했다.

그림 5. 한국 자국통화 표시 채권 발행 증가



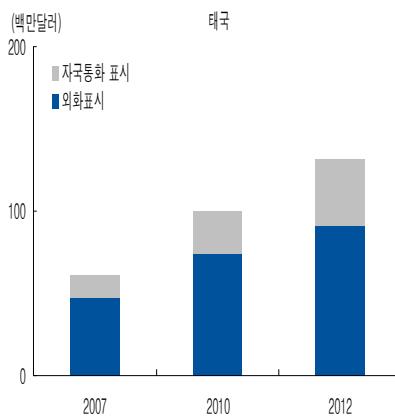
자료: BIS, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 인도도 자국통화 표시 채권 비중 증가



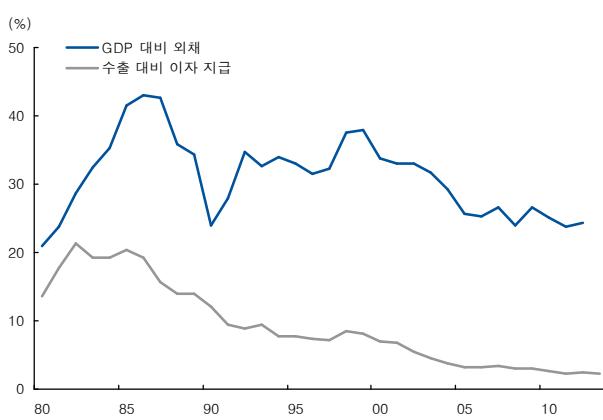
자료: BIS, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 태국도 마찬가지



자료: BIS, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 신흥국 전체로 보면 외채 비중은 낮아지고 있어



자료: IIF, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 주요 신흥국들의 단기 외채 부담도 크지 않아

GDP 대비 %	브라질	한국	중국	인도	인도네시아	러시아	터키
2000	4.8	9.3	1.1	0.8			10.7
2001	5.1	8.0	4.3	0.6		10.0	8.4
2002	4.6	8.4	4.5	0.8		7.4	7.1
2003	4.5	7.9	5.3	1.0	2.2	8.4	7.6
2004	3.8	7.8	6.0	1.0	3.1	6.0	8.2
2005	2.7	7.8	6.5	2.4	3.9	5.7	8.1
2006	1.9	12.0	6.2	2.7	3.3	5.7	8.1
2007	2.9	15.3	5.8	3.3	4.3	7.7	6.7
2008	2.2	16.1	4.1	3.6	4.0	4.4	7.2
2009	2.5	17.9	4.7	3.5	4.5	4.3	8.0
2010	3.1	13.8	5.8	3.6	4.7	3.9	10.6
2011	1.7	12.3	6.5	4.0	4.5	3.6	10.6
2012		11.2		4.9	5.1	4.0	12.8

자료: World Bank, KDB대우증권 리서치센터

위험 징후는 있으나, 심각하다고 보기는 일러

금융위기의 징후가 없진 않으나 그렇다고 뚜렷하지도 않다. 90년대 이후 나타난 금융 위기의 주요 배후에는 과도한 해외 차입과 그에 따른 자산 버블 붕괴 과정이 잇따랐다.

주목할 점은 위기 직전 해외 차입 증가가 연 평균 20~30%대를 웃돌았다는 사실이다. 아시아 외환위기 직전 한국/태국/말레이시아 등과 러시아 모두 연 평균 30%대에 달하는 해외 차입이 있었다. 2008년 글로벌 금융위기 전에도 동유럽 국가들과 남유럽 국가들이 그랬다. 현 국면에서는 이러한 과도한 차입 위험이 있는 국가는 중국과 브라질이다.

이처럼 해외 차입 속도라는 측면에서는 상당히 위협적이나, 경제 규모 대비로 살펴 보면 좀 다르다. 한국의 경우 과도한 차입이 빠르게 감소하고 있지만, 경제 규모 대비로 보면 중국보다 부담스럽다. 브라질도 점차 부담스러워나 2001~02년 당시에 비해 낫다.

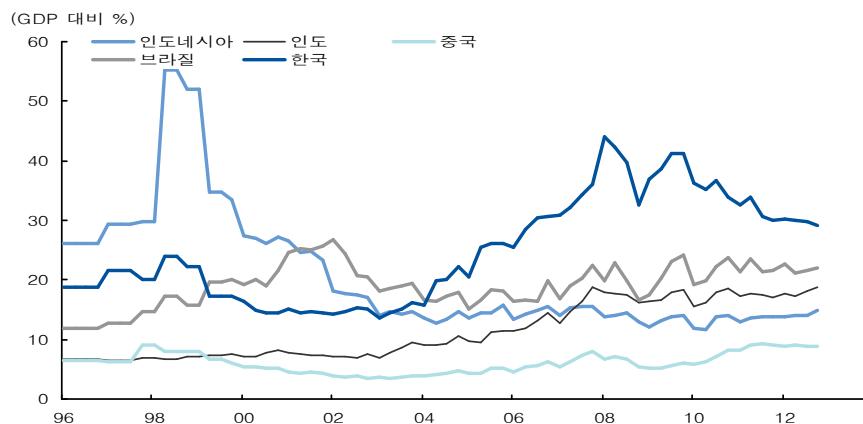
표 2. 아시아 외환위기/글로벌 금융위기 당시와 해외 은행 차입 증가 비교

(단위: CAGR %)

	93~96년	04~07년	09~12년
중국	16.3	39.4	34.3
한국	27.6	30.5	2.7
인도	11.2	47.2	16.6
인도네시아	18.4	15.7	17.4
말레이시아	27.3	17.4	14.5
필리핀	17.9	4.6	13.2
태국	32.3	3.5	22.3
브라질	7.3	18.8	21.9
칠레	11.9	12.2	10.7
멕시코	2.8	4.2	8.3
러시아	35.2	39.5	0.5
터키	10.1	35.2	8.4
헝가리	7.3	32.9	11.6
폴란드	-	29.7	0.3
스페인		30.7	16.5
포르투갈	17.8	14.1	17.8
그리스	20.6	17.6	28.2
미국		19.0	1.1

자료: BIS, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 경제 규모 대비 해외 은행 차입 규모를 보면 중국은 심각하지는 않은 듯



자료: BIS, KDB대우증권 리서치센터

신흥국 채권이 반드시 안전자산은 아닐 수 있어

현 시점에서 미국 양적완화 축소가 급격하게 진행되지는 않을 가능성이 높고 외채 규모는 예전에 비해 양호하기 때문에 단번에 금융위기가 발생할 것으로 보이지는 않는다. 금융위기는 결국 위기의 정점에서 나타나고, 아직은 초기 국면이다. 굳이 비교하자면 현재 신흥국 상황은 아시아 외환위기 전 95년말~96년 정도가 아닐까 싶다.

2008년 글로벌 금융위기 이후 신흥국으로 유입된 자금의 상당부분은 채권 자금 유입

필자의 소견으로는 신흥국에 대한 위험관리가 필요한 상황에서 미국 양적완화 정책의 변화가 신흥국 주식보다는 채권에 보다 부정적이다. 그 이유는 2007~08년 글로벌 금융위기 이후 자금 유입 측면에서 채권 관련 자금 유입 규모가 상당히 커고 자산 가격 상승도 훨씬 가팔랐기 때문이다.

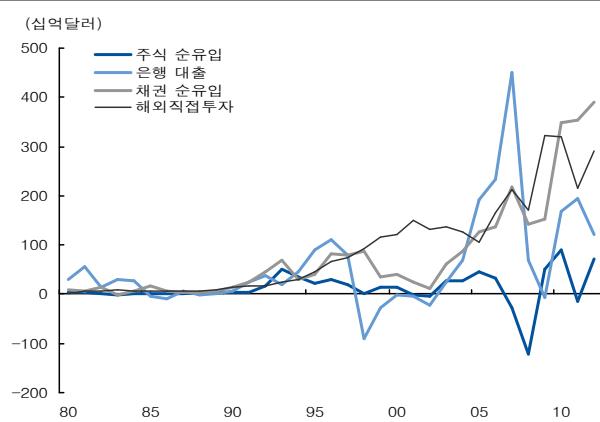
IIF 데이터를 참고하면 2008년 이후 신흥국으로 유입된 자금 중 가장 큰 부분이 바로 채권 관련 유입이다. 물론 주식 투자 유입 자금 규모도 금융위기 전과 비교하면 상당히 커졌다. 2003~07년까지 5년 동안 신흥국으로 유입된 주식 투자 자금은 1,040억 달러인데 반해 2009년 이후 2012년까지 4년간 유입된 규모는 1,974억 달러다. 거의 2배 가까이 된다.

그러나 채권으로 유입된 규모가 훨씬 크다. 2003년~07년까지 5년 동안 신흥국으로 유입된 채권투자 자금은 6,271억 달러였다. 반면 2009년 이후 2012년까지 4년간 유입된 규모가 1.2조 달러를 넘는다. 2배 가량 늘었다.

자산 가격 상승 측면에서도 주식보다는 채권에 대한 차익 실현 압박이 클 듯

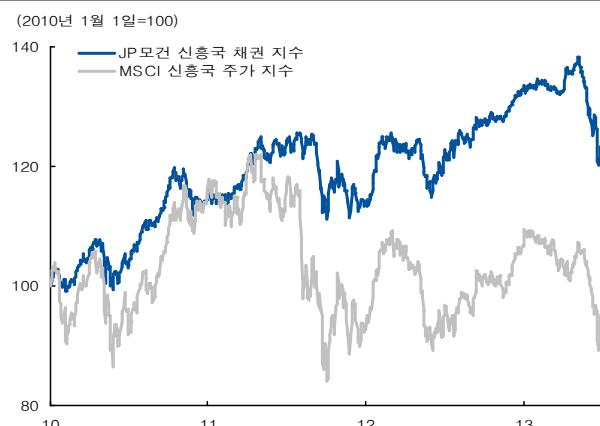
문제는 신흥국으로 유입된 자금은 위기 이전에 비해 2배 이상 늘어났으나, 신흥국 주식보다는 신흥국 채권 가격 상승 폭이 훨씬 커다는데 있다. 2010년 1월을 100으로 보면, 신흥국 주가는 2010년초 수준에도 못 미친다. 반면 신흥국 채권 가격은 올해 5월초까지 강세를 이어갔다. 이러한 가격 차이를 감안하면 차익 실현에 대한 압박이 주식보다 채권 쪽이 보다 강하게 나타날 가능성이 있다.

그림 11. 신흥국으로 자금 유입, 주로 채권을 통한 유입 규모 급증



자료: IIF, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 신흥국 주식보다는 채권 가격이 강세를 보여



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

이전과는 다른 살벌한(?) 차별화

당장 위기는 아니더라도 신흥국에 대한 위험관리가 필요하다는 의미는 차별화가 극명하게 나타날 수 있음을 시사한다. 실제 위기는 미국마저도 성장하지 못할 때 발생하고 이 때는 충격이 클 것으로 보인다.

그러나 당장 이러한 위험은 크지 않다는 점에서 필자의 짧은 생각으로는 실제로 QE 축소가 이루어질 것으로 예상되는 3분기말 이전에 신흥국에 대한 1차적인 포트폴리오 조정은 마무리될 것으로 보인다. 이후에는 신흥국 자체적인 경제여건에 따라 차별화가 예상된다.

차별화의 핵심은 달려 의존도

**한국/대만/독일에 비해
중남미/동유럽 국가들의 유동성
부족 위험 높은 건은 사실**

**최근 중남미와 OPEC국가들에
대한 미국 무역적자 축소도 주목**

**아시아 국가들은 중국 의존도가
부담. 미국 수출 의존도
측면에서는 유럽 수출국과
멕시코가 유리한 국면**

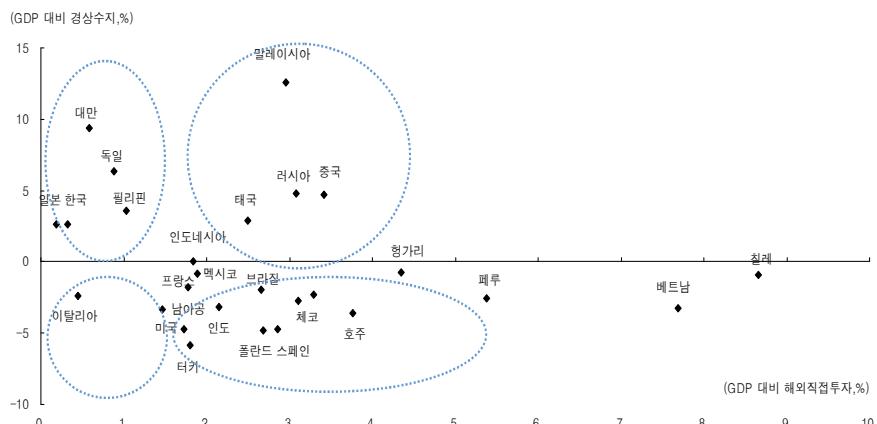
차별화의 핵심은 달려 의존도일 것이다. 이러한 측면에서 경상수지와 해외자본에 대한 의존도 및 미국/중국에 대한 수출 의존도와 대 미국 무역수지 측면을 살펴보았다.

일반적인 유동성 부족에 따른 위험을 측정하기 위해 경상수지와 해외직접투자 의존도가 높은 나라들을 분류하고, 대 미국 무역수지, 그리고 미/중 수출 의존도를 함께 고려해 보았다. 유동성 부족이라는 측면에서는 한국/대만 등 경상흑자 국가들이 인도/터키/페루/체코 등 동유럽과 남미 국가들에 비해 위험이 낮은 것으로 나타났다.

흥미로운 점은 최근 미국 무역적자 규모가 축소되는 과정에서 중남미 (브라질/칠레 등) 와 OPEC 국가들에 대한 적자가 줄어들고 있다. 그만큼 달려 유동성이 중남미와 OPEC 국가들은 점차 부족해질 가능성을 의미한다.

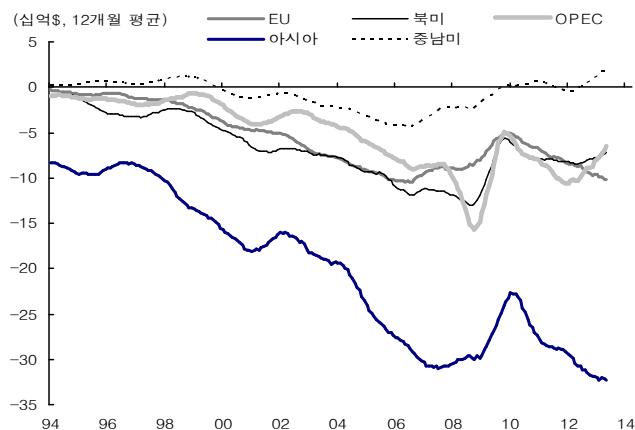
아시아 국가들은 당장 유동성 부족 위험을 겪을 가능성은 낮아 보였다. 그러나 위험은 중국 의존도였다. 단순히 중국 성장 둔화를 미국을 통해 생쇄할 가능성을 수출 의존도를 통해 살펴 보면 당연한 결과지만 대부분 아시아 국가들은 미국보다 중국 의존도가 높게 나타났다. 반면 독일/네덜란드 등 유럽 수출 국가들과 멕시코는 이러한 미국 성장에 따른 수혜를 나름대로 볼 가능성이 있어 보인다.

그림 13. 유동성 의존도가 높은 국가들과 그렇지 않은 국가들



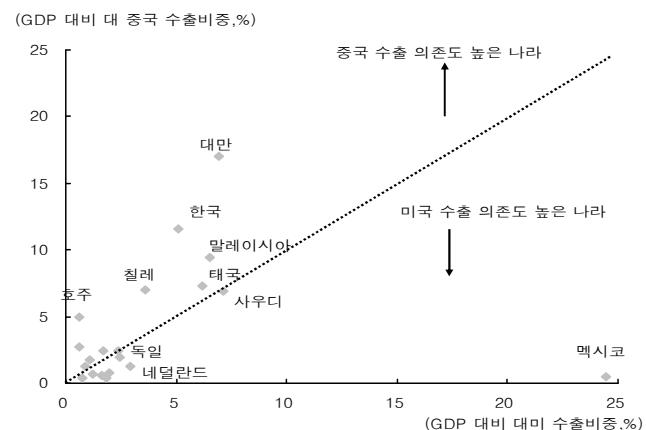
주: 경상수지와 해외직접투자는 5년 평균 기준, 자료: IMF, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 미국 국가별 무역수지, OPEC/중남미에 대한 적자 축소



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 수출 의존도 측면에서 멕시코/독일/네덜란드가 유리



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

6월 중국 수출입: 무역지표 부진으로 경제성장 둔화 우려 증가

그림 1. 수출증가율은 44개월 만에 (-) 기록



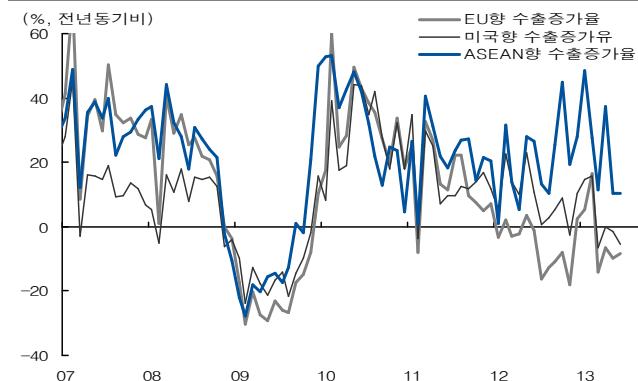
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 계절조정 된 수입증가율은 전월 대비 오히려 상승



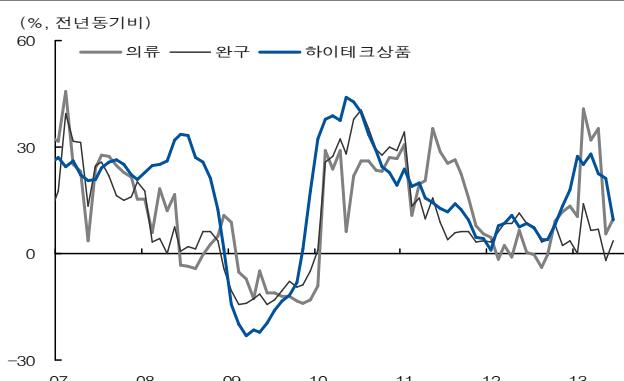
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 미국/EU로의 수출증가율은 (-), ASEAN수출증가율은 (+) 지속



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 경기부진으로 고부가가치 상품의 수출증가율은 부진



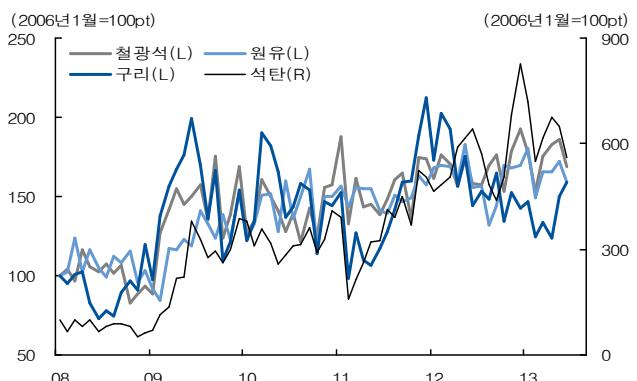
주: 품목별 증가율은 3개월 이동평균. 자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 한국으로부터의 수입은 (+)증가세 유지



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 구리를 제외한 주요 원자재 수입량은 감소



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

항공운송

Earnings preview
2013. 7. 11

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	39,000
현재주가(13/07/10, 원)	29,150
상승여력	34%

영업이익(13F,십억원)	15
Consensus 영업이익(13F,십억원)	277
EPS 성장률(13F,%)	적전
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.9
P/E(13F,x)	-
MKT P/E(13F,x)	8.9
KOSPI	1,824.16
시가총액(십억원)	2,124
발행주식수(백만주)	74
유동주식비율(%)	68.0
외국인 보유비중(%)	12.4
베타(12M,일간수익률)	0.75
52주 최저가(원)	29,100
52주 최고가(원)	52,900
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-14.3 -39.7 -43.3
상대주가	-8.6 -30.6 -43.0



운송

류제현
02-768-4175
jay.ryu@dwsec.com

대한항공 (003490)

아직 끝나지 않은 터뷸런스

2Q13 Preview: 일본 여객 노선과 화물의 쌍끌이 부진 이어질 듯

동사의 2/4분기 실적은 매출액 3조 201억원, 영업손실 812억원으로 전분기(영업손실 1,234억원) 대비 크게 개선되지 못할 것으로 보인다. 일본 노선의 부진세가 이어지면서 국제 여객 수송량 및 Yield는 각각 약 YoY 2.9%, YoY 5.7% 감소할 것으로 예상된다. 여객 탑승률도 YoY 3%p 하락한 76%를 기록할 것으로 보인다. 지난해 여객 탑승률 개선에 일조했던 중국발 환승객 수도 15% 이상 감소할 전망이다. 화물은 극심한 공급 조정이 있었던 1/4분기 대비 공급 감소량은 축소되었고, 탑재율도 78.3%(YoY+2.0%p)로 비교적 선방한 것으로 예상된다. 하지만 Yield는 YoY 7.0% 감소할 것으로 예상되는데, 이는 탑재율 유지를 위해 저가 화물을 유치했기 때문으로 추정된다.

영업외 부분에서는 원화 약세에 따라 외화환산 손실 1,870억원이 발생할 것으로 예상된다. 이로인해 순손실은 2,630억원을 기록할 것으로 예상된다. 영구채 2,100억원을 발행하면서 부채비율 하락이 예상되었으나, 2/4분기 실적부진으로 부채비율 개선 가능성도 제한적이다.

3/4분기까지도 큰 모멘텀 없을 전망: 가격경쟁은 지속된다

3/4분기에는 계절적 강세로 흑자 전환이 예상되지만, 전년 동기 대비 모멘텀은 크지 않을 것으로 보인다. 일본 여객 노선의 탑승률은 60% 수준에 머물고 있고 중국 여객 노선도 70% 초반으로 악화되었기 때문이다. 그러나 동사의 매출비중이 가장 높은 장거리노선 탑승률이 80% 이상이 예상되어, 전체 여객 탑승률은 79%를 기록할 것으로 예상된다. Yield는 전년 대비 큰 폭의 변화는 없을 것으로 예상하지만, 최근 수요 부진으로 인해 발생하고 있는 티켓 가격 경쟁이 완화되지 않는다면 3/4분기 실적도 의미있게 개선되기는 힘들 전망이다.

분할 후 재상장이 되는 9월 이후 모멘텀이 개선될 것으로 전망한다. 하반기로 가면서 1) 화물노선 비수기 종료 및 기저효과에 따른 실적 악화세 완화 2) 일본 노선의 부진 악화세의 진정이 관찰될 것으로 기대한다.

목표주가 39,000원으로 하향하며 매수의견 유지

동사의 목표주가를 39,000원으로 하향한다. 이는 12개월 Forward BPS에 1.3배(Mid-Cycle 벨류에이션)를 적용한 것으로 사이클 개선이 늦춰진다면 추가 하향 가능성도 배제할 수 없다. 현 시점은 경기부진 외에도 1) 저가항공사발 경쟁심화, 2) 화물 수요의 구조적 감소가 지속되는 점을 주목한다. 선제적인 재무구조 개선 및 원가절감을 위한 노력이 필요한 시점이다. 장기적으로도 2조원에 가까운 capex가 축소되지 않고, 이보다 낮은 수준의 EBITDA가 지속된다면, 주주가치의 회복은 쉽지 않을 것으로 전망된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	11,640	12,246	12,720	12,528	13,422	13,979
영업이익 (십억원)	1,236	453	319	15	441	611
영업이익률 (%)	10.6	3.7	2.5	0.1	3.3	4.4
순이익 (십억원)	563	-219	246	-119	174	335
EPS (원)	7,678	-2,983	3,359	-1,600	2,349	4,512
ROE (%)	19.5	-8.4	9.7	-4.7	6.9	12.4
P/E (배)	9.1	-	13.5	-	12.4	6.5
P/B (배)	2.1	1.5	1.4	1.0	1.0	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 대한항공 2013년 2분기 Preview

	2Q12	1Q13	2Q13F		시장 컨센서스	(십억원, %)	
			KDB Daewoo	YoY		QoQ	
매출액	3,246	2,941	3,020		3,071	-7.0	2.7
영업이익	126	-123	-81		22	적전	적지
영업이익률	3.9	-4.2	-2.7		0.7	-6.6	1.5
세전이익	-224	-450	-346		-78	적지	적지
순이익	-171	-305	-258		-60	적지	적지

주: K-IFRS 연결기준(순이익은 지배주주 귀속 순이익),

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 대한항공 분기별 수익예상

구분	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
	(십억원)	(십억원)	(십억원)								
매출액	2,998	3,246	3,400	3,075	2,941	3,020	3,340	3,227	12,720	12,528	13,422
영업이익	-99	126	313	-21	-123	-81	140	79	319	15	441
세전이익	-28	-224	461	223	-450	-346	684	-86	432	-197	176
순이익	-63	-171	338	141	-305	-258	505	-61	246	-119	174
영업이익률	-3.3	3.9	9.2	-0.7	-4.2	-2.7	4.2	2.5	2.5	0.1	3.3
세전이익률	-0.9	-6.9	13.6	7.3	-15.3	-11.5	20.5	-2.7	3.4	-1.6	1.3
순이익률	-2.1	-5.3	9.9	4.6	-10.4	-8.5	15.1	-1.9	1.9	-0.9	1.3
국제선RPK 증감률 (YoY, %)	9.7	10.1	4.4	2.5	3.1	-2.9	-1.7	2.9	6.5	0.3	7.2
국제선 L/F (%)	75.7	79.0	82.0	76.6	76.6	76.5	79.0	77.2	78.3	77.2	78.3
항공유가 (\$/bbl)	132	122	126	127	128	121	116	117	127	121	125
환율 (원/달러)	1,131	1,152	1,133	1,090	1,085	1,122	1,070	1,065	1,126	1,085	1,065

주: K-IFRS 연결기준(순이익은 지배주주 귀속 순이익)

자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

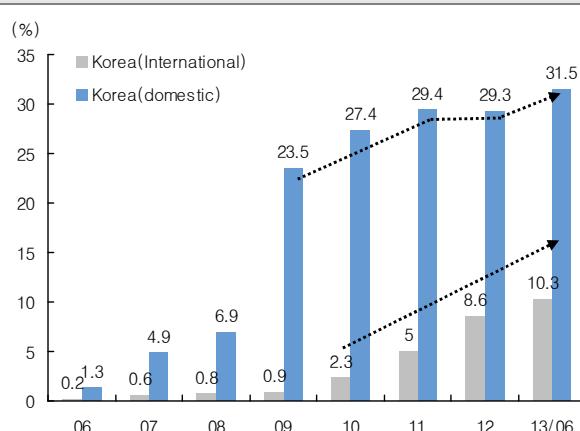
표 3. 대한항공 수익 예상 변경표

	변경전		변경후		변경률		변경 근거
	13F	14F	13F	14F	13F	14F	
매출액	12,699	13,654	12,528	13,422	-1.3	-1.7	탑재율 및 일본 노선 부진 지속
영업이익	199	455	15	441	-92.5	-3.1	원화약세에 따른 외화 환산손실
세전이익	-278	-78	-197	176	적지	흑전	
순이익	-228	-100	-119	174	적지	흑전	
EPS	-3,076	-1,355	-1,600	2,349	적지	흑전	

주: K-IFRS 연결기준(순이익은 지배주주 귀속 순이익)

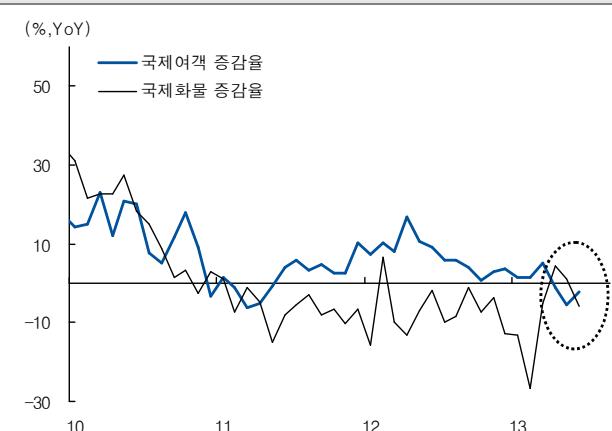
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. LCC MS 추이: 지속되는 저가 공세



자료: CAPA, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 대한 항공 국제 여객/화물 증감률: 화물 악화세 반전



자료: 인천공항, KDB대우증권 리서치센터

전기부품/설비

Company Report
2013. 7. 11

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	75,000
현재주가(13/07/10, 원)	59,000
상승여력	27%

영업이익(13F,십억원)	183
Consensus 영업이익(13F,십억원)	191
EPS 성장률(13F,%)	27.5
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.6
P/E(13F,x)	13.8
MKT P/E(13F,x)	8.9
KOSPI	1,824.16
시가총액(십억원)	1,770
발행주식수(백만주)	30
유동주식비율(%)	51.8
외국인 보유비중(%)	11.2
베타(12M,일간수익률)	1.13
52주 최저가(원)	53,500
52주 최고가(원)	74,300
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-2.3 -15.1 -6.9
상대주가	3.3 -6.0 -6.7



조선/기계

성기종

02-768-3263

kijong.sung@dwsec.com

LS산전 (010120)

전력난에 장사(壯士) 있다!

2Q실적 Preview: 매출액 6,553억원(YoY 8.4%), 영업이익 495억원(YoY -5.8%)

LS산전의 2013년 2분기 매출액은 전년비 8.4% 증가한 6,553억원, 영업이익은 5.8% 감소한 495억원, 세전이익은 15.2% 감소한 392억원이 예상된다. 이는 기준예상을 상회하는 실적으로 경기침체에도 내수 시장에서의 안정적인 영업과 수출 및 신규사업 호조 때문이다.

사업부문별로는 주요 사업인 T&D(변압기&배전반) 부문의 실적 개선이 기대된다. 이라크를 중심으로 수출 호조와 국내는 전력난이 장기화되면서 고효율 제품의 신규 및 교체수요가 증가한 것으로 보인다. 전력기기 부문은 국내 경기 부진에도 자동차 및 IT업체들의 설비증설과 함께 안정적인 캐쉬카우 역할을 해주고 있다.

동사의 2Q 영업이익률은 7.6%로 전분기대비 1.4%p 개선이 예상된다. 이유는 ① T&D 및 전력기기 부문의 영업호조로 생산성 개선 이유가 가장 커 보이고, ② 신규사업의 턴어라운드로 수익성 개선 효과가 예상된다. ③ 동가격 하락으로 원가가 감소했고, 기준에 상대적으로 수익성이 낮았던 태양광모듈, 교통SOC사업 등도 매출이 증가하여 수익성이 개선될 전망이다. 2분기동안 원/달러 환율 변동이 크지 않아 환관련 손익은 크지 않을 것이나 환헤지용 파생상품관련 손실은 일부 발생할 것으로 예상된다.

해외 영업호조로 하반기에도 경기를 거스르는 성장 지속

동사는 전년도 2분기에 사상 최대 분기실적을 기록한 이후 금년 2분기도 YoY 8.4% 성장이 예상된다. 수출 수주 증가와 신규사업의 빠른 안정 및 국내에서는 독보적인 경쟁력을 바탕으로 안정적인 영업실적을 유지해준 때문이다. 하반기에도 지속적인 성장이 예상된다. 신규 사업은 물론 수출이 지속적으로 증가할 것이기 때문이다. 특히 동사는 **이라크향 수출&수주 증대와 주변 국가로의 사업영역 확대로 하반기 수출성장을 이끌 전망이다.**

투자의견 매수, 목표주가 75,000원으로 유지

LS산전에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 75,000원으로 유지한다. 2분기 영업실적은 예상을 상회하였고 상반기 수주활동도 양호하여 하반기에도 실적개선이 기대된다. 이라크 등 수출이 증가하고 신규사업의 턴어라운드로 내수 둔화 속에서도 향후 안정적인 성장과 현금흐름 창출이 가능할 전망이다.

2013-14년 예상 12개월 Forward PER은 약 11배로 글로벌 경쟁업체들의 2013년, 2014년 평균 PER 15.9배, 14.2배 대비 저평가이다. 글로벌 동종업체들은 성장 문화에도 자국 주식시장 대비 30%이상 할증을 받고 있다. 동사는 해외시장 개척을 통한 수출확대와 신규사업의 성공적 진입으로 경쟁사와 달리 중장기적 성장이 가능해 보인다. LS그룹 내에서 가장 양호한 영업실적에도 최근 LS그룹주와 동반하락한 것은 오히려 매수 기회라 판단된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	1,835	2,071	2,232	2,501	2,808	3,144
영업이익 (십억원)	174	132	154	183	226	274
영업이익률 (%)	9.5	6.4	6.9	7.3	8.1	8.7
순이익 (십억원)	123	70	100	128	182	230
EPS (원)	4,112	2,346	3,344	4,262	6,073	7,679
ROE (%)	17.9	9.4	12.5	14.4	18.0	19.3
P/E (배)	22.0	28.4	20.1	13.8	9.7	7.7
P/B (배)	4.1	3.0	2.8	2.2	1.9	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: LS산전, KDB대우증권 리서치센터

전력부족 사태 ⇒ 고효율 제품 수요 증가

발전소 증설과 제품의 고효율화는 장기적으로 동사에 큰 수혜 전망

세계적으로 전력부족 사태가 발생하면서 발전소 증설은 물론 고효율 제품 수요가 동시에 확대될 전망이다. 국가별 재정, 원자력, 환경 문제 등 발전소 증설의 어려운 현실을 고려하면 고효율 관련 제품의 선호도가 훨씬 클 것으로 예상된다. 고효율 제품의 단적인 예로 LED 전구의 급성장을 들 수 있다.

스마트그리드라는 용어에 친숙하지만 소비자들이 잘 인식하지 못하는 전력기기 부문에서의 고효율화 노력이 확대되고 있다. 고효율 제품에 대한 신규 수요와 교체 수요가 동시에 진행되고, 동사의 여러 제품군들에서 이러한 스마트화가 진행되면서 매출 성장과 수익성 개선에 영향을 주고 있다. 동사가 생산하는 제품은 전기를 전송하거나 차단 또는 제어하는 제품이다. 발전소에서 생산되는 전기를 가장 효율적으로 관리하기 위한 노력이 확대될수록 동사의 제품은 업그레이드되어 가격인상 요인이 된다.

수익예상 조정

LS산전은 2013년 매출액이 전년비 12.0% 증가한 2조 5,012억원, 영업이익은 18.4% 증가한 1,826억원, 세전이익은 21.2% 증가한 1,627억원이 될 전망이다. 매출액은 기준 예상치 보다 0.3% 상향, 영업이익은 -3.7% 하향 조정하였다. 실적을 상향한 이유는 ① 이라크 등 수출 호조, ② 신규사업의 텐 어라운드, ③ 전력기기 사업의 독점적 특성상 고효율화 과정에서 중장기적으로 실적개선 여지가 높고 ④ 발전소 증설로 인한 시장확대는 장기적 관점에서 동사의 수혜가 예상되기 때문이다. ⑤ 단, 경기 부진으로 수익성이 좋은 내수 부문이 둔화되어 영업이익을 소폭 하향조정하였다.

표 1. LS산전 2013년 2분기 Preview

	2Q12	1Q13	2Q13F		증감률	
			KDB Daewoo	시장 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	604	529	655	637	8.4	23.8
영업이익	52	33	49	48	-5.8	48.5
영업이익률	9	6	8	8	-11.1	33.3
세전이익	46	14	39	41	-15.2	178.6
순이익	33	13	30	31	-9.1	130.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익,

자료: LS산전, FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 2. LS산전의 수익예상 변경표

	변경전			변경후			변경률			변경 이유
	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	
매출액	2,232	2,493	2,855	2,232	2,501	2,808	-	0.3	-1.6	
영업이익	154	190	226	154	183	226	-	-3.7	0.0	수출증가, 내수부진
세전이익	134	171	225	134	163	231	-	-4.7	2.7	파생상품 손실
순이익	97	134	177	97	128	182	-	-4.5	2.8	
EPS (원)	3,344	4,480	5,890	3,344	4,262	6,073	-	-4.9	3.1	
영업이익률	6.9	7.6	8.0	6.9	7.3	8.0	-	-	-	
순이익률	4.5	6.0	6.8	4.5	5.2	6.5	-	-	-	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: LS산전, KDB대우증권 리서치센터

표 3. LS산전의 분기별 수익예상

	2012				2013F				2Q13F 증가율	2011	2012	2013F	2014F	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF						
매출액	453	604	574	602	529	655	617	700	23.8	8.4	2,071	2,232	2,501	2,808
영업이익	30	52	51	21	33	49	44	57	48.5	-5.8	132	154	183	226
세전이익	26	46	43	20	14	39	46	64	178.6	-15.2	96	134	163	231
순이익	21	33	36	11	13	30	35	49	130.8	-9.1	70	100	128	182
영업이익률	6.7	8.6	8.9	3.5	6.2	7.6	7.1	8.0	22.6	-11.6	6.4	6.9	7.3	8.0
순이익률	4.6	5.3	6.1	1.6	2.4	4.7	5.8	7.1	95.8	-11.3	3.4	4.5	5.2	6.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: LS산전, KDB대우증권 리서치센터

건설

Earnings Preview
2013. 7. 11

(Maintain)	Trading Buy
목표주가 (원, 12M)	93,000
현재주가(13/07/10, 원)	68,200
상승여력	36%

영업이익(13F,십억원)	-91
Consensus 영업이익(13F,십억원)	224
EPS 성장률(13F,%)	적전
MKT EPS 성장률(13F,%)	19.7
P/E(13F,x)	-
MKT P/E(13F,x)	8.9
KOSPI	1,824.16
시가총액(십억원)	2,728
발행주식수(백만주)	40
유동주식비율(%)	73.0
외국인 보유비중(%)	28.3
베타(12M,일간수익률)	1.52
52주 최저가(원)	67,500
52주 최고가(원)	213,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-21.8 -58.3 -61.7
상대주가	-16.2 -49.2 -61.4



건설

박형렬
02-768-4165
hyungryul.park@dwsec.com

삼성엔지니어링 (028050)

2분기 실적: 불확실성의 연장국면

2분기 실적은 시장 컨센서스와 기이던스를 하회할 전망

2분기 매출은 2.9조원 (-5.7% YoY), 영업이익은 -279억원으로 1분기에 이어 적자가 지속될 것으로 전망된다. 1분기 실적 부진 사유는 사우디아라비아 마덴 철강 프로젝트와 미국 다우케미칼 프로젝트에서의 공기 지연에 따른 손실처리였으며, 2분기 실적 부진은 다우케미칼 프로젝트의 추가 공기 연장과 사우디 샤이바 천연가스 처리시설 관련 원가율 조정 등에 따른 것으로 판단된다.

사우디 마덴 철강 프로젝트는 추가적인 원가율 조정이 없으나, 다우케미칼 프로젝트는 기존 8월 완공 예정에서 10월경으로 공기가 추가 연장될 것으로 보인다. 사우디 샤이바 천연가스 처리 시설은 총 4개 펩키지로 이루어진 3.2조원 규모의 프로젝트로, 1분기말 기준 진행률은 73%이며, 14년 상반기 완공 예정이다.

2분기 실적의 관건은 가시성의 회복 여부

2분기 실적에서 중요한 것은 손실의 규모보다는 실적 가시성 회복 여부로 판단된다. 상반기 실적 악화의 주요 원인이었던 마덴 철강 프로젝트와 다우케미칼 프로젝트에 대한 불확실성은 2분기 실적을 기점으로 완화될 것으로 전망된다.

하반기 이후 실적 가시성은 매출 비중이 높아지는 3개 프로젝트가 결정할 것으로 판단된다. 이는 1) 사우디 샤이바 천연가스 처리시설 (14년 상반기 완공 예정, 1분기말 잔고 0.9조원), 2) UAE Takreer Carbon Black (2016년 1월 완공 예정, 1분기말 잔고 2.6조원), 3) 사우디 Yanbu 발전 (2014년 7월 완공 예정, 1분기말 잔고 1.7조원)이 대표적이며, 이들 프로젝트에 대한 수행 관리가 실적의 방향성을 결정할 것으로 전망된다.

다만 2분기 실적 발표를 기점으로 부정적인 Event는 감소 전망

2012~2013년 동사의 주가 흐름은 1) 수주 정체 및 ROE 둔화에 따른 Valuation premium 감소 국면, 2) 2013년 1분기 대규모 적자에 따른 주가 하락 국면, 3) 2분기 경영진단에 따른 불확실성과 추가적인 손실 우려 등이 반영된 것으로 판단된다.

다만 동사에 대한 부정적인 Event는 2분기 실적 발표 이후 감소할 것이다. 3분기 이후 실적 회복 속도가 빠르게 나타나기는 어려우나, 부정적인 변수 역시 감소할 전망이다.

투자의견 Trading Buy 유지, 목표주가 120,000원에서 93,000원으로 하향

수익추정의 하향조정에 따라 목표주가를 120,000원에서 93,000원으로 하향하며, 투자의견은 기존 Trading Buy를 유지한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	5,312	9,298	11,440	11,054	10,563	10,730
영업이익 (십억원)	412	626	732	-91	434	464
영업이익률 (%)	7.8	6.7	6.4	-0.8	4.1	4.3
순이익 (십억원)	339	513	524	-90	299	326
EPS (원)	8,482	12,832	13,095	-2,249	7,465	8,159
ROE (%)	38.3	43.7	33.9	-5.6	19.1	18.8
P/E (배)	22.6	15.7	12.6	-	9.1	8.4
P/B (배)	6.1	5.0	3.3	1.6	1.4	1.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성엔지니어링, KDB대우증권 리서치센터

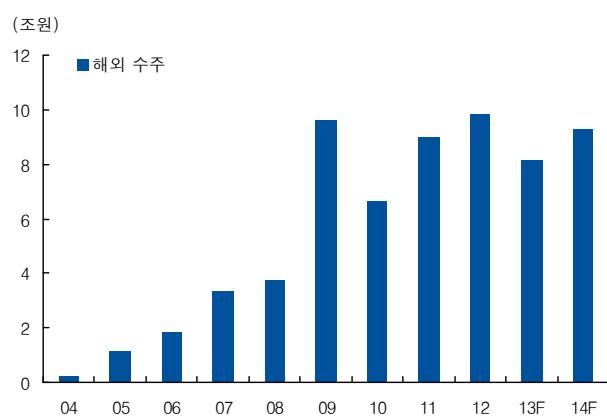
One Point: 2014년 수익성을 어떻게 볼 것인가

■ 2분기 실적 이후 관건은 하반기가 아니라 2014년의 수익성 회복 수준

2분기 실적 시즌이 지나가면, 주가 방향성을 결정하는 것은 하반기의 실적이 아니라 2014년의 수익성이 될 것으로 판단된다. 2013년 1분기 말 해외 프로젝트 착공잔액은 총 15.6조원이며 이 중 수익성이 낮은 프로젝트는 샤이바, 타크리어 카본블랙, 얀부 발전 등으로 판단된다. 이들 프로젝트의 매출 총 이익률을 6% 수준(영업이익률 기준 BEP 수준)으로 가정하고, 기타 프로젝트의 매출 총 이익률을 10%로 가정할 경우 2014년 해외 부문 원가율은 91% 수준까지 회복이 가능할 것으로 전망된다.

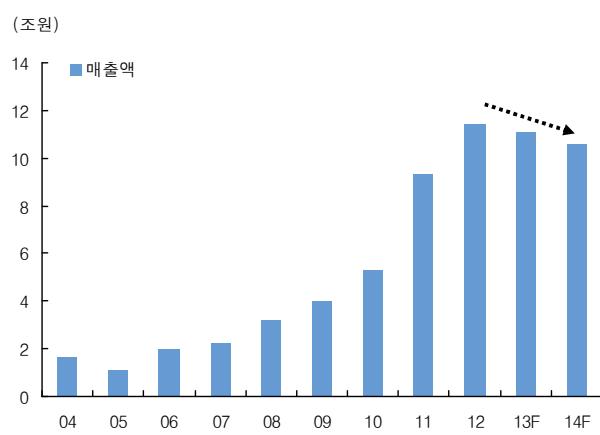
- 1) 2013년 신규수주는 계획대비 부진할 것으로 전망되며, 이에 따라 2014년 외형은 -4.4% YoY 감소하는 10.5조원 수준으로 추정된다.
- 2) 2014년 적자 프로젝트의 매출 비중 감소에 따라 해외 원가율은 91% 수준으로 회복, 법인 세차감전이익률은 2004년 이후 최저 수준인 3.7%까지는 회복 가능할 것으로 전망된다.
- 3) 3분기 실적 이후 부정적인 실적 변수와 변동성은 완화될 것으로 전망된다. 따라서 장기적인 관점에서 실적은 2013년 상반기에 저점을 기록한 것으로 판단된다.

그림 1. 2013년 해외 수주 흐름



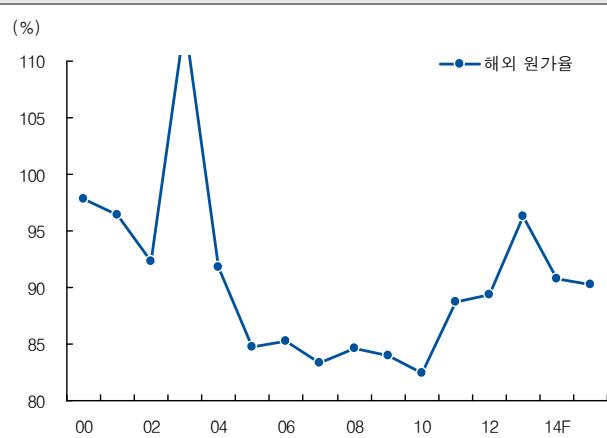
자료: 삼성엔지니어링, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 수주부진으로 외형 역성장



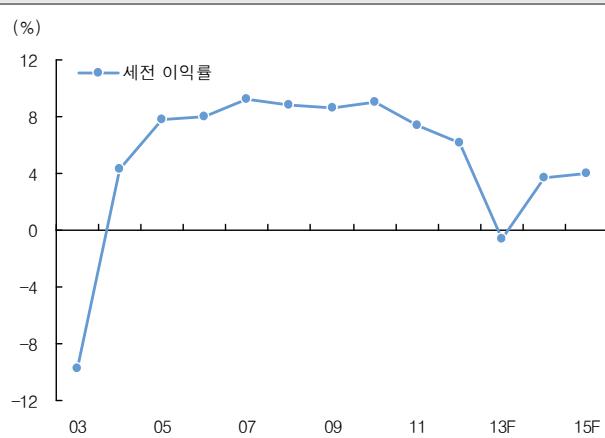
자료: 삼성엔지니어링, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 2014년 이후 해외 원가율 91% 수준으로 회복 전망



자료: 삼성엔지니어링, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 2014년 세전 이익률은 04년 이후 Low level 수준 전망



자료: 삼성엔지니어링, KDB대우증권 리서치센터

2분기: 매출 -5.7% YoY, 영업적자 지속 전망

2분기 매출은 2.9조원 (-5.7% YoY), 영업이익은 -279억원으로 1분기에 이어 적자가 지속될 것으로 전망된다. 1분기 실적 부진 사유는 사우디아라비아 마덴 철강 프로젝트와 미국 다우케미칼 프로젝트에서의 공기 지연에 따른 손실처리였으며, 2분기 실적 부진은 다우케미칼 프로젝트의 추가 공기 연장과 사우디 사이바 천연가스 처리시설 관련 원가율 조정 등에 따른 것으로 판단된다.

사우디 마덴 철강 프로젝트는 추가적인 원가율 조정이 없으나, 다우케미칼 프로젝트는 기존 8월 완공 예정에서 10월경으로 공기가 추가 연장될 것으로 보인다. 사우디 사이바 천연가스 처리 시설은 총 4개 페키지의 3.2조원 규모의 프로젝트로 1분기말 기준 진행률은 73%이며, 14년 상반기 완공 예정이다.

표 1. 분기 실적 전망 및 컨센서스

	2Q12	1Q13	2Q13F		증가율		(십억원, %, %p)
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	3,108	2,516	2,931	2,845	-5.7	16.5	
영업이익	202	-220	-28	77	적전	적지	
세전이익	197	-184	-40	94	적전	적지	
순이익	143	-180	-30	78	적전	적지	
영업이익률	6.5	-8.7	-1.0	2.7	-7.5	7.8	
순이익률	4.6	-7.1	-1.0	2.8	-5.6	6.1	

주: K-IFRS 연결기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성엔지니어링, FnGuide, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 2. 삼성엔지니어링 수익예상 변경표

	변경 전		변경 후		변경률		변경 이유
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	
매출액	11,331	12,225	11,054	10,563	-2.4	-13.6	- 수주 부진
영업이익	174	558	-91	434	적전	-22.3	- 해외 프로젝트 손실 반영
세전이익	176	537	-66	393	적전	-26.8	
순이익	136	410	-90	299	적전	-27.1	
EPS	3,403	10,245	-2,249	7,465	적전	-27.1	
영업이익률	1.5	4.6	-0.8	4.1	-2.4	-0.5	
순이익률	1.2	3.4	-0.8	2.8	-2.0	-0.5	

주: K-IFRS 연결기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 3. 분기 및 연간 실적 추이와 전망

	2012				2013				2Q13F 증가율		2011	2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ				
매출액	2,662	3,108	2,862	2,809	2,516	2,931	2,641	2,966	-5.7	16.5	9,298	11,440	11,054	10,563
영업이익	176	202	184	170	-220	-28	65	92	적전	적지	626	732	-91	434
세전이익	184	197	177	142	-184	-40	52	106	적전	적지	687	701	-66	393
순이익	144	143	124	112	-180	-30	40	80	적전	적지	513	524	-90	299
영업이익률	6.6	6.5	6.4	6.1	-8.7	-1.0	2.4	3.1	-7.5	7.8	6.7	6.4	-0.8	4.1
순이익률	5.4	4.6	4.3	4.0	-7.1	-1.0	1.5	2.7	-5.6	6.1	5.5	4.6	-0.8	2.8

주: K-IFRS 연결기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성엔지니어링, KDB대우증권 리서치센터 예상

KOSPI 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

국내기관 (업종)			기관전체 (당일 37.7 / 5일 2365.2)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 -384.6 / 5일 -7385.0)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
철강금속	233.4	462.8	운수장비	-531.9	345.2	운수장비	157.6	675.1	철강금속	-191.8	-494.9
서비스업	111.5	350.9	증권	-48.4	-104.2	금융업	123.7	-732.6	서비스업	-152.7	-97.6
보험업	89.8	287.7	통신업	-36.5	309.0	보험업	47.7	25.5	유통업	-120.2	-473.5
화학	84.1	1,056.1	전기전자	-33.1	-2,242.5	화학	25.5	-432.8	음식료	-93.0	-66.7
유통업	63.3	809.7	운수창고	-21.7	-287.0	기계	16.7	-74.3	전기전자	-50.4	-5,509.3
국내기관 (종목)						외국인 (종목)					
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
삼성SDI	215.0	339.7	현대모비스	-379.2	-337.7	삼성전자	241.9	-4,390.5	현대모비스	-212.2	-364.7
LG디스플레이	160.8	218.7	KODEX레버리지	-345.2	-918.2	현대차	209.3	-220.7	삼성SDI	-176.7	-218.5
POSCO	145.4	260.0	KODEX 200	-211.7	305.3	KODEX 200	175.6	-384.2	LG디스플레이	-139.4	-175.2
삼성생명	92.6	255.8	SK하이닉스	-197.4	-626.6	기아차	162.8	431.7	삼성물산	-111.4	-224.2
기아차	84.9	140.1	현대위아	-162.4	-12.9	대우조선해양	140.0	28.9	현대위아	-108.7	69.0
삼성물산	80.4	118.3	현대차	-96.9	300.5	한국타이어	136.2	-112.3	POSCO	-96.3	-149.6
현대하이스코	66.6	135.4	삼성전기	-94.0	-785.8	엔씨소프트	85.7	238.4	NHN	-87.4	-94.2
만도	55.1	84.0	삼성전자	-61.4	-577.1	신한지주	65.0	16.1	KODEX레버리지	-67.3	-14.5
CJ	41.0	16.4	LG전자	-57.6	-586.3	롯데쇼핑	51.2	26.5	SK	-46.7	-65.4
현대제철	39.1	90.6	삼성엔지니어링	-53.7	-262.3	삼성엔지니어링	48.6	-95.4	현대제철	-45.1	-106.2

KOSDAQ 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

국내기관 (업종)			기관전체 (당일 24.2 / 5일 -812.0)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 -233.0 / 5일 137.1)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
통신방송	92.2	52.1	반도체	-72.9	-408.5	제약	27.3	-76.2	오락·문화	-69.1	-33.6
방송서비스	60.7	-49.3	IT부품	-29.2	-471.2	유통	14.3	-32.5	IT부품	-64.3	-70.3
통신서비스	31.5	101.4	화학	-8.7	1.0	통신서비스	5.4	7.8	반도체	-56.1	175.6
디지털컨텐츠	27.1	58.0	의료·정밀기기	-8.0	-79.7	운송장비·부품	5.3	3.1	기계·장비	-20.2	-52.5
통신장비	16.7	50.1	일반전기전자	-6.7	-10.8	비금속	1.8	6.4	금속	-11.9	30.3
국내기관 (종목)						외국인 (종목)					
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
CJ E&M	47.4	10.9	루멘스	-96.9	-30.2	셀트리온	54.0	0.3	미디어플렉스	-56.9	26.6
SK브로드밴드	29.6	95.8	솔브레인	-18.3	-2.5	솔브레인	9.6	23.5	메디톡스	-18.0	-24.7
액토즈소프트	22.6	80.7	네페스	-15.5	-153.1	삼천리자전거	9.5	1.9	루멘스	-14.9	4.0
에스에프에이	18.9	-19.3	씨젠	-11.7	4.5	아이씨디	8.7	-6.6	에스에프에이	-14.5	-21.2
서울반도체	12.7	-2.1	미디어플렉스	-11.1	-38.1	GS홈쇼핑	7.8	7.6	CJ오쇼핑	-12.4	66.0
아트라스BX	11.9	-4.5	서원인텍	-9.2	-19.2	한국사이버결제	7.1	-3.4	에스엠	-12.2	-46.3
휴맥스	11.3	10.9	옴니시스템	-8.0	-37.3	성우하이텍	7.0	5.7	차바이오앤	-10.2	-27.8
CJ오쇼핑	10.2	-42.5	MDS테크	-7.2	-4.5	파라다이스	6.4	10.1	크루셜텍	-9.8	8.4
메디톡스	9.3	-5.8	이랜텍	-7.0	2.7	SK브로드밴드	5.9	5.7	휴맥스	-9.6	-1.6
다음	8.9	-63.4	위닉스	-6.8	-11.3	유진테크	5.7	13.1	서울반도체	-9.0	88.4

※ 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	7,987.1	삼성전자	-25,253.3	삼성전자	24,362.9	현대모비스	-17,474.0
POSCO	6,706.0	현대모비스	-12,184.0	POSCO	9,147.1	KODEX 인버스	-9,175.5
삼성SDI	3,990.9	KB금융	-3,759.4	삼성중공업	6,616.6	현대위아	-7,400.2
NHN	3,695.4	현대차2우B	-3,702.9	기아차	4,865.6	LG전자	-5,323.9
LG디스플레이	2,671.2	삼성엔지니어링	-3,599.4	한국전력	4,795.8	삼성전기	-5,158.8
CJ제일제당	2,415.9	LG화학	-3,225.7	LG디스플레이	4,488.0	SK하이닉스	-4,875.5
삼성물산	2,367.4	현대위아	-2,788.1	KB금융	3,526.7	NHN	-3,344.9
SK이노베이션	2,292.2	현대차우	-2,403.0	삼성테크원	3,490.1	GS	-3,337.7
현대하이스코	2,162.3	삼성전자우	-1,945.5	KT&G	3,079.9	대우조선해양	-2,865.2
GS	1,793.5	신한지주	-1,912.6	LG화학	2,910.5	롯데쇼핑	-2,589.2

은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
SK이노베이션	1,179.4	POSCO	-4,669.4	삼성생명	9,950.4	현대모비스	-8,110.1
삼성전기	802.2	삼성전자	-3,721.6	삼성SDI	8,994.6	현대위아	-5,586.2
KODEX 레버리지	711.2	현대차	-2,158.5	기아차	4,440.5	SK하이닉스	-5,132.0
LG전자	527.6	롯데쇼핑	-731.0	POSCO	4,118.8	현대차	-3,647.9
KODEX 200	525.2	삼성테크원	-720.5	LG디스플레이	3,189.2	LG전자	-3,614.8
삼성SDI	512.2	한국타이어	-686.7	현대하이스코	3,139.9	한국타이어	-2,647.8
TIGER 레버리지	465.3	LG화학	-665.0	삼성물산	2,951.0	삼성중공업	-2,367.1
TIGER 200	447.7	S-Oil	-573.7	S-Oil	2,340.6	대우인터내셔널	-2,214.0
키움증권	409.3	한진해운	-554.5	만도	2,067.4	삼성전기	-1,936.0
대우인터내셔널	395.3	SK하이닉스	-548.9	유한양행	1,589.2	SK텔레콤	-1,329.8

KOSPI 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

순매수			순매도		
종목	외국인	기관	종목	외국인	기관
삼성생명	4,545.3	9,260.2	현대모비스	21,221.2	37,915.4
기아차	16,276.9	8,494.3	KODEX 레버리지	6,732.7	34,524.1
삼성테크원	3,339.2	2,291.0	현대위아	10,867.5	16,244.5
유한양행	298.2	2,082.2	LG전자	2,674.3	5,762.6
넥센타이어	1,000.1	1,655.6	NHN	8,738.7	2,635.7
한미약품	496.3	1,484.5	대우인터내셔널	468.5	2,483.4
엔씨소프트	8,568.7	1,224.4	고려아연	3,923.1	1,627.2
S-Oil	4,222.4	924.6	SK텔레콤	1,549.5	1,322.5
KB금융	4,418.8	761.9	KT	3,752.8	894.4
OCI	1,739.8	535.1	현대중공업	2,235.1	160.3

※ 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
CJ E&M	3,736.4	루멘스	-2,342.9	에스에프에이	1,128.3	루멘스	-1,400.0
GS홈쇼핑	1,372.8	미디어플렉스	-1,220.4	SK브로드밴드	1,056.1	씨젠	-1,268.9
덕산하이메탈	1,088.9	옴니시스템	-803.7	KH비텍	1,029.1	심텍	-805.5
SK브로드밴드	1,028.6	성광벤드	-642.0	메디톡스	986.6	MDS테크	-736.0
에스엠	931.8	CJ오쇼핑	-506.2	다음	853.1	인터파크	-712.8
액토즈소프트	925.1	다음	-417.6	원스테크넷	630.8	위메이드	-667.2
네페스	656.1	평화정공	-409.6	CJ오쇼핑	519.1	파라다이스	-643.0
세코닉스	512.2	인터파크	-404.7	성우하이텍	412.0	위닉스	-483.3
파라다이스	477.3	KG이니시스	-403.4	KG이니시스	391.8	GS홈쇼핑	-474.1
실리콘웍스	437.4	톱텍	-393.3	모두투어	354.3	서원인텍	-468.5

은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
휴맥스	234.6	서울반도체	-542.6	에스에프에이	1,013.5	루멘스	-2,512.0
인터플렉스	210.4	루멘스	-256.5	포스코 ICT	899.0	네페스	-1,021.5
다음	176.2	평화정공	-201.3	액토즈소프트	830.5	GS홈쇼핑	-768.7
미디어플렉스	176.0	유진테크	-150.3	서울반도체	700.9	바이오톡스텍	-557.6
액토즈소프트	169.3	MDS테크	-107.0	CJ E&M	657.5	파라다이스	-549.1
게임빌	131.0	메디톡스	-95.4	바이오랜드	576.8	제이브이엠	-466.1
유니크	123.0	녹십자셀	-91.5	게임빌	570.8	태광	-291.6
이오테크닉스	96.0	제이콘텐트리	-81.6	성광벤드	541.0	SK브로드밴드	-268.6
CJ오쇼핑	95.3	제이브이엠	-67.4	알에프세미	539.3	아모텍	-250.8
상신이디피	92.1	위메이드	-59.0	파트론	506.2	씨티씨바이오	-240.8

KOSDAQ 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

순매수			순매도		
종목	외국인	기관	종목	외국인	기관
SK브로드밴드	589.1	2,961.3	루멘스	1,493.1	9,694.9
실리콘웍스	94.8	692.0	네페스	571.4	1,546.0
코프라	70.9	369.6	미디어플렉스	5,691.2	1,114.5
모두투어	180.4	317.5	서원인텍	400.6	923.3
한국사이버결제	713.6	242.3	옴니시스템	26.0	803.7
동서	124.3	237.3	이랜텍	145.9	701.8
GS홈쇼핑	782.4	178.2	심텍	155.8	618.5
아이씨디	866.5	109.0	성광벤드	386.1	406.8
유진테크	567.6	75.7	아모텍	401.5	341.7
슈프리마	365.3	15.3	잉크테크	610.9	334.8

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

※ 외국인 기관 동반 순매도 금액은 (-)를 생략한 수치임

김영성 02-768-4120 youngsung.kim@dwsec.com

당일 선물 시황은 새벽 미 증시 결과를 반영하여 작성되는 '선물 모닝브리프'를 참조할 것
 대우증권 홈페이지(www.kdbdw.com)>투자정보>투자전략>AI/피생>

주가지수 선물 가격 정보

	KOSPI200	1309	1312	1403	KSPH9HCS
기준가격	236.94	238.45	239.50	238.90	1.40
시가	237.74	238.35	239.75	238.90	1.40
고가	237.94	238.80	239.75	238.90	1.40
저가	235.41	235.65	237.05	238.90	1.40
종가	236.23	236.40	238.15	238.90	1.40
전일대비	-0.71	-2.05	-1.35	-	-
이론가격	-	237.36	238.95	237.82	1.59
총약정수량 *	58,043	208,917	97	-	33
총약정금액 **	2,572,238	24,754,324	11,558	-	7,836
미결제약정	-	116264 (-1153)	2192 (5)	397 (0)	-
배당지수 ***	2.69% (CD금리)	0.00	0.00	2.71	-
반응배수		1.25	1.07	-	
장중평균베이시스		0.418			
전일대비		-0.580			

주 : 단위 (* 천주, 계약 ** 백만 *** 포인트)

반응배수 = 일중 선물가격변동폭/일중 현물가격변동폭, KSPH9HCS : 9월물과 12월물과의 스프레드를 의미함
장중평균베이시스는 1분 평균이며, 만기익일의 경우 전일대비는 직전 최근월물과의 비교이므로 의미없음

주가지수 선물 투자자별 매매현황

	외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매수	86,340	68,872	45,665	629	2,823	215	3,794
	매도	91,757	66,974	43,019	669	2,237	332	3,677
	비중	42.6%	32.5%	21.2%	0.3%	1.2%	0.1%	1.8%
순매수누적	전일누적	-5,417	1,898	2,646	-40	586	-117	117
		-13,606	6,845	711	-1,362	7,239	261	-69
매매편향강도		-3.04%	1.40%	2.98%	-3.08%	11.58%	-21.39%	1.57%
								31.90%

주 : 누적은 지난 쿼드러플위칭데이 이후부터 현시점까지 당일 순매수 미결제약정의 증감을 누적한 것임
매매편향강도 (%)=(순매수/(매수+매도))X100, 절대수치가 클수록 단방향으로의 집중력이 높다는 의미임

ETF 가격 정보

	전일대비	등락률	거래량	거래대금	외국인보유	KOSEF	KODEX200
KOSEF	-110	-0.46%	16	387	0.00%	NAV (ETF-NAV)%	23,645 23,664
KODEX200	-180	-0.76%	4,069	96,056	4.22%	T/E	-0.17% -0.44%
						설정주수	0 600
						환매주수	0 0
						상장주수	16100 191100
COSEF	236.05	235.60	235.72	236.40	235.74		
eff.delta	1.55	2.54	6.05	2.89	6.07		
diff/basis	-0.08%	-0.27%	-0.21%	0.17	-0.49		

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/베이시스 - KOSPI200 대비 괴리율/베이시스, 거래대금의 단위는 백만원

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

주가지수옵션 가격정보

대 표 내 재 변 동 성		0.2	콜평균	0.17	풋평균	0.23	역사적 (5일)	12.3	역사적 (20일)	19.5
월물 행사가격		1307					1308			
		240.0	237.5	235.0	232.5	230.0	237.5	235.0	232.5	
Call	가 격	0.14	0.62	1.74	3.65	6.05	3.65	4.90	6.65	
	전 일 대 비	-0.44	-0.94	-1.46	-1.70	-1.60	-1.20	-1.55	-1.30	
	내 재변동성	16.60	16.20	14.10	15.00	20.80	14.80	14.70	15.70	
	거 래 량	512,179	438,568	159,451	13,955	3,613	1,951	1,713	715	
	미 결 제	40,987	29,491	16,940	5,975	3,243	1,341	1,485	912	
Put	가 격	4.30	2.29	1.00	0.34	0.11	5.40	4.20	3.20	
	전 일 대 비	1.30	0.79	0.35	0.09	0.00	0.80	0.60	0.47	
	내 재변동성	26.60	22.80	22.30	22.30	23.60	18.50	18.70	18.80	
	거 래 량	21,632	267,930	454,818	428,385	257,732	1,155	2,586	2,371	
	미 결 제	16,746	19,751	24,614	37,493	38,020	1,917	3,576	3,511	

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

주가지수옵션 투자자별 매매현황

Call		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타 법인	국가	
		매 수	639,568	557,830	502,468	0	336	78	17,459	389
		매 도	642,637	535,772	522,093	10	580	57	16,208	781
		비 중	37.3%	31.8%	29.8%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	0.0%
순매수 누적	전 일	-3,069	22,058	-19,625	-10	-244	21	1,251	-392	
	누 적	3,744	139,950	-142,805	-10	-1,154	-708	1,527	-541	
Put		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타 법인	국가	
		매 수	810,632	613,620	360,228	10	1,364	77	847	17,343
		매 도	816,747	605,773	364,602	0	1,050	231	408	15,310
		비 중	45.1%	33.8%	20.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.9%
순매수 누적	전 일	-6,115	7,847	-4,374	10	314	-154	439	2,033	
	누 적	12,844	57,938	-70,733	10	387	73	263	-782	

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
차익 거래 잔고 (백만원)	최근 월물	4,999,643	8,583,325	8,672,642	5,001,092	-	-	-	-
	기타	-	-	-	-	-	-	-	-
	합계	4,999,643	8,583,325	8,672,642	5,001,092	0	0	0	0
		프로그램 매도				프로그램 매수			
		주식 거래량		주식 거래대금		주식 거래량		주식 거래대금	
		수량	비율(%)	금액	비율(%)	수량	비율(%)	금액	비율(%)
프로그램 매매 동향 (백만원)	차익	1,106	0.42	62,581	1.97	232	0.09	11,603	0.37
	비 차익	15,271	5.75	590,044	18.61	12,705	4.78	492,422	15.53
	합계	16,377	6.17	652,626	20.58	12,938	4.87	504,025	15.89
베이시스 수준		0.725	0.625	0.525	0.425	0.325	0.225	0.125	0.025
차익성 순매수		-296	-54	-3830	-5318	-10001	-13197	-547	0

주 : 월요일을 제외한 차익거래 잔고는 1일 자연된 데이타임.

유가증권시장		07/10 (수)	07/09 (화)	07/08 (월)	07/05 (금)	07/04 (목)
가격 및 거래량 지표	코스피지수	1,824.16	1,830.35	1,816.85	1,833.31	1,839.14
	20일	1,842.88	1,847.17	1,851.69	1,857.48	1,862.01
	이동평균	60일	1,918.35	1,920.02	1,922.01	1,923.99
		120일	1,947.36	1,948.64	1,949.92	1,951.50
	이격도	20일	98.98	99.09	98.12	98.70
		60일	95.09	95.33	94.53	95.29
	거래대금(억원)	32,840.8	31,692.6	35,865.0	37,786.0	31,579.4
	거래대금 회전율	0.31	0.30	0.34	0.35	0.30
	투자심리도	40	50	40	40	40
	ADR	83.92	81.20	86.93	83.32	80.80
시장지표	이동평균	20일	75.73	76.05	75.92	75.95
	VR		52.91	52.36	42.60	42.77
	거래대금(억원)	15,446.0	15,174.2	13,974.6	16,427.3	16,543.5
	거래대금 회전율	1.32	1.29	1.19	1.38	1.39
	투자심리도	60	70	60	60	50
시장지표	ADR	80.35	76.52	85.73	81.08	77.73
	이동평균	20일	72.40	72.69	72.21	72.08
	VR		68.00	66.05	51.83	70.69
	거래대금(억원)	15,446.0	15,174.2	13,974.6	16,427.3	16,543.5
	거래대금 회전율	1.32	1.29	1.19	1.38	1.39
자금지표	코스닥지수	515.64	519.34	515.85	525.40	525.22
	20일	520.25	521.78	523.20	524.76	525.28
	이동평균	60일	549.30	549.83	550.24	550.56
		120일	539.50	539.44	539.34	539.32
	이격도	20일	99.11	99.53	98.59	100.12
		60일	93.87	94.46	93.75	95.43
	거래대금(억원)	15,446.0	15,174.2	13,974.6	16,427.3	16,543.5
	거래대금 회전율	1.32	1.29	1.19	1.38	1.39
	투자심리도	60	70	60	60	50
	ADR	80.35	76.52	85.73	81.08	77.73
자금지표	이동평균	20일	72.40	72.69	72.21	72.08
	VR		68.00	66.05	51.83	70.69
	거래대금(억원)	15,446.0	15,174.2	13,974.6	16,427.3	16,543.5
	거래대금 회전율	1.32	1.29	1.19	1.38	1.39
	투자심리도	60	70	60	60	50
	ADR	80.35	76.52	85.73	81.08	77.73
	이동평균	20일	72.40	72.69	72.21	72.08
	VR		68.00	66.05	51.83	70.69
	거래대금(억원)	15,446.0	15,174.2	13,974.6	16,427.3	16,543.5
	거래대금 회전율	1.32	1.29	1.19	1.38	1.39
자금지표	국고채 수익률(3년, %)	2.94	2.99	3.00	2.95	2.93
	AA- 회사채수익률(무보증3년, %)	3.40	3.45	3.46	3.41	3.39
	원/달러 환율(원)	1,135.80	1,141.70	1,152.30	1,142.30	1,139.40
	원/100엔 환율(원)	1,129.59	1,127.62	1,139.10	1,138.34	1,140.41
	CALL금리(%)	2.35	2.33	2.36	2.40	2.45
	국내 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)	-	513	363	20	213
	해외 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)	-	-49	-64	-75	-3
	주식혼합형펀드 증감(억원)	-	66	3	-2	10
	채권형펀드 증감(억원)	-	-1,002	1,525	446	1,193
	MMF 잔고(억원)	-	832,866	828,995	803,404	789,753
자금지표	고객예탁금(억원)	-	170,955	181,674	184,468	180,175
	순수예탁금 증감(억원)	-	-8,315	-2,603	6,544	1,011
	미수금(억원)	-	1,336	1,313	1,561	1,185
	신용잔고(억원)	-	45,490	45,042	45,019	44,982
	거래대금(억원)	15,446.0	15,174.2	13,974.6	16,427.3	16,543.5