

제일 잘나가는 연기금의 투자

최근 주요 글로벌 연기금들은 적극적인 자산 운용을 목표로 하고 있다. 글로벌 연기금 중에서는 이미 위험자산에 대한 투자를 활발히 하고 있는 CPPIB(캐나다 연기금)에 주목할 필요가 있다.

CPPIB의 자산 규모는 1,981억달러로 글로벌 연기금 중 5번째 수준이나, 수익률은 16.5%로 글로벌 연기금 중 가장 높다.

CPPIB의 높은 수익률은 위험자산 중심의 적극적인 운용에 기인한다. CPPIB의 자산 배분은 GPIF(일본 공적연금)의 자산 배분 구조와 극명한 대조를 보이고 있다. CPPIB의 자산 배분 비중은 해외주식이 40%로 가장 크며 채권(34%), 부동산 및 인프라(18%), 국내 주식(9%) 순으로 크다. 반면, 일본 GPIF는 국내채권이 55%로 압도적으로 크다.

CPPIB는 2006년 4월 이후 수동적인 운용 방식에서 능동적인 운용으로 전환했다. 2000년에는 100% Passive(수동적) 운용 방식을 따랐지만, 현재는 Passive(수동적)와 Active(능동적) 운용 방식을 50%씩 사용하고 있다.

현재 CPPIB의 자산배분 목표는 위험자산 대 안전자산의 비율을 65 대 35로 유지하는 것이다. 위험자산은 주식, 부동산, 인프라 투자를 의미하며, 안전자산은 현금 흐름을 창출하는 자산들을 포함한다. 이에 따라 2000년 자산 비중은 채권이 95%, 주식이 5% 이었으나, 2014년 3월 말 채권 33.6%, 주식 48.7%, 실물자산 17.7%로 크게 변화했다.

CPPIB의 지역별 투자 비중은 선진국이 85%로 아직까지는 절대적으로 크다. 그러나 향후 글로벌 저금리 기조가 지속될 것으로 보여 이머징 투자는 더욱 확대될 것이다.

최근 CPPIB의 해외 기업 투자는 주로 이머징 부동산 및 인프라를 중심으로 행해지고 있다. 이머징 국가 중에서는 중국과 브라질, 인도에 대한 투자 활동이 두드러진다.

CPPIB의 이머징 투자 확대는 글로벌 연기금 트렌드의 변화를 대표적으로 보여주고 있다. 노르웨이 연기금(GPFG) 역시 2011년 이후 수익률 제고를 위해 유럽 투자 비중을 점차 줄이고 있고, 이머징 및 아시아 투자 비중은 늘리고 있다. 미국 Calpers도 해외주식 및 부동산(인프라) 투자를 확대하고 있다.

캐나다 연기금(CPPIB), 수익률 가장 높아

최근 주요 글로벌 연기금들은 적극적인 자산 운용을 목표로 하고 있다. 일본 공적연금(GPIF)은 지난 6월 10일 위험 자산 투자를 늘리는 포트폴리오 개편안을 발표했고, 국민연금도 주식 및 대체투자 비중을 늘릴 것이라고 발표했다.

글로벌 연기금 중에서는 이미 위험자산에 대한 투자를 활발히 하고 있는 CPPIB(캐나다 연기금)에 주목할 필요가 있다. 2013 회계연도 CPPIB의 자산 규모는 1,981억달러로 글로벌 연기금 중 5번째로 크지만, 수익률은 16.5%로 글로벌 연기금 중 가장 높다.

CPPIB의 높은 수익률은 위험자산 중심의 적극적인 운용에 기인한다. CPPIB의 자산 배분은 GPIF(일본 공적연금)의 자산 배분 성향과 극명한 대조를 보이고 있다. 2013년 CPPIB의 자산 배분 비중은 해외주식이 40%로 가장 크며 채권(34%), 부동산 및 인프라(18%)가 그 뒤를 잇고 있다. 국내주식 비중(9%)은 가장 작다.

반면, 일본 GPIF는 국내채권 비중이 55%로 압도적으로 크다. 국내주식(17%), 해외주식(16%), 해외채권(11%), 단기자산(2%) 순으로 아직까지 해외 투자 비중은 작다.

그림 1. CPPIB(캐나다 연기금), 세계 연기금 중 자산규모 5위

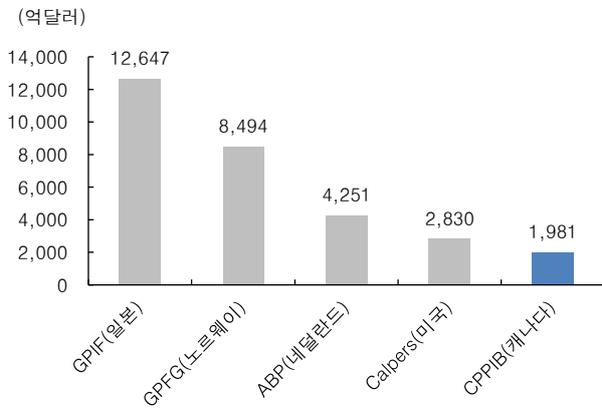
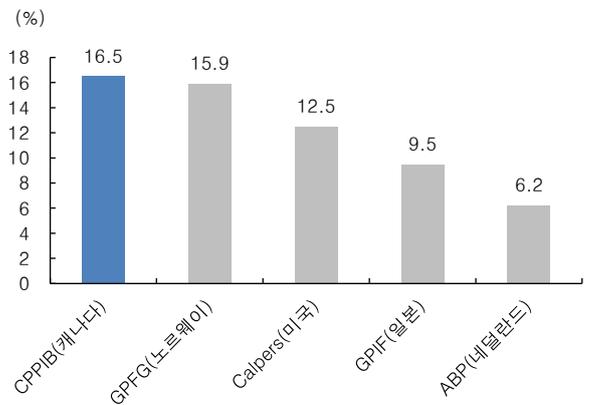


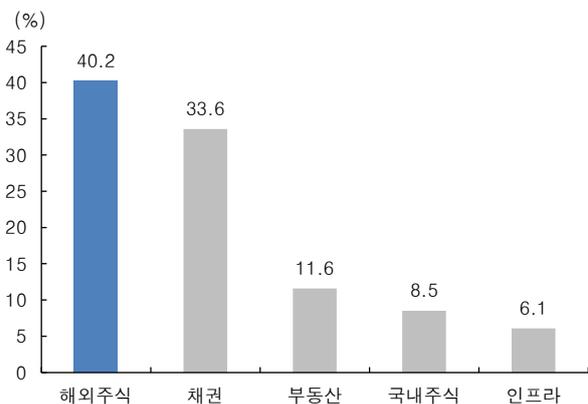
그림 2. 연기금 자산수익률은 CPPIB가 가장 높아



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

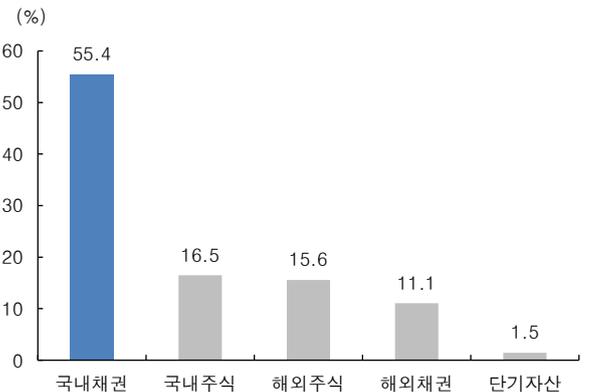
자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 3. CPPIB, 위험자산 비중 높아



자료: CPPIB, KDB 대우증권 리서치센터

그림 4. 반면, GPIF는 안전자산 비중 높아

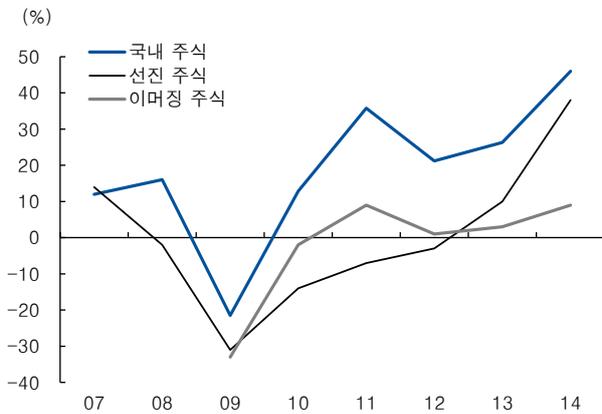


자료: GPIF, KDB 대우증권 리서치센터

CPPIB의 높은 수익률은 자산 중에서는 구체적으로 국내주식, 선진주식, 부동산 수익률 호조에 기인한다. 각 자산은 2014년 3월 말 전년 대비 46%, 38%, 111% 상승했다. 반면, 채권은 2007년 이후 주식 및 부동산 수익률을 하회하고 있다. 금융위기 이후 평균 수익률은 12%를 기록하면서 안정적인 운용을 하고 있다.

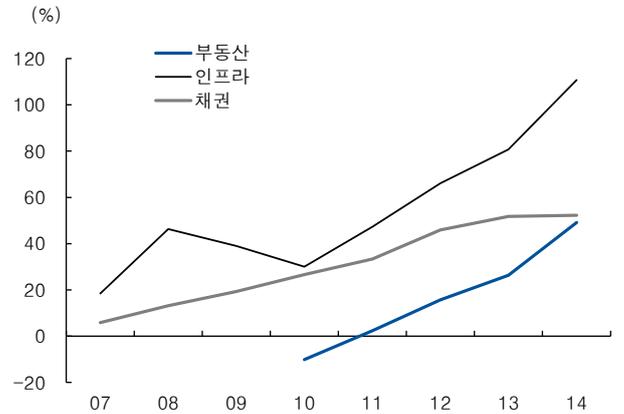
향후 일본 GPIF 역시 수익률 제고를 위해 CPPIB의 운용 방식을 따를 것이다. 실제로 최근 친성장 정책인 ‘아베노믹스’에 따른 큰 변화가 감지되고 있다. GPIF는 올해 9~10월 중 자국채권 투자 비중을 현행 목표치인 60%에서 40%로 줄이고, 주식 투자 비중은 24%에서 34%(국내주식 17%, 해외주식 17%)로 늘릴 예정이다.

그림 5. CPPIB, 주식 수익률 상승



주: 2007년 이후 누적 수익률
자료: CPPIB, KDB 대우증권 리서치센터

그림 6. CPPIB, 부동산 및 인프라 수익률 상승



주: 2007년 이후 누적 수익률
자료: CPPIB, KDB 대우증권 리서치센터

CPPIB, 능동적 운용으로 선회

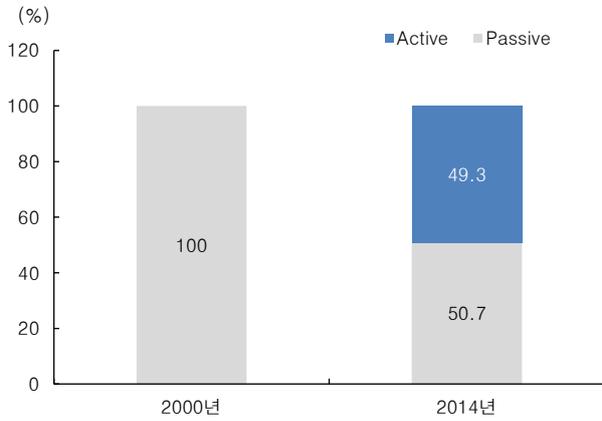
캐나다는 1991년부터 1994년까지 경기침체를 겪었고, 1995년 연금운용실적 보고서에서 부진한 실적을 발표했다. 이에 따라 캐나다 정부는 1997년 운용 전문 조직인 CPPIB를 설립했다. 또한 1996년 소득의 5.6%였던 납부율을 2003년 9.9%까지 끌어 올렸다.

2005년 법 개정을 통해 캐나다법에 합법인 모든 자산에 대한 투자를 허용했다. 2006년 4월 이후 수동적인 운용에서 능동적인 운용으로 전환했다. 2000년에는 100% Passive(수동적) 운용 방식을 따랐지만, 현재는 Passive(수동적)와 Active(능동적) 운용 방식을 50%씩 사용하고 있다<그림 7>.

현재 CPPIB의 자산배분 목표는 위험자산 대 안전자산의 비율을 65 대 35로 유지하는 것이다<그림 8>. 위험자산은 주식, 부동산, 인프라 투자를 의미하며, 안전자산은 현금 흐름을 창출하는 자산들을 포함한다. 이에 따라 2000년 자산 비중은 채권이 95%, 주식이 5%이었으나, 2014년 3월 말 채권 33.6%, 주식 48.7%, 실물자산 17.7%로 크게 바뀌었다.

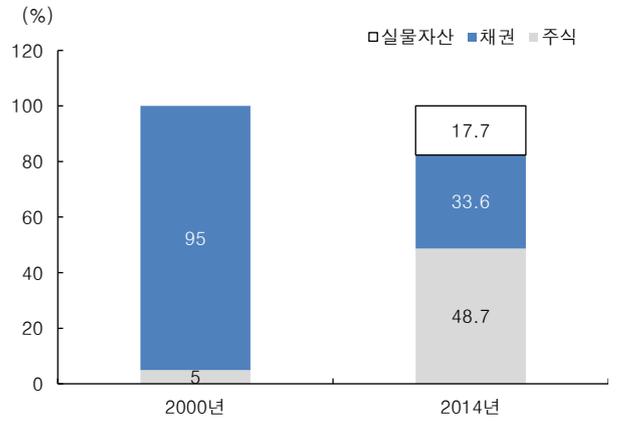
주식 중에서는 캐나다 및 선진 주식 비중을 줄이고 있고, 이머징 주식 비중을 늘리고 있다. 또한 실물자산 중에서는 부동산 및 인프라 투자를 확대하고 있다.

그림 7. CPPIB, 액티브 운용 비중 늘려



자료: CPPIB, KDB 대우증권 리서치센터

그림 8. CPPIB, 위험자산 비중 확대



자료: CPPIB, KDB 대우증권 리서치센터

최근 이머징 투자 확대

CPPIB의 지역별 투자 비중은 선진국이 85%로 아직까지는 절대적으로 크다. 그러나 향후 글로벌 저금리 기조가 지속될 것으로 보여 **이머징 투자는 더욱 확대될 것이다.**

CPPIB는 해외투자를 더욱 활발히 하기 위해 꾸준히 해외 지사를 늘리고 있다. 2008년에 처음 런던과 홍콩지사를 설립했고 올해에는 뉴욕과 브라질 상파울루 지사를 설립했다. 최근에는 인도 뭄바이에도 해외 사무소 개설을 추진하고 있다.

표 1. CPPIB, 해외지사 현황

국가	도시	인원	설립년도
캐나다	토론토	886	
영국	런던	64	2008년
홍콩		50	2008년
미국	뉴욕	3	2014년 1월
브라질	상파울루	3	2014년 4월

자료: CPPIB, KDB 대우증권 리서치센터

2013년 4월 이후 CPPIB의 해외 기업 투자는 주로 이머징 부동산 및 인프라를 중심으로 행해지고 있다. 이머징 국가 중에서는 중국과 브라질, 인도에 대한 투자 활동이 두드러진다<표 2>.

CPPIB의 민간투자 부분 부서장인 부르보네는 최근 인터뷰에서 “인도에 대한 투자 이유는 증가하는 중산층, 빠른 도시화이며, 중국과 같은 장기적 가치가 있는 국가이다. 라틴아메리카(브라질, 페루, 콜롬비아, 칠레, 멕시코)에 대한 투자를 검토하고 있다” 라고 언급했다.

또한 부동산투자 책임자인 그레이미 에디는 “채권 금리가 워낙 낮아서 부동산 위험이 크다는 걸 알면서도 수익률을 높이기 위해 투자”한다고 언급했다.

표 2. CPPIB, 이머징 투자 현황 (기업)

국가	일자	회사명	업종	금액(백만달러)
중국	09년~13년 7월	Goodman China	물류센터	
	2014년 3월	China Vanke	부동산 개발업체	250
브라질	2013년 07월 29일	Aliansce Shopping Centers	쇼핑센터	480
인도	2013년 11월	Shapoorji Pallonji	오피스 빌딩	200
	2014년 2월	Piramal Enterprise Limited	헬스케어 업체	250
	2014년 6월	Larsen & Toubro	건설업체	166
한국	2013년 9월	삼성 SDS 신사옥	오피스 빌딩	119

자료: CPPIB, KDB 대우증권 리서치센터

결론적으로 CPPIB의 이머징 투자 확대는 글로벌 연기금 트렌드 변화를 대표적으로 보여주고 있다. CPPIB와 비슷한 자산배분 구조를 갖고 있는 노르웨이 연기금(GPFG)은 2011년 이후 수익률 제고를 위해 유럽 투자 비중을 점차 줄이고 있고, 이머징 및 아시아 투자 비중은 늘리고 있다. 미국 Calpers 역시 해외주식 및 부동산(인프라) 투자를 확대하고 있다.

일본증시 관전법 및 대응전략

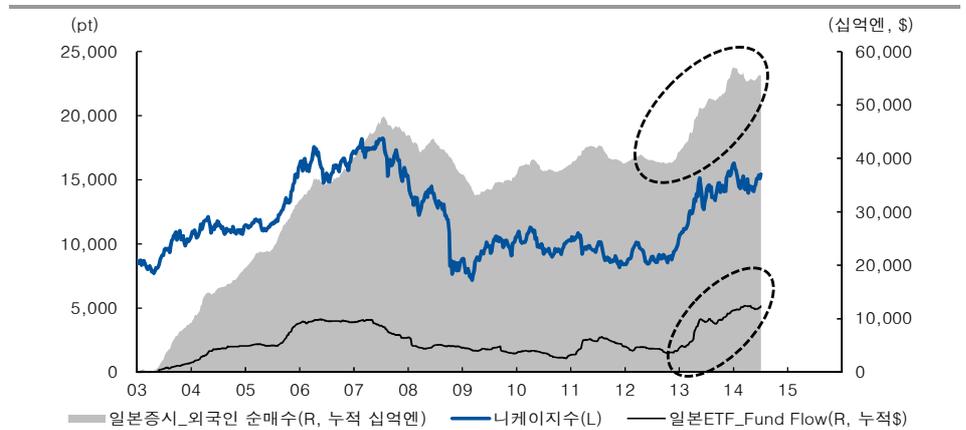
긍정적 접근전략 바람직

최근 일본증시의 강세 배경은 1)자산매입 정책기조의 유지와 2)추가 정책의 등장, 3)소비세 인상을 전후로 급격히 위축됐던 소비심리의 완화로 풀이된다. 그리고 4)좀 더 큰 그림에서는 아베노믹스의 연착륙 가능성이 최근 일본증시의 강세로 표출된 것일 수도 있다.

아베노믹스에 대한 시각이 긍정적으로 바뀐 데에는 지난 4월 소비세 인상이 지난 1997년과 같은 전철을 밟지 않을 전망의 영향이 크다. 경기 전망이 나쁘지 않은데다 자산가격마저 안정적이기 때문이다. 여기에 임금 상승과 아베 지지율이 견조하다는 것도 아베노믹스의 연착륙을 돕는다.

일본증시에 대해 긍정적인 접근전략이 바람직해 보인다. 일본 주식시장은 가격부담 등으로 인해 투자 매력도가 감소하고 있는 북미나 유럽 선진국 주식시장의 대안이 될 수 있을 전망이다.

니케이지수와 외국인 순매수, ETF Fund Flow



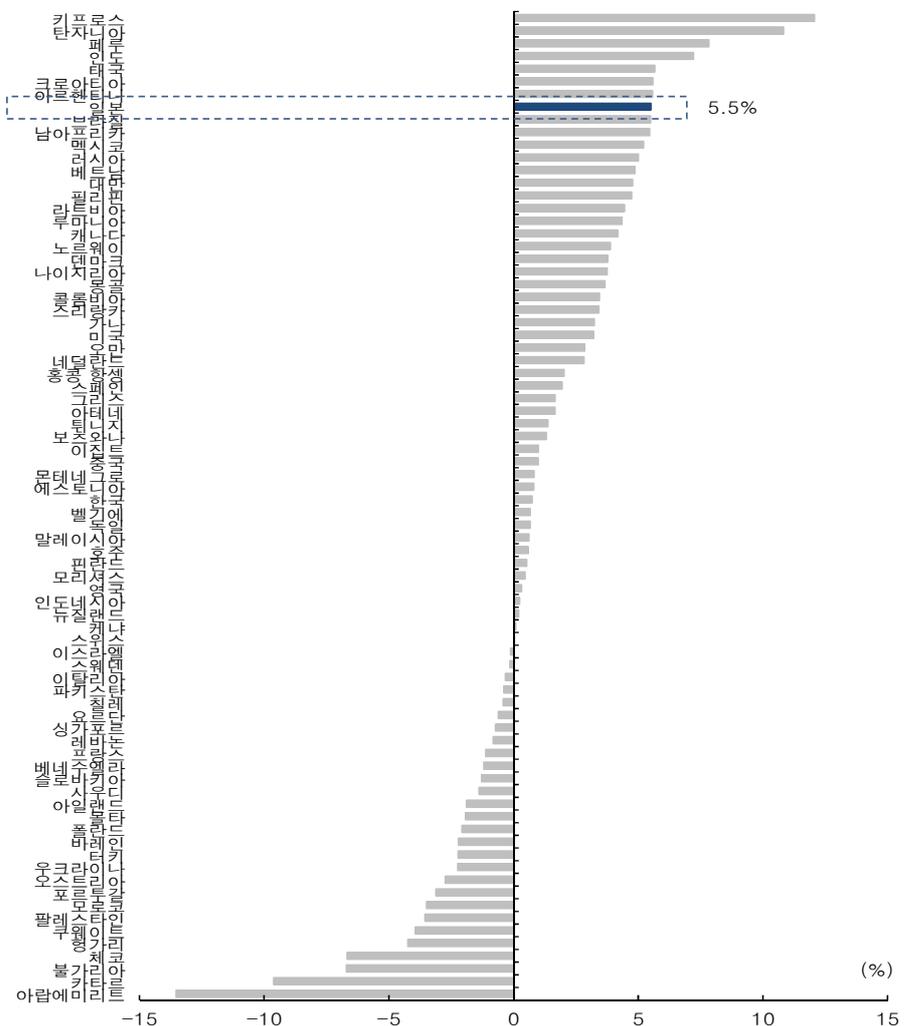
자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

5월 이후 전세계 증시 가운데 7위의 수익률 기록

5월 이후 강세를 기록한 일본증시

글로벌 주식시장에서 지난 5월말 이후 가장 강세를 기록한 가운데 국가 중 하나가 일본이다. 니케이지수는 5월 이후 지난 주말까지 5.5% 상승했다. 선진증시 중에서 가장 큰 폭으로 상승한 국가로 기록되며 이머징을 포함했을 경우에도 전세계 증시 가운데 7위에 랭크되는 수준이다.

그림 1. 지난 5월말 이후 전세계 증시 등락률



주: 6/1 일~7/4 일까지, Local 인덱스 기준
 자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

자산매입 유지, 추가 정책, 소비심리
완화 + 아베노믹스의 연착륙 가능성

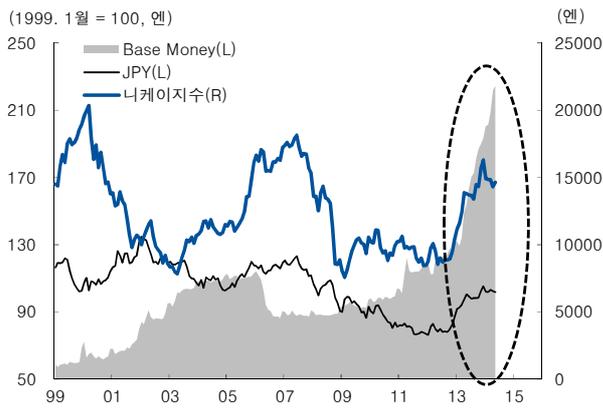
일본증시의 강세 배경, 3+1

최근 일본증시의 강세 배경은 1)자산매입 정책기조의 유지와 2)추가 정책의 등장, 3)소비세 인상을 전후로 급격히 위축됐던 소비심리의 완화로 풀이된다. 그리고 4)좀 더 큰 그림에서는 아베노믹스의 연착륙 가능성이 최근 일본증시의 강세로 표출된 것일 수도 있다.

우선, BOJ의 자산매입 기조가 유지된 점이 일본증시 강세의 가장 직접적인 배경으로 작용하고 있다. 그간 많은 논란에도 불구하고 자산매입 정책이 자산가격의 강세를 이끌고 경제를 부양하는 원동력이 되고 있음을 단적으로 보여준다.

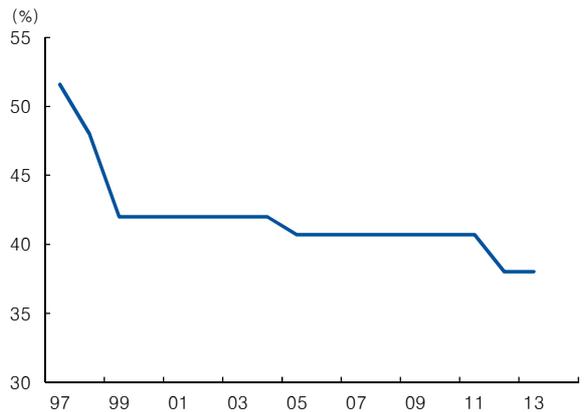
자산매입 이외의 추가 정책들도 등장했다. 법인세율을 점진적으로 인하해 20%대로 낮추기로 했으며 현재 12%인 공적연금의 일본 주식비중을 내년 중 17%까지 늘리기로 했다. 또한 지난 4월 소비세 인상을 전후로 급격히 위축됐던 가계 소비심리가 안정을 찾고 있는 점도 일본증시 강세의 한 배경이다.

그림 2. BOJ의 자산매입 기조 유지



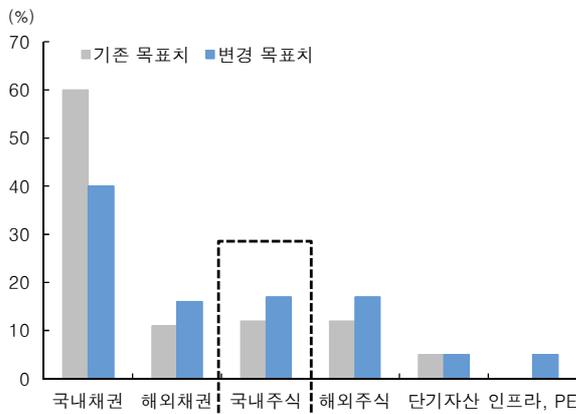
자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 3. 일본 법인세율 서베이(전체 기업 대상)



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 4. GPIF의 주식비중 확대 계획



자료: GPIF, KDB 대우증권 리서치센터

그림 5. 안정을 찾고 있는 일본 가계의 소비심리



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

아베노믹스의 연착륙 가능성

좀 더 큰 그림에서 본 일본증시의 강세 배경, 아베노믹스의 연착륙 가능성

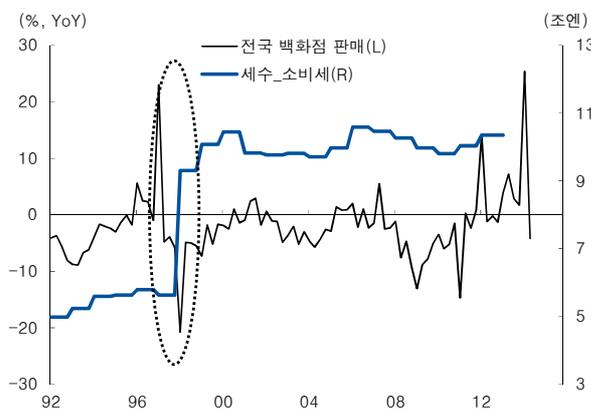
앞서 3가지 디테일한 배경들 이외에 **아베노믹스의 연착륙 가능성이 최근 일본증시의 강세로 표출된 것일 수 있다.**

지난 1년 반 남짓한 기간 동안 아베노믹스에 대한 시장 반응은 3가지 국면을 거쳤다. 아베의 취임 직후인 2012년 11월부터 작년 말까지는 전형적인 정책 기대감이 형성됐다. 하지만 엔저와 수입물가 급등으로 인한 대규모 경상적자를 확인했던 올해 초에는 아베노믹스에 대한 구조적 회의론이 거세게 몰아친 바 있다.

그러다가 시장은 최근 들어 다시 아베노믹스의 연착륙 가능성을 엿보기 시작했다. **아베노믹스에 대한 시각이 긍정적으로 바뀐 데에는 지난 4월 소비세 인상이 지난 1997년과 같은 전철을 밟지 않을 전망의 영향이 크다.** 경기 전망이 나쁘지 않은데다 자산가격마저 안정적이기 때문이다. 여기에 임금 상승과 아베 지지율이 견조하다는 것도 아베노믹스의 연착륙을 돕는다.

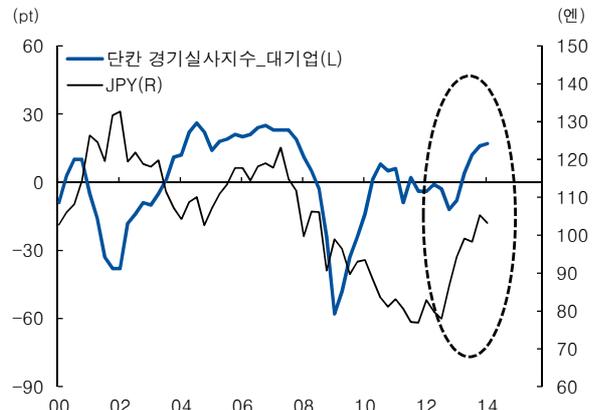
소비세 인상은 아베노믹스에 대한 심판대가 될 수 있었다. 아베노믹스에 대한 회의론이 만만치 않은 상황에서 소비세 인상이 지난 1997년처럼 실패로 돌아갈 경우 아베노믹스는 심판을 면하기 어려웠다. 하지만 단칸지수로 대변되는 일본 기업들의 체감경기는 상당히 견조하다. 기업부문은 그 동안의 금융완화와 엔저의 수혜를 본 탓이다.

그림 6. 1997년 소비세 인상외의 아픈 기억



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 7. 견조한 일본의 기업경기



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

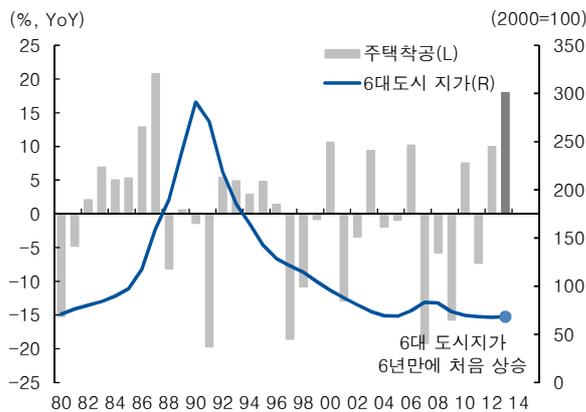
안정적 자산가격과 임금 오름세, 비교적 견조한 아베 지지율

자산가격 역시 안정적이다. 지난 해 일본의 6대 도시지가는 6년만에 첫 오름세를 기록했다. 부동산시장의 이러한 회복 조짐에 지난 해 일본의 주택착공은 버블붕괴 이후 가장 큰 폭으로 증가했다. 자산가격은 일본 장기복합불황의 출발점이라는 점에서 중요하다. 자산가격이 안정적이면 악순환이 반복될 여지는 상당히 줄어든다.

또한 임금(월평균 12개월 Rolling 기준)도 지난 연말부터 소폭 오름세로 돌아선 상태다. 소비세 인상을 전후로 크게 위축됐던 소비심리가 회복될 수 있는 동력도 여기에 있다. 또한 세계 최고의 고령화 국가인 일본이 인플레이를 어떻게 감당하겠느냐는 그 동안 회의론에 대한 해답 역시 여기에서 찾을 수 있다.

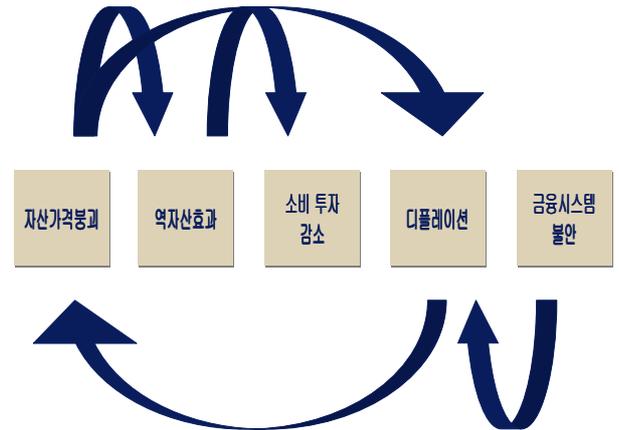
아베에 대한 견조한 지지율은 아베노믹스의 연착륙 가능성을 높인다. 취임 직후 70%를 넘어서기도 했던 아베의 지지율이 최근에는 50%대로 내려 앉았다. 하지만 전체적으로는 비교적 견조한 지지율로 볼 수 있으며 일부 설문조사에서는 지지율이 다시 상승하고 있는 것으로 나타난다. 정치적 지지는 아베노믹스의 연착륙 가능성을 높이는 요소다.

그림 8. 꿈틀대기 시작한 일본의 부동산



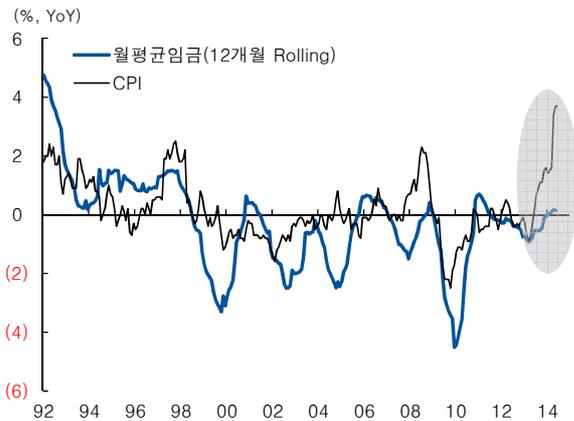
자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 9. 일본 장기복합불황 복습



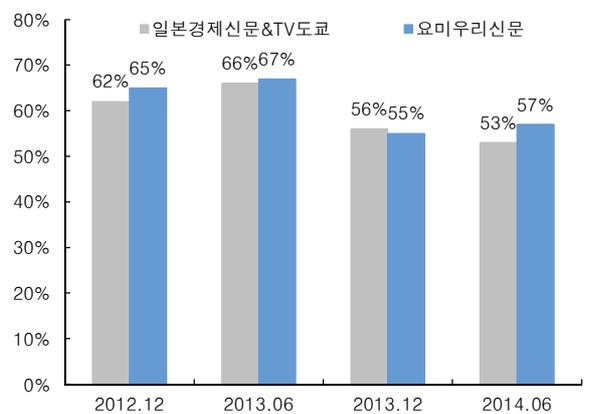
자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 10. 오름세로 돌아선 월평균임금



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 11. 아베 지지율 추이



자료: KDB 대우증권 리서치센터

일본증시 긍정적인 접근전략 바람직

일본증시 대응전략

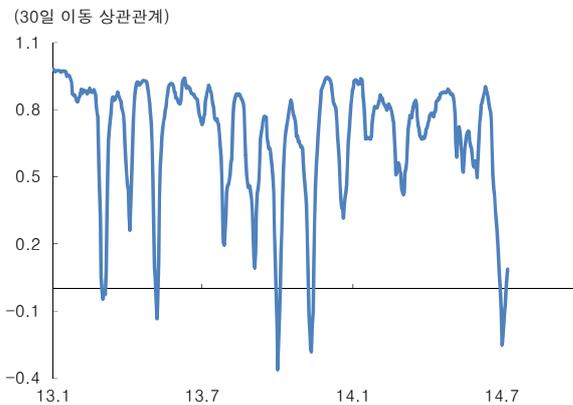
일본증시에 대해 긍정적인 접근전략이 바람직해 보인다. 일본 주식시장은 가격부담 등으로 인해 투자 매력도가 감소하고 있는 북미나 유럽 선진국 주식시장의 대안이 될 수 있을 전망이다. 현재 DW-GAAM에서도 일본증시의 투자매력도가 선진국 증시 가운데 최상위권이다.

일본증시는 아베 취임 이후 70% 가량 상승했다. 그 과정에서 경제지표나 엔화 움직임, 그리고 아베노믹스에 대한 부정적인 시각 등이 일본증시의 상승세를 억누르는 요인으로 작용했다.

그런데 일본의 경제지표는 지난 연말 이후 안정을 찾고 있으며 소비세 인상이 마무리된 지금 경제지표는 추가로 안정될 여지가 남아 있다. 또 일본증시가 철저히 엔화에 연동되던 그 동안의 움직임에서도 탈피하고 있는데 엔화와 일본증시가 안정영역에 있음을 시사하는 것으로 보여진다.

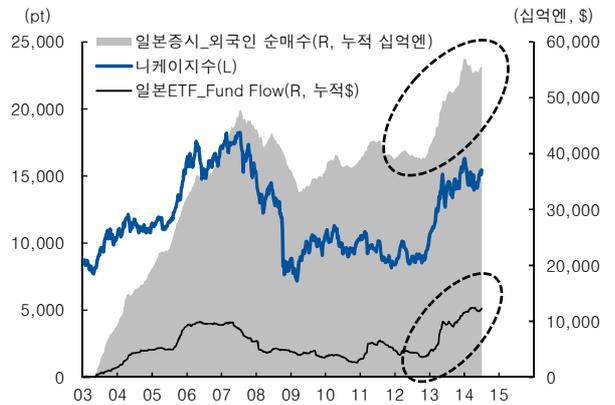
무엇보다 아베노믹스의 연착륙 가능성이 높아지고 있다는 점은 일본증시를 긍정적으로 바라볼 수 있는 가장 큰 이유이다. 그 외 일본증시에서 외국인의 순매수와 일본 ETF로의 자금 유입이 꾸준하다는 것도 부수적인 이유가 된다. 일본증시에 대한 긍정적인 시각이 유효하다.

그림 12. 엔화와 니케이지수의 상관관계



자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

그림 13. 니케이지수와 외국인 순매수, ETF Fund Flow



주: iShares MSCI Japan ETF
 자료: Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

분리과세 하이일드펀드 투자가이드

숨길 수 없는 투자 매력: IPO주 우선배정 혜택

하반기 IPO시장 회복으로 우선배정 효과 극대화될 전망

지난 4월 출시된 분리과세 하이일드펀드는 투자자산의 대부분을 채권에 투자하여 **고정적인 현금흐름을 확보하는 한편 IPO 주식 등을 편입하여 초과수익을 목표로** 하는 펀드다. 동 펀드는 공모주식(IPO 및 증자) 청약 시 우선배정 혜택이 주어지며, 이자소득 및 배당소득에 대한 분리과세가 이루어져 ‘분리과세 하이일드펀드’ 또는 ‘공모주우선배정 하이일드펀드’라 불린다.

하이일드펀드의 강력한 매력은 공모주 우선배정 혜택에 있다. 공모주 우선배정 혜택이란 IPO 및 유상증자 시 기관투자자에게 배정하는 주식 중 **공모주식수의 10% 이상에 해당하는 부분을 하이일드펀드에 우선 배정**토록 하는 것이다. 14년 이후 IPO주의 기관투자자 수요예측경쟁률은 274:1, 일반투자자 청약경쟁률은 507:1로 청약열기가 뜨거운 상황에서 공모주 우선배정 혜택은 매우 큰 투자매력으로 작용할 것이다. **하반기에는 IPO물량이 크게 증가할 것으로 예상되기 때문에 우선배정 효과는 극대화될 것으로 전망한다.**

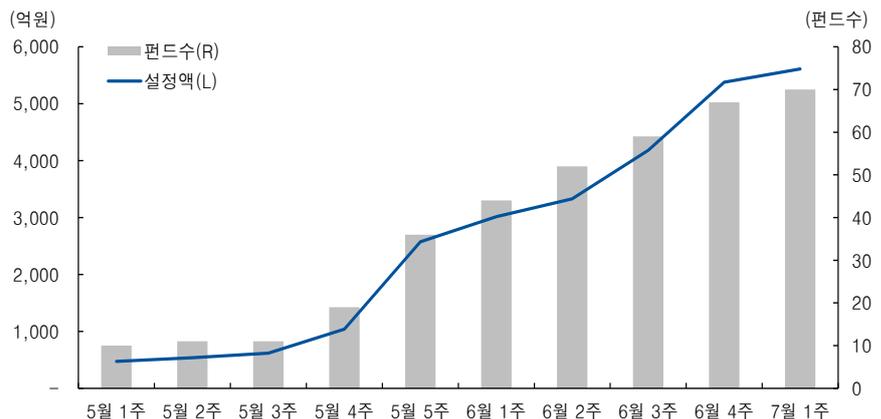
투자타이밍이 중요

최대한 빨리 가입하는 것이 수익률 측면에서 유리하다. 하이일드펀드 시장규모가 커질수록 펀드 간 경쟁이 심화되어 IPO주 배정비율이 낮아지기 때문이다. **7/4일 현재 하이일드펀드의 설정액은 5,613억원이다.** 5월 중순 삼성그룹주 IPO 소식이 전해진 이후 빠른 속도로 자금이 유입되고 있다. 대부분이 사모형으로 은행, 캐피탈, 저축은행 등 금융상품에 대한 이해도가 높은 기관들이 하이일드펀드 투자에 보다 적극적인 것으로 판단된다. 아직까지는 펀드규모가 크지 않아 경쟁강도가 낮지만 연말로 갈수록 삼성그룹주에 대한 기대가 상승하면서 하이일드펀드 설정액이 크게 증가할 가능성이 높다.

BBB등급 회사채 시장에 불어오는 온기

하이일드펀드의 예상을 뛰어넘는 인기몰이로 양호한 BBB등급 회사채에 대한 수요가 지속될 전망이다. 현재 약 5,000억 원 규모의 하이일드펀드는 대형IPO가 예정되어 있는 연말에는 1~2조 원까지 증가할 것으로 예상된다. 하이일드펀드는 설정액의 30% 이상을 비우량채권으로 구성해야 하기 때문에 최소 3,000 ~ 6,000억 원의 비우량채권 매수여력이 발생 가능하다. 하지만 BBB등급내 투자할만한 채권은 한정되어 있기 때문에 비우량등급내 선별적인 수급불균형이 나타날 가능성이 높은 상황이다.

분리과세 하이일드펀드 펀드수 및 설정액 추이



1. 기본개념 및 구조

분리과세 하이일드펀드란?

지난 4월 출시된 분리과세 하이일드펀드(이하 하이일드펀드)는 투자자산의 대부분을 채권에 투자하여 고정적인 현금흐름을 확보하는 한편 IPO 주식 등을 편입하여 초과수익을 목표로 하는 펀드다. 동 펀드는 공모주식(IPO 및 증자) 청약 시 우선배정 혜택이 주어지며, 이자소득 및 배당소득에 대한 분리과세가 이루어져 '분리과세 하이일드펀드' 또는 '공모주우선배정 하이일드펀드'라 불린다. 최초 분리과세 혜택으로만 출시되었으나 소득공제장기펀드(연간 납입 최대 600만원에 대해 40% 소득공제)등 경쟁상품에 비해 투자매력이 떨어지자 공모주 우선배정 혜택이 추가되었다.

하이일드펀드의 출시는 비우량등급 회사채 및 코넥스 시장 활성화로 중소기업의 자금조달 여건 완화에 목적이 있다. 공모주 우선배정 및 분리과세 혜택을 위해서는 ① 펀드자산의 30% 이상을 신용등급 BBB+ 이하 채권 또는 코넥스 주식, ② 60% 이상을 ①항 및 국내채권에 투자해야 한다<그림1>. 따라서 하이일드펀드가 활성화되면 비우량등급 회사채 및 코넥스 시장에 대한 투자증가로 이어져 중소기업의 자금조달환경에 우호적으로 작용할 수 있다.

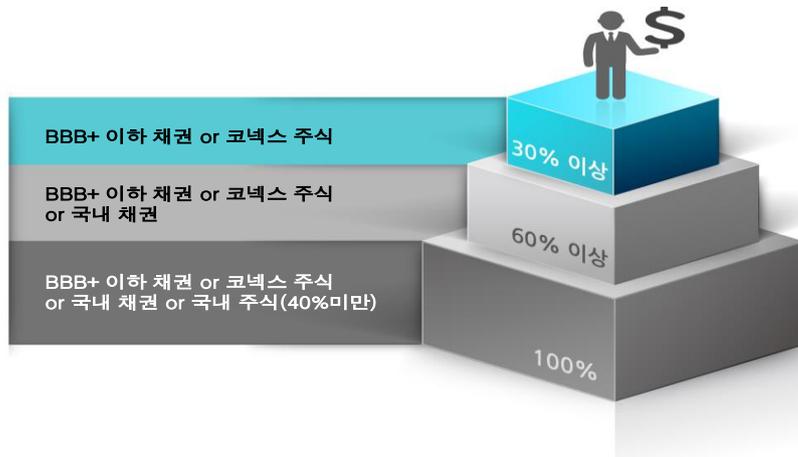
분리과세 혜택은 2014년 12월 31일 이전에 가입하고 최소 1년에서 최대 3년 유지 시 1인당 5,000만원 한도로 적용 가능하다<표3>. 펀드투자에서 발생하는 이자-배당소득에 대해 종합소득세(6.6~41.8%) 대신 15.4%의 단일세율이 적용되기 때문에 실효세율이 높은 투자자에게 더욱 유리하다. 물론 법인투자자에게는 분리과세 혜택은 적용되지 않는다.

표 1. 하이일드펀드 주요내용

항목	주요내용
혜택	분리과세, 공모주 우선배정 혜택
투자형태	집합투자기구, 투자일임재산, 특정금전신탁
투자대상	신용등급 BBB+ 이하 비우량채, 코넥스 상장주식, 채권, IPO주식 등 국내자산
편입요건	① 비우량채 및 코넥스 상장주식 평균보유비율 30% 이상, ② 비우량채, 코넥스 상장주식 및 국내채권 평균보유비율 60% 이상
공모주 우선배정 혜택	IPO/유상증자 등 공모주식 10% 우선배정(~17년까지)
분리과세 혜택	1명당 투자금액 5천만원 한도 1년 이상~ 3년 이하 14.12.31일 이전 가입자
분리과세 관련법	조세특례제한법 제91조의15 및 동법 시행령 제93조

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 하이일드펀드의 자산편입기준



자료: KDB대우증권 리서치센터

하이일드펀드의 강력한 매력은 공모주 우선배정 혜택<표2>에 있다. 공모주 우선배정 혜택이란 IPO 및 유상증자 시 기관투자자에게 배정하는 주식 중 **공모주식수의 10% 이상에 해당하는 부분을 하이일드펀드에 우선 배정**토록 하는 것이다. 14년 이후 IPO를 진행한 업체들의 기관투자자 수요예측경쟁률은 274:1, 일반투자자 청약경쟁률은 507:1로 청약열기가 뜨거운 상황에서 공모주 우선배정 혜택은 매우 큰 투자매력으로 작용할 것이다. 공모주 우선배정혜택은 분리과세 요건과 무관하게 2017년 12월 31일 이전 가입자는 혜택을 받을 수 있다.

표 2. 증권인수업무에 관한 규정(공모주 우선배정 혜택 관련)

제9조(주식의 배정)

- ① 기업공개에 관한 대표증권회사는 공모주식을 다음 각 호에서 정하는 바에 따라 **해당 청약자 유형군에 배정**하여야 한다.
1. 유가증권시장 상장을 위한 기업공개에 관한 경우 우리사주 조합원에게 「근로복지기본법」 제38조제1항에 따라 공모주식의 20%를 배정한다. 다만, 외국법인등의 기업공개에 경우에는 그러하지 아니하다.
 2. 코스닥시장 또는 코넥스시장 상장을 위한 기업공개에 관한 경우 우리사주 조합원에게 「근로복지기본법」 제38조제2항에 따라 공모주식의 20%를 배정할 수 있다.
 3. 일반청약자에게 공모주식의 20%이상을 배정한다.
 4. 제1호부터 제3호에 따른 배정 후 잔여주식은 기관투자자에게 배정한다. 이 경우 **고위험고수익투자신탁에 공모주식의 10%이상을 배정**한다.
 5. 제4호의 후단을 적용할 경우 해당 고위험고수익투자신탁 자산총액의 100분의 20 이내의 범위에서 공모주식을 배정하여야 한다.
 - ⑤ 제1항제4호의 후단 및 제2항제3호의 후단에도 불구하고 대표증권회사는 수요예측 또는 청약 경쟁률, 기관투자자의 투자성향 및 신뢰도 등을 고려하여 고위험고수익투자신탁에 대한 배정비율을 달리할 수 있다.

제2조 18. '고위험고수익투자신탁'이란 이란 **조세특례제한법 제91조의15제1항에 따른 투자신탁** 등을 말한다.

자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 조세특례제한법 시행령(분리과세 혜택 관련)

제91조의15(고위험고수익투자신탁 등에 대한 과세특례)

- ① 거주자가 대통령령으로 정하는 채권 또는 대통령령으로 정하는 주권을 일정 비율 이상 편입하는 대통령령으로 정하는 투자신탁 등 (이하 "고위험고수익투자신탁"이라 한다)에 **2014년 12월 31일까지 가입하는 경우 1명당 투자금액 5천만원**(모든 금융회사에 투자한 투자신탁 등의 합계액을 말한다) 이하인 투자신탁 등에서 받는 이자소득 또는 배당소득에 대해서는 「소득세법」 제14조제2항에 따른 **종합소득과세표준에 합산하지 아니한다.**
- ③ 고위험고수익투자신탁의 계약기간은 1년 이상 3년 이하로 하고, 계약일부터 3년이 지나 발생한 소득에 대해서는 **제1항과 제2항을 적용하지 아니한다.**
- ④ 고위험고수익투자신탁의 가입자가 계약체결일부터 1년 이내에 고위험고수익투자신탁을 해약 또는 환매하거나 그 권리를 이전하는 경우 제1항과 제2항을 적용하지 아니한다. 다만, 가입자의 사망, 해외이주, 그 밖에 대통령령으로 정하는 부득이한 사유가 있는 경우에는 그러하지 아니하다

자료: 법제처, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 조세특례제한법 시행령(하이일드펀드 자산편입기준)

제93조(고위험고수익투자신탁 등에 대한 과세특례)

- ① 법 제91조의15제1항에서 "대통령령으로 정하는 채권"이란 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제335조의3에 따라 신용평가업인가를 받은 자 2명 이상이 평가한 신용등급 중 낮은 **신용등급이 BBB+ 이하인 사채권**(이하 이 조에서 "비우량채권"이라 한다)을 말한다.
- ② 법 제91조의15제1항에서 "대통령령으로 정하는 주권"이란 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제11조제2항에 따른 **코넥스시장에 상장된 주권**을 말한다.
- ③ 법 제91조의15제1항에서 "대통령령으로 정하는 투자신탁 등"이란 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 **집합투자기금, 투자일임재산 또는 특정금전신탁**(이하 이 조에서 "투자신탁등"이라 한다)으로서 다음 각 호의 요건을 모두 갖춘 것을 말한다.
 1. 해당 투자신탁등의 설정일·설립일부터 매 3개월마다 **비우량채권과 코넥스 상장주식을 합한 평균보유비율이 100분의 30 이상이고, 이를 포함한 국내채권의 평균보유비율이 100분의 60 이상일 것.** 이 경우 "평균보유비율"은 비우량채권과 코넥스 상장주식, 국내채권 각각의 평가액이 투자신탁등의 평가액에서 차지하는 매일의 비율을 3개월 동안 합산하여 같은 기간의 총일수로 나눈 비율로 한다.
 2. **국내 자산에만 투자할 것**

자료: 법제처, KDB대우증권 리서치센터

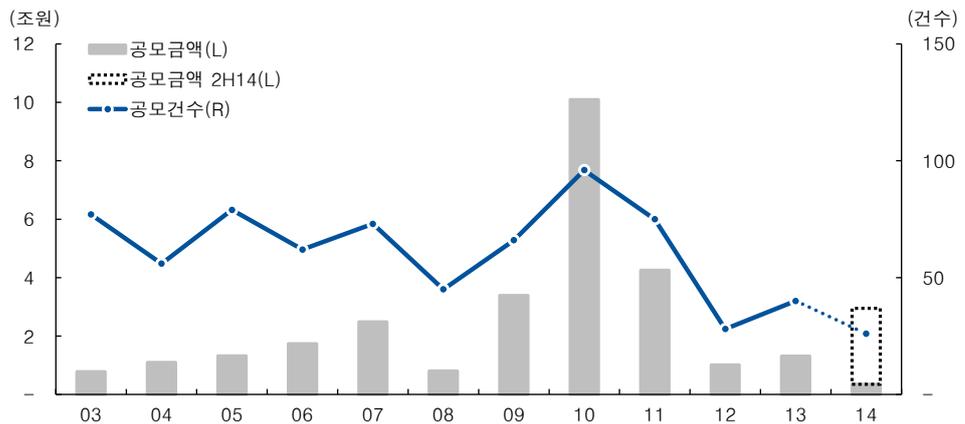
침체됐던 IPO시장이 꿈틀거린다

국내 IPO 시장은 호황기라 불렸던 09~11년 이후 기업공개 규모 및 업체 수 모두 감소하며 침체되었다. 12~13년 기업공개 규모는 연평균 1.1조 원으로 09~11년 5.9조 원 대비 약 80% 급감하였다<그림2>. 09~11년에는 삼성생명(4.8조), 대한생명(1.7조) 등 대형 생보사와 만도, SK C&C 및 진로 등 공모규모 5,000억 원 이상의 대규모 IPO가 줄이였지만, 12~13년에는 5,000억 원 이상의 달은 전무했으며 3,000억 원 이상의 기업공개도 현대로템 뿐이었기 때문이다.

하지만 14년 하반기에는 삼성SDS 및 삼성에버랜드의 상장 결정으로 침체된 IPO 시장의 회복이 점쳐진다. 삼성SDS는 장외주식 거래가격(20만원)을 감안하면 상장 후 예상 시가총액이 약 15조원에 다다른 대어(大漁)주며, 언론보도에 따르면 삼성그룹의 지주회사 격인 삼성에버랜드도 연내상장을 추진하고 있어 IPO물량이 풍부해질 전망이다.

하반기 공모규모는 현재 IPO 예비심사 진행 또는 승인 기업과 삼성SDS 및 삼성에버랜드를 감안하면 약 2~3.7조 원으로 추정된다<표5>. 삼성그룹주의 공모구조 및 일정에 따라 변동가능성은 있지만 최소 2조원은 가능할 것으로 전망된다. 삼성그룹주를 제외한 IPO예정업체 중에는 영화 투자 및 배급사인 뉴, 전기밥통 제조사인 쿠쿠전자, 모바일게임 개발사인 데브시스터즈 등이 기대된다.

그림 2. 기업공개(IPO) 규모 및 업체 수 추이 및 전망치



자료: KIND, KDB대우증권 리서치센터

표 5. IPO 예비심사 승인 및 진행중인 기업 리스트

회사명	주요제품	공모예정금액 (백만원)	주당예정발행가 (원)	청구일	수요예측일	청약일	상장주선인
노바렉스	기타 식품 제조업	12,110~13,973	6,500~7,500	7/3	미정	미정	교보
다쓰테크	태양광 발전, 인버터 등	11,340~12,758	7,200~8,100	6/17	미정	미정	현대
우리스팩3호	기업인수목적회사	13,000	2,000	심사승인	7/28~7/29	8/4~8/5	우리
서전기전	전기 변환·공급장치	12,600~14,400	10,500~12,000	6/5	미정	미정	동부
미래에셋제2호SPAC	기업인수목적회사	13,000	2,000	심사승인	7/10	7/14~7/15	미래에셋
데브시스터즈	모바일게임 개발	116,100~135,000	43,000~50,000	5/29	미정	미정	우리
슈피겐코리아	핸드폰 케이스 등	37,925~46,250	20,500~25,000	5/23	미정	미정	삼성
파티게임즈	모바일게임 개발	23,000~28,000	23,000~28,000	5/13	미정	미정	우리
감마뉴	안테나 제조	3,600~4,140	10,000~11,500	심사승인	7/28~7/29	8/4~8/5	한국
쿠쿠전자	주방용 전기기기	196,067~254,887	80,000~104,000	심사승인	7/23~7/24	7/29~7/30	우리
원하이텍	데크 플레이트 제조	16,896~19,272	6,400~7,300	심사승인	7/10~7/11	7/16~7/17	우리
파버나인	TV외관부품 제조	13,310~14,960	12,100~13,600	심사승인	7/15~7/16	7/23~7/24	한국/KB
창해에탄올	알콜음료 제조	11,405~13,116	6,000~6,900	심사승인	7/14~7/15	7/21~7/22	우리투자
신화콘텍	전동기 및 제어장치 제조	12,960~14,560	8,100~9,100	심사승인	7/21~7/22	7/30~7/31	현대
덕신하우징	일체형 데크플레이트 등	18,000~21,600	9,000~10,300	심사승인	7/15~7/16	7/23~7/24	현대
뉴	영화 투자 배급	77,029~117,570	19,000~29,000	3/20	미정	미정	우리
화인베스틸	조선용 형강 제조	28,951~32,811	4,500~5,100	심사승인	6/30~7/1	7/9~7/10	현대

주: 상기 내용은 거래소 및 금융감독원 승인과정에서 변동될 수 있음, 자료: KIND, KDB대우증권 리서치센터

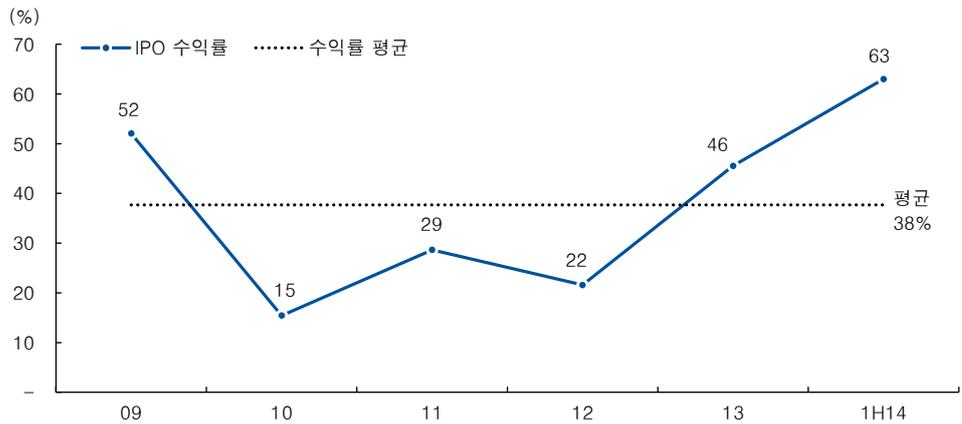
IPO주 투자수익률 놀랍지만 청약경쟁률 너무 높아

IPO주 투자수익률은 놀라운 수준이다. 공모가 대비 상장일 증가 수익률을 보면 09~1H14 평균 38%를 기록하였으며 최근에는 수익률이 더욱 상승하고 있는 추세다<그림3>. 상장일 즉시 매도를 가정할 경우 **주식보유에 따른 리스크 익스포저가 거의 없어 단기유동자금의 매력적인 투자처**가 되고 있다. IPO주 투자수익률이 높은 수준에 유지될 수 있는 이유는 상장심사를 담당하는 거대소가 투자자보호 목적으로 기업공개 기업의 Valuation을 일정수준에서 제한하여 상장 시 주가상승여력이 매우 크기 때문이다.

투자수익률이 높은 만큼 청약경쟁률도 치열하다. 09년 39배에 달하던 **기관투자자 경쟁률은 1H14 274배**로 증가하였으며 **일반투자자 경쟁률은 404배에서 507배로 상승**하였다<그림4~5>. 경쟁률이 100배면 1억 원 청약 시 100만원을 배정받는다는 의미다. 최근 몇 년간 IPO 물량이 크게 감소하였고, KOSPI 지수 수익률이 상대적으로 저조한 점이 IPO 경쟁률을 상승시킨 원인으로 분석된다.

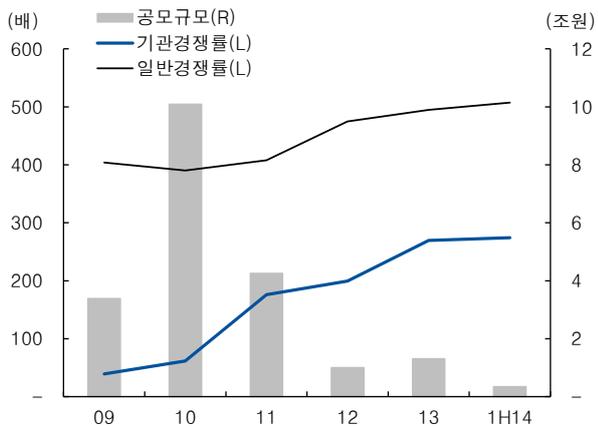
개인 및 일반법인 등의 비기관투자자는 일반청약에 직접 참여하거나 IPO공모주 펀드를 통해 기관투자자 지위로 IPO주에 간접적으로 투자할 수 있으나 두 가지 방법 모두 **경쟁률이 과도하게 높아 투자 기회 조차 갖기가 어려운 상황이** 지속되고 있다.

그림 3. IPO주 수익률 추이



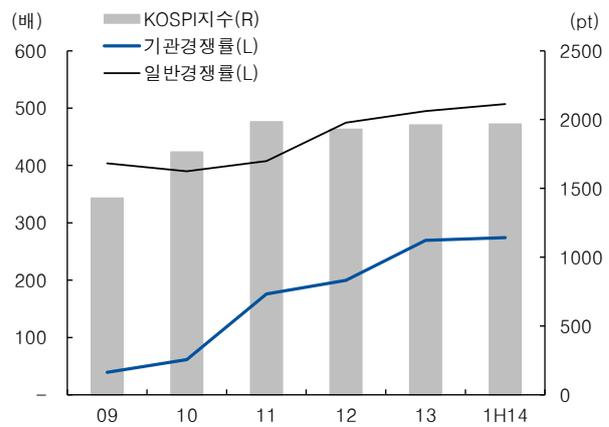
주: 공모가 대비 상장일 증가 수익률, 건별 단순합산, 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 4. IPO 규모와 경쟁률 추이



주: 건별 단순합산 경쟁률
 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. KOSPI 지수와 경쟁률 추이



주1: 건별 단순합산 경쟁률,
 주2: KOSPI지수는 일평균
 자료: KDB대우증권 리서치센터

공모주 우선배정 혜택의 하이일드펀드가 대안

기존 공모주 펀드의 수익률은 매우 저조하다. 공모주 펀드는 기관투자자 지위로 IPO 수요예측에 참여하지만 최근 기관투자자 수요예측 경쟁률이 약 300배까지 상승하여 물량배정을 받기가 쉽지 않기 때문이다. 펀드닥터 기준 설정액 상위 10개 공모주 펀드 수익율은 6M 1.9%, 1Y 3.4%, 3Y 13.1%에 불과했다<표 5>. 공모주 배정물량이 미미하다 보니 여유자금의 대부분을 국채 등 안전자산에 투자하는 공모주 펀드의 수익률이 낮은 수준을 유지할 수 밖에 없었다.

유가증권시장에 기업공개를 하는 기업은 공모주식의 20%를 우리사주조합에 먼저 배정하고 일반청약자에게 20% 이상 그리고 최대 60%(하이일드펀드 10% 포함)까지 기관투자자에게 배정이 가능하다. 코스닥시장 상장외의 경우 우리사주조합에 대한 배정의무가 없어 기관투자자에게 최대 80%까지 배정이 가능하다<표6>. 하이일드펀드에 대한 우선배정비율(10%p)이 작아 보일 수 있겠지만 ① 하이일드펀드간 경쟁 수준이 낮고 ② 하반기 IPO물량이 크게 증가할 것으로 예상된다는 점이 펀드수익률 측면에서 큰 도움이 될 전망이다.

표 5. 설정액 상위 10개 공모주 펀드 수익률

(억원, %)

펀드명	설정액	6M	1Y	3Y
IBK공모주채움 1[채혼]	694	3.34	4.79	-
하이공모주플러스10 1[채혼]C1	535	2.44	4.42	9.69
트러스트공모주알파[채혼]C클래스	452	2.44	3.81	-
유진캡피어공모주 1(주혼)Class C	398	1.41	2.62	15.3
유진캡피어공모주 1(주혼)Class I	316	1.61	3.02	-
KDB공모주채움 1[채혼]	240	1.45	3.01	-
유진캡피어공모주 1(주혼)Class A	219	1.51	2.82	15.84
흥국멀티플레이30공모주자[채혼]C-2	110	1.65	3.03	11.65
NH-CA공모주채움[채혼]	102	1.55	-	-
합계 및 평균	3,072	1.93	3.44	13.12

자료: 펀드닥터, KDB대우증권 리서치센터

표 6. IPO 예정기업(덕산하우징) 물량 배정 현황

(주)

모집대상	배정주식수	배정비율	비고
우리사주조합	140,000	7%	우선배정
일반청약자	400,000	20%	-
기관투자자	1,460,000	73%	고위험고수익투자신탁 배정수량 포함
합 계	2,000,000	100%	-

주: 금번 수요예측 대상에 해당하는 기관투자자 물량 1,460,000주 중 200,000주(전체 공모물량의 10%)는 고위험고수익투자신탁에 배정되었으며, 대표주관회사는 고위험고수익투자신탁 자산총액의 20% 범위 내에서 해당 고위험고수익투자신탁의 참여시점 및 참여자의 질적인 측면(운용규모, 투자성향, 공모 참여실적, 의무보유 확약여부, 자기자본 규모 신뢰도 등)을 종합적으로 고려한 후 대표주관회사가 가중치를 부여하여 공모주식을 배정합니다. 이 경우 대표주관회사는 수요예측 또는 청약 경쟁률, 기관투자자의 투자성향 및 신뢰도 등을 고려하여 고위험고수익투자신탁에 대한 배정비율을 달리할 수 있으며, 고위험고수익투자신탁 배정 물량 중 미배정 물량은 기타 일반기관투자자에게 배정될 수 있습니다.

자료: 덕산하우징 증권신고서, KDB대우증권 리서치센터

II. 하이일드펀드 투자전략

투자타이밍이 중요

첫째, 최대한 빨리 가입하는 것이 수익률 측면에서 유리하다. 하이일드펀드 시장규모가 커질수록 펀드간 경쟁이 심화되어 IPO주 배정비율이 낮아지기 때문이다. 아직까지는 펀드규모가 크지 않아 경쟁강도가 낮지만 연말로 갈수록 삼성그룹주에 대한 기대가 상승하면서 하이일드펀드 설정액이 크게 증가할 가능성이 높다.

올 하반기에는 IPO 규모가 2~3조 원으로 예상되는 가운데, 하이일드펀드 설정액이 1~2조 원까지 증가한다고 가정하면 하이일드펀드의 IPO주 경쟁률은 1.3~4배로 추정된다. 기존의 IPO주 경쟁률인 200~500배와 비교할 때 월등히 낮은 수준이다<표7>.

위 경쟁률을 기반으로 하반기 하이일드펀드의 기대수익률을 추정해보면 6개월간 5~13%, 연환산시 10~26%가 기대된다<표7>. 펀드 구성의 30%를 차지하는 하이일드채권이 연 4.8%(BBB+ 1Y 민평수익률), 30%를 차지하는 국채가 연 2.55%(국채 1Y 민평수익률), 나머지 40%를 구성하는 IPO주 수익률 38%(09~1H14 IPO주 평균수익률)을 투자기간(6개월)과 IPO 경쟁률을 반영하여 가중평균하였다.

7/4일 현재 하이일드펀드의 설정액은 5,613억원이다. 5월 중순 삼성그룹주 IPO 소식이 전해진 이후 빠른 속도로 자금이 유입되고 있다<그림6>. 대부분이 사모형으로 은행, 캐피탈, 저축은행 등 금융상품에 대한 이해도가 높은 기관들이 하이일드펀드 투자에 보다 적극적인 것으로 판단된다. 공모형 비중은 25%로 아직까지는 일반투자자들의 참여가 낮은 편이다<그림7>.

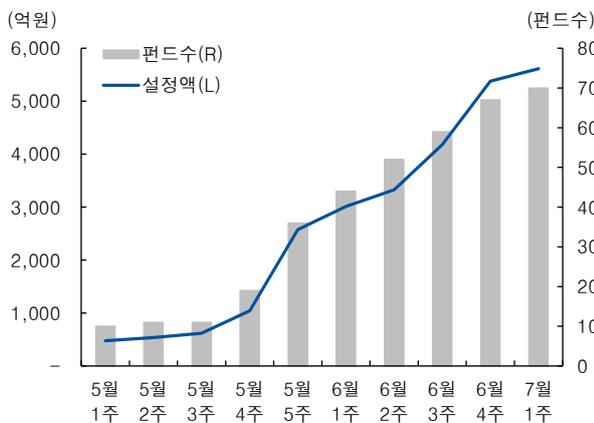
표 7. 하이일드펀드 기대수익률 추정치

(배)

하반기 IPO규모	우선배정(10%)	하이일드펀드 설정액(경쟁률)			하이일드펀드 설정액(6개월 수익률)		
		1조 원	1.5 조원	2조 원	1조 원	1.5조 원	2조 원
2조 원	2,000억 원	2.0	3.0	4.0	9%	6%	5%
2.5조 원	2,500억 원	1.6	2.4	3.2	11%	7%	6%
3조 원	3,000억 원	1.3	2.0	2.7	13%	9%	7%

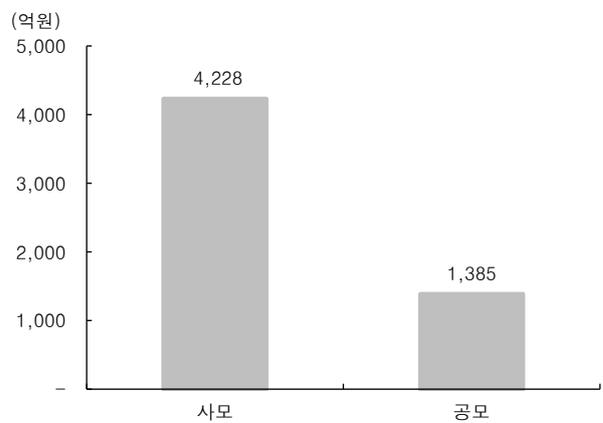
주: 하이일드펀드의 IPO주 편입한도 40% 고려시
 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 하이일드펀드 설정액 및 펀드수 추이



자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 하이일드펀드 공·사모 설정액 현황



자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

둘째, 펀드별 하이일드채권의 편입기준을 확인해야 한다. 일정수준 이상의 수익률을 제시하는 펀드는 고 수익 채권을 편입할 수 밖에 없어 리스크가 상대적으로 높고 사모형 또는 일임형의 경우 편입자산에 대한 분산요건이 없어 1~2개의 채권에 편중될 수 있기 때문이다.

최근 모그룹의 자율협약 및 워크아웃 신청 기정사실화로 고수익 채권에 대한 위험성이 재차 부각되고 있으며 신평사의 등급평가가 보수적으로 전환되어 부실기업의 등급하락 속도가 가팔라진 점도 리스크 관리에 신경을 써야 하는 이유다.

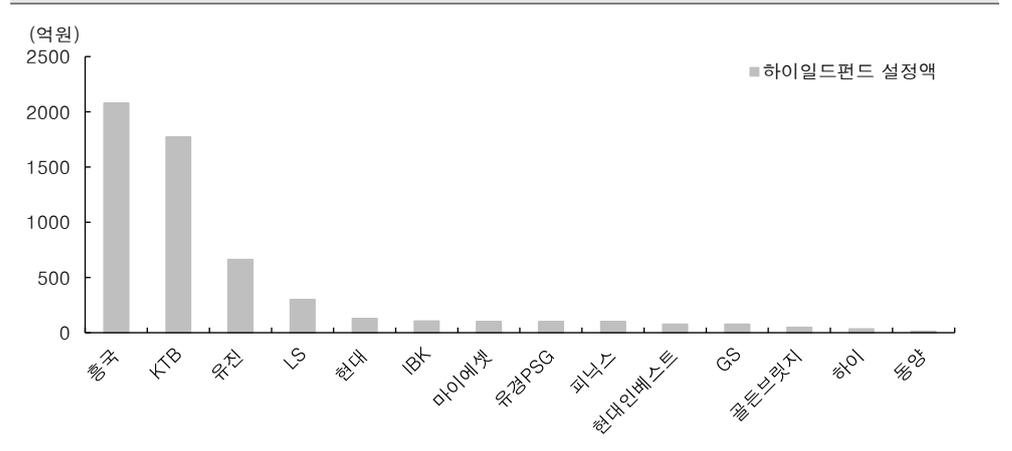
안정성을 높이기 위해서는 펀드 구성의 30%를 차지하는 하이일드채권에는 리스크가 낮은 종목으로 편입하고 초과수익은 IPO주에서 얻는 전략을 추구하는 펀드를 추천한다. 하이일드채권에서 2~3%의 초과수익을 얻기 위해 고위험을 부담하기 보다 기대수익률이 높으면서 안전한 IPO주에 집중하는 것이 수익률 및 리스크 관리 차원에서 우수할 것이다.

표 8. BBB등급 이하 채권 관심종목 리스트 (%, bp)

회사명	기업 2Y	국채 대비 스프레드	등급평균 대비 스프레드	발행잔액 (억원)	분석 요약
노루페인트	3.84	125	-182	300	국내 도료 상위권 시장지위. 상위업체의 시장집중도 상승. 원가변동에 탄력적인 판가전가력. 설비자산 투자로 당분간 재무구조개선은 어려울 전망
대성전기공업	3.83	124	-182	850	현대차그룹, GM에 대한 1차 협력사로서 안정적 사업기반 보유. نيسان, 폭스바겐 등 해외 납품처 다변화 진행되며 외형 확대 및 수익창출력 확대 추세. 점진적 재무구조개선 예상
이랜드리테일	4.70	212	-95	1,580	규모의 경제효과로 수익창출력이 안정화. 꾸준한 매장확대 및 배당유출에 따른 재무안정성 개선은 미흡. 이랜드 중국법인의 지분가치를 고려 시 그룹의 전반적인 신용위험은 통제가능한 수준
에이제이네트웍스	4.82	223	-84	760	건설장비, 계측기기 등 기존 사업에 더불어 시장진입에 성공한 파렛트 부문 수요성장으로 외형확대. 안정적인 렌탈료 수입과 낮은 최종 손실률. 렌탈자산 투자의 탄력적인 조절 능력
아주산업	5.13	254	-53	1,000	수도권에 입지하여 산업 평균 대비 양호한 설비가동을 유지, 출하량 감소 추세에 있는 점은 부담이나 판가인상으로 이익 방어중, 아주캐피탈 매각시 순차입금을 능가하는 현금유입 가능
이랜드월드	5.49	290	-17	2,675	그룹의 지주사로서 로열티와 배당금 수익 확대. 중국법인의 배당금 지급률 상황되어 투자금 회수 우려 완화. M&A 부담에도 불구하고 중국법인의 지분가치 고려시 채무상환능력 양호
쌍용양회공업	7.88	529	129	1,200	국내 최대 시멘트 생산능력 보유. 두 차례에 걸친 시멘트가격 인상과 유연탄 가격 하락에 힘입어 수익성 회복. 14년 단가인상 실현되면 현금흐름 개선으로 차입금 축소 가능성 존재

자료: 7/4일 기준, 본드웍, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 자산운용사별 하이일드펀드 설정액 규모



주: 7/4일 기준, 자료: 금융투자협회, KDB대우증권 리서치센터

Ⅲ. 회사채 시장에 미치는 영향

BBB등급 회사채 시장에 불어오는 온기

7/1일 쌍용양회공업(BBB0)의 수요예측이 진행되었다. 지난 13.4월 7.55%의 고금리에도 전액 미매각되었기 때문에 금번에도 흥행에는 실패할 것으로 예상됐다. 하지만 결과는 예상 밖이었다. 하이일드펀드 발 수요로 발행금리는 금리밴드 5.95~7.95%를 하회한 5.85%로 결정되었다. 13년 이후 BBB등급내 수요 예측에서 AJ네트웍스 및 대성전기공업을 제외하고 오버부킹이 발생한 것은 처음이다.

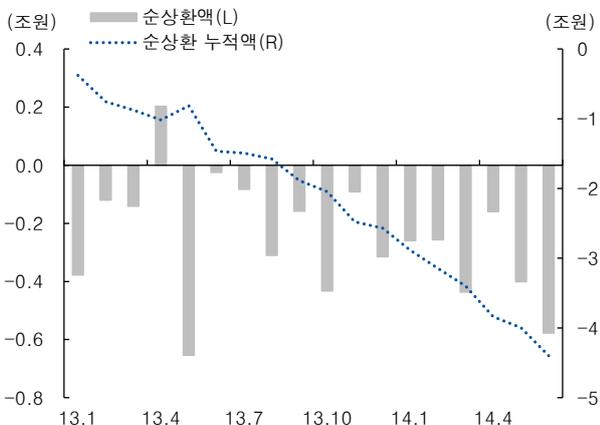
최근 동부그룹의 유동성 위기 이슈에도 불구하고 하이일드펀드에 대한 투자심리는 위축되지 않을 것으로 전망한다. 단기적으로 하이일드펀드로의 자금유입 속도가 소폭 둔화될 가능성이 있으나 연말에는 삼성그룹주에 대한 IPO 기대감으로 하이일드펀드 규모는 제차 빠르게 증가할 것으로 판단된다.

하이일드펀드의 예상을 뛰어넘는 인기몰이에 양호한 BBB등급 회사채에 대한 수요도 지속될 전망이다. 현재 약 5,000억 원 규모의 하이일드펀드는 대형IPO가 예정되어 있는 연말에는 1~2조 원까지 증가할 것으로 예상된다. 하이일드펀드는 설정액의 30% 이상을 비우량채권으로 구성해야 하기 때문에 최소 3,000 ~ 6,000억 원의 비우량채권 매수여력이 발생 가능하다.

2H14 BBB등급의 회사채 만기도래액은 총 1.2조 원으로 건설·조선·해운 등 경기민감업종을 제외하면 3,475억 원이다<그림10>. 2H14 BBB등급 만기도래액 대비 하이일드펀드의 매수여력은 25~50% 수준이며, 경기민감업종 제외 시 86~173%에 달한다. BB등급 이하는 투기등급으로 분류되기 때문에 하이일드펀드의 비우량채권 편입은 일반적으로 BBB등급에 한정된다. BBB등급내 투자할만한 채권은 한정되어 있기 때문에 비우량등급내 선별적인 수급불균형이 나타날 가능성이 높은 상황이다.

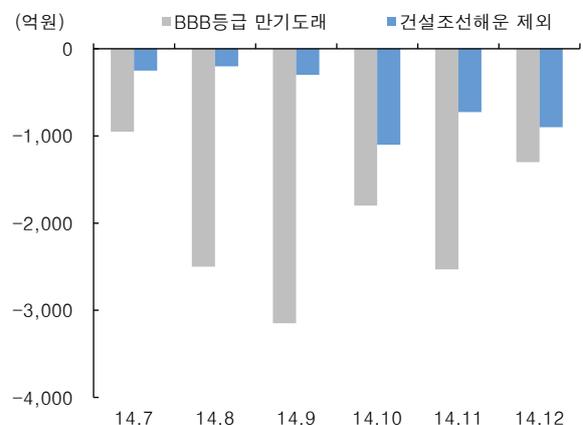
이미 하이일드펀드 운용사 입장에서는 투자할만한 BBB등급 채권을 확보하기가 쉽지 않은 상황이다. 하반기에 발행될 회사채 규모는 제한적이지만 하이일드펀드 수요가 크게 늘어나고 있어 비우량채 편입 요건을 충족시키기는 더욱 힘들어질 전망이다. 증권사 IB 등과 연계하여 직접 타겟 기업의 회사채 발행을 유도하는 등 선제적으로 채권발굴에 나서야 급증하는 하이일드펀드 투자수요에 대응이 가능할 것으로 보인다.

그림 9. 13년 이후 BBB등급 순상환액 추이



자료: 인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 하반기 BBB등급 만기도래 추이



자료: 인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

7월 옵션 만기 Final Update(D-day)

장 중 주인공은 선물 외국인, 종가 주인공은 외국인 비차익 PR

금일 종가에는 외국인 비차익 순 매수가 집중될 것이다. 그러나, 그것은 옵션 만기와 관련된 것이 아니라 평일에도 자주 관찰되는 통상적인 바스켓 매수일 뿐이며, 최근 들어 약화돼 규모도 크지 않을 것이다. 따라서, 종가에 지수가 크게 튈(?) 가능성은 낮기 때문에 무리한 베팅은 삼가야 한다.

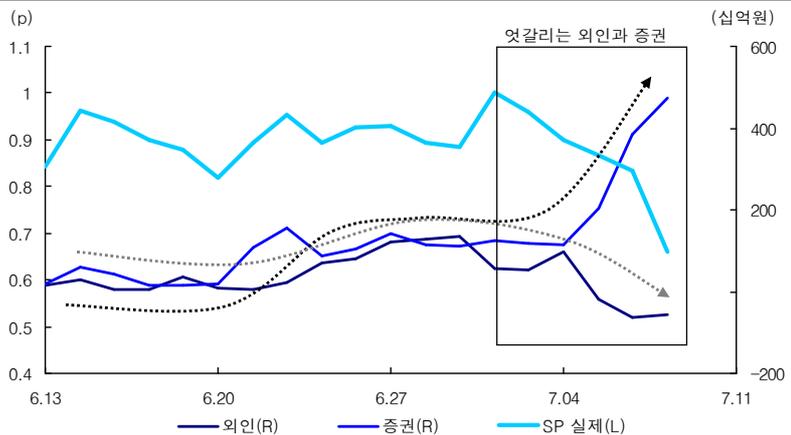
물론, 외국인은 6월 만기 이후부터 전일까지 -548억 원의 합성선물 순 매도를 쌓았으며, 부분적으로 비차익 PR 순 매수나 K200ETF 순 매수를 동반하기도 했다. 그러나, 외국인 기준으로 합성선물이 충분히 고 평가된 경우가 없었기 때문에 이를 ‘컨버전’으로 볼 수 없으며, 단순한 지수 하락 베팅일 가능성이 높다.

증권은 반대로 +4,736억 원의 합성선물을 순 매수했는데 이는 K200ETF (공)매도를 동반해 ‘리버설’일 가능성이 있다. 단, 선물 괴리차가 추가 하락했기 때문에 만기 결제보다는 합성선물 매수를 선물 매수로 교체할 가능성이 높다. 물론, 금일 선물 괴리차가 급등한다면 종가에 PR 순 매수로 연결될 수도 있지만 현재로서는 가능성이 낮다.

결국, 금일 종가는 외국인 바스켓 매수세뿐이다. 특히 만기일을 맞아 종가 비중이 더욱 높아질 수 있다. 4월 옵션 만기일의 경우, 직전 5일간 종가 비중은 일 평균 21%, 만기일은 51%였다. 그러나, 기본적으로 외국인 비차익 순 매수 자체가 4월에 비해 줄었기 때문에 집중되더라도 종가 순 매수는 +500억원 부근에 불과할 것이다.

한편, 장 중에는 선물 외국인의 순 매도 여부가 중요하다. 장 중 평균 선물 괴리차가 연속 하락하면서 차익 PR 순 매도의 1차 반응 수준인 -0.6p에 근접했기 때문이다. 반복되고 있는 초 단기 세력의 신규매도 회전에다 현재 중립 및 소강 상태인 중기 세력의 신규매도마저 접친다면 순 매도가 급증하면서 PR 순 매도가 늘어날 것이다.

외국인은 합성선물 순 매도 반면, 증권은 순 매수. 외국인인 투기용, 증권은 리버설인 듯



주: 일별 당사 추정치 합성선물 순 매수의 단순 누적
 자료: KRX, KOSCOM, KDB 대우증권 리서치센터

6월 만기 이후 외인은 합성선물 -548억 원 순 매도 반면, 증권 +4,736억 원 순 매수
 6월 만기 직후부터 주체 별로 합성선물 매매를 추정한 결과, 외국인은 -548억 원 순 매도였던 반면, 증권은 +4,736억 원 순 매수였다.¹ 여타 주체들의 순 매매는 위낙 미미해 무의미했다[표 1].

표 1. 주체 별 합성선물 순 매수 추정(7월 9일 기준)

(단위: 억 원)

구분	외국인	국가/지자체	투신	보험	증권	은행
차익 PR	543	76	-32	320	-12	0
비차익 PR	10,754	244	-779	518	3,932	-105
K200 ETF	1,177	31	1,904	58	-3,044	58
선물	-19,164	366	12,586	-850	1,370	-76
합성선물	-548	-37	-138	0	4,736	49

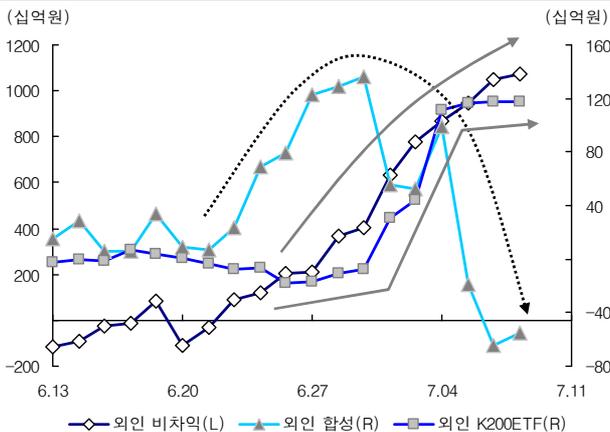
주: 1) 외국인, 투신, 증권 등은 행사가격 별 합성선물 추정. 국가/지자체, 보험, 은행은 콜과 풋 거래량 기준으로 추정

2) 6월 13일부터 7월 9일까지 누적

자료: KRX 홈페이지, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

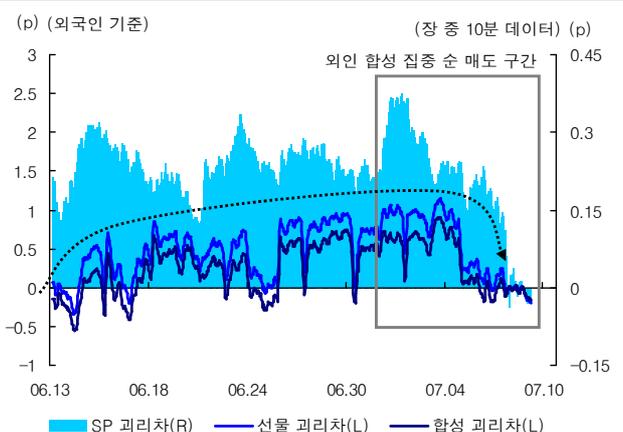
합성선물 고 평가 부족해 외인 순 매도는 컨버전보다 단순 지수 하락 베팅 가능성 높아
 외국인의 합성선물 매매는 7월 1일, +1,362억 원의 순 매수 우위였으나 이후부터 순 매도가 집중되면서 부호가 뒤집힌 것이다. 컨버전(conversions) 여부를 가늠하기 위해 1차적으로 카운터 매매(counter trading)를 살펴본 결과, 합성선물 집중 순 매도 구간에서 부분적으로 비차익 PR과 K200ETF 순 매수가 동반된 것으로 나타났다[그림 1].

그림 1. 외인 7월 들어 합성 순 매도 반전. 비차익 & ETF 순 매수 동반



주: 일별 순 매수 단순 누적
 자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 합성 괴리차 급락 불구 외인 순 매도 지속돼 컨버전 아닌 듯



주: 장 중 10분 데이터를 5MA로 평활화한 것. 이론가 금리는 1.5% 일률 적용
 자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

¹ 추정 방법은 이렇다. 'Q-way[1325] 투자자별 동향 실시간 추정'에서 주체 별로 동일한 행사가격의 콜과 풋에 반대 방향의 매매가 관찰되었을 경우, 이 중에서 작은 순 매매를 합성선물 매매로 간주했다. 단, 만기일에 근접할수록 차근월물 매매가 증가하면서 주체 별 행사가격 별 순 매매에 오류가 커지기 때문에 신뢰성은 높지 않다. 다만, 참고할 뿐이다.

그러나, 2차적으로 순 매도 구간이 합성선물 괴리차를 살펴본 결과, 실제 컨버전이었을 가능성은 낮았다. 외국인 기준 합성선물 괴리차는 10분 평균 +0.33p에 불과해 거래세 (0.80p) 보상이 불가능했다. ETF 컨버전 역시 7월 7일부터 괴리차가 급락해 이론치에 근접했음에도 불구하고 합성선물 순 매도가 지속되었기 때문에 가능성은 낮다[그림 2].

만일 합성선물의 고 평가 부족에도 불구하고 선물이 상대적으로 크게 저 평가되었다면 ‘선물 컨버전(선물 매수+ 합성선물 매도)’을 의심할 수 있지만, 기중에 선물이 상대적으로 고 평가된 데다(선물-합성선물 스프레드의 고 평가) 외국인의 선물 매매 역시 순 매도 우위였다. 이유도 없었고 흔적도 없었던 셈이다.

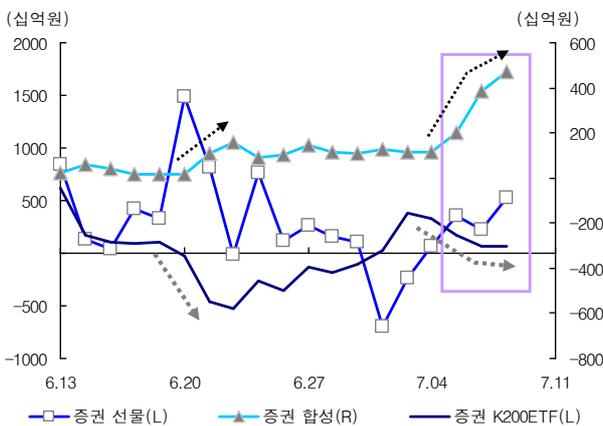
때문에 실제로 이들의 합성선물 순 매도가 존재한다면 이는 지수 추가 하락을 염두에 둔 방향성 투기가 유력하다. 따라서, 만기일 증가에 외국인의 옵션 관련 PR 순 매도가 출회될 가능성은 낮다.

증권 합성 순 매수는 ETF 공매도 헤지용. 선물 괴리차 급등해야만 PR 순 매수로 연결

증권의 합성선물 순 매수는 6월 23, 24일과 7월 7~9일 등 2차례에 걸쳐 집중되었다. 공통점은 K200ETF 순 매도를 동반했다는 점이다. 지수 하락 과정에서 레버리지 ETF 설정이 늘어나자 이를 위해 K200ETF를 (공)매도하고 다시 이를 헤지하기 위해 합성선물을 순 매수한 것이다. 즉, ‘K200ETF 리버설(reversal conversions)’인 셈이다[그림 3].

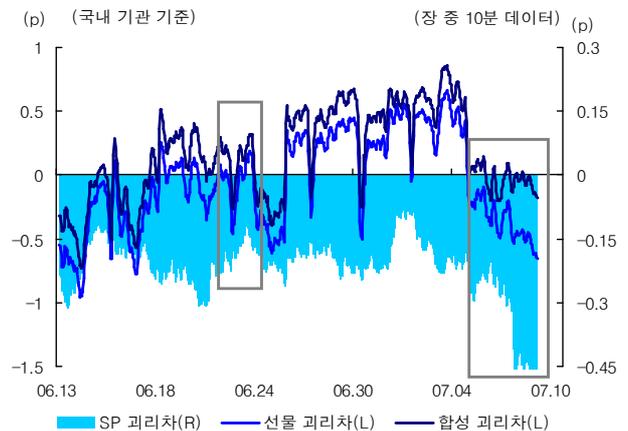
문제는 기중에 합성선물에 비해 선물이 더욱 저 평가되었다는 점이다. 이들의 순 매수 구간에서 합성선물 괴리차는 가중 평균(10분 평균, 콜 금리 기준)으로 +0.013p, 선물의 괴리차는 -0.26p였다. 차익거래나 헤지를 위해서라면 상대적으로 선물 매수가 합성선물 매수보다 유리했던 셈이다[그림 4].

그림 3. 증권 합성 순 매수는 예외 없이 K200ETF 순 매도 동반



주: 일별 순 매수 단순 누적
자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 선물이 상대적 저 평가돼 선물 매수가 합성 매수보다 유리



주: 장 중 10분 데이터를 5MA로 평활화한 것. 이온가 금리는 콜 금리 적용
자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그럼에도 불구하고 증권이 굳이 합성선물을 순 매수했던 것은 향후 선물 괴리차의 추가 하락을 확신했기 때문이라는 판단이다. 만기일까지 선물 괴리차가 상대적으로 추가 하락한다면(=선물-합성선물 SP의 하락) 합성선물 매수를 선물 매수로 교체하면서 선물의 괴리차를 수익을 얻을 수 있기 때문이다.

실제로 전일 선물의 장 중 평균 괴리차는 -0.52p까지 하락했다. 조만간 이들은 선물 컨버전(=선물 매수+ 합성선물 매도)을 시작할 것이다. 물론, 이들의 시나리오와 달리 이후에 선물 괴리차가 급등한다면 '선물 매수' 대신에 '현물 매수'가 불가피하므로 만기일 종가에 증권의 PR 순 매수가 집중될 수도 있지만 아직까지 그럴 가능성은 낮다.

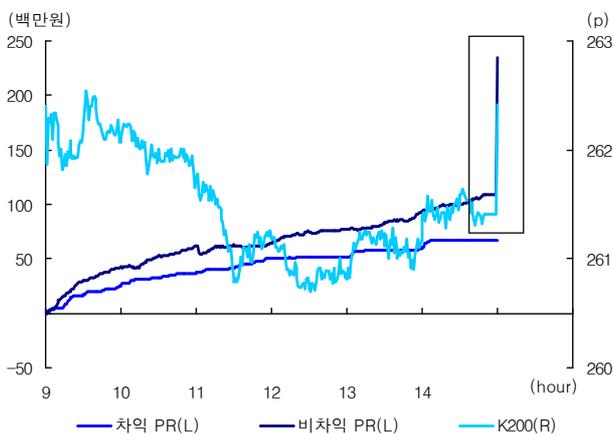
금일 '종가 주인공'은 외국인 바스켓 매수세. 단, 4월보다 강도 약해 지수 반등 폭 제한

금일 증가에는 외국인의 비차익 PR 순 매수가 집중될 예정(?)이다. 그러나, 그것은 옵션 만기와 관련된 물량이 아니라 통상적인 '외국인의 바스켓 수요'일 뿐이다. 지난 4월 옵션 만기일 증가에도 외국인의 비차익 PR 순 매수 +1,189억 원이 집중된 탓에 K200지수가 +1.0p나 급등했다[그림 5].

당시에 외국인의 합성선물 순 매수 누적액이 +3,246억 원에 달했기 때문에 시장 일각에서는 리버설의 청산이라는 해석이 대두되었다. 그러나, 카운터 매매인 선물 순 매도가 없었고, 선물-합성선물의 SP 괴리차가 +0.408p로 거래세 보상에는 불충분했기 때문에 리버설 보다는 단순한 외국인 바스켓 수요였을 가능성이 높았다.

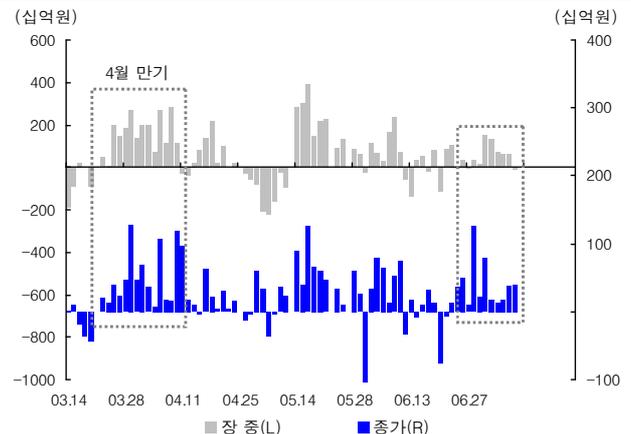
외국인의 비차익 PR 순 매수는 이미 3월 26일부터 크게 가속된 상태였으며 만기 익일인 4월 11일까지 지속되었다. 즉, 만기일을 맞아 장 중에 유입되어야 할 물량이 증가에 집중된 것일 뿐이다. 이번에는 4월에 비해 장 중 PR 순 매수 자체가 약화된 상태다. 때문에 설령 집중되더라도 규모는 크지 않을 것이다[그림 6].

그림 5. 4월 옵션 만기, 증가 외인 비차익 순 매수 집중돼 지수 급등



주: 장 중 1분 데이터
자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 4월 대비 외인 비차익 순 매수 감소. 증가 집중되도 규모 적어



주: 일별 외인 비차익 순 매수를 장 중과 증가로 구분한 것
자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

직전 5일간 외국인의 비차익 PR 순 매수는 일 평균 886억 원, 증가에 집중된 비중은 일 평균 21.4%였다. 4월 만기에는 일 평균 +2,007억 원, 일 평균 증가 비중은 24.2%, 만기일 증가 비중은 51.6%였다. 이번에도 당시 증가 비중 51.6%가 재연되더라도 비차익 순 매수 자체가 늘어나지 않는 이상 증가 순 매수는 +458억 원 부근에 불과할 것이다.

금일 ‘장 중 주인공’은 선물 외국인. 중기 세력의 신규매도 여부가 관건

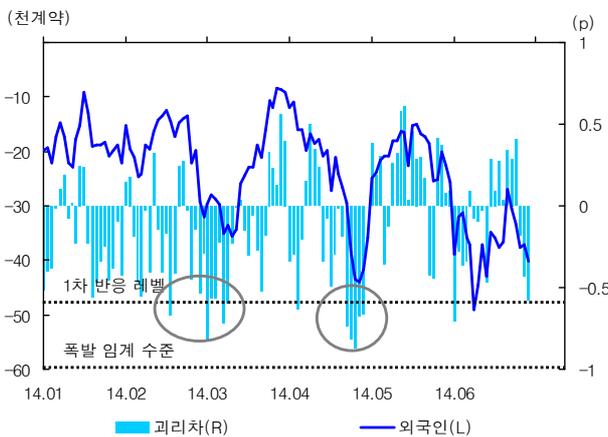
증가 주인공이 외국인 비차익 PR 매매라면 장 중의 주인공은 선물 외국인이 될 것이다. 7월 4일, 장 중 평균 기준으로 +0.405p였던 선물 괴리차는 이후부터 계속 하락해 전일은 -0.58p를 기록했다. 선물 외국인의 순 매도가 이어진 반면, 현물 쪽은 다소나마 수급이 개선된 탓에 낙 폭이 크지 않았던 탓이다[그림 5].

만일 장 중 평균 괴리차가 추가 하락해 -0.6p를 하회한다면 외국인과 증권을 중심으로 공식/비공식 차익 PR 순 매도가 가속될 것이다. 설령 현물 수급이 개선되더라도 워낙 시장 체력이 약해 차익 PR 순 매도가 가속된다면 지수는 최소한 반등하기 어렵다. 따라서, 금일 수급 포인트는 선물 외국인의 추가 순 매도 여부가 된다[그림 6].

선물 외국인은 내부적으로 ① 초 단기 세력, ② 중기 세력 및 ③ 장기 세력으로 구성된 것으로 판단된다. 여기서 초 단기 세력은 전일까지 4일째 장 중 신규매도 회전을 반복했으며, 중기 세력은 7월 2일 신규매수에 진입했다가 직후 2일간 전량 전매하고 현재 소강 상태를 보이고 있다. 장기 세력은 전일 일부 신규매수를 청산하는 움직임이 관측되었다.

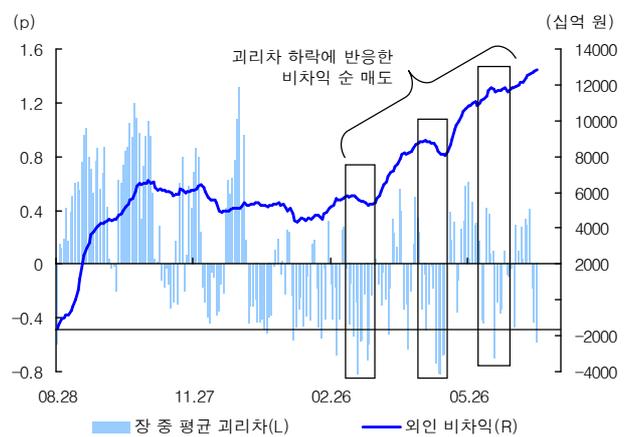
문제는 현재 ‘중립 및 소강’ 상태인 중기 세력의 진입 여부와 방향이다. 전일 관찰된 바, 장기 세력의 전매는 제한적이지만, 초 단기 세력의 신규매도 회전에다 중기세력마저 신규매도에 나선다면 전체 순 매도가 폭증할 수도 있기 때문이다. 6월 20일의 -12,148계약 순 매도가 가까운 사례다. 미결제 증가를 동반한 대량 순 매수에 유의해야 한다.

그림 5. 선물 외인 순 매도에 따라 괴리차 급락해 저 평가 심화



주: 괴리차는 장 중 1분 평균. 외국인은 차익용 제외한 투기/헤지 기준
 자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 괴리차 하락 → 외인 비차익 순 매도 → 지수 반락

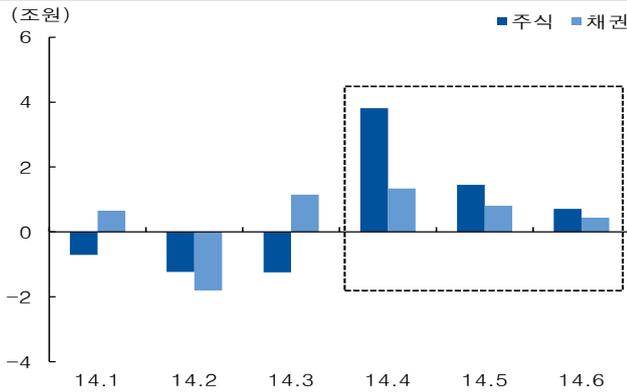


주: 외인 비차익은 일별 순 매수의 단순 누적
 자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

6월 외국인 증권투자 동향: 일본계 자금 유입에 주목

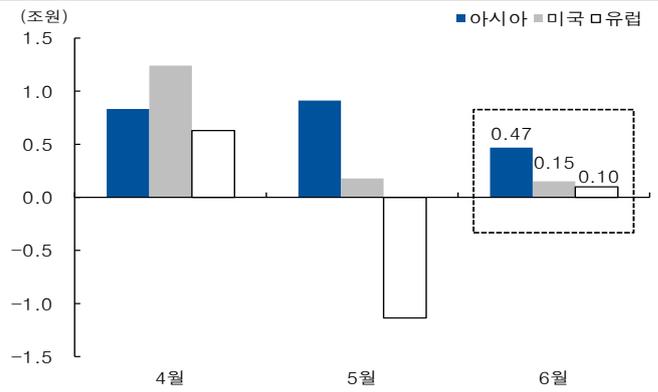
- 6월, 국내증시로의 외국인 투자자금 유입 지속. 지역별 순유입 규모는 아시아계 4,700억원, 미국계 약 2,000억원, 유럽계 1,000억원
- ECB의 경기부양 정책에 의한 유동성 확대로 유럽계 자금은 순매수로 전환. 한국증시로의 자금유입 규모는 아시아계가 가장 큰 모습
- 아시아계 자금유입 비중은 일본이 가장 크며, 이는 일본 공적 연금기관(GPIF)의 투자전략이 공격적으로 변경되었기 때문이라고 판단
- 일본 증시로도 대규모 외국인 순매수 지속. 또한, GPIF의 투자전략 변경으로 향후 국내 증시로의 일본계 자금 유입 지속될 전망

그림 1. 4월 이후, 국내증시로 외국인 투자자금 유입 지속



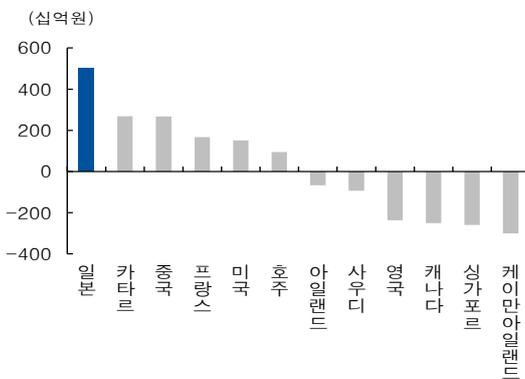
자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 국내 증시, 지역별로는 아시아계 자금 순유입 규모 가장 커



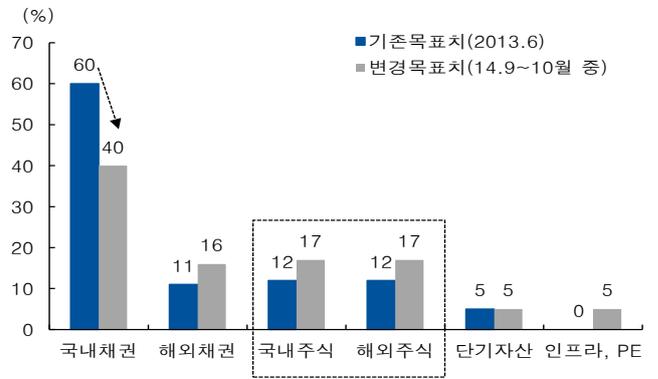
자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 국가별로는 일본계 자금의 순유입 규모가 가장 커



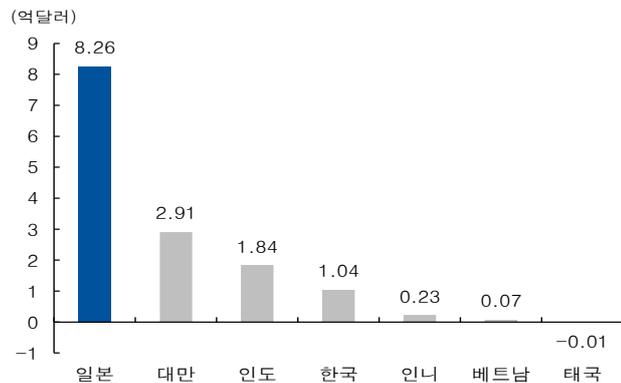
자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 일본계 자금 유입은 GPIF의 공격적 투자전략 변경에 기인한 듯



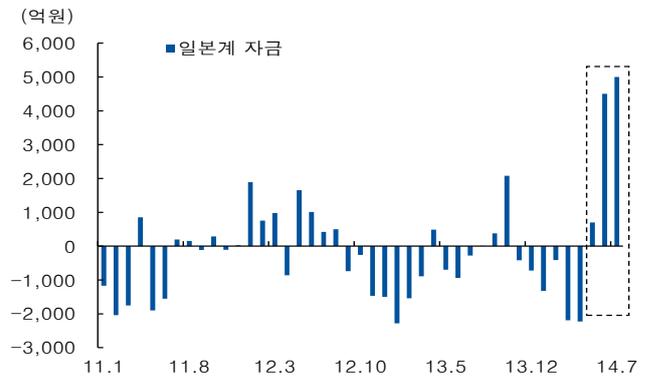
자료: GPIF, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 실제로 6월 일본 자국 증시 내로도 외국인 대규모 순매수 지속



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. GPIF의 투자전략 변화로 국내 증시로 일본계 자금 유입 지속 전망



자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

태양광 (중립/Maintain)

Issue Comment
2014.7.10

[정유/화학]

박연주
02-768-3061
yeonju.park@dwsec.com

배영지
02-768-4123
youngjee.bae@dwsec.com

수요 부진 지속, 중 부양책 출시 여부에 주목

- 태양광 수요, 중국 중심으로 부진 지속
- 2Q preview: 환율 하락 등으로 관련 업체 실적 컨센서스 하회할 전망
- 7월 말 미국 반덤핑 판정 및 중국 수요 부양책 출시 여부에 주목

1. 수요 부진 지속, 중국 추가 부양책 출시 여부에 주목

태양광 수요가 부진한 가운데 폴리실리콘 가격은 약보합세가 이어지고 있다. 당초 중국에서 14GW를 설치하면서 수요가 개선될 것으로 기대되었으나, 분산식 발전의 경우 경제성 부족, 파이낸싱의 어려움 등으로 예상보다 설치량이 적은 상태이다.

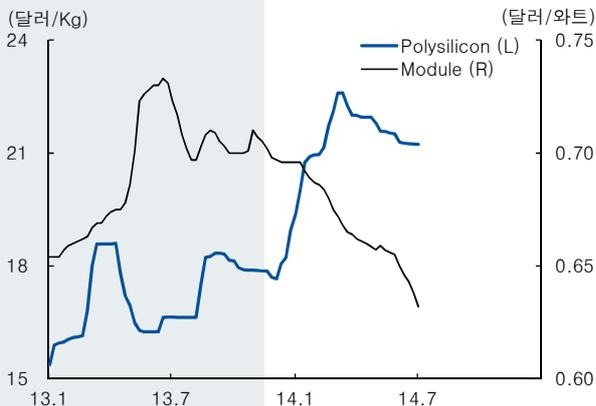
미국의 경우 관세 관련 불확실성으로 인해 수요가 둔화된 상황이다. 미국은 6월 초 중국 모듈 업체들이 정부로부터 부당한 보조금을 받아 왔으며 18~35%의 관세를 부과하기로 한 데 이어 7월 25일에는 대만산 셀을 이용한 중국산 모듈에 대해서도 반덤핑 관정을 내릴 예정이다. 이에 미국 설치 업체들은 미리 재고를 쌓아 재고 소진 기간이 필요한 상황이다. 일본은 4월 FiT(Feed in tariff, 태양광으로 발전한 전력을 매입해주는 가격) 인하 이후 수요가 둔화되었다.

대형 모듈 업체인 Yingli Green은 2분기 출하량이 870~950MW로 1분기 631MW 대비 크게 개선될 것으로 전망하였다. 그러나 이는 수요가 크게 개선되고 있기 보다는 하위 업체들이 유동성 부족으로 어려움을 겪으면서 업체간 양극화가 심화되었기 때문으로 보인다. 전반적인 수요 상황은 예상보다 부진한 상태이다.

수요 회복의 열쇠는 중국이 쥐고 있다. 기존 계획대로 14GW를 설치하려면 추가적인 부양책이 출시되어야 할 것이다. 반덤핑 예비 판정이 나오는 7월 25일 이후가 주목된다. 미국에서 중국산 모듈에 대해 반덤핑 관정을 내릴 경우 중국이 보다 적극적인 부양책을 출시할 수 있기 때문이다.

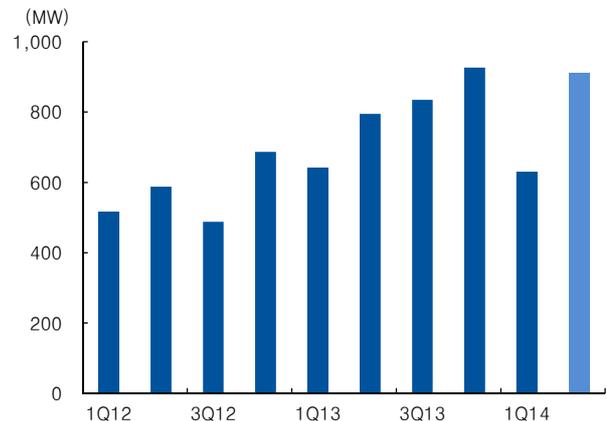
다만 최근 중국 National Energy Administration의 수장인 Wu Xing-Xiong가 14년 중국 설치량이 기존 14GW보다 낮은 10GW가 될 것이라고 언급하는 등 정책 관련 불확실성이 존재한다. 정책 출시가 늦어지면 관련 업체들의 실적이 부진한 점이 부담으로 작용할 수 있다. 정책 출시를 보고 대응하는 전략을 추천한다.

그림 1. 모듈 및 폴리 가격 추이: 수요 부진으로 약세



자료: PV Insights, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 중국 대형 모듈 업체인 잉리는 2분기 긍정적 가이던스를 제공했으나 수요 호조보다는 업체간 양극화 때문으로 추정됨



자료: 잉리 그린, KDB대우증권 리서치센터

만약 중국 정부에서 하반기 추가적인 부양책을 내 놓게 되면 폴리실리콘 수급이 일시적으로 타이트하여 가격이 올라갈 수 있다. 폴리실리콘은 하반기에 신규 증설이 없기 때문이다. 부양책이 출시되면 OCI 주가의 트레이딩 기회가 존재할 수 있어 정책 추이를 주목할 필요가 있다.

트레이딩 대응을 추천하는 이유는 중기적으로도 수급 관련 불확실성이 존재하기 때문이다. 폴리실리콘 공급은 14년 말부터 다시 늘어나 15년에 7GW 증가할 전망이다. 수요 측면에서도 일본의 경우 이미 태양광 설치 규모가 커져 15년 이후 수요가 줄어들 수 있다는 분석도 제기되는 등 불확실성이 존재한다. 태양광 수요 자체는 성장하겠지만 소재 업체들은 실적 변동성이 클 수 있다.

표 1. 폴리실리콘 수급 전망

(톤)

설비 규모	11	12	13	14F	15F	16F
tier 1 Hemlock (미국)	37,500	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
Wacker (유럽)	35,800	52,000	52,000	52,000	52,000	72,000
OCI (한국)	34,450	42,000	42,000	42,000	47,000	52,000
GCL (중국)	29,413	60,985	67,000	67,000	77,000	87,000
tier 2 MEMC (미국)	8,000	20,000	8,000	8,000	6,000	6,000
REC (유럽)	16,900	22,400	20,000	20,000	20,000	20,000
Tokuyama (일본)	8,200	8,200	8,200	14,400	28,200	28,200
Mitsubishi (일본)	3,450	3,450	3,450	3,450	3,450	3,450
Sumitomo (일본)	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
tier 3 LDK (중국)	17,000	17,000	-	-	18,000	18,000
Renesola (중국)	3,500	3,500	-	6,000	6,000	6,000
Daqo New Energy (중국)	3,000	3,000	6,000	6,000	12,000	12,000
Hankook Silicon (한국)	3,000	8,250				
Woongjin Polysilicon (한국)	3,000	3,000				
Samsung fine chem-MEMC (한국)				5,000	10,000	10,000
Hanhwa Chemical (한국)				7,500	10,000	10,000
Powertec Energy					6,000	6,000
TBEA		5,000	5,000	12,000	12,000	12,000
Asia Silicon	2,000	5,000	5,000	5,000	12,000	12,000
Others(기타)	50,000	30,000				
합계	256,513	321,085	253,950	285,650	356,950	391,950
Available PV production (MW)	36,170	48,185	38,162	43,515	55,693	61,611
PV demand (bulk type, MW)	25,242	27,671	32,800	40,350	45,400	46,401

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 태양광 수요 전망

(MW)

	09	10	11	12	13	14F	15F
일본	450	700	1,100	1,500	7,000	7,000	6,000
독일	3,300	7,000	7,500	7,500	3,500	3,000	3,000
이탈리아	450	4,500	9,000	3,000	1,500	1,000	1,500
스페인	150	400	500	500	500	500	500
프랑스	250	500	1,500	1,000	1,000	1,000	1,000
미국	500	900	1,600	3,300	4,500	6,500	7,000
중국	200	569	2,000	4,500	8,000	12,000	12,000
기타	480	1,200	4,000	8,000	9,000	11,000	17,000
전세계 합	6,000	15,997	27,496	30,550	36,300	44,350	50,400

자료: KDB대우증권 리서치센터

두산인프라코어 (042670)

영업은 정상화, 주가도 정상화 기대

기계

Earnings preview
2014.7.10

(Maintain)	Trading BUY
목표주가(원,12M)	15,400
현재주가(14/07/09,원)	12,950
상승여력	19%

영업이익(14F,십억원)	439
Consensus 영업이익(14F,십억원)	462
EPS 성장률(14F,%)	-
MKT EPS 성장률(14F,%)	19.0
P/E(14F,x)	43.4
MKT P/E(14F,x)	11.6
KOSPI	2,000.50
시가총액(십억원)	2,687
발행주식수(백만주)	207
유동주식비율(%)	63.5
외국인 보유비중(%)	21.1
배타(12M) 일간수익률	1.93
52주 최저가(원)	10,650
52주 최고가(원)	16,900

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.4	0.8	19.9
상대주가	3.9	-2.0	9.7



[조선,기계]

성기종
02-768-3263
kijong.sung@dwsec.com

글로벌 경쟁 기업의 주가 차별 확대

두산인프라코어와 글로벌 주요 경쟁업체의 주가가 사상 최대로 벌어졌다. 지난 2008년 이후 글로벌 경쟁사대비 상대주가가 약 70~100% 벌어졌다. 이는 밥캣 인수에 따른 기회비용 확대, 중국 경기부진, 두산 그룹의 재정 불확실성이 악재로 작용한 것으로 판단된다.

하지만 금년 들어 중국 굴삭기 법인을 제외한 전 사업부문에서 영업실적 개선이 기대된다. 중국 굴삭기 부문은 비중은 금년에 더 축소되어 연결 영업실적에 미치는 영향은 매우 적을 전망이다. 중국 굴삭기판매 부진에도 동사의 실적 개선이 예상되는 만큼 주가 상승도 기대된다. 또한 글로벌 주요 경쟁사와의 상대주가 갭도 줄어들 것으로 전망된다.

2Q Preview: 환율 하락에도 양호한 실적 전망

두산인프라코어의 2분기 연결실적은 매출액이 2조 1,800억원(YoY -0.1%), 영업이익은 1,326억원(YoY 9.4%), 세전이익은 498억원(YoY 208%)이 전망된다. 영업이익률은 6.1%로 예상된다. 이는 원/달러 환율 평균이 약 3% 하락하여 매출액은 기존 예상보다 감소할 것이지만 영업이익은 기존 예상을 상회할 전망이다. 시장컨센서스에 부합하는 실적이다.

① 미국 밥캣 호조: Tier 4 기준 강화로 전년도 가수요 발생, 단가 인상에도 미국 소형 장비 시장은 2Q에 호전되고 있다. 동사는 신형 G2엔진의 본격 장착과 단가 인상 등으로 자회사의 수익성 개선이 기대된다. 이에 엔진 사업부의 생산성/수익성 개선도 눈 여겨 볼 만하다.

② 중국 굴삭기 부진 지속: 중국 굴삭기 판매가 1분기 이후 침체기로 접어들었다. 단기적인 회복은 기대하기 어렵고 경쟁사별 구조조정이 예상된다. 동사는 전년도에 유희설비 축소, 달러 구조조정(부진한 달러 교체)으로 원가절감에 노력한바 손실 폭은 크지 않을 전망이다. 따라서 동사의 연결실적을 크게 악화시키지는 않을 것으로 본다.

③ 공작기계 미주, 유럽 호전: 미국의 제조업경기 호전으로 대미 공작기계 수출은 2011년에 급증, 현재 선순환 사이클이 예상된다. 하반기는 확장국면이 예상된다. 유럽은 과거 저조했던 교체투자자와 제조업경기 호전이 맞물려 공작기계 투자가 빠르게 회복될 전망이다.

투자의견 Trading Buy, 목표주가 15,400원 유지

두산인프라코어에 대한 투자의견은 Trading Buy, 목표주가는 15,400원을 유지한다. 2014년은 실적 개선의 전환기로 판단된다. 원화 강세에도 불구하고 미주 및 유럽향 수출 증대와 회사 밥캣의 영업호조로 기존 예상보다 수익성 개선이 기대된다. 하반기에도 대유럽 수출 증대와 미국의 호전, 내수 회복 등이 전망된다. 단 원화 강세가 영업실적 및 주가에 리스크 요인으로 작용하나, 금융비용을 줄여주는 일부 긍정적인 요인도 있다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	8,463	8,158	7,737	7,913	8,411	8,899
영업이익 (십억원)	680	362	370	439	479	534
영업이익률 (%)	8.0	4.4	4.8	5.5	5.7	6.0
순이익 (십억원)	298	340	-102	62	126	209
EPS (원)	1,770	2,018	-596	298	606	1,010
ROE (%)	18.9	15.8	-3.7	2.1	4.0	6.4
P/E (배)	10.1	8.4	-	43.4	21.4	12.8
P/B (배)	1.6	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8

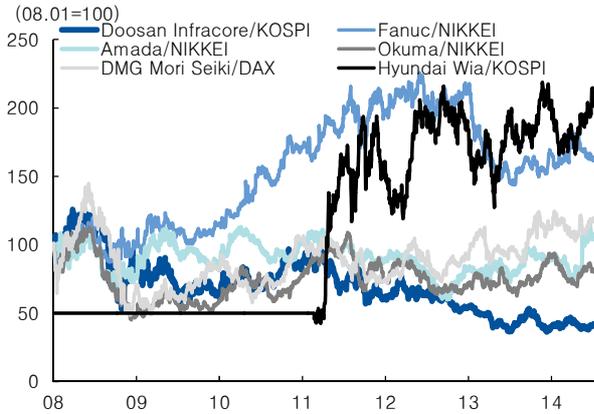
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 두산인프라코어, KDB대우증권 리서치센터

두산인프라코어

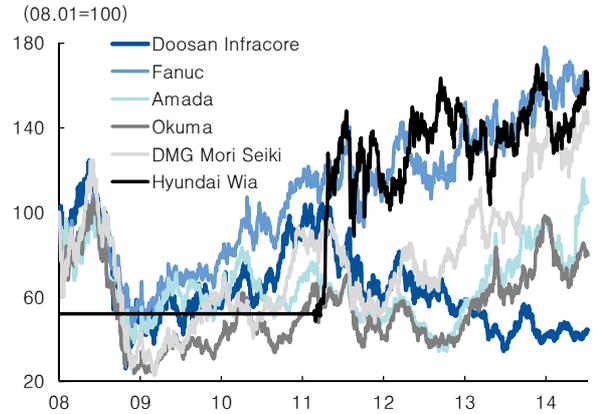
영업은 정상화, 주가도 정상화 기대

그림 1. 글로벌 공작기계 관련업체들 주가 비교



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 각국 지수대비 글로벌 공작기계 관련업체들 주가 비교



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 글로벌 공작기계 업체 Valuation

(십억원, 배, %)

	매출액	공작기계	공기 비중	영업이익	순이익	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
Doosan Infracore (한)	7,737	1,345	17%	399	-26	28.4	0.9	10.2	3.4
Hyundai Wia (한)	7,092	1,347	19%	548	437	10.5	1.8	6.4	18.8
Hwacheon machinery tool (한)	220	265	121%	14	15	6.6	0.5	-	-
Fanuc (일)	6,734	2,426	36%	1626	1090	23.1	2.6	14.3	12.1
Amada (일)	2,568	2,545	99%	155	125	21.8	0.9	8.9	4.1
Okuma (일)	1,808	1,761	97%	94	73	15.2	1.3	7.1	8.6
DMG Mori Seiki (독)	2,986	1,759	59%	213	128	16.8	1.7	6.3	10.1

주: 매출액, 영업이익, 순이익 2013년 기준 / Multiple ratio는 2014년 추정치

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 글로벌 공작기계 업체 추가 수익률

(십억원, 해당 국가 통화, %)

Company	Market cap	Last PX (Local)	1W (%)	1M (%)	3M (%)	6M (%)	YTD (%)	1 Year (%)
Doosan Infracore (한)	2,687	12,950	-2.6	4.4	-8.8	0.8	2.8	19.9
Hyundai Wia (한)	4,863	189,000.0	-1.6	1.1	14.5	9.6	-0.5	11.8
Hwacheon machinery tool (한)	146	66,400.0	1.1	12.7	23.2	33.7	32.9	34.8
Fanuc (일)	42,123	17,660	-1.1	-0.5	0.1	-3.6	-8.3	18.4
Amada (일)	4,064	1,024.0	-2.6	3.2	48.6	8.6	10.5	43.2
Okuma (일)	1,597	950.0	-2.9	-4.7	16.6	-18.5	-18.0	23.1
DMG Mori Seiki (독)	2,672	24.6	-2.7	-1.0	9.2	1.4	6.3	44.2

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 글로벌 공작기계 매출액 순위 (2013년 기준)

(US\$ mn)

Rank	Company Name	Country	Fiscal Year Ended	M-Tool Revenue	Total Revenue
1.	Shenyang Group	China	Dec. 2011	2,782.7	2,782.7
2.	Amada	Japan	Mar. 2014	2,552.4	2,564.8
3.	Yamazaki Mazak	Japan	Mar. 2009	2,525.0	2,525.0
4.	Trumpf	Germany	Jun. 2013	2,513.3	3,031.1
5.	DMTG	China	Dec. 2010	2,380.6	2,429.2
6.	Komatsu	Japan	Mar. 2013	2,224.6	22,808.4
7.	DMG Mori Seiki Co. Ltd.	Japan	Mar. 2014	1,607.3	1,607.3
8.	DMG Mori Seiki A.G.	Germany	Dec. 2013	1,606.6	2,727.8
9.	Hyundai WIA	So. Korea	Dec. 2013	1,595.7	6,382.8
10.	Schuler	Germany	Sep. 2013	1,555.5	1,555.5
11.	Jtekt	Japan	Mar. 2014	1,550.0	12,601.9
12.	Okuma	Japan	Mar. 2014	1,343.5	1,343.5
13.	MAG	USA & Germany	Dec. 2011	1,259.0	1,259.0
14.	Makino	Japan	Mar. 2014	1,239.0	1,239.0
15.	Doosan Infracore	So. Korea	Dec. 2013	1,211.6	6,963.1

자료: 한국공작기계협회, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 두산인프라코어 2014년 2분기 Preview

(십억원, %, %p)

	2Q13	1Q14	2Q14F		증감률	
			KDB Daewoo	시장 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	2,182	1,809	2,180	2,146	-0.1	20.5
영업이익	121	99	133	134	9.4	34.1
영업이익률	5.6	5.5	6.1	6.2	0.5	0.6
세전이익	10	16	50	59	382.6	208.4
순이익	-22	4	39	41	흑전	951.7

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

표 5. 두산인프라코어의 수익예상 변경표

(십억원,%)

	변경전		변경후		변경률		변경사유
	14F	15F	14F	15F	14F	15F	
매출액	8,208	8,725	7,913	8,411	-3.6	-3.6	환율 하락, 대중국 사업 부진
영업이익	423	462	439	479	3.8	3.8	반품, 공작기계 부문 실적 개선
당기순이익	35	91	62	126	76.8	38.1	
영업이익률	5.2	5.3	5.5	5.7	0.3	0.4	
당기순이익률	0.4	1	0.8	1.5	0.4	0.5	

주: K-IFRS 연결 기준
 자료: 두산인프라코어, KDB대우증권 리서치센터

표 6. 두산인프라코어의 분기별 수익예상

(십억원, %, %p)

	2013				2014F				2Q14F 증가율		2013	2014F	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	QoQ	YoY				
매출액	1,789	2,182	1,879	1,886	1,809	2,180	1,924	2,000	20.5	-0.1	7,737	7,913	8,411	8,899
영업이익	57	121	103	88	99	133	99	108	34.1	9.4	370	439	479	534
세전이익	-85	10	42	-24	16	50	18	31	208.4	382.6	-57	115	182	260
순이익(지배)	-66	-22	22	-35	4	39	4	15	951.7	흑전	-102	62	126	209
영업이익률	3.2	5.6	5.5	4.7	5.5	6.1	5.2	5.4	0.6	0.5	4.8	5.5	5.7	6.0
순이익률	-4.3	-0.9	1.1	-1.3	0.1	1.6	0.2	0.7	1.5	2.5	-1.3	0.7	1.3	2.0

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

표 7. 두산인프라코어 사업부문별 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, 원, %)

	1Q13	2Q14	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013	2014F
매출	1,789	2,182	1,880	1,887	1,809	2,180	1,924	2,000	8,158	7,737	7,913
건기(본사+DICC)	546	695	478	452	556	697	468	455	2,264	2,171	2,176
DII	822	966	914	880	821	921	919	931	3,869	3,583	3,592
공기	274	350	338	384	275	374	365	412	1,473	1,347	1,426
엔진	147	170	149	170	157	188	172	202	553	637	719
영업이익	57	121	103	88	99	133	99	108	339	370	439
건기(본사+DICC)	12	8	-13	-61	32	17	-12	-12	-4	-54	26
DII	34	72	81	97	41	76	75	76	216	284	268
공기	16	36	41	51	24	36	32	39	152	144	130
엔진	-4	5	-6	2	2	4	3	5	-25	-4	15
영업이익률	3.2	5.6	5.5	4.7	5.5	6.1	5.2	5.4	4.2	4.8	5.5
건기(본사+DICC)	2.1	1.2	-2.7	-13.4	5.8	2.5	-2.5	-2.6	-0.2	-2.5	1.2
DII	4.1	7.5	8.8	11.0	4.9	8.2	8.2	8.2	5.6	7.9	7.5
공기	5.8	10.3	12.1	9.3	8.5	9.6	8.8	9.4	10.3	10.7	9.1
엔진	-3.0	2.7	-3.7	1.0	1.5	2.0	2.0	2.5	-4.5	-0.6	2.0
매출액 증가율	-18.3	-6.5	1.1	6.2	1.1	-0.1	2.4	6.0	-3.6	-5.2	2.3
건기(본사+DICC)	-25.9	4.5	14.7	15.5	2.0	0.3	-2.1	0.6	-27.2	-4.1	0.3
DII	-14.0	-13.3	-5.8	6.4	-0.2	-4.7	0.5	5.8	14.8	-7.4	0.3
공기	-27.9	-12.4	1.5	5.5	0.3	6.7	7.9	7.2	2.7	-8.5	5.8
엔진	24.9	11.5	7.9	10.3	6.6	10.4	15.5	18.6	-0.7	15.1	12.9

주: DICC(중국 자회사) 실적은 건기부문에 포함하였으며 밥캣의 실적은 분리하였음.
 자료: 두산인프라코어, KDB대우증권 리서치센터

매일유업 (005990)

분유 수출 회복을 기대한다

음식료

Company Update
2014.7.10

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	48,000
현재주가(14/07/09,원)	37,650
상승여력	27%

영업이익(14F,십억원)	38
Consensus 영업이익(14F,십억원)	42
EPS 성장률(14F,%)	20.1
MKT EPS 성장률(14F,%)	19.0
P/E(14F,x)	19.4
MKT P/E(14F,x)	11.6
KOSDAQ	555.84
시가총액(십억원)	507
발행주식수(백만주)	13
유통주식비율(%)	55.7
외국인 보유비중(%)	2.2
베타(12M) 일간수익률	0.78
52주 최저가(원)	31,500
52주 최고가(원)	48,550

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.1	-17.1	-14.8
상대주가	5.6	-23.7	-20.4



[음식료/담배]

백운목
02-768-4158
wm.baek@dwsec.com
권정연
02-768-4161
jungyeon.kwon@dwsec.com

2Q Preview: 매출 4.8%, 영업이익 16.8% 증가 예상

매일유업의 2Q 실적은 매출액 3,523억원(+4.8% YoY), 영업이익 93억원(+16.8% YoY)을 예상한다. 매출액 성장은 국내 조제 분유, 커피음료(컵커피), 초콜렛 제품(허쉬, 킨더 등)이 견인했고 영업이익 증가는 적자인 외식사업부 정리, 분유+커피음료의 성장 때문이다.

3가지 투자포인트

첫째, 외식 사업의 철수이다. 매일유업은 적자 외식 브랜드(만텐보시, 아마야, 안즈, 달)를 철수했다. 이 브랜드들은 투자비용과 재료비 등 비용이 많이 들어가는데 매출 규모가 작아 적자를 기록해 왔다. 외식 사업 철수는 전체 수익성 개선에 긍정적 영향을 줄 전망이다. 단기로는 2Q에 자산처분 손실이 발생할 수 있다.

둘째, 폴바셋의 눈에 띄는 성장세다. 폴바셋(회사명 엠즈씨드, 13년 6월 매일유업에서 분사) 매출이 급성장 했다. 국내 커피 시장의 급성장과 폴바셋 브랜드의 인지도 상승 때문이다. 폴바셋은 현재 29개의 직영점으로 운영되고 있는데 올해 말까지 35개 점포로 확대 계획이다. 14년에는 매출액 250~300억원, 영업이익 20~25억원이 가능할 전망이다.

셋째, 매일유업의 주기에 중요한 중국향 분유 수출은 7월부터 회복될 전망이다. 14년 1Q의 분유 수출 감소는 중국의 새 분유 정책이 큰 영향을 주었다. 강화된 분유 정책은 내수 분유 면허 조건 강화, GMP 인증 요구, OEM 금지 등이다. 매일유업은 3~5월 사이에 GMP 인증과 생산시설 등록과 같은 중국 당국의 기준(요구)을 모두 맞추었다. 현지 로컬업체나 해외 수출업체(대부분 OEM업체) 중 기준을 통과하지 못한 곳이 많아 장기적으로 매일유업의 수출에 도움이 될 전망이다.

매일유업은 분유 품질에서 글로벌업체에 크게 뒤지지 않기 때문에 중국 시장에서 장기 성장을 위해서는 품질이나 가격 포지션 정책뿐 아니라 여러 형태의 유통망 확보와 온라인 판매와 같은 유통의 다양화가 필요하다.

원유 가격 연동제와 잉여 원유 문제

우유의 공급이 수요를 초과함에 따라 잉여 원유가 발생하여 15년에는 원유 가격이 동결되었다. 따라서 **우유업체의 원가는 15년에는 상승하지 않을 전망이다.** 최근에 급증한 잉여 원유는 PB 제품, 아이스크림, 빙수용 우유, 연유 등을 통해 소진될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 48,000원 유지

매일유업은 1~5월 중국향 분유 수출 부진으로 주가의 변동폭이 컸다. 분유 수출은 7월부터 회복 가능하여 주가 안정에 기여할 전망이다. 적자 외식 사업 정리, 폴바셋 성장, 치즈 및 초콜렛(킨더, 페레로) 판매 호조도 예상된다. 매수와 목표주가 48,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	976	1,072	1,364	1,432	1,506	1,584
영업이익 (십억원)	14	27	35	38	41	44
영업이익률 (%)	1.4	2.5	2.6	2.7	2.7	2.8
순이익 (십억원)	5	21	22	26	29	31
EPS (원)	370	1,593	1,619	1,945	2,184	2,309
ROE (%)	1.8	7.3	6.8	7.6	7.9	7.8
P/E (배)	49.4	19.6	27.7	19.4	17.2	16.3
P/B (배)	0.8	1.3	1.8	1.4	1.3	1.2

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

매일유업
분유 수출 회복을 기대한다

표 1. 매일유업의 2014년 2분기 실적 예상

(십억원, %)

	2Q13	1Q14	2Q14F		증감률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	336.2	349.1	352.3	356.0	4.8	0.9
영업이익	7.9	8.6	9.3	9.4	16.8	8.0
세전이익	8.6	8.9	9.1	9.8	5.3	1.9
순이익	5.9	6.1	6.3	7.1	6.3	2.1
영업이익률	2.4	2.5	2.6	2.6	-	-
순이익률	1.8	1.8	1.8	2.0	-	-

자료: 매일유업, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 매일유업의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	2013				2014F				2013	2014F	2015F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	연간	연간	연간
매출액	334	336	341	353	349	352	359	372	1,364	1,432	1,506
영업이익	8	8	10	9	9	9	10	10	35	38	41
세전이익	9	9	11	5	9	9	11	9	34	37	43
순이익	6	6	8	2	6	6	7	7	22	26	29
영업이익률	2.4	2.4	2.9	2.5	2.5	2.6	2.9	2.6	2.6	2.7	2.7
순이익률	1.7	1.8	2.2	0.7	1.8	1.8	2.0	1.8	1.6	1.8	1.9
매출액증가율	27.8	29.3	24.7	27.3	4.5	4.8	5.4	5.2	27.2	5.0	5.1
영업이익증가율	59.1	90.9	-5.5	27.4	6.5	16.8	6.8	8.8	30.5	9.5	8.2
세전이익증가율	88.3	154.8	-1.7	-25.8	-5.1	5.3	-5.6	83.0	29.5	9.9	14.2
순이익증가율	60.4	86.0	-8.4	-60.5	8.2	6.3	-7.2	163.5	1.7	20.1	12.3

자료: 매일유업, KDB대우증권 리서치센터

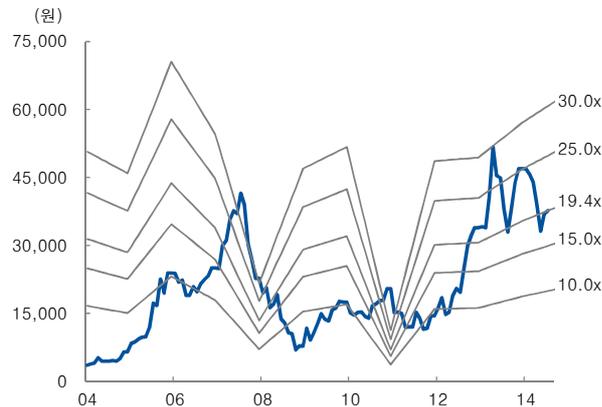
표 3. 매일유업의 2014~2015년 수익예상 변경

(십억원, %)

구분	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	14F	15F	14F	15F	14F	15F	
매출액	1,435	1,508	1,432	1,506	-0.2	-0.1	외식 사업 철수 반영
영업이익	37	39	38	41	2.0	4.8	중국 수출 회복 반영
세전이익	37	42	37	43	0.5	2.4	15년 원유 가격 동결 반영
순이익	25	28	26	29	3.9	5.2	
영업이익률	2.6	2.6	2.7	2.7	-	-	
순이익률	1.7	1.8	1.8	1.9	-	-	

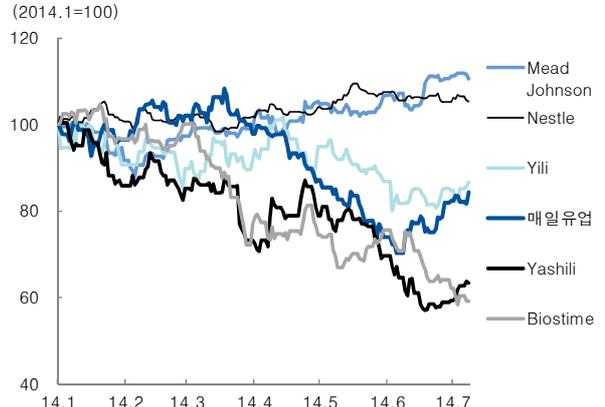
자료: 매일유업, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 매일유업의 PER 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 중국 판매 분유업체의 주가 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

KOSPI 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

국내기관 (업종)			기관전체 (당일 -1084.8 / 5일 -6140.6)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 -702.3 / 5일 7874.6)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
건설업	210.4	978.2	운수장비	-800.7	-3,339.8	운수장비	377.0	2,100.3	전기전자	-457.2	3,895.0
증권	71.5	235.0	전기전자	-348.3	-2,122.4	금융업	243.2	1,236.7	화학	-311.0	-957.1
금융업	57.5	-977.4	서비스업	-194.4	-467.1	보험업	97.4	321.4	서비스업	-228.2	-450.7
운수창고	27.3	128.2	보험업	-91.1	-324.0	유통업	45.5	1,315.8	기계	-73.5	-37.3
기계	15.8	61.6	의약품	-79.2	-210.5	비금융	24.8	24.8	운수창고	-68.9	-10.3
국내기관 (종목)						외국인 (종목)					
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
KODEX 인버스	285.9	-448.8	KODEX레버리지	-744.0	892.5	삼성전자	311.4	1,605.9	SK하이닉스	-757.9	1,590.6
강원랜드	203.4	869.0	삼성전자	-339.4	-2,263.1	현대차	304.9	1,327.3	아모레퍼시픽	-161.2	-416.0
KB금융	159.5	-117.3	현대차	-321.7	-1,377.1	현대모비스	113.8	380.3	LG화학	-123.1	-404.1
아모레퍼시픽	154.0	457.5	NAVER	-217.1	308.9	KB금융	96.6	199.1	강원랜드	-112.5	-876.7
LG화학	118.8	493.1	기아차	-178.1	-1,163.8	삼성화재	90.8	254.4	LG디스플레이	-78.3	107.3
LG디스플레이	111.8	330.8	현대모비스	-165.4	-614.8	코웨이	74.7	205.8	NAVER	-76.0	-261.9
고려아연	104.0	-33.7	LG전자	-151.2	103.6	기아차	70.9	512.0	LG생활건강	-58.3	-187.8
GS건설	103.8	252.5	현대제철	-150.4	124.1	하나금융지주	60.8	289.2	TIGER 200	-53.7	80.9
SK C&C	92.2	192.3	SK이노베이션	-139.3	-758.3	LG전자	59.2	208.4	아모레G	-50.5	-137.6
SK하이닉스	68.4	-347.0	엔씨소프트	-116.8	-628.3	신한지주	54.2	317.1	만도	-48.4	-12.4

KOSDAQ 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

국내기관 (업종)			기관전체 (당일 -15.4 / 5일 596.7)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 89.9 / 5일 -103.3)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
인터넷	41.8	-203.2	디지털컨텐츠	-71.8	-63.6	IT부품	72.7	-66.9	디지털컨텐츠	-91.8	-151.2
의료,정밀기기	22.6	76.8	IT부품	-49.0	53.6	기타	36.5	-53.9	인터넷	-32.5	-8.4
제약	22.5	64.8	건설	-21.1	-27.8	제약	33.2	113.5	반도체	-15.8	-18.4
반도체	14.5	70.7	소프트웨어	-5.5	6.4	오락,문화	21.3	-57.6	유통	-11.4	50.5
운송장비,부품	11.7	38.0	금속	-4.9	66.1	통신방송	17.8	-39.4	건설	-4.2	11.4
국내기관 (종목)						외국인 (종목)					
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
다음	41.8	-226.5	컴투스	-102.2	-29.9	컴투스	56.7	-42.4	게임빌	-161.9	-98.8
바이로메드	25.3	22.9	KH바텍	-37.6	62.7	파트론	43.4	13.6	다음	-38.1	-0.6
바이오스페이스	22.9	34.0	KCC건설	-25.1	-27.6	파라다이스	34.9	12.6	루멘스	-17.6	-71.4
게임빌	17.5	18.0	해성옵틱스	-24.3	-0.6	하림홀딩스	24.9	0.7	원익IPS	-10.5	5.7
메디톡스	16.8	37.8	포스코 ICT	-18.2	-28.4	메디톡스	22.6	55.2	키이스트	-8.7	-10.5
블루콤	15.9	-42.1	아이센스	-10.4	-2.9	내츨얼엔도텍	14.7	-76.6	서울반도체	-7.6	89.6
KT뮤직	13.5	-8.7	KG모빌리언스	-10.1	-3.5	선데이토즈	14.6	0.8	사파이어테크놀로지	-7.6	-17.0
ISC	10.3	66.4	제넥신	-9.3	1.7	이지바이오	14.2	8.8	휴비츠	-7.3	-18.8
오텍	10.2	5.7	웹젠	-7.5	-3.8	KH바텍	13.2	4.8	씨티씨바이오	-6.7	0.2
CJ E&M	9.8	56.9	인터파크INT	-7.1	-27.7	서원인텍	11.9	-0.3	액토즈소프트	-5.4	-20.0

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

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

KOSPI 기관별 당일 매매 상위 종목

(단위: 백만원)

투신				연기금			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
KODEX 200	29,735.4	LG전자	-8,751.4	SK하이닉스	13,716.9	SK이노베이션	-12,019.5
TIGER 200	9,699.0	NAVER	-7,833.0	LG화학	9,242.4	현대차	-11,960.8
KB금융	9,164.4	현대차	-5,965.4	SK C&C	7,662.7	기아차	-10,245.5
강원랜드	8,372.1	현대제철	-5,921.3	현대글로벌비스	6,470.9	POSCO	-7,519.9
LG디스플레이	5,834.1	SK하이닉스	-5,794.8	아모레퍼시픽	5,926.1	현대중공업	-7,503.0
대림산업	4,230.1	현대모비스	-5,369.7	GS건설	5,455.9	LG전자	-7,068.8
아모레퍼시픽	3,190.9	한국전력	-5,008.0	강원랜드	4,589.0	현대모비스	-5,258.5
GS건설	3,128.7	삼성화재	-4,885.3	LG디스플레이	4,484.8	SK	-4,964.8
한국가스공사	2,082.7	삼성SDI	-4,873.9	현대위아	4,268.0	S-Oil	-4,483.0
SK C&C	2,068.8	SK텔레콤	-3,837.2	두산중공업	3,632.3	삼성전자	-3,808.1
은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
KODEX 레버리지	6,087.5	SK C&C	-2,771.3	KB금융	6,046.6	KODEX 200	-20,381.4
현대제철	2,872.2	하나금융지주	-2,669.8	고려아연	4,702.7	현대차	-7,460.2
현대중공업	2,760.2	KT	-2,501.2	LG화학	4,442.0	현대제철	-5,210.1
LG전자	1,712.9	KT&G	-1,861.0	아모레퍼시픽	3,330.2	기아차	-5,134.3
삼성전자	1,480.0	현대건설	-720.9	KODEX 레버리지	3,001.1	NAVER	-4,869.8
KODEX 200	1,349.3	현대모비스	-627.1	아모레G	2,342.5	삼성전자	-4,581.6
TIGER 200	1,287.6	OCI	-616.0	대림산업	2,240.8	엔씨소프트	-3,932.4
POSCO	1,102.7	LG이노텍	-578.7	GS건설	2,219.5	OCI	-2,408.1
SK하이닉스	952.1	KB금융	-537.0	강원랜드	2,146.3	SK이노베이션	-2,242.3
신한지주	861.1	TIGER 중국소비테마	-479.2	농심	2,079.0	현대모비스	-1,911.5

KOSPI 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

순매수			순매도		
종목	외국인	기관	종목	외국인	기관
KODEX 인버스	979.3	28,593.6	NAVER	7,598.4	21,709.3
KB금융	9,655.2	15,953.5	현대제철	372.2	15,043.6
한국콜마	947.5	3,143.6	현대중공업	1,980.2	9,264.7
농심	995.2	2,302.6	LG생활건강	5,826.3	5,111.2
우리금융	417.5	2,236.2	현대미포조선	1,820.1	3,876.7
현대건설	4,332.9	2,143.3	기업은행	127.5	3,654.7
JB금융지주	252.7	1,934.7	삼성중공업	3,465.1	3,136.6
현대하이스코	1,630.6	1,146.9	한국전력	4,711.3	2,951.8
SK네트웍스	3,830.9	604.2	롯데케미칼	4,077.8	2,666.2
대우건설	1,986.0	334.8	KT	2,823.2	2,601.3

* 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	5,648.1	KH버텍	-4,984.6	다음	3,585.0	사파이어테크놀로지	-1,800.6
블루콤	2,174.0	컴투스	-2,506.8	인터파크	1,754.1	서울반도체	-870.7
사파이어테크놀로지	2,060.8	GS홈쇼핑	-1,237.9	CJ오쇼핑	1,553.1	파라다이스	-854.6
바이오스페이스	1,122.0	CJ오쇼핑	-1,037.5	메디톡스	1,306.4	KCC건설	-774.9
ISC	1,076.3	다음	-922.1	성광밴드	1,036.6	웹젠	-747.1
휴온스	1,023.8	KCC건설	-791.5	평화정공	879.4	세코닉스	-713.7
서울반도체	932.7	아이센스	-741.4	매일유업	732.2	KH버텍	-388.7
게임빌	799.9	KG모빌리언스	-704.9	버텍	691.3	포스코 ICT	-384.7
세코닉스	642.6	파라다이스	-600.4	코나아이	649.7	나노신소재	-310.3
리드코프	621.4	덕산하이메탈	-525.3	덕산하이메탈	570.6	유진테크	-307.1
은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
KH버텍	795.3	CJ E&M	-733.0	블루콤	2,625.9	CJ E&M	-1,993.6
실리콘웍스	104.9	에스엠	-333.7	게임빌	1,750.1	해성옵틱스	-1,965.0
ISC	83.1	메지온	-294.2	다음	1,058.1	인터파크	-1,832.0
중앙백신	76.0	바이로메드	-208.5	파라다이스	1,007.1	KCC건설	-695.9
제이콘텐츠리	71.1	국보디자인	-155.8	서울반도체	743.5	컴투스	-688.2
아이원스	61.6	에이스테크	-119.8	매일유업	652.6	성광밴드	-517.1
KCC건설	59.8	매일유업	-109.3	에스에프에이	595.7	이지바이오	-498.2
다음	56.1	가온미디어	-80.4	ISC	542.0	아프리카TV	-327.1
경남제약	55.4	삼화네트웍스	-62.6	씨젠	391.6	한국토지신탁	-308.7
디에이치피코리아	45.2	아이센스	-56.6	평화정공	356.0	솔브레인	-240.7

KOSDAQ 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

순매수			순매도		
종목	외국인	기관	종목	외국인	기관
메디톡스	2,257.3	1,677.2	KCC건설	60.3	2,511.5
블루콤	546.3	1,595.0	해성옵틱스	11.9	2,431.8
KT뮤직	71.4	1,345.3	포스코 ICT	194.9	1,822.1
ISC	271.0	1,034.5	웹젠	77.6	754.7
CJ E&M	1,088.0	981.3	미디어플렉스	214.2	594.4
토비스	376.6	927.8	오이솔루션	216.0	354.1
내츄럴엔도텍	1,466.9	772.8	KT서브마린	309.2	272.6
파트론	4,342.0	716.0	키이스트	873.4	230.2
하림홀딩스	2,486.8	368.0	휴비츠	730.9	187.9
서원인텍	1,191.5	139.5	서울반도체	761.2	134.9

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

* 외국인 기관 동반 순매도 금액은 (-)를 생략한 수치임

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

주가지수선물 가격정보

	KOSPI200	1409	1412	1503	KSPJ9JCS
기준가격	259.93	260.45	262.00	261.30	1.45
시가	258.60	259.45	260.90	260.30	1.45
고가	259.01	259.65	261.10	260.30	1.50
저가	257.83	258.45	259.95	259.30	1.45
종가	258.87	259.40	260.80	259.80	1.50
전일대비	-1.06	-1.05	-1.20	-1.50	0.05
이른가격	-	260.09	261.80	260.94	1.71
총약정수량*	55,761	122,945	222	3	264
총약정금액**	2,820,625	15,926,639	28,915	390	68,586
미결제약정	-	104162 (-425)	1269 (93)	524 (0)	-
배당지수***	2.65% (CD금리)	0.00	0.00	2.58	-
반응배수		1.02	0.97	0.85	
장중평균베이스		0.640			
전일대비		-0.179			

주: 단위 (* 천주, 계약 ** 백만 *** 포인트)

반응배수 = 일중 선물가격변동폭/일중 현물가격변동폭, KSPJ9JCS : 9월물과 12월물과의 스프레드를 의미함
 장중 평균 베이스는 1분 평균이며, 만기익일의 경우 전일대비는 직전 최근월물과의 비교이므로 의미없음

주가지수선물 투자자별 매매현황

(단위: 계약수)

		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매수	63,116	31,962	24,599	266	2,003	351	797	78
	매도	66,369	31,489	21,554	355	1,815	370	1,146	74
	비중	52.6%	25.8%	18.7%	0.3%	1.5%	0.3%	0.8%	0.1%
순매수누적	전일	-3,253	473	3,045	-89	188	-19	-349	4
	누적	-14,935	5,794	1,241	-663	9,741	-57	-841	-280
매매편향강도		-2.51%	0.75%	6.60%	-14.33%	4.92%	-2.64%	-17.96%	2.63%

주 : 누적은 지난 퀴드러플워칭데이 이후부터 현시점까지 당일 순매수 미결제약정의 증감을 누적인 것임

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

ETF 가격정보

	전일대비	등락을 거래량(천주)	거래대금(백만원)	외국인보유	TIGER200 KODEX 200					
TIGER200	-140	-0.54%	833	21,477	3.41%	NAV	25,912	25,901		
KODEX200	-125	-0.48%	3,579	92,217	10.08%	(ETF-NAV)%	-0.47%	-0.45%		
TIGER200 KODEX200					합성현물	최근월물	합성선물	T/E	0.01%	0.00%
증가/100	257.90	257.85	258.75	259.40	258.77	설정주수(천주)	50	1,450		
eff.delta	1.32	1.18	0.87	0.99	0.89	환매주수(천주)	0	550		
diff/basis	-0.37%	-0.39%	-0.05%	0.53	-0.10	상장주수(천주)	64,650	167,150		

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

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

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

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

주가지수옵션 가격정보

대표 내재변동성(%)	10.6	콜평균(%)	9.6	풋평균(%)	11.8	역사적 (5일,%)	2.4	역사적 (20일,%)	10.5
월물 행사가격		1407					1408		
		265.0	262.5	260.0	257.5	255.0	262.5	260.0	257.5
Call	가격(p)	0.01	0.04	0.34	1.51	3.80	1.85	2.87	4.15
	전일 대비(p)	-0.02	-0.13	-0.46	-0.90	-0.95	-0.33	-0.43	-0.65
	내재변동성(%)	13.70	11.00	10.00	7.00	< 3.0	9.40	9.40	9.20
	거래량(계약수)	43,664	209,490	533,185	265,490	9,971	10,921	9,475	1,422
	미결제(계약수)	48,002	48,713	34,271	22,436	4,808	6,745	4,494	1,496
Put	가격(p)	6.35	3.80	1.57	0.28	0.04	5.50	4.00	2.78
	전일 대비(p)	0.95	0.80	0.48	0.06	-0.01	0.80	0.65	0.47
	내재변동성(%)	25.50	16.50	12.00	10.40	12.00	11.70	11.50	11.40
	거래량(계약수)	1,512	10,400	216,930	390,133	225,257	628	1,664	6,439
	미결제(계약수)	3,203	13,451	22,146	44,489	50,291	2,220	3,922	7,515

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

주가지수옵션 투자자별 매매현황

(단위: 계약수)

Call		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매수	322,960	400,138	451,931	0	462	111	8,752	421
	매도	323,956	387,407	463,844	0	508	74	8,613	377
	비중	27.3%	33.2%	38.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%
순매수 누적	전일	-996	12,731	-11,913	0	-46	37	139	44
	누적	20,832	88,491	-105,080	0	-1,015	281	-3,690	189
Put		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매수	379,483	360,830	297,019	0	294	95	382	4,441
	매도	376,603	365,076	295,434	0	199	123	396	4,713
	비중	36.3%	34.8%	28.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%
순매수 누적	전일	2,880	-4,246	1,585	0	95	-28	-14	-272
	누적	102,287	52,600	-154,283	0	200	-134	124	-787

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

차익거래 잔고와 프로그램 매매 동향

		주식		주가지수선물		주가지수 CALL옵션		주가지수 PUT옵션	
		매도	매수	매도	매수	매도	매수	매도	매수
차익거래 잔고 (백만원)	최근월물	6,410,462	9,487,774	9,556,425	6,411,542	-	-	-	-
	기타	-	-	-	-	-	-	-	-
	합계	6,410,462	9,487,774	9,556,425	6,411,542	0	0	0	0
프로그램 매매동향 (천주,백만원)	차익 비차익	프로그램 매도				프로그램 매수			
		주식 거래량		주식 거래대금		주식 거래량		주식 거래대금	
		수량	비율(%)	금액	비율(%)	수량	비율(%)	금액	비율(%)
		169	0.06	8,408	0.24	183	0.07	10,447	0.30
16,981	6.54	638,041	18.41	16,185	6.23	670,860	19.36		
합계	17,150	6.60	646,449	18.65	16,368	6.30	681,307	19.66	
베이스스수준(p)	0.925	0.825	0.725	0.625	0.525	0.425	0.325	0.225	
차익성순매수	-100	-119	-2158	-5291	-9990	-2457	-840	0	

주 : 차익거래 잔고는 1거래일 지연된 데이터임

유가증권시장		07/09 (수)	07/08 (화)	07/07 (월)	07/04 (금)	07/03 (목)	
가격 및 거래량 지표	코스피지수	2,000.50	2,006.66	2,005.12	2,009.66	2,010.97	
		20일	1,996.56	1,997.27	1,997.53	1,996.77	1,996.06
	이동평균	60일	1,994.93	1,994.91	1,994.68	1,994.42	1,994.06
		120일	1,972.92	1,972.49	1,971.92	1,971.43	1,971.01
	이격도	20일	100.20	100.47	100.38	100.65	100.75
		60일	100.28	100.59	100.52	100.76	100.85
거래대금(억원)	37,678.8	34,633.3	30,604.6	30,917.0	35,156.5		
시장지표	거래대금 회전율	0.32	0.29	0.26	0.26	0.29	
	투자심리도	40	40	40	50	50	
	ADR	106.05	109.90	112.72	112.02	107.21	
	이동평균	20일	97.08	96.23	95.11	94.23	93.72
	VR	91.63	92.41	91.54	111.54	113.16	
코스닥시장		07/09 (수)	07/08 (화)	07/07 (월)	07/04 (금)	07/03 (목)	
가격 및 거래량 지표	코스닥지수	555.84	554.90	553.15	552.90	550.68	
		20일	540.18	539.05	537.94	536.48	534.99
	이동평균	60일	548.11	548.05	548.04	548.06	548.18
		120일	539.73	539.38	539.00	538.66	538.30
	이격도	20일	102.90	102.94	102.83	103.06	102.93
		60일	101.41	101.25	100.93	100.88	100.46
거래대금(억원)	20,093.0	21,449.6	18,162.5	18,970.8	19,224.6		
시장지표	거래대금 회전율	1.49	1.60	1.36	1.42	1.44	
	투자심리도	100	90	80	70	60	
	ADR	102.55	107.31	109.67	109.95	104.28	
	이동평균	20일	89.82	88.33	86.71	85.25	84.14
	VR	179.58	176.04	171.38	167.78	161.46	
자금지표		07/09 (수)	07/08 (화)	07/07 (월)	07/04 (금)	07/03 (목)	
국고채 수익률(3년, %)		2.61	2.65	2.61	2.61	2.60	
AA- 회사채수익률(무보증3년, %)		3.02	3.06	3.03	3.02	3.01	
원/달러 환율(원)		1,012.10	1,011.90	1,010.50	1,008.90	1,008.50	
원/100엔 환율(원)		995.87	993.62	989.52	988.63	989.60	
CALL금리(%)		2.49	2.47	2.47	2.47	2.47	
국내 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)		-	-714	-1,721	-1,005	-2,152	
해외 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)		-	-260	-249	-135	-154	
주식혼합형펀드 증감(억원)		-	-33	-197	-197	-110	
채권형펀드 증감(억원)		-	1,700	-779	2,898	2,091	
MMF 잔고(억원)		-	768,620	763,360	770,971	763,647	
고객예탁금(억원)		-	144,998	147,612	142,770	146,634	
순수예탁금 증감(억원)		-	-2,267	3,918	-6,543	3,445	
미수금(억원)		-	958	1,126	926	835	
신용잔고(억원)		-	48,206	47,921	47,709	47,619	