

KDB대우 DAILY

2016. 3. 25(금)



KEY DATA

코스피지수(3/24)	1,985.97P(-9.15P)
코스닥지수(3/24)	686.26P(-3.13P)
KOSPI200지수 6월물	245.35P(-0.45P)
중국상해종합지수(3/24)	2,960.97P(-48.99P)
NIKKEI225지수(3/24)	16,892.33엔(-108.65엔)
원/달러 환율	1,166.30(+5.10)
엔/달러 환율	112.43(+0.15)
국고채 수익률(3년)	1.50(-0.01)
유가(WTI)(3/24 19:19)	38.85(-1.28)
국내주식형펀드증감(3/23)	-277억원
해외주식형펀드증감(3/23)	92억원
고객예탁금(3/23)	213,021억원(-512억원)
신용잔고(3/23)	67,937억원(+394억원)
대차잔고(3/23)	586,260억원(+593억원)

TODAY'S REPORTS

주간 증시 Check

KOSPI, 속도 조절과 기업 실적

경제이슈&주간프리뷰

미국 고용시장은 이상 무

선진국 주식전략 Flash

유럽의 채권 바이백, ECB 회사채 물량부족 우려 자극

크레딧 동향 및 투자전략 Weekly

선물옵션 분석

사모 비차익 순 매도는 곧 둔화될 것

산업분석

은행[비중확대] - 구용육: 조정시 매수 가능한 Valuation

기업분석

대한항공[중립] - 류제현: 아직은 때가 아니다

주체별 매매동향

KOSPI: 외국인 (+)480억원 순매수, 국내기관 (-)1,732억원 순매도

KOSDAQ: 외국인 (-)30억원 순매도, 국내기관 (-)482억원 순매도

주가 지표

주간 증시 Check

KOSPI, 속도 조절과 기업 실적



SUMMARY

- 미국 4월 금리 인상 가능성과 국내 기업 실적에 대한 우려 속 KOSPI 속도 조절. 그러나 전반적인 유동성 환경은 위험 자산에 우호적. 외국인 13거래일 연속 순매수
- 4/1일 미국 3월 ISM제조업지수 발표. 뉴욕, 필라델피아, 리치몬드 등 지역 제조업 심리지수는 모두 시장 예상치를 상회. 또한 글로벌 금융 시장도 안정됨. 이러한 점을 고려할 때, 3월 ISM제조업지수는 전월비 개선되는 모습 나타날 것
- 4/1일 중국 3월 PMI제조업지수 발표. 1~2월 투자가 개선되었고, 신규 프로젝트도 전년비 41%증가했기 때문에 3월 PMI제조업지수는 개선되는 모습 나타날 것
- 외국인 순매수는 추가적으로 이어질 것. 미국 국채 금리 10년 물이 2%이하에머무르고 있고, 글로벌 리스크 지표도 안정된 흐름을 이어가고 있기 때문. 반면 기관은 투신권을 중심으로 순매도 기조를 이어갈 것으로 예상. 국내 주식형 펀드의 차익 실현 매물이 지속적으로 출회되고 있기 때문

(주요 이슈)

- 윌리엄스, 록하트 등 지역 연준 총재들, 4월 금리 인상 가능성 언급. 이에 따른 영향으로 국내 증시의 속도 조절이 나타남. 그러나 미국 국채 10년 물은 2% 이하에서 안정적인 모습을 보이고, 호주 달러도 견조한 모습. 글로벌 유동성 환경은 여전히 위험 자산에 우호적인 상황. 외국인도 13거래일 연속 순매수세를 이어가고 있음
- 다만, 펀더멘털은 여전히 부진한 모습. 관세청에서 발표한 3월 수출(3/1~3/20일)은 전년비 19.2%감소. 2016년 수출(1/1~3/20일)도 전년비 16.6%감소. 이는 16년 1분기 국내 기업 매출액이 부진할 가능성이 높다는 것을 시사. 긍정적인 부분은 낮아진 눈높이 속 영업이익, 당기순이익 컨센서스가 소폭 반등했다는 점. 이러한 점을 고려할 때, 국내 증시의 상승 속도는 더디게 진행될 것

(매크로)

- 4/1일 미국 3월 ISM제조업지수 발표. 시장 컨센서스는 50.4p로전월 49.5p 대비 소폭 개선될 것으로 예상. 뉴욕, 필라델피아, 리치몬드 등 지역 제조업 심리지표는 모두 시장 예상치를 상회. 또한 글로벌 금융 시장도 안정됨. 이러한 점을 고려할 때, 3월 ISM제조업지수는 전월비 개선되는 모습 나타날 것
- 4/1일 중국 3월 PMI제조업지수 발표. 시장 컨센서스는 49.5p로 전월 49.0p 대비 개선될 것으로 예상. 1~2월 투자가 개선되었고, 신규 프로젝트도 전년비 41%증가했기 때문에 3월 PMI제조업지수는 개선되는 모습 나타날 것으로 예상

(수급)

- 외국인 순매수는 추가적으로 이어질 것. 미국 국채 금리 10년 물이 2%이하에 머무르고 있고, 글로벌 리스크 지표도 안정된 흐름을 이어가고 있기 때문. 반면 기관은 투신권을 중심으로 순매도 기조를 이어갈 것으로 예상. 국내 주식형 펀드의 차익 실현 매물이 지속적으로 출회되고 있기 때문

[투자전략]

고승희

02-768-4071

seunghee.ko@dwsec.com

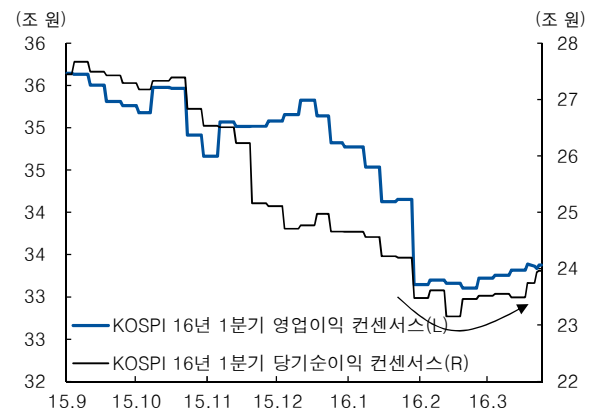
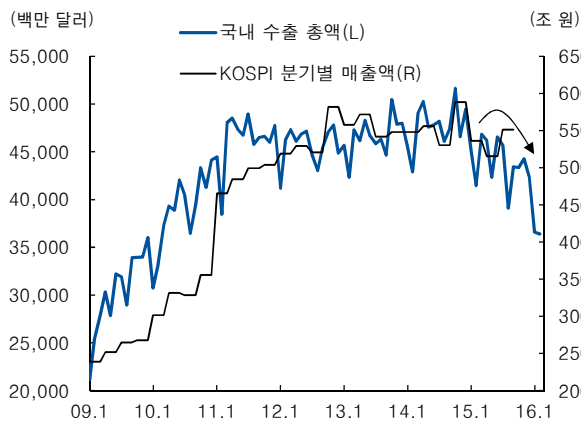
Chart of Week

16년 1분기 KOSPI, 매출액은 부진하지만 이익은 나쁘지 않을 것

주요국의 정책 효과가 상당 부분 반영되면서 시장은 펀더멘털에 주목하고 있다. 특히 4월 실적 시즌을 앞두고 향후 실적에 대한 중요성이 높아질 것으로 예상된다. 2016년 국내 수출(1/1~3/20일)은 전년비 16.6%감소했다. 국내 수출과 기업 매출액이 동행한다는 점에서 16년 1분기 기업 매출액은 감소할 것으로 예상된다. 그나마 다행스러운 부분은 영업이익, 당기순이익 컨센서스가 하향 조정을 멈추고 최근 소폭 반등하고 있다는 것이다. 1~2월 원/달러 환율이 반등에 따른 수익성 개선이 기대되기 때문이다. 낮아진 눈높이 속 1분기 실적이 시장 예상치를 크게 하회할 가능성은 낮다고 판단한다.

국내 수출 부진으로 1분기 KOSPI 매출액 부진할 것으로 예상

KOSPI 실적 컨센서스 반등. 낮아진 눈높이 속 이익은 견조할 것



자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

주간 경제지표 및 주요 이벤트

3/25~4/1일 주요 경제지표 및 이벤트

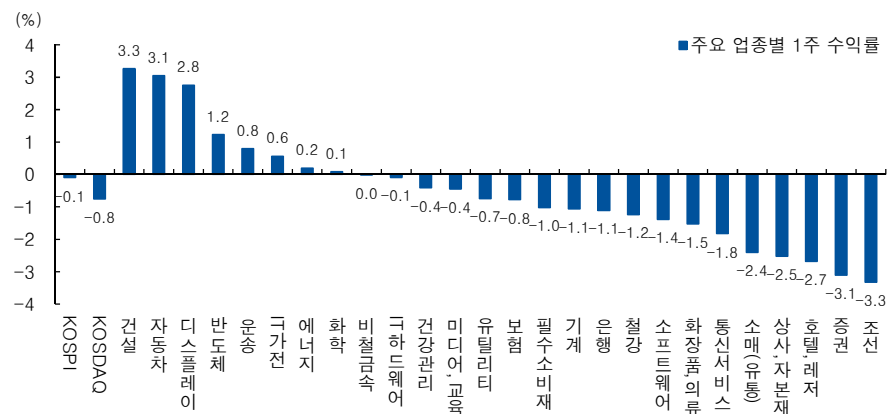
일자	국가	경제지표 및 이벤트	기간	단위	예상치	이전치
03월 25일	미국	실질 GDP 확정치	4Q	%, QoQ 연율	1.0	1.0
		PCE	2월	%, YoY	1.0	1.3
03월 28일	미국	근원 PCE	2월	%, YoY	1.8	1.7
		개인소득	2월	%, MoM	0.1	0.5
		개인소비	2월	%, MoM	0.1	0.5
03월 29일	미국	케이스샐러 주택가격	1월	%, YoY	5.7	5.7
		소비자기대지수	3월	P	94.0	92.2
03월 30일	미국	ADP 취업자 변동	3월	만 명	19.8	21.4
	유로존	경기기대지수	3월	P	103.5	103.8
	미국	시카고 PMI	3월	P	49.8	47.6
03월 31일	유로존	소비자물가	3월	%, YoY	0.0	-0.2
		근원 소비자물가	3월	%, YoY	1.0	0.8
		민간고용	3월	만 명	20.0	23.0
	미국	시간당 평균 임금	3월	%, YoY	2.2	2.2
04월 01일		ISM 제조업 지수	3월	P	50.4	49.5
		차이신 PMI 제조업	3월	P	48.5	48.0
	중국	PMI 제조업	3월	P	49.5	49.0
		PMI 비제조업	3월	P	N/A	52.7

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

주간 Review: KOSPI -0.1%, KOSDAQ -0.8%

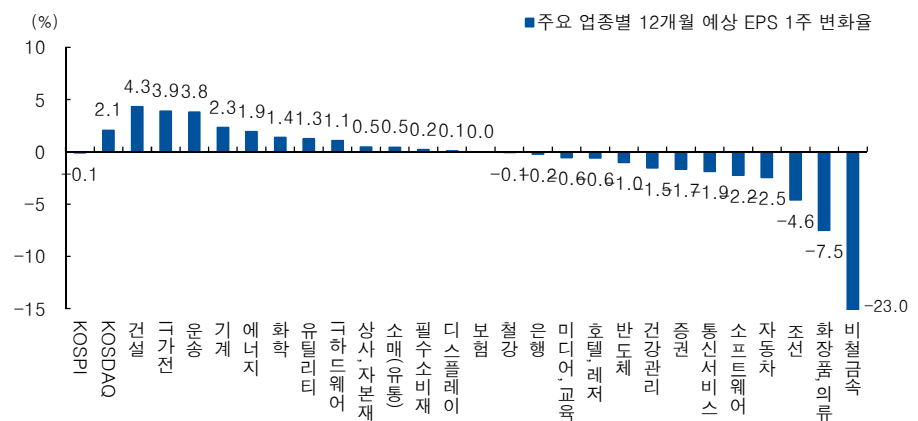
지역 연준 총재들의 4월 금리 인상 가능성 언급과 국내 주식형 펀드의 자금 유출로 KOSPI -0.1%하락 마감. 그럼에도 불구하고 외국인은 13거래일 연속 국내 증시를 순매수하는 모습. 3월 주요국의 통화 완화 정책은 시장에 상당 부분 반영. 이에 시장은 펀더멘탈에 주목하고 있는 모습. 아직까지 펀더멘탈의 의미있는 개선이 나타나지 않고 있다는 점에서 국내 증시의 상승 속도는 둔화될 것으로 예상. 글로벌 리스크 지표는 소폭 반등하는 모습. 다만, 리스크 지표의 절대적인 레벨은 높지 않은 수준으로 우려스러운 상황은 아니라고 판단

1주일 업종별 수익률: 건설, 자동차, 디스플레이 강세. 조선, 증권, 호텔레저 약세



자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

업종별 12개월 예상 EPS 1주 변화율: 건설, IT기전, 운송 상승. 비철금속, 화장품의류, 조선 하락

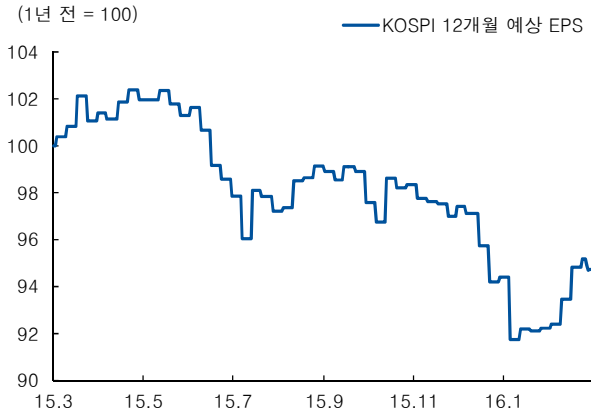


자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

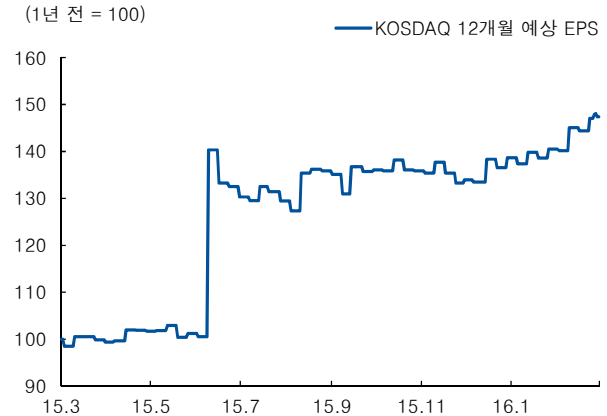
EPS, PER Review: KOSPI EPS -0.1%하락, 12개월 예상 PER 11.2배

KOSPI 12개월 예상 EPS 추이: 주간 -0.1% 하락

KOSDAQ 12개월 예상 EPS 추이: 주간 +2.1% 상승

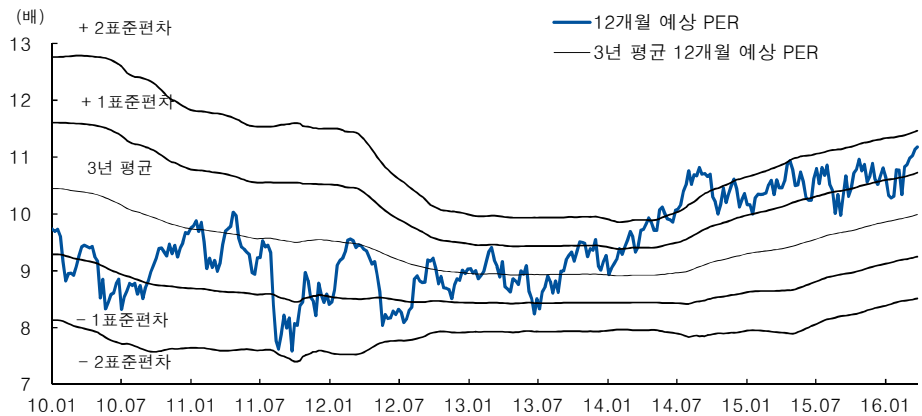


자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터



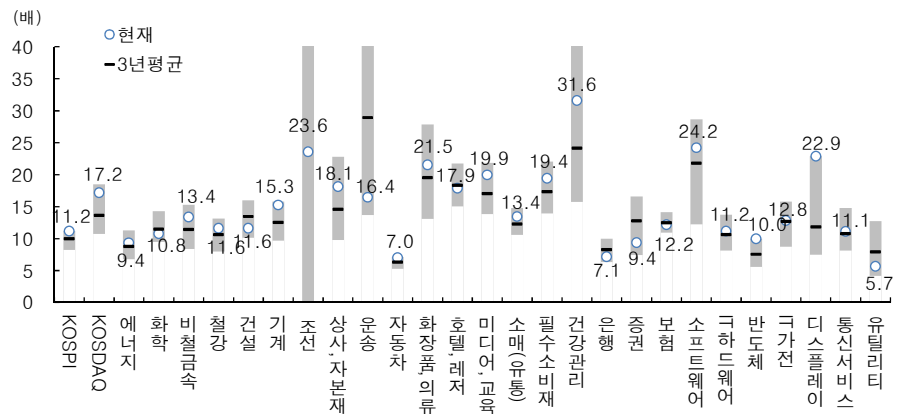
자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

KOSPI 12개월 예상 PER 추이



자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

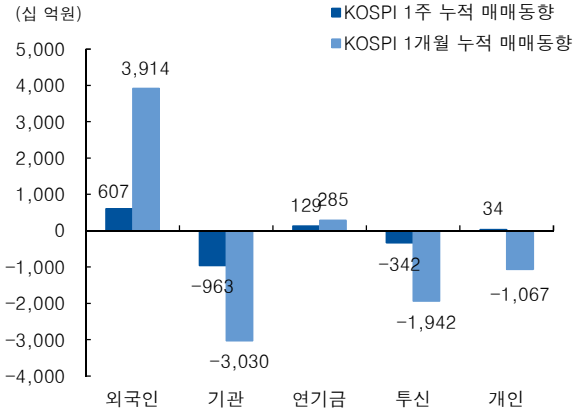
업종별 12개월 예상 3년 평균, 최대, 최소, 현재 PER 레벨



자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

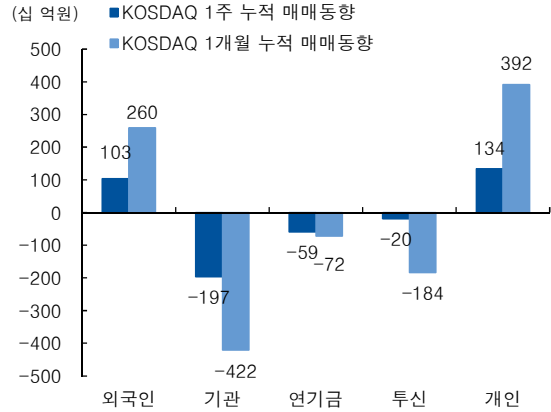
수급 동향: KOSPI 외국인 6,065억 순매수, 기관 9,626억 순매도

KOSPI 주요 투자 주체별 매매 동향



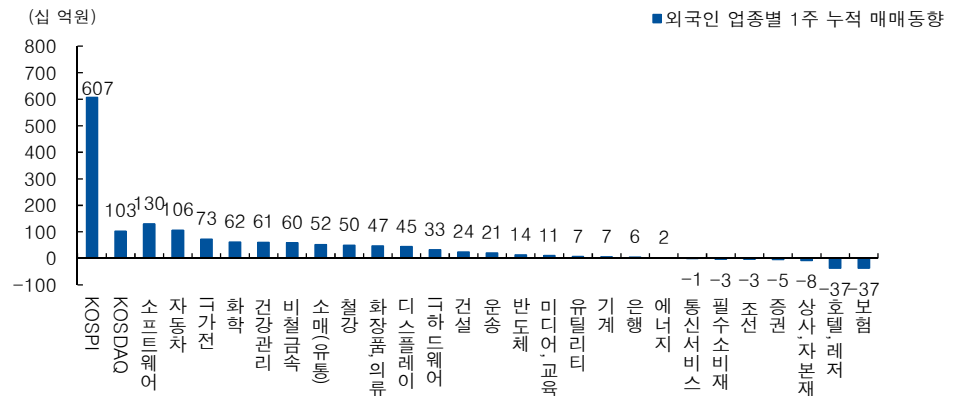
자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

KOSDAQ 주요 투자 주체별 매매 동향



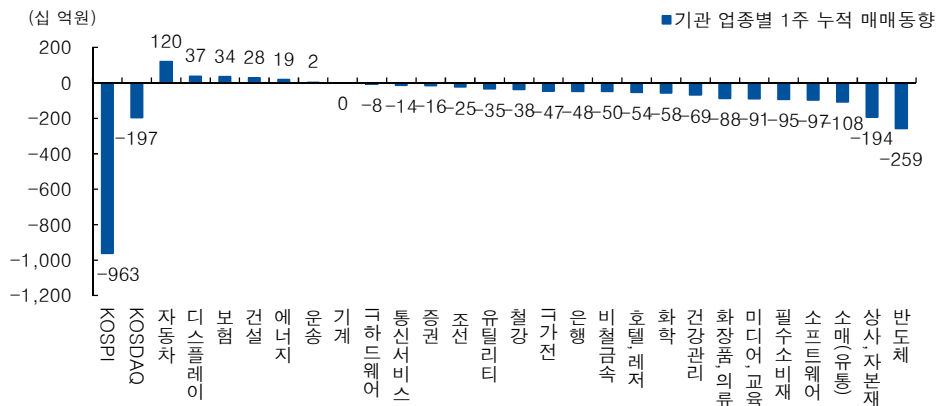
자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

외국인, 업종별 주간 매매 동향: 소프트웨어, 자동차, IT가전 순매수. 보험, 호텔레저, 상사자본재 순매도



자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

기관, 업종별 주간 매매 동향: 자동차, 디스플레이, 보험 순매수. 반도체, 상사자본재, 유통 순매도



자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

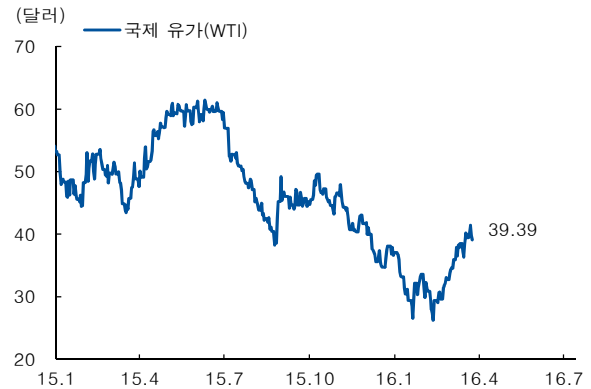
주요 Risk Factor

위안/달러 전주대비 소폭 절하



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

미국 재고 증가 속 국제유가(WTI) 전주 대비 2.8%하락



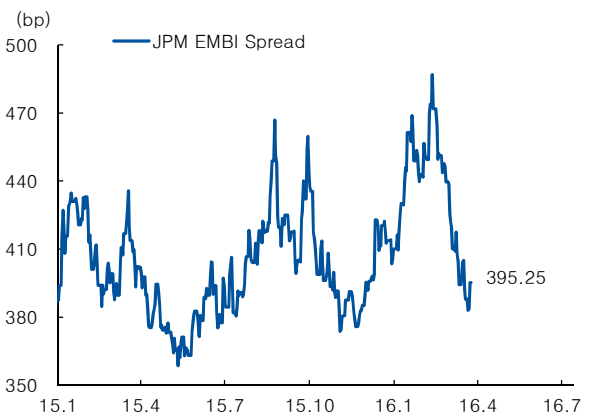
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

달러 인덱스 강세 속 신흥국 통화 인덱스 약세



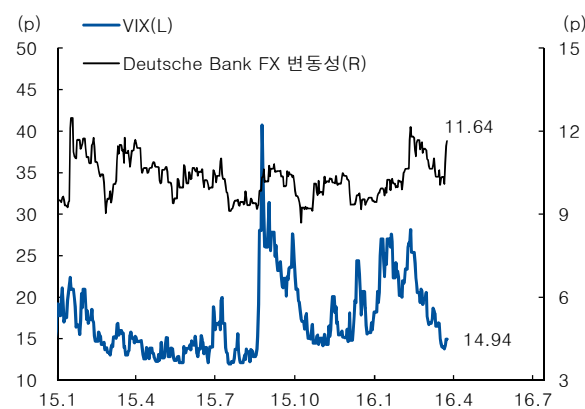
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

JPM EMBI Spread 전주 대비 소폭 상승



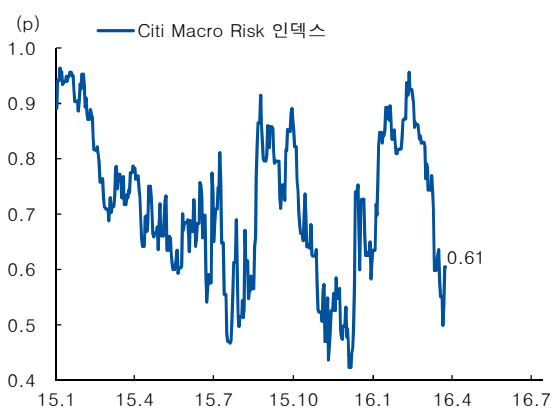
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

미국 4월 금리 인상 가능성 확대로 VIX, FX 변동성 동반 상승



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

Citi Macro Risk 전주 대비 0.03P 상승한 0.61P



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

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

경제이슈&주간프리뷰

미국 고용시장은 이상 무



SUMMARY

- 연준의 금리 동결, 물가 반등 이후 미국 고용시장 개선세의 중요성 더욱 커져
- 미국 고용시장 개선세 오랜 기간동안 강하게 지속된 만큼 연속성에 대한 우려 확산
- 장기적으로 미국 고용시장 개선세는 둔화될 것으로 예상되나 미국 경기 둔화에 대한 우려를 키울 정도는 아닐 전망
- 4월 FOMC 회의를 앞두고 발표되는 3월 고용보고서 주목할 필요 있어

[경제]

김태현

02-768-4119

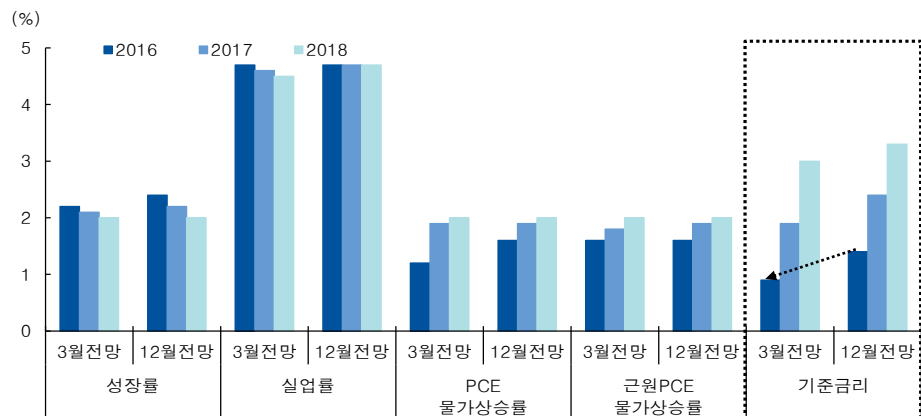
taecheon.kim@dwsec.com

연준 연내 2차례 금리 인상 가능성 시사

글로벌 경기에 대한 우려를 잠재우는 데 가장 큰 역할을 했던 것은 역시 미국 연준의 금리 동결이었다. 15년 12월 연준은 8년 만에 기준금리 인상에 나서며 2016년 기준금리 예상치를 1.4%로 내세웠다. 연내 4번의 금리 인상을 시사했었다. 하지만 3월 FOMC 회의를 통해 기준금리 예상치를 0.9%로 하향조정하며 연내 금리 인상은 2번에 그칠 것이라는 기대를 높였다.

반면, 이번 주 제임스 불라드, 패트릭 하커 등 지역 연준 총재들은 4월 금리 인상 가능성을 시사했다. 그래도 현재 상황으로서는 4월보다는 6월이 가능성이 좀 더 높아 보인다. 3월에 금리 인상 기대가 낮아졌는데 4월에 바로 금리를 올리기에는 정책의 일관성이 부족하다. 이러한 측면에서 연준이 통화정책 결정 기준으로 제시하는 고용과 물가 중 고용시장 개선의 연속성을 점검해보고자 한다.

그림 1. 연준 3월 FOMC 회의 통해 2016년 연내 두 번의 금리 인상 시사



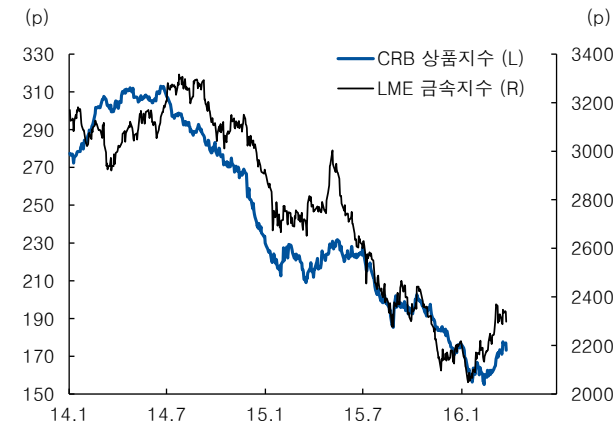
자료: FRB, KDB대우증권 리서치센터

미국 고용 개선의 연속성에 대한 우려

미국 고용지표는 연준이 통화정책 결정 기준 중 하나로 제시할 만큼 중요하다. 미국 경제에서 소비가 차지하는 비중이 60%를 상회한다. 고용(일자리, 임금, 실업률)은 미국 소비와 직결되는 요소다. 전월 고용지표들이 익월 첫째 주 금요일로 비교적 빠른 시점에 발표된다는 것도 미국 고용지표의 중요성을 시사한다.

최근 연준 총재들이 금리 인상에 대한 목소리를 높이는 이유는 두 가지다. 하나는 원자재 가격이 반등하면서 물가가 올랐다는 점이다. 최근 원자재 가격이 빠르게 반등했다. 미국 물가에 대한 부담을 완화시켜주었다. 2월 미국 소비자물가상승률은 전년동월대비 1.0%로 1월(1.4%) 대비 다소 낮아졌지만 근원소비자물가상승률은 2.3%로 4개월 연속 중기물가목표(2.0%)를 상회하고 있다. 지역 연준 총재들이 4월 금리 인상과 관련된 주장을 하고 있는 근거이다.

그림 2. 2016년 들어서며 원자재 가격 반등



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 미국 근원소비자물가상승률 4개월 연속 2% 상회

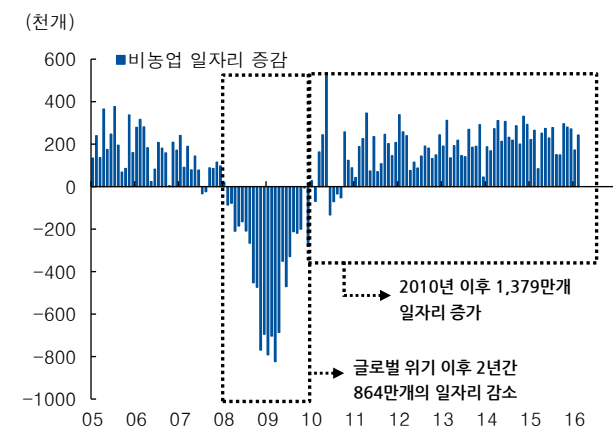


자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

두 번째는 물가의 반등뿐만 아니라 고용지표가 이미 글로벌 금융위기의 흔적이 모두 사라질 만큼 빠르게 개선되기 때문이다. 미국 비농업 부문의 일자리 수는 글로벌 위기 이후 2008~2009년 2년간 약 864만개 감소했다. 하지만 이후 2010년부터 현재까지 1,379만개의 일자리가 증가했다. 실업률도 4.9%로 글로벌 위기 이전 수준까지 회복했다.

하지만 고용시장에 대해 마냥 낙관하기만은 어렵다. 가장 대표적인 사례가 최근 ISM 제조업과 비제조업의 고용지수가 빠르게 하락한 사실이다. 의외로 고용시장 개선세가 빠르게 둔화될 수도 있다는 우려도 나타나고 있다.

그림 4. 미국 고용시장 글로벌 위기 여파는 모두 사라져



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 제조업 및 서비스업 고용시장 체감경기 부진, 개선 연속성 불확실



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

장기적 미국 고용 둔화는 불가피

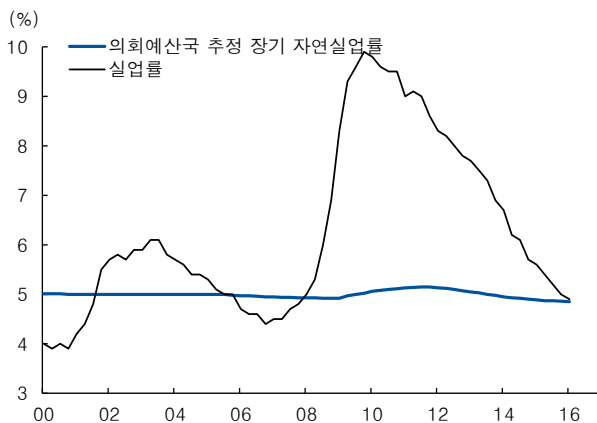
현재 수준의 미국 일자리는 증가가 지속되기 어렵다고 볼 수 있는 요인으로 자연 실업률과 실업률간의 관계를 들 수 있다.

실업률이 이미 연준이 제시하는 완전고용수준(5.0~5.2%)를 넘어선 4.9%로 매우 낮다. 연준의 자연실업률에 대한 측정이 맞다면 실업률이 비자발적 실업이 없는 자연실업률 아래로 지속적으로 하락하기는 힘들다.

1980년 이후 실질 실업률이 장기 자연실업률을 하회한 경우는 1987년 10월 ~ 1990년 7월, 1997년 1월 ~ 2001년 7월, 그리고 2005년 10월 ~ 2008년 1월 3차례 있었다<그림 7>. 3차례 모두 시차를 두고 비농업 일자리 증가세가 둔화된 이후 감소세로 전환되었다. 지금도 실업률이 자연실업률 수준까지 하락해 일자리 증가가 지속될 것이라고 기대하기는 어렵다.

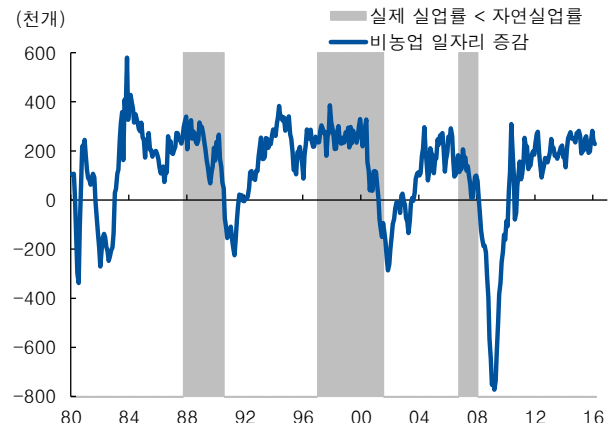
그간 20만건 이상의 일자리 증가는 점차 16~17만건 정도로 둔화될 것으로 보인다. 그러나 고용참여율이 일정하다면, 미국 월간 일자리 수가 16~18만건을 유지하면 전체 소비 경기를 유지하는 데 무리가 발생하지는 않을 것으로 예상된다.

그림 6. 미국 실업률 이미 자연실업률 수준까지 하락



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 실업률이 자연실업률 하회하면 일자리 감소



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

단기적인 개선세는 지속될 듯

하지만 아직은 미국 고용시장에 대한 걱정은 시기 상조라고 판단된다.

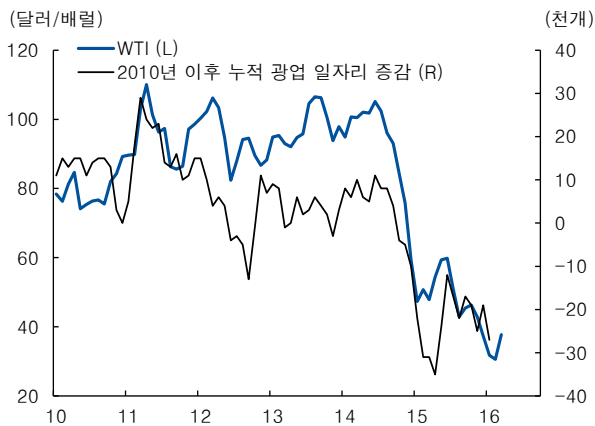
첫 번째 제조업 경기 침체에 대한 우려가 더 길어지지 않는 것이기 때문이다. 예컨대, 유가 하락 시점에서 광업 고용은 감소하기 시작했다. 2014년 중반부터 유가가 하락하기 시작하자 누적 광업 일자리의 증가세는 2014년말부터 감소하기 시작했다. 2015년 초 유가의 단기 반등으로 2015년 중순 이후 다시 누적 일자리 감소세가 회복되었으나 유가가 다시 하락하며 누적 일자리 증가세는 재차 감소로 전환되었다.

광공업 일자리 내에서 광업이 차지하는 비중이 크지는 않다. 하지만 유가 하락으로 확산된 광업 침체가 다른 산업으로 전이될 수 있다는 점을 감안하면 유의미하다고 판단된다.

2016년 초 미국 신용위험이 빠른 속도로 높아진 바 있다. 유가 하락 때문이었다. 에너지섹터 하이일드 스프레드는 2월 11일 기준으로 연초대비 236bp나 상승했다. 에너지 섹터에 대한 우려는 여기서 그치지 않고 다른 섹터로 전이되며 전반적인 기업 신용위험을 확대시켰다.

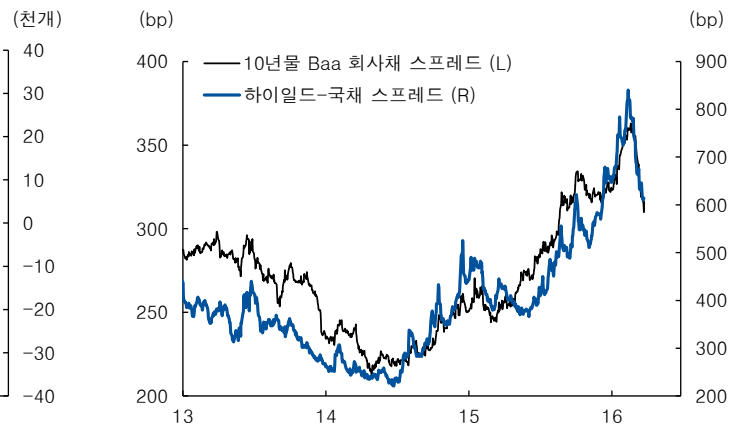
최근 유가를 비롯한 원자재 가격이 다시 반등하고 있다. 물론, 미국 제조업 체감경기의 극적인 반등이 나타나기는 힘들 것으로 보인다. 하지만 단기적으로는 원자재 가격 반등이 기업 신용위험 완화에 따른 제조업 체감경기 개선에 긍정적 요인으로 작용할 전망이다. 이에 따라 광공업 일자리 둔화는 완화될 수 있을 것으로 예상된다.

그림 8. 유가 하락과 함께 광업 일자리 증가세 둔화



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 유가 반등하며 미국 기업 신용위험 빠르게 완화



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

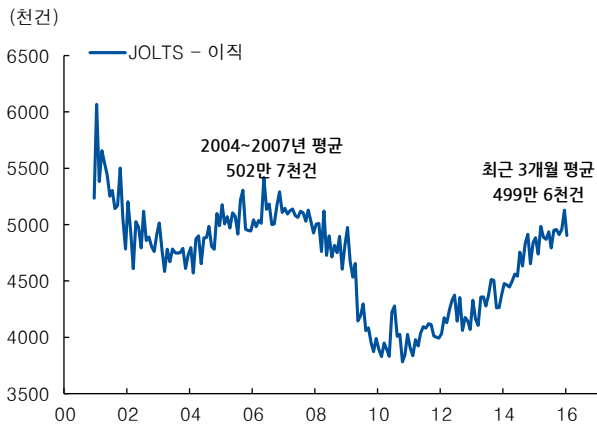
두 번째 근거로 고용시장의 선행지표가 개선되고 있다. 주간으로 발표되는 신규 실업수당 청구건수가 낮은 수준을 유지하고 있다. 2015년 10월 25만 9천건까지 줄었던 신규 실업수당 청구건수는 세일업체들의 파산 영향으로 2016년 초 증가하기 시작했다. 하지만 최근 유가 반등 영향으로 다시 감소하고 있다. 3월 평균 26만 5천건으로 2016년 평균 27만 8천건, 2015년 평균 27만 3천건보다 적다. 아직까지는 실업자 수가 다시 늘어날 조짐은 보이지 않는다.

게다가 미국 노동부가 발표하는 JOLTs(Job Openings and Labor Turnover Survey)의 하위 항목인 이직의 개선 추세가 지속되고 있다. 이직이 고용시장에서 중요한 의미를 가지는 이유는 고용시장 경기가 좋을수록 일자리 얻는 것이 쉽기 때문에 이직이 많아지기 때문이다. 즉, 이직의 개선세가 지속되고 있는 만큼 아직 고용시장 개선세가 둔화될 조짐은 크게 나타나지 않고 있다고 판단된다.

세번째로 그간 고용에 소극적이었던 대형기업들의 고용도 글로벌 위기 이전수준까지 회복되었다는 점이다. <그림 9>를 보면 글로벌 위기가 있었던 2008년을 기준으로 대형기업(근로자 500명~999명)과 초대형기업(근로자 1,000명 이상)이 위기 여파가 더 크게 나타났다. 그 이후 2012년 소형기업(근로자 1명~49명)은 위기 이전 수준을 회복했다.

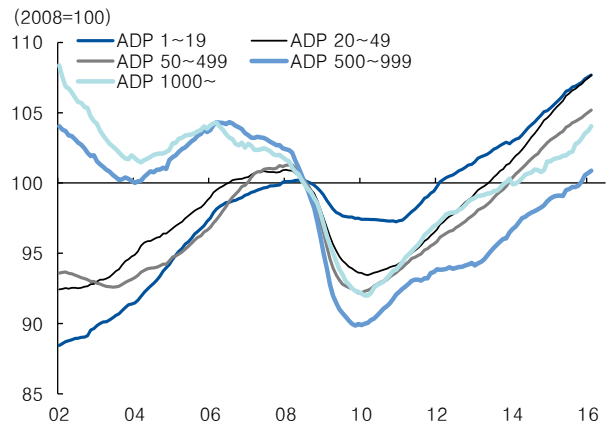
그 이후 대형기업을 제외한 기타 규모의 기업들이 모두 글로벌 위기 이전 수준을 회복했고 2015년말 대형기업도 글로벌 위기 이전 수준을 회복하는 모습을 보였다. 게다가 개선세도 아직 견고하게 지속되고 있다. 미국 일자리 수는 폭넓게 개선되고 있다.

그림 10. 엘런 의장이 주목하는 JOLTS 내 이직 개선 추세 지속 중



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 규모별 취업자 수 모두 2008년 이전 수준으로 회복



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

주: ADP는 Automatic Data Processing으로 미국의 민간 고용조사업체를 의미

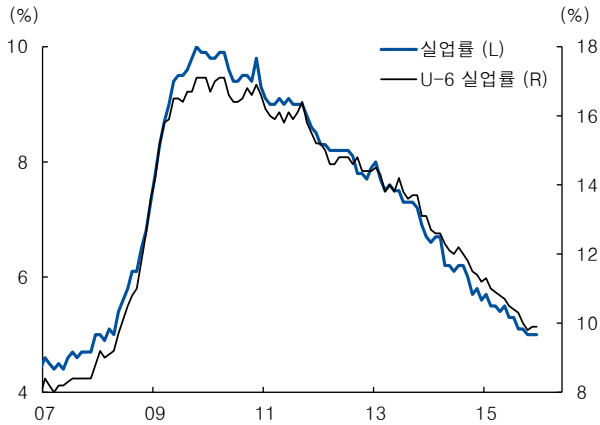
최소한 고용이 미국 경기 둔화 우려를 키우지는 않을 듯

장기적으로 미국 고용시장의 개선세가 영원히 지속되기는 어렵다. 단기적으로나마 미국 고용지표 개선세는 좀 더 지속될 것으로 예상된다. 따라서 최소한 고용지표 개선세의 둔화가 미국 경기 둔화 우려를 키우는 정도는 아닐 것으로 예상된다.

연방기금금리 선물에 내재된 금리 인상 가능성만 따져보면 최근 지역 연준 총재들이 주장하고 있는 4월 인상가능성도 고작 6%에 불과하다. 미국 고용지표의 개선세가 점차 둔화될 것이라는 점을 감안하면 연준 총재들의 주장은 과도해 보인다. 따라서 4월 FOMC 회의를 앞두고 발표되는 미국 3월 고용보고서에 대해 좀 더 주목할 필요가 있다고 판단된다.

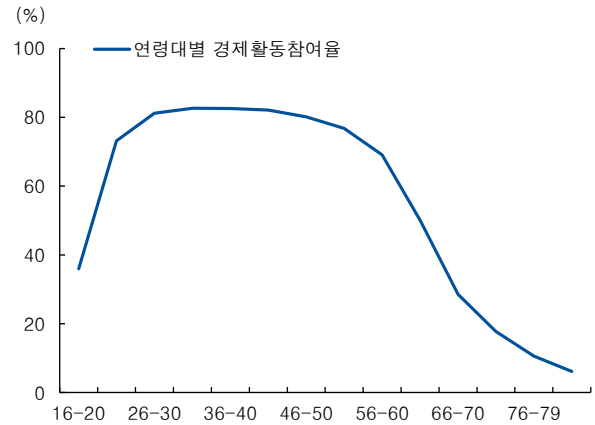
관련 차트

그림 12. 미국 실업률 추이



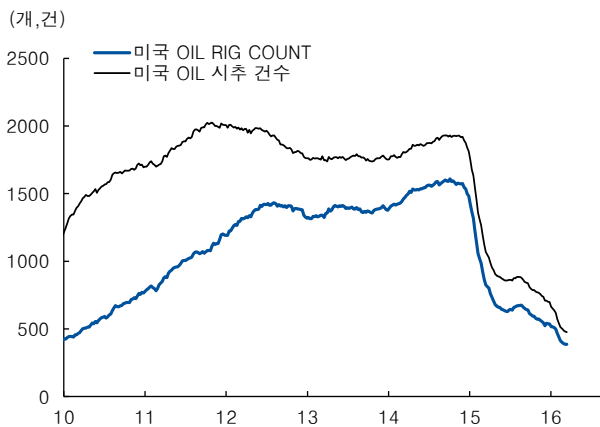
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 2014년 기준 미국 연령대별 경제활동참여율



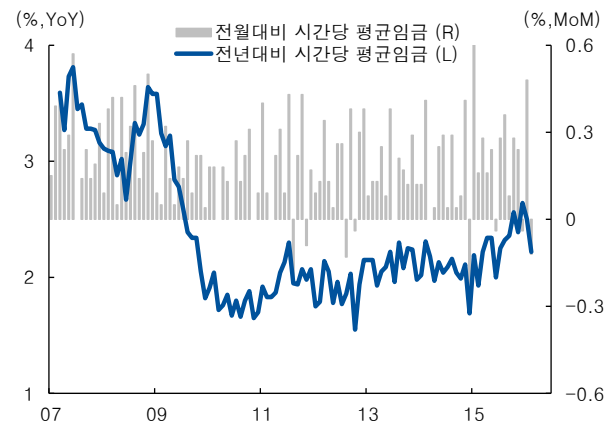
자료: Atlanta Fed, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 유가 반등으로 미국 감산 추세 다소 진정



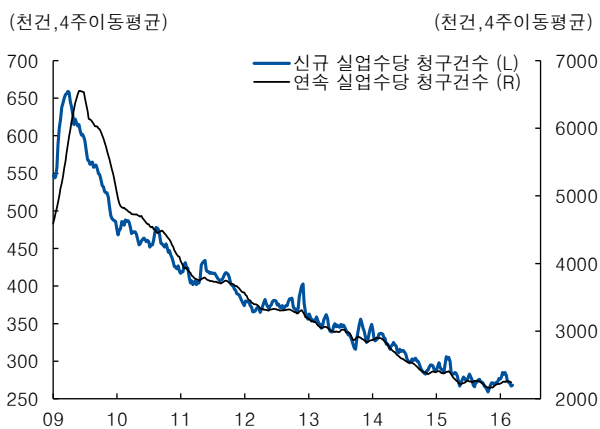
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 미국 시간당 평균임금 추이



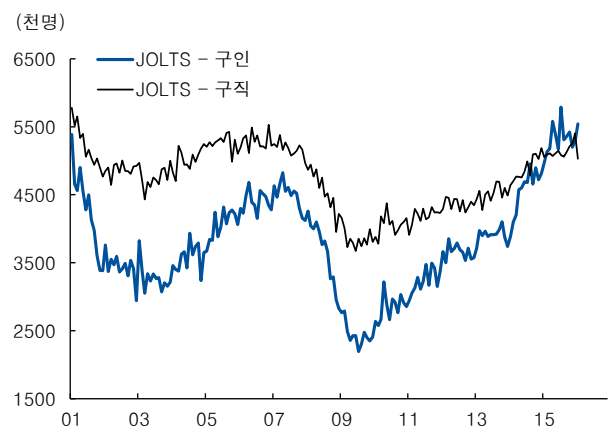
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 신규 실업수당 청구건수도 낮은 수준 지속



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 위기 이후 구인과 구직도 개선 추세 지속 중

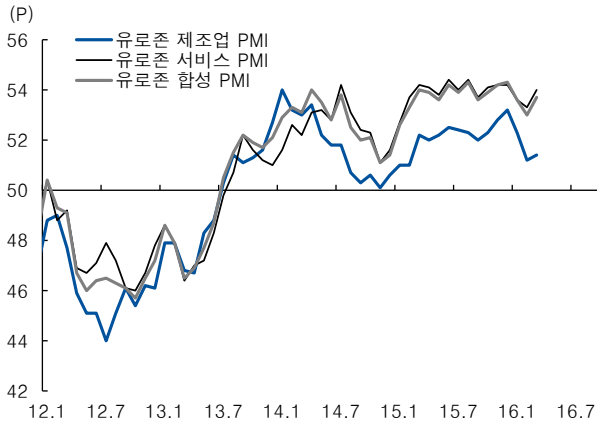


자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

관련 차트

주요 경제지표 Review

그림 18. 유로존 Markit PMI



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

- 22일 3월 유로존 Markit PMI 잠정치 발표
- 3월 제조업 PMI와 서비스업 PMI는 각각 51.4p와 54.0p로 전월(51.2p, 53.3p) 대비 상승
- 2016년 들어 1월과 2월 2개월 연속 하락한 뒤 3월 ECB 통화정책 회의에서 ECB의 공격적인 추가 경기 부양책에 힘입어 반등
- Markit 합성 PMI도 53.7p로 전월치(53.0p)와 예상치(53.0p) 상회
- ECB의 통화정책 효과는 2016년 하반기에 들어서 영향이 가시화될 것으로 예상되나 이미 자산매입정책이 지속되고 있는 상황에서 추가 부양책으로 심리 반등. 따라서 기업 체감경기 개선세 지속 예상

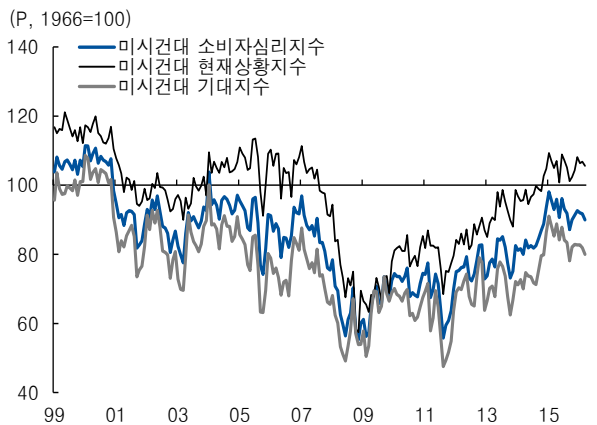
그림 19. 유로존 소비자신뢰지수



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

- 22일 유로존 3월 소비자신뢰지수 발표
- 기업 체감경기를 나타내는 Markit PMI는 ECB의 추가 부양책에 힘입어 3월 반등했으나 예상 외로 소비자신뢰지수는 전월대비 하락하며 3개월 연속 하락세
- 하지만 일반적으로 기업 체감경기가 소비심리보다 방향성에 있어서 2개월 정도 선행한다는 점을 감안하면 2분기 유로존 소비자신뢰지수도 반등하며 개선세 보일 수 있을 것으로 예상

그림 20. 미국 미시건대 소비자심리지수



자료: KDB대우증권 리서치센터

- 18일 3월 미시건대 소비자심리지수 발표
- 3월 미시건대 소비자심리지수는 90p(예상 92.2p, 2월 91.7p)로 3개월 연속 하락하며 연준의 금리 인상 전인 2015년 10월 이후 최저치 기록
- 하위항목인 현재상황지수와 기대지수도 각각 105.6p와 80.0p로 전월 대비 하락
- 최근 미국 소매판매가 전년동월대비로는 상승추세를 보이고 있으나 소비심리 부진이 지속되고 있고 소비자신용 증가추세도 점차 둔화되고 있어 미국 소비 개선세도 둔화될 전망

주요 경제지표 Preview

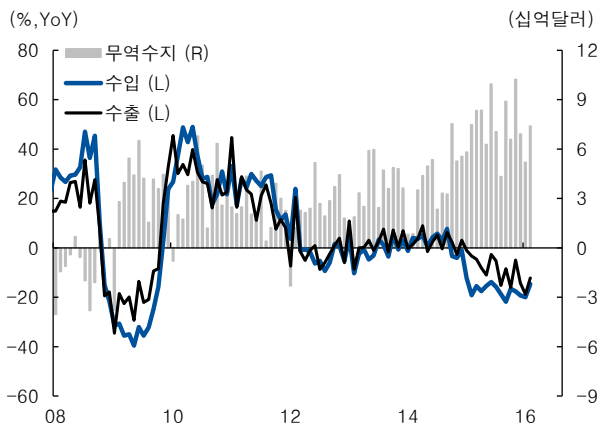
그림 21. 미국 개인소비지출 물가지수



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

- 28일 미국 개인소득, 개인소비지출, 개인소비지출물가지수 발표 예정
- 이미 발표된 2월 소비자물가상승률을 감안하면 근원개인소비지출물가 상승률의 개선은 2월에도 지속될 전망
- 다만, WTI 가격이 전년동월대비 기준으로 1월 -32.9%였던 반면 2월에는 -40.0%를 기록해 헤드라인 소비자물가상승률은 1월보다 둔화될 전망

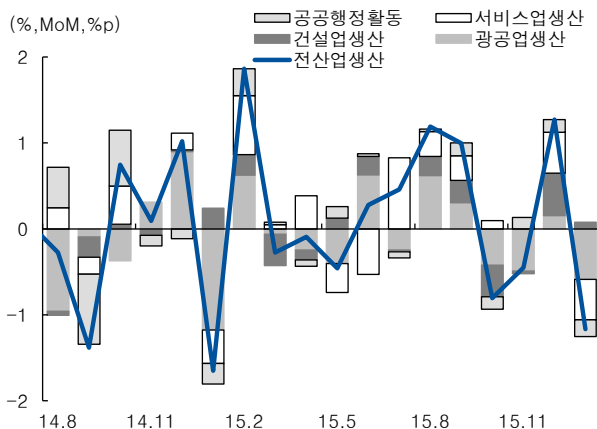
그림 22. 한국 수출입동향



자료: 산업통상자원부, KDB대우증권 리서치센터

- 4월 1일 한국 3월 수출입지표 발표
- 관세청에서 발표된 3월 20일까지의 잠정 수출입은 수출과 수입이 각각 전년동월대비 -19.2%, -23.0% 감소
- 영업일 수만 감안하면 3월에도 수출과 수입은 각각 약 -8.0%, -12.0% 감소하며 수출입 부진 지속될 전망

그림 23. 한국 산업활동동향 및 기업경기실사지수



자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

- 3월 31일 한국 4월 기업경기실사지수와 2월 산업활동동향 발표 예정
- 1월 전산업생산은 전월대비 -1.2% 감소
- 2016년 들어 제조업과 비제조업 기업경기실사 업황지수와 업황전망지수가 지속적으로 하락하고 있어 산업활동 개선 기대하기 어려울 듯
- 게다가 시장의 기대와 달리 한국은행의 추가 금리 인하가 지연되고 있어 기업 체감경기 부진도 지속될 전망

표 1. 지난 주 주요 경제지표 발표일정

일자	국가	기간	경제지표 및 이벤트	단위	발표치	예상치	이전치
3월 18일 (금)	미국	3월	미시건대 소비자심리지수	p	90.0	92.2	91.7
3월 21일 (월)	유로존	1월	경상수지 (계절조정)	십억유로	25.4		28.6
	미국	2월	기준주택판매	백만건	5.08	5.31	5.47
3월 22일 (화)	미국	1월	FHFA 주택가격지수	전월비 %	0.5	0.5	0.5
	유로존	3월	ZEW 서베이 지수	p	10.6		13.6
3월 23일 (수)	미국	2월	신규주택판매	천건	512	510	502
	유로존	3월	소비자신뢰지수	p	-9.7	-8.3	-8.8
3월 24일 (목)	유로존	3월	Markit 제조업 PMI	p	51.4	51.4	51.2
	유로존	3월	Markit 서비스 PMI	p	54.0	53.3	53.3
	유로존	3월	Markit 합성 PMI	p	53.7	53.0	53.0
	미국	2월	내구재수주	전월비 %		-3.0	4.7

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 이번 주 주요 경제지표 발표일정

일자	국가	기간	경제지표 및 이벤트	단위	예상치	이전치
3월 25일 (금)	한국	4Q	GDP (확정치)	전년비 %	3	3
	일본	2월	소비자물가지수	전년비 %	0.3	0.0
	미국	4Q	GDP (확정치)	전기비 연율 %	1.0	1.0
3월 28일 (월)	미국	2월	개인소득	전월비 %	0.1	0.5
	미국	2월	개인소비지출	전월비 %	0.1	0.5
	미국	2월	개인소비지출물가	전월비 %	-0.1	0.1
	미국	2월	근원 개인소비지출물가	전월비 %	0.2	0.3
	미국	2월	개인소비지출물가	전월비 %	0.2	0.3
3월 29일 (화)	한국	3월	소비자심리지수	p		98
	미국	3월	컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	p	94.0	92.2
3월 30일 (수)	일본	2월	광공업생산	전년비 %	-1.7	-3.8
	유로존	3월	경기신뢰지수	p	103.5	103.8
	유로존	3월	소비자신뢰지수 (확정치)	p		-9.7
	미국	3월	ADP 취업자 수 증감	천명	198	214
3월 31일 (목)	한국	4월	제조업 기업경기실사지수	p		66
	한국	4월	비제조업 기업경기실사지수	p		67
	한국	2월	광공업생산	전년비 %		-1.9
	유로존	3월	소비자물가지수 (속보치)	전년비 %	0.0	-0.2
	유로존	3월	근원 소비자물가지수	전년비 %	1.0	0.8

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

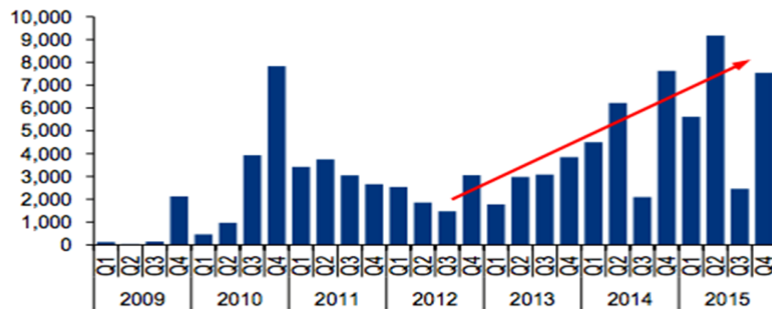
본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

선진국 주식전략 Flash

유럽의 채권 바이백, ECB 회사채 물량부족 우려 자극

- 빠르게 낮아지고 있는 유럽 회사채 금리. 기업들의 채권 바이백/조기상환 증가 예상
- BoA에서는 1~4년물 회사채 매입 제외로 하이일드 회사채 매입 가능성까지 제기
- ECB의 개입에 따른 크레딧시장(강세)과 비관적인 주식시장(약세) 온도 차이는 지속될 듯

Chart 7: Gross amount of non-financial IG bond tenders, by quarter (Eur mn)



Source: BofA Merrill Lynch Global Research, EN00 index.

자료: BoA. 당사는 EN00 Index(The BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial Index) 구독 불가로 zerohedge에서 재인용

유럽 기업들의 채권 바이백/조기상환이 늘어날 것으로 예상되고 있습니다. ① 연초 이후 채권가격 급락에 따른 가격 메리트와 ② ECB 회사채 매수로 인한 금리 하락 가능성 때문입니다.

올해 앵글로 아메리칸(13억유로), 도이치은행(30억유로+ 20억달러), SSAB(스웨덴 철강회사) 등이 채권 바이백을 발표했습니다. 기업 입장에서는 현금이 충분하기 때문에 마다 할 이유가 없습니다. 유럽 비금융 기업(IG+ BB등급)들의 현금 보유는 09년 3370억 달러에서 올해 초 4370억 달러로 지속적으로 증가하고 있습니다.

문제는 낮은 금리를 이용한 채권 바이백/조기상환 증가로 ECB 매수가능 채권의 규모가 줄어들 수 있다는 점입니다. 매수권이 단기 보다는 중기 이상 채권으로 조정될 가능성도 제기되고 있습니다.

BoA에 따르면 ECB가 매입 가능한 회사채 풀은 5540억 유로입니다. 현재 1.6조의 유로표기 IG 회사채 풀 가운데 은행채(-5420억유로), 후순위채(-1070억유로), 비유로준기업(-3930억유로), 리스와 자동차 대출채권(-260억)을 제외할 경우입니다. 만약 ECB가 1~4년 만기 IG 회사채 매입을 제외할 경우 매입가능한 회사채 풀은 5540억 유로에서 1930억이 줄어든 3610억 유로에 불과합니다. 따라서 BoA는 ECB가 하이일드 회사채 매입까지 확대할 것이라고 주장합니다.

지난 3월 11일 ECB 통화정책회의 컨퍼런스에서 한 기자가 매수 가능한 투자등급 회사채 규모를 물어봤습니다. 드라기 총재는 지금은 숫자가 없어 나중에 발표하겠다고 말했던 것으로 기억됩니다. 정책 발표 이전에 매수가능 금액을 검토하지 않았을 ECB가 아닌데 하고 좀 의아했습니다.

아마도 이때까지도 채권 바이백/조기상환 가능성 (매입채권 만기), Fallen Angels 리스크 기업 (하이일드로 등급하향조정) 편입 여부, 발행물 매입 여부 등의 세부적인 사항 등이 결정되지 않았기 때문이었다고 생각됩니다. 커브드본드 매입도 발표 2개월 후 매수가 시행되었습니다.

3월 통화정책회의 이후 유럽 투자등급 회사채 스프레드는 빠르게 하락하고 있는데 반해, ECB의 정책 의구심이 지속되면서 유럽 주식은 하락하고 유럽은행 CDS는 반등하고 있습니다. 21일 무디스의 도이치 은행 등급하향 조정 경고로 잠시 잊혀졌던 은행주 악재마저 되살아나고 있습니다.

주식시장이 아무리 싸졌다고 해도 ECB의 개입에 따른 주식시장과 채권시장의 온도 차이는 지속될 전망입니다. 3월 ECB 약발이 애초에도 약했지만 유럽 은행들과 주식시장이 정책 효과를 보기까지는 생각보다 오래 걸릴 것 같습니다.



SUMMARY

[크레딧]

이경록

02-768-4185

kyoungrok.lee@dwsec.com

강수연

02-768-3057

sooyeon.kang@dwsec.com

정연홍

02-768-4186

yeonhong.chung@dwsec.com

■ 주간 회사채 수요예측 및 발행시장

3월 넷째 주에는 우리은행/광주은행 조건부자본 후순위채, 미래에셋캐피탈, 삼화페인트공업의 수요예측이 진행. 우리은행은 국고 + 110bp, 광주은행은 지난주 발행한 전북은행과 같은 3.5%에 발행수요를 모두 채워. 도이치뱅크 이슈에도 불구하고 수요예측 결과가 양호했다는 것은 신종자본증권과는 달리 후순위채는 이자지급 정지 요건이 없다는 점과 국내은행들의 펀더멘털이 양호하다는 점을 투자자들이 충분히 인지했기 때문으로 분석.

수요예측결과 발표전인 미래에셋캐피탈과 삼화페인트공업은 발행금액을 초과하는 수요가 참여했다고 전해짐. 미래에셋캐피탈에는 예상과는 달리 2년물보다 장기물인 7년물에 수요가 많이 몰려 트랜치별 발행금액을 일부 수정할 것으로 예상됨.

■ 주간 섹터별 발행, 유통시장 및 신용등급 변동

주간 크레딧 채권은 회사채 제외한 전섹터에서 순발행 나타내며 3조원 순발행. 유통시장에서는 AA급 우량 내수기업 중심으로 강세, A급 일부 기업 중심으로 약세 거래

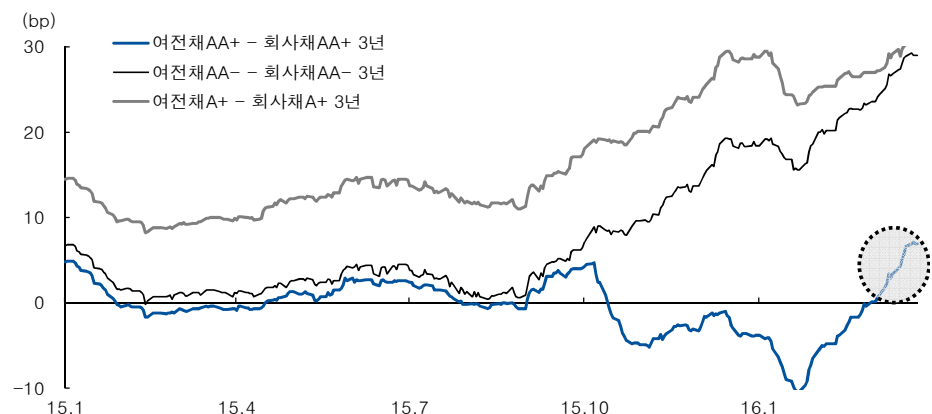
- 등급 상향: GS, GS에너지, SK에너지, GS칼텍스, SK인천석유화학
- 전망 상향: 삼성엔지니어링, S-Oil / 전망 하향: 대한항공, 한진칼

■ 주간 크레딧 스프레드 동향 및 투자전략

국고금리의 변동성에 대한 긴장감이 팽팽해지면서 크레딧물에 대한 관심이 우량등급을 제외하고는 개선되지 못하고 섹터별 차별화도 지속되는 모습. 기준금리 인하 여부에 대한 결정이 나기 전까지는 이 같은 분위기가 이어질 것으로 전망.

■ 수요예측 예정기업: 한화에너지(AA-/안정적)

주간 Key 차트: 여전채의 상대적 약세 현상이 상위등급까지 전이



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

주간 회사채 수요예측 현황

3월 넷째 주(3/18~24일)에는 우리은행/광주은행 조건부자본 후순위채, 미래에셋캐피탈, 삼화페인트공업의 수요예측이 진행되었다.

우리은행은 국고 + 110bp, 광주은행은 지난주 발행한 전북은행과 같은 3.5%에 발행수요를 모두 채웠다. 도이치뱅크 이슈에도 불구하고 수요예측 결과가 양호했다는 것은 신종자본증권과는 달리 후순위채는 이자지급정지 요건이 없다는 점과 국내은행들의 펀더멘털(자산구성 및 잉여자본 등)이 양호하다는 점을 투자자들이 충분히 인지했기 때문으로 분석된다.

수요예측결과 발표전인 미래에셋캐피탈과 삼화페인트공업은 발행금액을 초과하는 수요가 참여했다고 전해진다. 미래에셋캐피탈은 예상과는 달리 2년물보다 장기물인 7년물에 수요가 많이 몰려 트랜치별 발행금액을 일부 수정할 것으로 예상된다.

회사채 발행을 위해 대표주관계약을 체결했으나 아직 수요예측을 실시하지 않은 기업은 총 9개사다. 등급별로는 AA등급(롯데쇼핑, 한화에너지, GS칼텍스, 카카오, 한국항공우주산업, 현대위아, S-OIL, 삼성물산) 8개사, A등급(SKC솔믹스) 1개사다.

표 1. 회사채 수요예측 현황

(억원, bp)

발행기관	신용등급	발행금액	만기	수요예측 금리밴드			결정금리	미매각	수요 예측일	발행일/ 대표주관 체결일	발행목적/ 주관사
				기준금리	하단	상단					
수요예측 완료기업											
한국투자캐피탈 6-1	AA-	800	1.5Y	등급민평1.5년	0	20	25	200	3/18	3/25	운영 800
한국투자캐피탈 6-2	AA-	미발행	3.5Y	등급민평3년	0	20	미발행	미발행	3/18	3/25	운영 200
우리은행 200328 (상각형 조건부)	AA0	2,500	10Y	국고10년	80	110	110	-	3/18	3/28	운영 2,500
광주은행 160329 (상각형 조건부)	AA-	700	10Y	-	3.2%	3.5%	3.50%	-	3/21	3/29	운영 700
미래에셋캐피탈 18-1	AA-	300	2Y	개별민평2년	-20	10	발표전	발표전	3/22	3/30	운영 300
미래에셋캐피탈 18-2	AA-	300	3Y	개별민평3년	-15	15	발표전	발표전	3/22	3/30	운영 300
미래에셋캐피탈 18-3	AA-	400	7Y	개별민평7년	-5	25	발표전	발표전	3/22	3/30	운영 400
삼화페인트공업 16	A-	200	5Y	개별민평5년	-10	10	발표전	발표전	3/23	3/31	차환 160, 운영 40
수요예측 예정기업											
롯데쇼핑 70-1	AA+	1,000	3Y	개별민평3년	-15	5			3/28	4/4	차환 1,000
롯데쇼핑 70-2	AA+	1,000	5Y	개별민평5년	-10	10			3/28	4/4	차환 1,000
롯데쇼핑 70-3	AA+	500	10Y	개별민평10년	-10	10			3/28	4/4	차환 500
대표주관 체결기업											
한화에너지	AA-								3/29	3월 초순	KB/SK
SKC 솔믹스	A0								3/30	3월 중순	신영
GS 칼텍스	AA0								3/31	3월 중순	KB/NH
카카오	AA-								4/4	3월 중순	삼성/한국
한국항공우주산업	AA-								3/31~4/4	3월 중순	KB/NH
현대위아	AA0								4/1	3월 중순	KB/한국
S-OIL	AA+								4/7	3월 중순	NH/KB/신한/대우
삼성물산	AA+								4/6	3월 하순	신한/NH

주1: 대표주관계약 체결 후 2개월내 수요예측 진행하지 않은 업체 제외

주2: 대표주관계약 체결 기업의 수요예측일은 변경될 가능성이 있음

자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

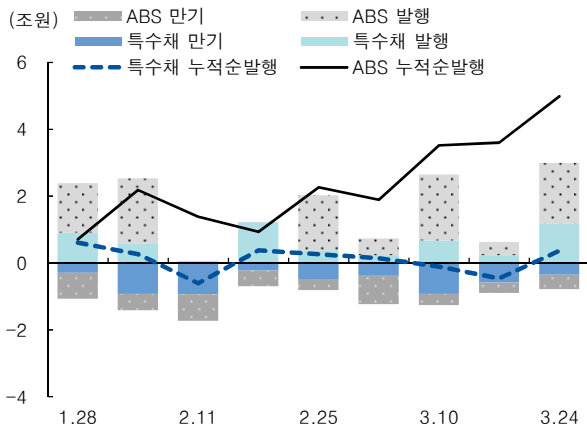
주간 섹터별 발행 현황

3월 넷째 주 특수채, ABS, 은행채, 여전채 및 회사채(공·사모)를 합한 크레딧 채권은 3조원 순발행되었다. 회사채를 제외한 전섹터에서 순발행을 나타냈다.

특수채가 대규모 예보채 발행에 힘입어 오랜만에 순발행을 기록했고 ABS는 MBS와 항공사 장래매출채권 유동화 발행으로 순발행을 이어갔다. 은행채는 기업은행, 수출입은행, 농협은행의 합산 순발행이 약 2조원에 달했으며 여전채는 카드사와 캐피탈사가 고른 순발행을 나타냈다. 반면, 회사채는 발행이 전무해 지속적인 순상환 기조를 나타내고 있다.

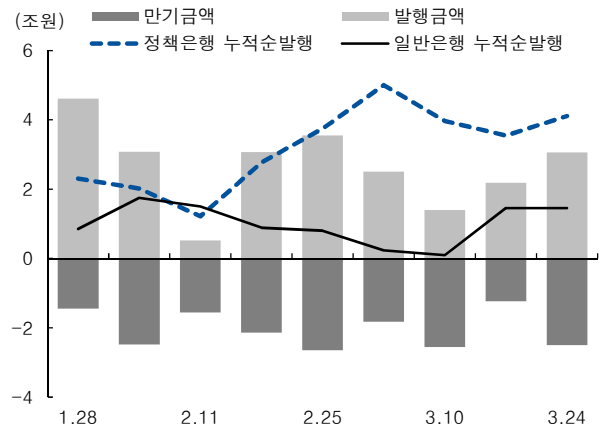
섹터별 최근 2개월 누적순발행 추이를 살펴보면, ABS는 MBS 중심으로, 은행채는 정책은행과 일반은행의 상반된 흐름 속에 정책은행 중심으로 누적순발행이 이어지고 있다. 여전채에서는 캐피탈채가 순발행을 견인하는 가운데 카드채도 순발행 전환했다. 회사채는 공급 부족이 이어지며 2월 이후 지속적인 순상환을 나타내고 있다.

그림 1. 특수채 및 ABS 주별 발행·만기·누적순발행 현황



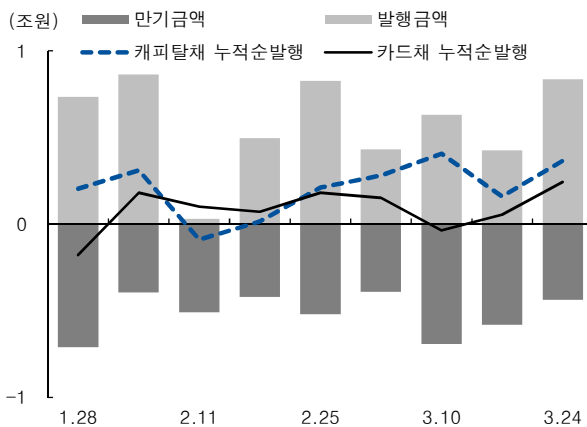
주: MBS Call 상환 분은 고려하지 않음
자료: KIS-NET, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 은행채 주별 발행·만기·누적순발행 현황



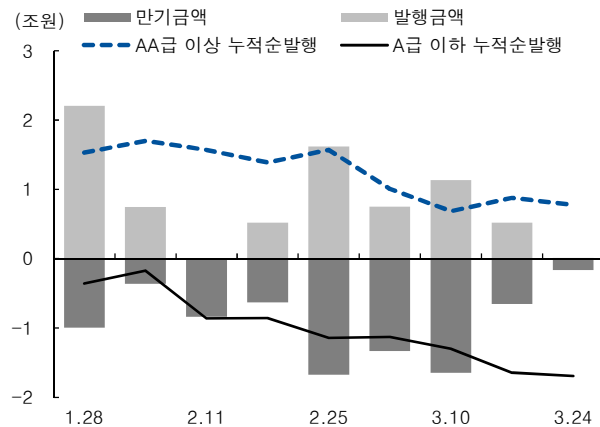
주: 정책은행은 산업, 기업, 수출입은행 합계
자료: 인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 여전채 주별 발행·만기·누적순발행 현황



주: 누적순발행은 그래프 시작일을 기점으로 누적한 수치
자료: 인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 회사채 주별 발행·만기·누적순발행 현황



주: 누적순발행은 그래프 시작일을 기점으로 누적한 수치
자료: KIS-NET, KDB대우증권 리서치센터

주간 회사채 유통시장 및 신용등급 변동

유통시장에서는 전주에 이어 지에스에너지2-2가 최다 거래를 나타냈다. 특히 거래종목으로는 AA급 우량 내수기업 중심으로 민평대비 3bp 강세 거래되었고 A급, 일부 무등급 기업들 중심으로 약세 거래를 나타냈다.

신용등급 변동으로는 정유업체들의 신용등급이 대거 상향되었다. 정제마진 강세로 수익성 강화 및 차입 축소 등의 재무구조 개선이 가능할 것으로 예상되기 때문이다. 이에 따라 정유사 신용도에 연계된 기업들(지분 보유나 연대보증 제공받는 기업들)의 등급도 동반 상향 조정되었다. 반면 한진그룹 일부 계열사들은 경쟁심화, 계열 관련 리스크 등의 이유로 등급 전망이 하향되었다.

표 2. 주간 회사채 거래량 상위 종목 (3.18~ 3.24)

(억원, %, bp)

종목명	신용등급	거래금액	거래금리	민평대비	만기일	거래일
지에스에너지 2-2	AA-	1,300	1.872	0	2017-03-19	2016-03-22
KT180-1	AAA	1,000	1.605	3	2016-04-26	2016-03-24
한국중부발전 20-1	AAA	800	1.622	1	2017-02-28	2016-03-22
호텔신라 67	AA0	700	1.858	-2	2019-04-25	2016-03-18
GS칼텍스 135-2	AA0	700	2.202	-1	2022-04-28	2016-03-18
라메르블루 1	없음	700	1.800	-	2016-09-23	2016-03-23
한국남동발전 31-2	AAA	600	1.895	32	2016-03-26	2016-03-23
LG 전자 74-1	AA0	600	1.878	-2	2019-05-29	2016-03-24
현대제철 95-1	AA0	600	1.818	5	2017-01-27	2016-03-22
포스코에너지 17-1	AA0	600	1.899	1	2018-04-29	2016-03-22

주: 거래금액 100억원 이상, 발행물 제외, 자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 민평 대비 회사채 특이 거래 동향 (3.18~ 3.24)

(억원, %, bp)

거래종목	신용등급	거래금액	거래금리	민평대비	만기일	거래일
강세 5선						
SK257-2	AA+	400	1.844	-3	2019-08-27	2016-03-18
현대오일뱅크 115-2	AA-	300	1.988	-3	2020-03-27	2016-03-18
케이씨씨 60	AA0	300	1.834	-3	2018-06-10	2016-03-18
CJ156	AA-	200	1.797	-3	2018-04-09	2016-03-18
신세계 129	AA+	300	1.860	-3	2019-01-29	2016-03-22
약세 5선						
씨제이헬스케어 1	없음	400	2.498	31	2020-04-05	2016-03-18
에이치엠씨투자증권 1-2	A0	400	3.670	19	2019-08-28	2016-03-24
대한제당 115-1	A-	400	2.357	15	2017-04-18	2016-03-24
지에스에너지 5-2	AA-	120	2.896	6	2024-02-27	2016-03-24
현대제철 95-1	AA0	600	1.818	5	2017-01-27	2016-03-22

주: 거래금액 100억원 이상, 만기 1년 이상, 자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 주간 신용등급 및 등급전망 변동 현황

등급/전망 변경	기업명	평가일	직전등급	현재등급	신평가	내용
등급 상향	GS	2016-03-22	AA-(S)	AA0(S)	NICE	손자회사인 GS에너지, GS칼텍스의 등급 변경
	GS에너지	2016-03-22	AA-(S)	AA0(S)	NICE	GS칼텍스의 지분 보유로 신용도 밀집
	SK에너지	2016-03-22	AA0(S)	AA+(S)	NICE	정제마진 강세에 따른 수익성 강화
	GS칼텍스	2016-03-22	AA0(S)	AA+(S)	NICE	정제마진 강세에 따른 수익성 강화
	SK 인천석유화학 (연대보증)	2016-03-22	AA0(S)	AA+(S)	NICE	연대보증 제공업체의 등급에 연동
전망 상향	삼성엔지니어링	2016-03-18	BBB+↓	BBB+(S)	NICE	유증으로 완전자본잠식 해소
	S-Oil	2016-03-22	AA+(N)	AA+(S)	NICE	정제마진 강세에 따른 수익성 강화
전망 하향	대한항공	2016-03-21	BBB+(S)	BBB+(N)	NICE	경쟁, 투자, 계열 리스크로 재무안정성 개선 제한
	한진칼 (연대보증)	2016-03-22	BBB+(S)	BBB+(N)	NICE	대한항공 등급변동과 연계

주: KR(한국기업평가), NICE(한국신용평가), KIS(한국신용평가), 투자등급 기준, 자료: 각 신평가, 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

주간 크레딧 스프레드 동향

특수채와 은행채가 낮아진 가격매력으로 여전히 보험권에 머무르데 반해 여전채와 회사채는 신용스프레드가 축소되는 모습을 보였다. 특히 단기물 위주로 축소폭이 더 크게 나타났으며 하위 등급에까지 온기가 나타났다.

하지만 크레딧물의 섹터별, 등급별 차별화는 여전히 이어지고 있다. 회사채 내 우량등급과 비우량등급 간 스프레드는 여전히 확대 추세이며 여전채 역시 중장기적인 신용도 우려로 회사채 대비 약세를 이어가고 있다. 카드채 마저 동일등급 회사채와의 금리 차이가 확대되기 시작해 여전채에 대한 투자심리가 완전히 회복되었다고 하기는 이르다는 판단이다.

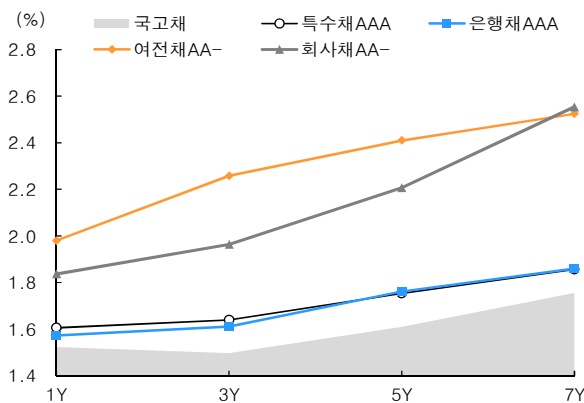
표 5. 주간 크레딧 스프레드 변동 (3월 24일 종가 기준)

(% , bp)

구분		크레딧 스프레드				전주대비 스프레드 변화				장단기 스프레드		전주대비 변동	
		1Y	3Y	5Y	7Y	1Y	3Y	5Y	7Y	7Y-5Y	5Y-3Y	7Y-5Y	5Y-3Y
국고	국고채	1.524	1.497	1.610	1.756	0.00	-0.02	-0.01	-0.01	15	11	-0.1	0.6
특수채	AAA	8	14	14	10	0	0	0	0	10	11	-1	1
	AA+	11	20	23	23	-1	0	0	0	15	14	0	1
은행채	산금채	5	11	15	10	0	0	0	0	10	15	0	1
	중금채	5	13	17	13	0	0	0	0	11	16	0	1
	은행 AAA	6	15	18	17	0	0	0	0	13	15	0	1
	은행 AA+	13	21	23	21	0	0	0	0	12	13	0	0
여전채	AA+	18	42	46	41	-1	0	0	0	10	16	0	1
	AA0	29	55	63	60	-1	-1	0	0	12	19	0	2
	AA-	46	76	80	77	-1	-1	0	0	11	15	0	2
	A+	86	128	135	139	-1	0	0	0	18	18	0	1
회사채	AAA	11	18	22	26	-2	0	0	0	19	15	0	1
	AA+	20	35	40	43	-2	-1	0	-1	18	16	0	1
	AA0	26	41	48	59	-2	-1	0	-1	26	19	0	1
	AA-	31	47	60	80	-2	-1	-1	-1	35	24	0	1
	A+	70	98	118	133	0	0	0	0	29	31	0	0
	A0	86	123	158	175	-1	0	0	0	32	46	0	0
	A-	109	157	210	222	-1	0	0	0	27	64	0	0
	BBB+	237	406	417	409	0	0	0	0	6	23	0	1

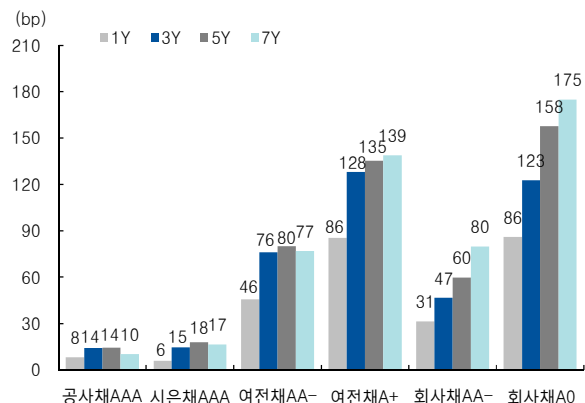
주: 국고채는 수익률(%)을 기재, 자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 채권 종류별 수익률 곡선 추이



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 크레딧 채권의 섹터별 신용스프레드



자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 주간 특수채 AAA 스프레드 변화

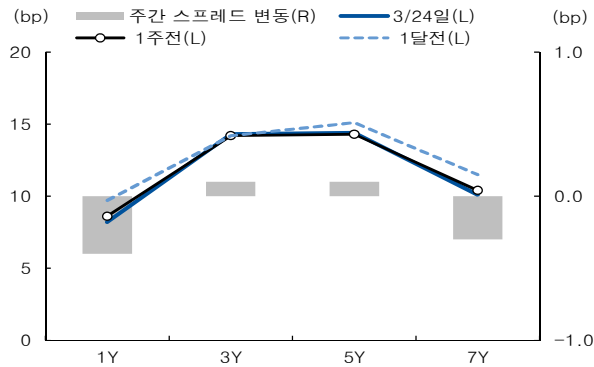


그림 8. 주간 은행채 AAA 스프레드 변화

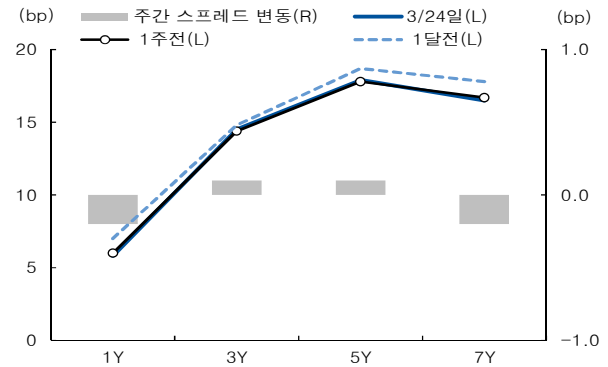


그림 9. 주간 여전채 AA- 스프레드 변화

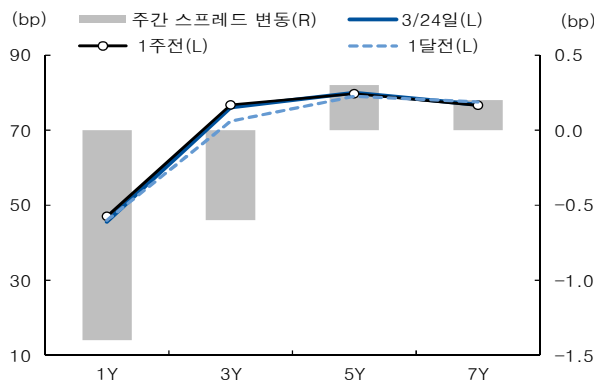


그림 10. 주간 회사채 AA- 스프레드 변화

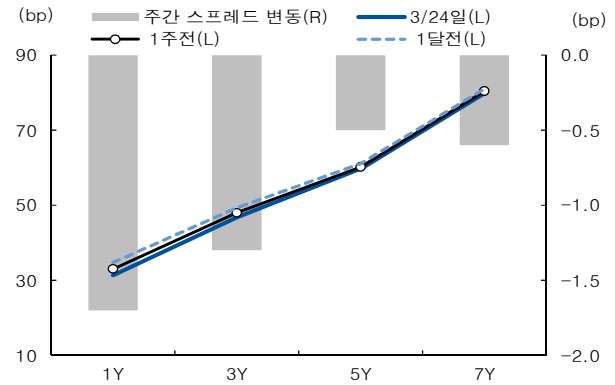


그림 11. 특수채, 금융채 스프레드 추이

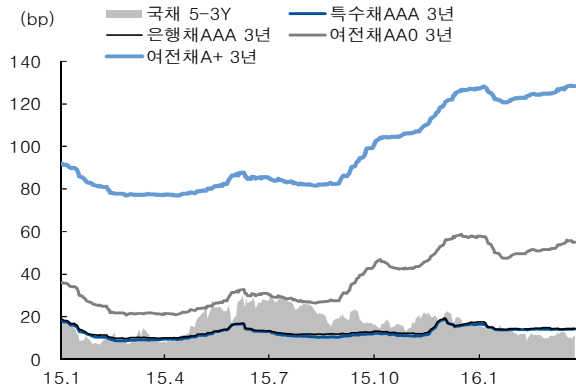


그림 12. 회사채 스프레드 추이

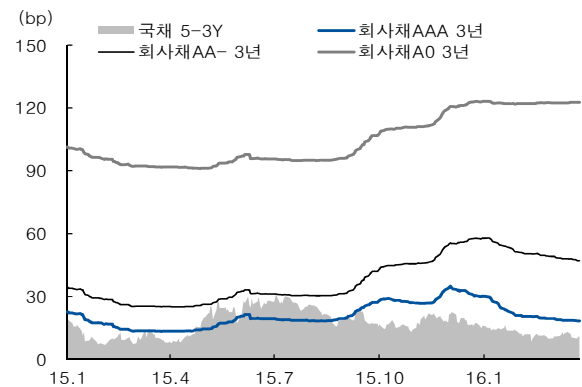


그림 13. 은행채, 특수채, 회사채간 스프레드 추이

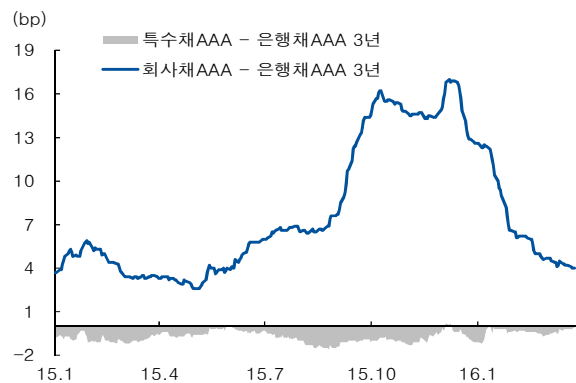
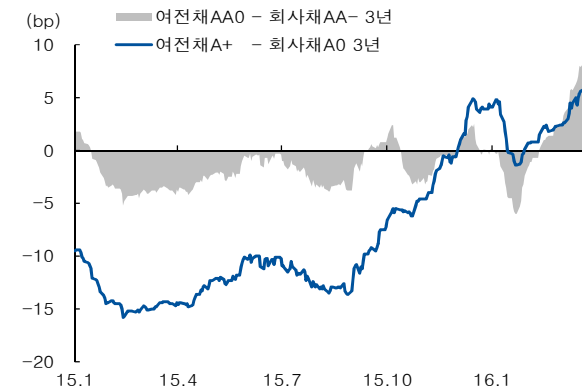


그림 14. 여전채, 회사채간 스프레드 추이



자료: 본드웹, 인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

자료: 본드웹, 인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

스프레드 전망 및 투자전략

국고금리의 변동성에 대한 긴장감이 팽팽해지면서 크레딧물에 대한 관심이 우량등급을 제외하고는 개선되지 못하는 모습이다. 기준금리 인하여부에 대한 결정이 나기 전까지는 이 같은 분위기가 이어질 것으로 전망된다.

기준금리 인하 이후에는 크레딧물의 제한적 강세가 예상된다. 캐리매력과 우량물의 공급부족이라는 강세요인에도 불구하고 제한적으로 보는 이유는 4월 총선 이후의 기업구조조정 확대 우려, 유가 및 미국 금리 변동성, 중국 성장률 둔화 지속, 환율의 불안정성 등 각종 대내외적 변수가 사라지지 않을 것이기 때문이다. 우량/비우량 등급, 섹터별 차별화도 지속될 것으로 전망된다.

최근 환율 변동성이 높아지면서 경제에 대한 불안심리가 높아지고 있는데 과거 수년 간의 통계를 보면 환율과 신용스프레드가 유사한 상관관계를 갖고 있다는 것이 확인된다. 단기적으로 환율급등이 진정되었지만 원화약세의 근본적 원인이 해결되기 어려워 연말까지 환율의 불안정성이 지속될 것으로 전망하고 있다.

국고 금리 및 크레딧 스프레드가 현 수준을 유지한다고 가정하고 만기구간별 투자 수익률은 3개월/6개월/1년 보유 시 rolling effect 효과로 전 섹터에서 장기물이 유리한 상황이다. 국고 금리가 0.1%p 상승한다고 가정하면 3개월 보유할 시 단기물이 유리하며 6개월은 채권별로 혼재하며 12개월은 여전히 장기물이 매력적인 상황이다.

최근 크레딧 1년물 금리가 국고10년물에 육박할 정도로 금리매력이 높아져 국고 금리 및 신용 스프레드 변화에 따른 두 자산간의 수익률 변화도 비교해보았다.

두 자산간의 듀레이션 차이가 수익률에 절대적인 영향을 미치기 때문에 금리하락 구간에서는 국고10년이 유리하고 상승구간에서는 크레딧 1년이 우수하다. 안정적인 수익을 추구하려면 크레딧 단기물로, 금리 방향성에 베팅하여 고수익을 추구하려면 국고 장기물을 선택하는 것이 바람직해 보인다.

크레딧에 대한 익스포저를 확대시켜 크레딧 3년물까지 고려해보면 금리가 10bp 하락해도 국고 10년물 대비 수익률이 크게 뒤지지 않으며 횡보 또는 10bp 상승구간에서는 국고10년 대비 모두 유리한 결과가 나온다.

다만, 국고금리의 변동성에 대한 긴장감이 팽팽한 상황에서는 일부 우량등급과 단기물을 제외하고는 국고로 대응하는 것이 합리적일 수도 있겠다.

표 6. 채권 시가표(3월 24일)

수익률	1Y	1Y6M	2Y	2Y6M	3Y	3Y6M	4Y	4Y6M	5Y	7Y	10Y
국채	1.52%	1.52%	1.52%	1.51%	1.50%	1.54%	1.58%	1.60%	1.61%	1.76%	1.85%
특수채 AAA	1.61%	1.61%	1.62%	1.63%	1.64%	1.66%	1.67%	1.71%	1.75%	1.86%	1.96%
은행채 AAA	1.58%	1.59%	1.60%	1.62%	1.64%	1.66%	1.67%	1.73%	1.79%	1.92%	2.05%
여전채 AA	1.82%	1.86%	1.93%	1.99%	2.05%	2.09%	2.13%	2.18%	2.24%		
여전채 A+	2.38%	2.45%	2.53%	2.59%	2.78%						
회사채 AAA	1.64%	1.64%	1.65%	1.66%	1.68%	1.69%	1.71%	1.77%	1.83%	2.01%	2.18%
회사채 AA	1.78%	1.79%	1.83%	1.85%	1.90%	1.93%	1.95%	2.02%	2.09%		
회사채 A	2.38%	2.41%	2.49%	2.55%	2.73%						

자료: 본드웹, KDB대우증권 리서치센터

표 7. 금리 및 신용스프레드 변화에 따른 채권 보유 수익률(3개월 보유 가정)

(%)

국채금리 변화↓	신용SP 변화→	-0.20%	-0.15%	-0.10%	-0.05%	0.00%	0.05%	0.10%	0.15%	0.20%
-0.10%	국채 10Y	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42
	국채 7Y	1.19	1.19	1.19	1.19	1.19	1.19	1.19	1.19	1.19
	여전채 AA 3Y	1.39	1.26	1.13	0.99	0.86	0.73	0.59	0.46	0.33
	회사채 AA 3Y	1.35	1.22	1.08	0.95	0.82	0.68	0.55	0.41	0.28
	여전채 AA 1Y	0.71	0.67	0.63	0.60	0.56	0.52	0.48	0.45	0.41
	회사채 AA 1Y	0.69	0.65	0.61	0.58	0.54	0.50	0.47	0.43	0.39
0.00%	국채 10Y	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53
	국채 7Y	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
	여전채 AA 3Y	1.13	0.99	0.86	0.73	0.59	0.46	0.33	0.19	0.06
	회사채 AA 3Y	1.08	0.95	0.82	0.68	0.55	0.41	0.28	0.15	0.01
	여전채 AA 1Y	0.63	0.60	0.56	0.52	0.48	0.45	0.41	0.37	0.34
	회사채 AA 1Y	0.61	0.58	0.54	0.50	0.47	0.43	0.39	0.35	0.32
0.10%	국채 10Y	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36
	국채 7Y	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08
	여전채 AA 3Y	0.86	0.73	0.59	0.46	0.33	0.19	0.06	-0.07	-0.21
	회사채 AA 3Y	0.82	0.68	0.55	0.41	0.28	0.15	0.01	-0.12	-0.25
	여전채 AA 1Y	0.56	0.52	0.48	0.45	0.41	0.37	0.34	0.30	0.26
	회사채 AA 1Y	0.54	0.50	0.47	0.43	0.39	0.35	0.32	0.28	0.24

주1: 채권수익률산식 = 보유기간 이자율 - 수정듀레이션*(금리변화폭 - 롤링효과에 따른 금리하락폭), 금리변화에 따른 수익률곡선 Parallel Shift 가정, 3/24일 기준

주2: 점선 내 구간은 당사 신용SP 단기 전망 수치

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 8. 금리변화에 따른 채권 보유 수익률 (3개월 보유, 크레딧 스프레드 유지 가정)

(%)

국채금리 변화	분류	1Y	1Y6M	2Y	2Y6M	3Y	3Y6M	4Y	4Y6M	5Y
-0.10%	국채	0.45	0.50	0.55	0.59	0.63	0.77	0.83	0.84	0.89
	특수채 AAA	0.48	0.53	0.58	0.64	0.69	0.76	0.81	0.92	0.99
	은행채 AAA	0.47	0.53	0.58	0.65	0.71	0.76	0.81	0.96	1.03
	여전채 AA	0.56	0.61	0.72	0.78	0.86	0.90	0.96	1.07	1.14
	여전채 A+	0.71	0.78	0.87	0.93	1.21	1.09	1.15	1.22	1.28
	회사채 AAA	0.50	0.54	0.59	0.65	0.71	0.76	0.81	0.97	1.05
	회사채 AA	0.54	0.58	0.67	0.70	0.82	0.83	0.89	1.05	1.13
	회사채 A	0.73	0.74	0.86	0.92	1.18	1.16	1.25	1.43	1.54
0.00%	국채	0.38	0.37	0.38	0.37	0.36	0.45	0.47	0.43	0.44
	특수채 AAA	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.44	0.45	0.51	0.53
	은행채 AAA	0.40	0.41	0.41	0.43	0.44	0.44	0.45	0.55	0.58
	여전채 AA	0.48	0.49	0.54	0.56	0.59	0.58	0.60	0.66	0.69
	여전채 A+	0.63	0.65	0.70	0.72	0.94	0.78	0.80	0.82	0.84
	회사채 AAA	0.42	0.41	0.42	0.43	0.44	0.44	0.45	0.56	0.59
	회사채 AA	0.47	0.45	0.50	0.48	0.55	0.52	0.53	0.65	0.68
	회사채 A	0.66	0.62	0.69	0.70	0.91	0.85	0.89	1.04	1.10
0.10%	국채	0.30	0.25	0.21	0.14	0.09	0.13	0.11	0.02	-0.02
	특수채 AAA	0.33	0.28	0.24	0.20	0.16	0.12	0.09	0.10	0.08
	은행채 AAA	0.32	0.28	0.23	0.21	0.17	0.12	0.08	0.14	0.12
	여전채 AA	0.41	0.37	0.37	0.34	0.33	0.27	0.24	0.26	0.24
	여전채 A+	0.56	0.53	0.53	0.50	0.68	0.47	0.45	0.42	0.40
	회사채 AAA	0.35	0.29	0.24	0.21	0.17	0.13	0.09	0.16	0.14
	회사채 AA	0.39	0.33	0.32	0.26	0.28	0.20	0.17	0.24	0.23
	회사채 A	0.58	0.49	0.52	0.49	0.65	0.54	0.54	0.64	0.66

주: 채권수익률산식 = 보유기간 이자율 - 수정듀레이션*(금리변화폭 - 롤링효과에 따른 금리하락폭), 금리변화에 따른 수익률곡선 Parallel Shift 가정, 3/24일 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

수요예측 예정기업:

한화에너지(AA-/안정적)

민간발전사업자와는 차별화된 실적

- 열 공급 비중 높고 유연탄을 원재로 사용하여 민간발전사업자와는 실적 차별화
- 16~17년 재무안전성 악화 예상되나 등급하향 트리거 부합할 수준은 아나

설립일	2007.12
법인분류	외감
대표이사	류두형
주요주주	한화S&C
소속그룹	한화
3년 민평금리	2.152%
국채대비 스프레드	64bp
동일등급대비 스프레드	17bp

- 당사는 07년 한화케미칼에서 분할 설립된 열병합 집단에너지 사업자로 한화S&C가 지분 100%를 보유하고 있다. 모회사인 한화S&C는 IT서비스업을 영위하며 김승연 회장의 장남인 김동관씨를 비롯한 3형제가 회사의 지분을 100% 보유하고 있어 향후 한화그룹 지배구조상 매우 중요한 위치를 점할 것으로 예상된다.
- 발전소에서 생산되는 증기는 산업단지내 업체들에게 장기공급계약을 통해 공급하고 있으며 전기는 한화케미칼에 직접 판매하는 수량외 잉여전력을 전력거래소에 SMP 가격으로 판매하고 있어 사업기반이 매우 안정적이다. 현재 CAPA는 전기 383MW, 스팀 1,950톤/H이며, 16~17년 군산2공장이 증설되면 생산능력은 더욱 확대(전기 99MW, 스팀 435톤/H)될 전망이다.
- 15년 EBITDA는 1,792억원으로 전년대비 약 15% 하락하였다. 전력수급 안정화에 따른 SMP가격 하락이 주원인이며 전력수급 구조가 크게 변화할 가능성이 낮아 과거와 같은 초과이익을 거두기는 쉽지 않아 보인다. 다만, 당사는 열 생산비중이 높고 발전원료로 유연탄을 사용하고 있어 원가가 높은 LNG를 이용하는 민간발전사업자와는 차별화되는 실적을 보일 것으로 판단된다.
- 17년까지 한화종합화학 지분인수대금 잔금 3,173억원과 군장2공장 증설자금 1,805억원이 소요되어 차입금 증가할 것으로 보이며 전력수급안정화로 수익성은 하향안정화 될 가능성이 높아 재무안전성 지표는 악화될 것으로 판단된다. 하지만 당사의 현금창출능력을 감안하면 신평사의 등급하향 트리거를 부합할 수준은 아니며 군장2공장 가동에 따른 이익규모 확대가 예상되기 때문에 현금흐름을 통한 중·장기적인 차입금 감축이 가능할 전망이다.

표 9. 주요 재무지표 (연결)

재무항목	11.12	12.12	13.12	14.12	15.09
자산총계 (억원)	4,915	7,430	7,935	8,507	13,763
자본총계 (억원)	1,373	3,105	4,252	5,541	6,049
총차입금 (억원)	3,309	3,838	3,146	2,341	3,716
순차입금 (억원)	3,284	3,806	2,853	1,401	3,214
매출액 (억원)	2,370	3,208	4,434	4,595	3,065
영업이익 (억원)	388	917	1,623	1,733	953
EBITDA (억원)	613	1,164	1,972	2,095	1,255
당기순이익 (억원)	152	637	1,147	1,294	657
영업활동현금흐름 (억원)	146	852	1,615	1,780	879
영업이익률 (%)	16.4	28.6	36.6	37.7	31.1
EBITDA 마진율(%)	25.8	36.3	44.5	45.6	40.9
수정이자보상배수 (%)	3.2	7.0	15.8	29.0	12.3
순차입금/EBITDA (배)	5.4	3.3	1.4	0.7	1.9
순차입금의존도(%)	67.2	51.4	37.3	18.5	24.2
순부채비율(%)	256.1	138.2	79.7	36.6	119.2

자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 수익성 추이

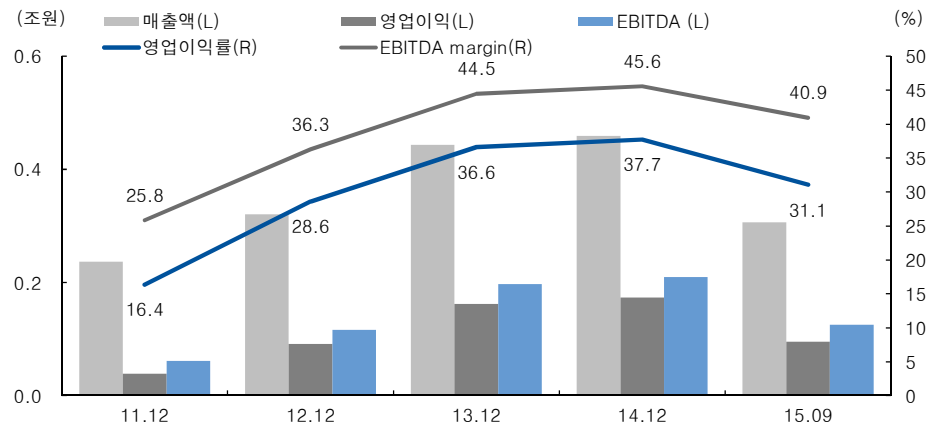


그림 16. 원리금상환능력 추이

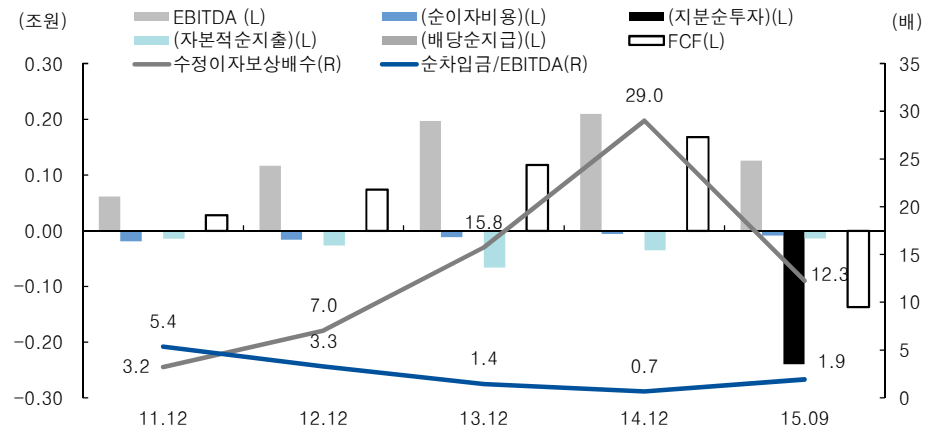
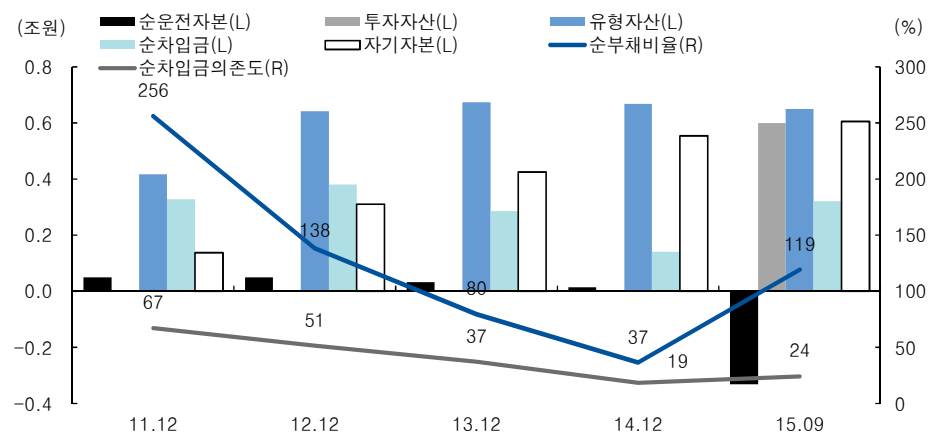


그림 17. 재무안정성 추이



자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

[파생상품]

심상범
02-768-4125
sangbum.sim@dwsec.com

선물옵션 분석

사모 비차익 순 매도는 곧 둔화될 것



SUMMARY

- Check 1. 상황/전망: 제한적 하락. 사모의 비차익 순 매도 조만간 약화될 것
- Check 2. 변동성 점검: VBB의 BWI 하락 둔화는 내재변동성 상승 암시
- Check 3. 옵션 투자자별 동향: 4일째 풋 D-OTM 신규매수. 복권 구입 지속
- Check 4. 선물옵션 통계

요약

기술적으로 지수는 제한적으로 하락할 전망이다. 전일 5MA가 돌파된 데다, 한동안 횡보했던 stochastic slow도 하락을 재개했기 때문이다. 비록 전일 200MA 지지가 확인되었지만 너무 가깝기 때문에 피보나치 조정대 38.2%와 120MA, 20MA가 교차하는 KOSPI 1963.96p가 더 유효한 지지선으로 판단된다.

수급도 마찬가지다. 외인 비차익 순 매수는 여전하지만 3월 만기 이후 기관 비차익 순 매도가 산발적으로 가속되면서 전체 비차익 수급은 약해졌다. 때문에 지수 상승이 둔화되자 외인 숏-커버링도 머뭇거리는 분위기다. 그나마 선물 외인 순 매수로 비공식 차익 순 매도가 억제돼 수급이 급격하게 기울어질 가능성은 낮다.

전일 외인 비차익 순 매수가 증가하면서 23일의 감소는 예전처럼 일시적인 것으로 판명났다. 단, 48.2%가 증가에 집중되었는데 지난 주에 일 평균 20.5%였던 증가 순 매수 비중은 금주 들어 61.8%로 급증했다. 의도적인 무게 중심 이동 보다는 장 중 시장 충격 비용이 늘어 불가피하게 증가에 몰린 것으로 추측된다.

전일 기관 현물 순 매도 급증은 사모의 대량 비차익 순 매도 탓이었다. 2월 25일부터 연속돼 특정 펀드의 청산이 유력했으며, 남은 비차익 순 매수가 +614억원에 불과해 추가 순 매도는 둔화될 것이다. 또한, 외인을 쫓아 증가로 이동하면 장 중 물량 부담은 줄어든다. 이들을 제외하면 여타 기관의 순 매도는 미미했다.

그림자 효과의 소멸이 앞으로도 5일간 지속될 예정이며, 5일 단기 변동성이 경험적 바닥에서 수일간 횡보한 탓에 10일 변동성 역시 이 수준에 수렴한 상태다. 이는 과거 경험상 변동성의 추세적 반등 직전에 자주 관찰된 현상이다. 또한, VBB에서 BWI의 하락 둔화는 경험상 내재변동성의 반등 압박을 암시한다.

전일 외인은 풋 207, 210을 신규매수했다. 4일 연속으로 복권(?)을 구매한 셈이다. 또한, 풋 242와 245도 신규매수였는데 콜 신규매도를 동반해 소량의 합성선물 순 매도 의혹이 있었다. 선물이 순 매수였기 때문에 '컨버전' 후보인 셈이다. 누적 포지션 BEP는 227.5~262.5p로 지수가 급등/락해 이를 벗어나야 수익이 가능하다.

Check 1. 현황/전망: 제한적 하락. 사모의 비차익 순 매도 조만간 약화될 것

전일 K200지수는 잼 다운(-0.93p) 후 10시경 잠시 반등했지만 다시 막판까지 완만하게 하락한 탓에 음봉으로 마감했다(시가-0.22p). 200MA가 지지선, 5MA가 저항선이었으며, 수급에서는 기관 비차익 순 매도가 늘어난 가운데, 외인 비차익 순 매수의 가속/감속에 따라 지수가 등락했다(지수-PR 추세상관 +0.68).

기술적/수급적으로 추가 하락. 1차 지지선 KOSPI 1964p 부근. 기관 비차익 순 매도 강도가 중요

기술적으로 유효한 지지선은
피보 조정 38%+120MA+20MA
접치는 KOSPI 1964p

기술적으로 지수는 제한적으로 하락할 전망이다. 전일 5MA가 돌파된 데다, 한동안 횡보했던 stochastic slow도 하락을 재개했기 때문이다. 비록 전일 200MA 지지가 확인되었지만 너무 가깝기 때문에 피보나치 조정대 38.2%와 120MA, 20MA가 교차하는 KOSPI 1963.96p가 더 유효한 지지선으로 판단된다[그림 1].

수급도 마찬가지다. 외인 비차익 순 매수는 여전하지만 3월 만기 이후 기관 비차익 순 매도가 산발적으로 가속되면서 전체 비차익 수급은 약해졌다. 때문에 지수 상승이 둔화되자 외인 숏-커버링도 머뭇거리는 분위기다. 그나마 선물 외인 순 매수로 비공식 차익 순 매도가 억제돼 수급이 급격하게 기울어질 가능성은 낮다.

금주 들어 외인 비차익 순 매수는 종가에만 61.8% 집중. 장 중 지수 반등 가능성 낮아져

하루 만에 외인 비차익 순 매수
회복. 23일 감소는 일시적인
비차익 매도 증가 때문

전일 외인 비차익 순 매수는 +1,530억원으로 전일 대비 +68% 늘었다. 23일의 감소(+912억원)는 예전(2월 23일 +868억원, 3월 15일 +423억원)처럼 '일시적'이었던 셈이다. 내부적으로 비차익 매수(-1.9%)에 비해 매도(-10.8%)가 감소한 점을 감안하면 23일의 감소는 잠시 매물이 늘었기 때문이었다[그림 2].

다만, 전일 순 매수 규모는 2월 16일 이후 일 평균 속도인 +2,001억원에 미달했으며, 48.2%는 종가에 집중되었다. 특히, 지난 주에 일 평균 20.5%였던 종가 순 매수 비중은 이번 주에 61.8%로 급증했는데, 전일 10시에 +457억원이 집중된 점을 감안하면 장 중 시장 충격 비용이 늘어 부득불 종가에 몰린 것으로 추측된다.

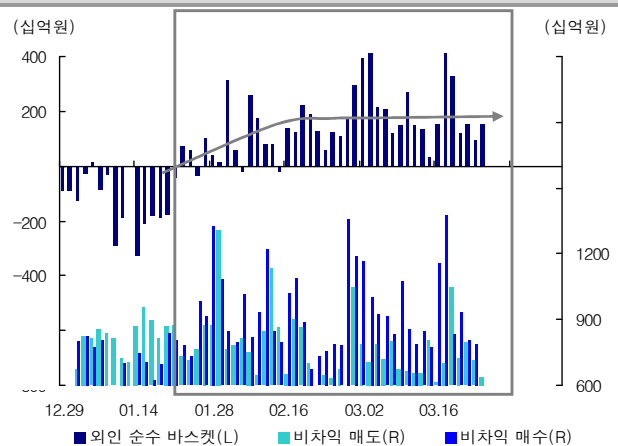
그림 1. 기술적 지지선은 피보 38%+120MA+20MA 접치는 1964p



주: 각종 추세선은 당사 임의 작도

자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 전일 외인 비차익 순 매수는 평균 수준까지 회복



주: 순수 바스켓은 비차익에서 차익 X 2 차감한 것

자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

문제는 이처럼 증가 순 매수 비중이 늘어날수록 장 중에는 지수가 반등하기 어렵다는 것이다. 전일도 순 매수가 집중된 10시 전후에는 지수가 하락했다. ‘데이-트레이더(day-trader)’라면 (초반 or 10시 or 막판 and 증가)의 외인 비차익 집중 순 매수에 주의해야 한다. ‘순 매수 규모 등량(等量)의 법칙(?)’은 여전히 유효하다.

전일 기관 순 매도는 특정 사모 펀드의 청산 유력. 조만간 악화되면서 장 중 물량 부담 완화

전일 기관 순 매도의 대부분은 사모의 비차익 순 매도. 단, 여력은 많지 않을 것

전일 증가에 외인 비차익 순 매수 집중에도 불구하고, K200지수는 오히려 -0.18p 하락했다. 사모 펀드의 비차익 순 매도 -573억원과 충돌한 탓이다. 전일 이들의 비차익 순 매도는 -1,191억원으로 2월 29일(-1,394억원) 이후 최대였다. 2월 25일부터 비차익 순 매도가 연속 출회된 점을 감안하면 특정 펀드의 청산이 유력하다.

현재까지 출회된 비차익 순 매도 규모는 -7,327억원이며 청산율은 알 수 없다. 이것이 계속된다면 당분간 장 중에 지수 반등은 어렵다. 다만, 그나마 긍정적인 것은 4가지다. 첫째, 이것이 사모 펀드 전체의 주식 비중 줄이기가 아니라 특정 주체의 바스켓 청산이라면 순 매도는 오래갈 수 없다[그림 3].

둘째, 2011년 7월부터 누적된 사모 펀드의 비차익 순 매수 누적은 이제 +614억원 남았다. 같은 속도로 청산된다면 곧 소진될 것이다. 셋째, 만일 이들이 반복되는 외인의 증가 비차익 순 매수를 조준 사격(?)한다면 장 중 순 매도는 다소 줄어들 수 있다. 넷째, 이들을 제외하면 전일 기관 현물은 +5억원 순 매수 우위였다.

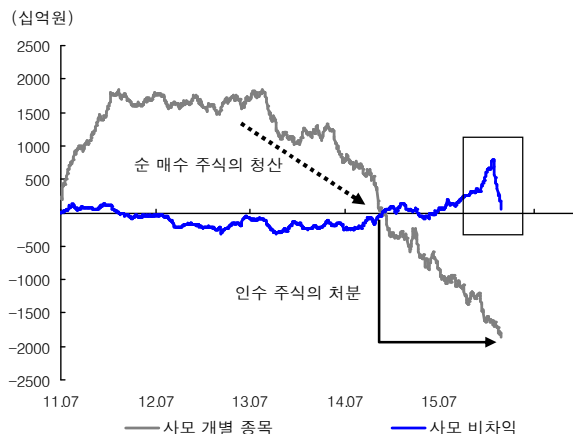
선물 외인, 본 선물+미니 선물 동반 신규매수. 단, 장 중 회전, 규모 적어 중기 세력 여부 불투명

선물 외인 미니 선물 신규매수 재개. 단, 본 선물로 환산하면 규모는 +2,666계약에 불과

전일 선물 외인은 본 선물(+2,569계약)과 미니 선물(+2,705계약)을 동반 순 매수했는데, 양자 모두 미결제가 늘어(+1,573계약, +2,805계약) 신규매수가 유력했다. 때문에 장 중 평균 괴리차는 +0.223p(+0.102)로 상승했다. 다만, 장 초반에 회전했던 점, 순 매수 규모가 적었던 점을 감안하면 중기 세력이라고 확신할 수 없다.

특히, 미니 선물의 신규매수 누적이 꾸준한 편인데, 3월 만기 이후에만 +13,330계약을 순 매수했으며 미결제도 +15,167계약 늘었다. 다만, 이를 본 선물로 환산한다면 +2,666계약(미결제 +3,033계약)에 불과하므로 유의하지는 않다[그림 4].

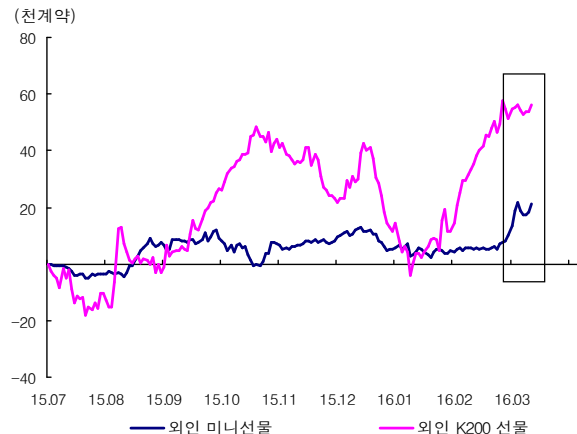
그림 3. 사모, 비차익 순 매수 누적은 +614억원에 불과



주: 일별 순 매수 단순 누적. 개별 종목 = 전체 순 매수 - PR 순 매수

자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 3월 만기 이후 본 선물-미니 선물 패턴 일치. 동일인 유력



주: 일별 순 매수 연속 누적

자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

역사적 변동성은 수리적 상승
지속. 내재변동성 여전히
바닥권이므로 반등 불가피

Check 2. 변동성 점검: VBB의 BWI 하락 둔화는 내재변동성 상승 암시

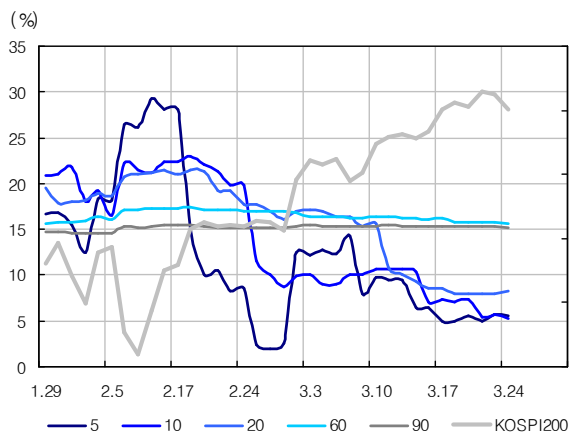
전일 VKOSPI는 12.64p(-0.07)로 하락한 반면, 역사적 변동성은 8.07%(+0.24), EWMA는 7.44%(+0.34)로 상승했다. 역사적 변동성의 상승은 기본적으로 그림자 효과 소멸에 따라 상승할 수 밖에 없었던 데다, 전일 지수 등락 폭(-0.47%)이 지난 22일간 일 평균 절대 수익률($\pm 0.36\%$)보다 컸기 때문이다. 내재변동성은 직전과 다르게 지수 하락에도 불구하고 반락했는데, 역사적 변동성과의 격차가 경험적 상한을 넘어서자 거품을 노린 매도 수요가 늘어난 탓으로 추측된다. 일단 역사적 변동성의 상승은 이어질 전망이다. 그림자 효과의 소멸은 앞으로도 5일간 지속될 예정이며, 5일 변동성이 경험적 바닥에서 수일간 횡보한 탓에 10일 변동성 역시 이 수준에 수렴한 상태다. 이는 과거 경험상 변동성의 반등 직전에 자주 관찰된 현상이다. 또한, VBB에서 BWI의 하락 둔화는 내재변동성의 반등을 암시한다.

표 1. 변동성 동향 및 지수 변동 폭 환산

	Total	Call	Put
Im.Vol	11.2	10.7	11.8
change	-0.10	0.80	-1.00
Max	20.3	32.5	17.3
Mean	13.7	13.4	14.0
Min	11.2	09.9	08.2
His.Vol	08.1	5 day	05.7
change	0.24	10 day	05.3
Max	18.5	15 day	06.8
Mean	13.4	20 day	08.4
Min	07.8	25 day	08.3
Vol. Cone	EST.Max	EST.Min	
1st	6.9	248.69	240.24
25th	12.4	252.17	236.92
Median	15.4	254.12	235.10
75th	17.8	255.65	233.70
100th	23.3	259.22	230.47
T.T.M(day)	16	C.S	0.145685676

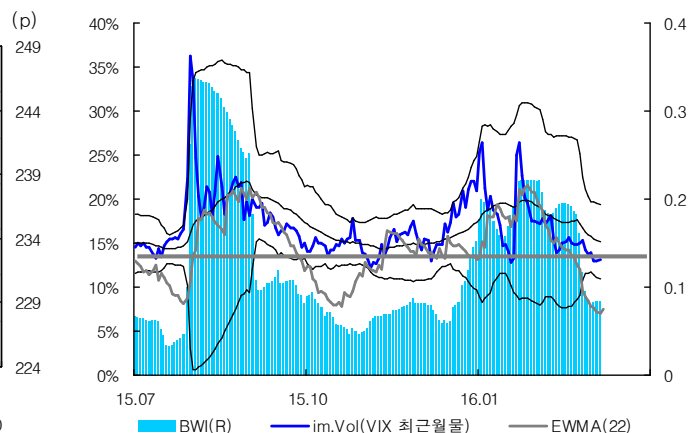
- 주 1) 20 day는 지난 20일 동안의 통계치를 의미함
 2) 역사적 변동성(His.Vol)의 경우, 22일 기준임
 3) 5~30 day는 현재로부터 5~30일간의 Vol을 의미함
 4) 변동성 콘(Vol.Cone)의 기준은 현재 잔존일(T.T.M)
 5) EST.Max/Min : 변동성을 지수 범위로 환산한 것임
 6) TTM : 잔존만기, C.S : 왜도 계수(역TTM 대상)

그림 5. 단기 변동성 5% 부근에서 수렴 중. 변동성 바닥의 증거



주: 각 숫자는 역사적 변동성의 측정 구간을 의미
 자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. VBB에서 BWI 하락 둔화. 내재변동성 단기 반등할 수도



주: BWI는 band Width Indicator
 자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

외인 4일째 풋 D-OTM
신규매수. ATM 부근에서는
합성선물 순 매수 관측되기도

Check 3. 옵션 투자자별 동향: 4일째 풋 D-OTM 신규매수. 복권 구입 지속

전일 외인은 풋 207(+1,134계약)과 210(+4,029계약)을 순 매수했는데 모두 미결제가 늘어 신규매수였다(각각 +805, +6,369계약). 4일 연속으로 델타가 0.0p인 복권(?)을 구매한 셈이다. 실제로 포지션의 ‘+’ 델타가 전일 대비 -277백만원 감소한 것은 풋 242와 245 신규매수 탓이었는데 이 행사가격대에서는 콜 신규매도를 동반해 소량의 합성선물 순 매도 의혹이 있었다. 전일 선물은 순 매수였기 때문에 ‘컨버전’ 후보인 셈이다. 누적 포지션 BEP는 227.5~262.5p로 줄었다. ATM 부근 수익은 미미하므로 만기일까지 지수가 급등 또는 급락해야 수익이 가능하다.

표 1. 주체 별 지수 방향과 변동성 방향 전망

(단위: p)

구분	BEP	Max level		지수	변동성
		이익	손실		
외인	상한	262.5	++	↑	↓
	하한	227.5	++		
개인	상한	237.5	++	↑	↓
	하한	237.5	0		
투신	상한	247.5	0	↓	↓
	하한	247.5	++		
증권	상한	260.0	255.0	↓	↑
	하한	210.0	222.5		

주: 1) BEP 상한(하한)은 지수 상승(하락)시 손익이 전환되는 레벨

2) Max level 상한(하한) 이익/손실은 지수 상승(하락)시 최대 수익 발생하는 지수 레벨, ‘++(--)’는 최대 손익이 무한대

3) 지수/변동성의 화살표는 Greeks와 결합 포지션에 근거해 자의적으로 해석한 각 투자자의 지수/변동성 방향 예측

자료: KDB 대우증권 리서치센터

표 2. 주체 별 포지션 Greek's

(단위: 백만원)

구분		Delta	Gamma	Theta	Vega
외인	누적	300.27	-26.66	55.04	-221.12
	당일	-368.79	19.46	-38.31	161.41
개인	누적	2206.78	-114.74	225.20	-951.81
	당일	924.23	2.45	-15.41	20.30
투신	누적	-505.38	-30.66	72.18	-254.30
	당일	-13.91	-0.23	0.66	-1.91
증권	누적	-388.21	40.97	-83.82	339.92
	당일	-111.66	-19.91	44.53	-165.05

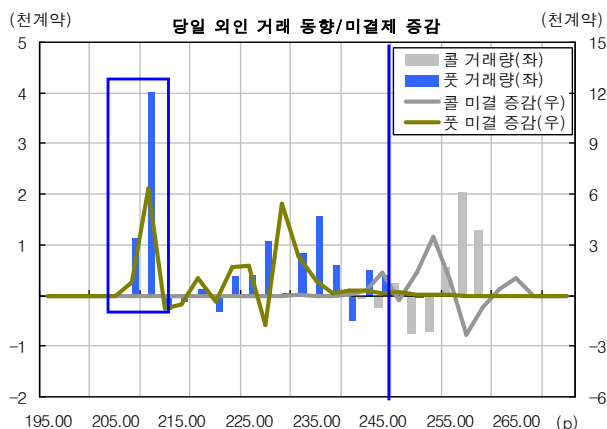
주: 1) 행사가격별 Greeks는 대우증권 Q way TR[3216]의 최근월물 기준을 사용

2) 누적 Greeks는 콜/풋 행사가격별 Greeks 총 합계로 (특정 행사가격의 누적 순매수 X 해당 행사가격의 당일 Greeks)를 사용함

3) Gamma는 여타 Greeks와 절대 비교를 위해 1/2를 적용. S²를 적용하면 됨. 모든 Greeks는 백만원 단위, ΔS=1p, Δσ=1%p임

자료: KDB 대우증권 리서치센터

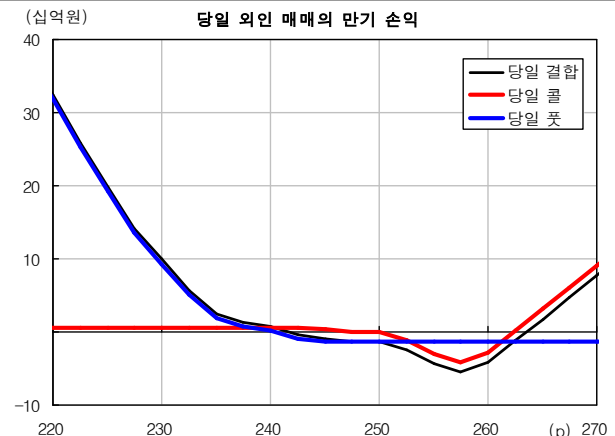
그림 7. 외인, 4일째 풋 D-OTM 신규매수. 델타 0p여서 의미 반감



주: 행사가격 별 순 매수는 당사 Qway 기준

자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

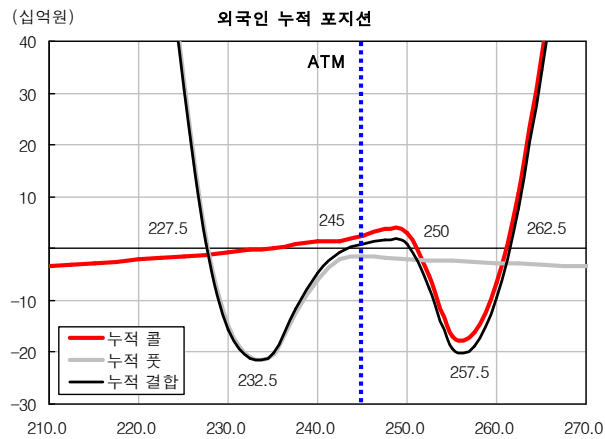
그림 8. 결합 포지션은 풋 매수+콜 백 SP



주: 전일 행사가격별 순 매수 누적의 만기 손익

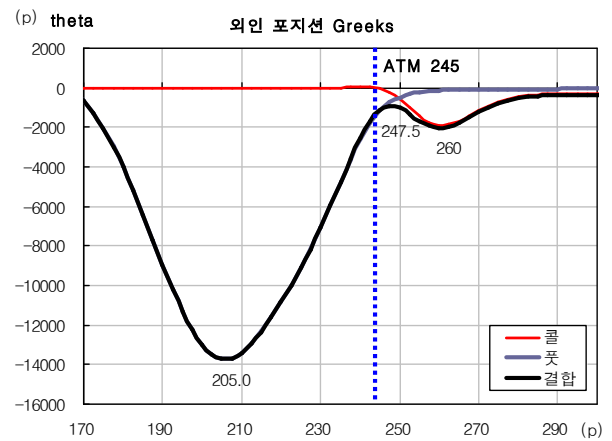
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 누적 포지션에서 지수 227.5~262.5p 벗어나야 수익 가능



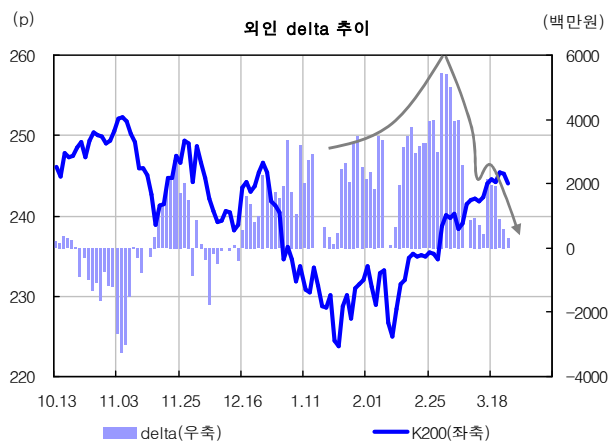
주: 행사가격 별 누적 순 매수를 지수 수준 별 만기 손익으로 표시한 것
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 지수 하락하면 포지션 ‘+’ 세타는 급격하게 확대될 것



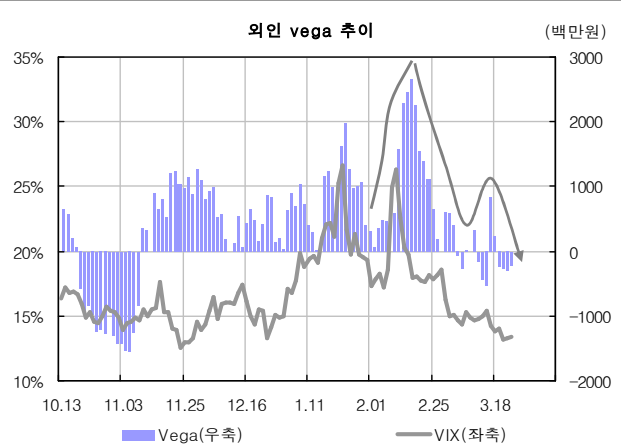
주: 행사가격 별 델타의 합계
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 누적 포지션의 ‘+’ 델타는 하락 추세 지속



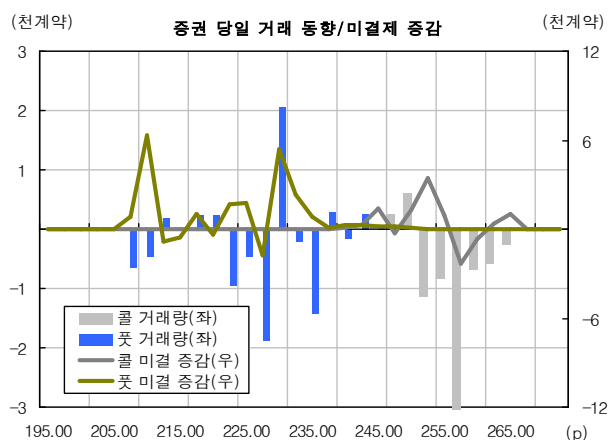
주: 포지션 델타의 추이
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 누적 포지션의 ‘+’ 베가는 소폭 감소



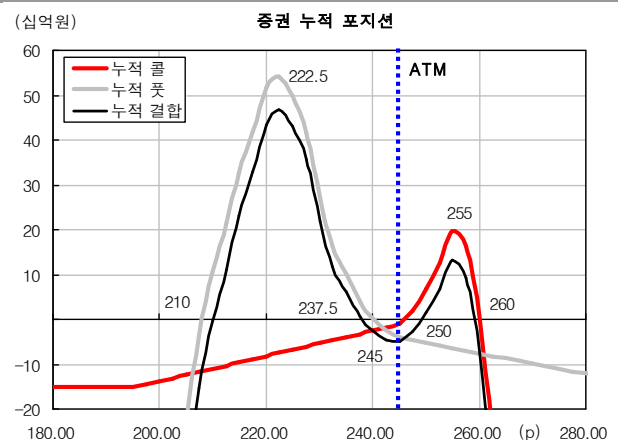
주: 포지션 베가의 추이
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 증권은 레이쇼 SP에서 콜과 풋 양 매도로 전환



주: 행사가격 별 순 매수 누적은 Qway 참조
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 만기일 지수 237.5~250.0p 벗어나면 수익 가능



주: 행사가격별 순 매수 누적을 지수 수준 별 만기 손익으로 표시한 것
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

Check 4. 선물옵션 통계

주가지수선물

	KOSPI200	1606	1609	1612	KSPL6L9S
기 준 가 격	245.23	245.80	246.65	247.55	0.75
시 가	244.30	245.00	245.90	247.55	0.80
고 가	245.00	246.05	246.75	247.55	0.80
저 가	243.31	244.25	245.10	247.55	0.70
종 가	244.08	245.35	246.05	247.55	0.75
전 일 대 비	-1.15	-0.45	-0.60	-	-
이 른 가 격	-	244.93	245.70	246.69	0.77
총 약 정 수 량 *	74,147	118,338	284	-	34
총 약 정 금 액 **	2,668,942	14,508,781	34,925	-	8,360
미 결 제 약 정	-	118533 (1573)	4338 (-6)	2410 (0)	-
배 당 지 수 ***	1.63% (CD금리)	0.00	0.22	0.22	-
반 응 배 수		1.07	0.98	-	
장 중 평 균 베 이 시 스		1.073			
전 일 대 비		0.093			

주: 단위 (* 천주, 계약 ** 백만 *** 포인트)

반응배수 = 일중 선물가격변동폭/일중 현물가격변동폭, KSPL6L9S : 6월물과 9월물과의 스프레드를 의미함

장중 평균 베이스는 1분 평균이며, 만기일의 경우 전일대비는 직전 최근월물과의 비교이므로 의미없음

주가지수선물

(단위:

		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매 수	73,751	31,649	11,674	52	640	258	530	67
	매 도	71,182	32,573	12,456	66	1,341	263	667	74
	비 중	61.1%	27.1%	10.2%	0.0%	0.8%	0.2%	0.5%	0.1%
순 매 수 누 적	전 일	2,569	-924	-782	-14	-701	-5	-137	-7
	누 적	-983	1,505	4,343	743	-7,160	63	1,123	266
매 매 편 향 강 도		1.77%	-1.44%	-3.24%	-11.86%	-35.39%	-0.96%	-11.45%	-4.96%

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

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

ETF 가격정보

	전일대비	등락율	거래량(천주)	거래대금(백만원)	외국인보유		TIGER200	KODEX200
TIGER200	-85	-0.34%	2,071	51,264	0.24%	NAV	24,786	24,876
KODEX200	-65	-0.26%	3,425	85,044	5.65%	(ETF-NAV)%	-0.21%	-0.21%
						T/E	0.01%	0.01%
종가/100	247.35	248.25	244.38	245.35	244.61	설정주수(천주)	550	200
eff.delta	0.74	0.57	0.37	0.39	0.38	환매주수(천주)	300	2,350
diff/basis	1.34%	1.71%	0.12%	1.27	0.53	상장주수(천주)	81,300	224,800

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

표 내재변동성(%)		11.2%	콜평균(%)	10.7%	풋평균(%)	11.8%	역사적 (5일,%)	5.6	역사적 (20일,%)	8.3
월 물 행사가격		1604					1605			
		250.0	247.5	245.0	242.5	240.0	247.5	245.0	242.5	
Call	가 격 (p)	0.66	1.35	2.43	3.92	5.76	3.06	4.35	5.72	
	전 일 대 비 (p)	-0.16	-0.25	-0.34	-0.40	-0.41	-0.34	-0.41	-0.47	
	내 재 변 동 성 (%)	10.60	11.00	11.50	12.30	13.30	12.00	12.60	12.80	
	거 래 량 (계 약 수)	89,644	90,247	43,142	4,375	897	180	131	9	
	미 결 제 (계 약 수)	28,936	19,616	15,613	7,229	4,021	725	437	133	
Put	가 격 (p)	5.93	4.22	2.82	1.81	1.13	5.42	4.15	3.34	
	전 일 대 비 (p)	0.34	0.16	0.10	0.04	0.01	0.06	0.00	0.09	
	내 재 변 동 성 (%)	7.70	9.50	10.30	11.00	11.70	10.50	11.00	12.00	
	거 래 량 (계 약 수)	439	2,749	28,228	64,247	84,814	2	19	144	
	미 결 제 (계 약 수)	1,150	3,005	9,587	13,105	20,589	462	1,125	554	

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

주가지수옵션

(단위:

Call		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매 수	232,065	135,541	114,721	0	43	7	10,970	49
	매 도	229,432	129,585	123,195	0	59	45	11,014	66
	비 중	46.8%	26.9%	24.1%	0.0%	0.0%	0.0%	22%	0.0%
순매수 누적	전 일	2,633	5,956	-8,474	0	-16	-38	-44	-17
	누 적	19,961	12,042	-27,360	0	-2,570	-189	-1,845	-35
Put		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매 수	286,470	137,433	62,625	0	1,789	80	351	6,598
	매 도	276,440	141,847	65,640	0	1,601	157	395	9,266
	비 중	56.8%	28.2%	12.9%	0.0%	0.3%	0.0%	0.1%	1.6%
순매수 누적	전 일	10,030	-4,414	-3,015	0	188	-77	-44	-2,668
	누 적	140,526	-109,660	-22,317	0	1,004	-56	-820	-8,677

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

주체

(단위:억원)

구분		합계	외인	기관 합계	증권	보험	투신/사모	은행	기타법인	연금/국가
당일	현물 전체		480	-1,733	756	-194	-2,395	-65	685	163
	개별 종목	-33	-1,036	-242	653	-164	-758	-25	686	51
	차익 PR	147	-14	161	173	0	-12	0	0	0
	비차익 PR	-114	1,530	-1,653	-70	-30	-1,625	-40	0	111
	매매 비중	34.1%	78.9%	20.8%	4.6%	0.4%	11.1%	0.2%	0.1%	4.5%
누적	현물 전체		14,269	-17,613	-1,333	-3,309	-13,691	-285	5,237	1,292
	개별 종목	-4,895	-4,287	-4,109	1,174	-1,508	-4,340	-105	5,376	925
	차익 PR	767	430	337	642	85	-390	0	0	0
	비차익 PR	4,127	18,126	-13,840	-3,149	-1,886	-8,961	-180	-139	367

주: 현물 전체는 K200 기준

개별 종목 = 현물 전체 - 차익 PR - 비차익 PR

매매 비중 = 주체별 PR 매수+매도/전체 PR 매수+매도, 합계의 매매 비중은 현물 전체에서 PR의 매매 비중

누적은 선물 만기일 이후부터 당일까지 누적한 것

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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

대한항공 (003490)

아직은 때가 아니다

항공

Company Report
2016.3.25

(Maintain)	중립
목표주가(원,12M)	-
현재주가(16/03/24,원)	29,900
상승여력	-

영업이익(16F,십억원)	1,012
Consensus 영업이익(16F,십억원)	840
EPS 성장률(16F,%)	-
MKT EPS 성장률(16F,%)	-0.5
P/E(16F,x)	-
MKT P/E(16F,x)	11.5
KOSPI	1,985.97
시가총액(십억원)	2,178
발행주식수(백만주)	74
유동주식비율(%)	61.0
외국인 보유비중(%)	15.6
배타(12M) 일간수익률	1.42
52주 최저가(원)	23,200
52주 최고가(원)	53,100
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	13.3 -5.4 -38.7
상대주가	9.1 -7.2 -37.0



[운송/에너지]

류제현

02-768-4175

jay.ryu@dwsec.com

김충현

02-768-4126

choonghyun.kim@dwsec.com

1Q16 Preview: 여객 사항 호조와 유가 하락 효과 극대화

대한항공의 1Q16 매출액 및 영업이익은 각각 2조 8,270억원 (-1.5% YoY), 2,613억원(-6.6% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 국제 여객 수송량은 8.9% YoY 증가하며 탑승률도 3.6pt YoY 상승한 78.0%에 달할 것으로 기대된다. 장거리 노선뿐 아니라 상대적으로 부진했던 동남아 및 일본노선도 동반 개선되었을 것으로 추정된다. 단, 후반으로 갈수록 국회의원 선거의 영향으로 일시적인 수요 증가를 둔화가 나타날 것으로 예상된다. 유류할증료 및 환율의 영향으로 달러 효율(Yield)은 -12.0% YoY 감소, 수송객수 증가율 효과를 반감시킬 것으로 예상된다.

화물 수송량은 -12.7% YoY 감소할 전망이다. 이에 따라 탑재율도 75.0%(-4.9pt YoY)로 부진할 것으로 예상되는데, 이는 지난해 미서부 항만 파업에 따른 반사효과를 거둔 이후에 나타날 기저효과에 경기 부진에 따른 화물 수송량 부진이 동반했기 때문으로 추정된다. 영업외에서는 순이자비용 819억원 발생하지만, 외화환산이익이 약 295억원 발생하며(기말환율 1,170원 기준), 순이익 1,533억원을 달성할 전망이다.

화물부진 지속과 여객 부문의 일시적 둔화 가능성

여객 수송객수는 대부분 개선세가 확대되었지만 2Q16 총선 영향이 일부 지속되며 여객수 증가율이 크게 확대되지는 못할 전망이다. 단, 3Q16들어서는 3Q15 메르스 효과의 영향에 따른 기저효과와 본격화와 유류할증료 효과 소멸로 실적이 재차 반등할 전망이다.

화물 부문의 부진세가 유지되는 점도 다소 부담이다. 2월 인천공항 기준 대한항공의 화물 수송량은 11.9% YoY 감소하였으며, 이러한 기조는 적어도 상반기까지는 이어질 전망이다. 이는 미주노선의 부진에 기인하는데, 1Q15에 미서부항만 적체에 따른 반사효과가 있었던 점을 감안해도 긍정적이지 않다. 실적 개선을 위해서는 주력 수송 품목인 IT제품 및 기계류의 수출 경기의 개선이 필요하다.

아직은 때가 아니다

대한항공의 주가는 저점 대비 28.9% 반등하였다. 1) 유가 하락에 따른 실적 기대감, 2) 여객 수송량 증가, 3) 2015년 고점 대비 56.3% 하락한 이후에 나타난 밸류에이션 매력(저점 기준 PBR 0.8배) 등에 기인하는 것으로 판단된다. 아직까지 역사적으로 저점 국면인 것은 분명하다. 화물 수송량과 탑재율이 동반 부진하여, 추가적인 모멘텀이 발생하기는 쉽지 않은 국면이다. 동사가 33%의 지분을 보유하고 있는 한진해운이 최근 발행예정 주식수를 6억주(종전 4억 5,000만주)로 변경하면서 유상증자 가능성이 높아지고 있는 점도 당분간 주가에는 부담으로 작용할 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	11,849	11,910	11,545	11,809	12,274	12,569
영업이익 (십억원)	-20	395	883	1,012	1,034	1,066
영업이익률 (%)	-0.2	3.3	7.6	8.6	8.4	8.5
순이익 (십억원)	-225	-635	-565	-144	443	559
EPS (원)	-3,136	-10,087	-7,939	-1,948	5,984	7,554
ROE (%)	-8.5	-26.8	-25.2	-6.2	18.0	18.8
P/E (배)	-	-	-	-	5.0	4.0
P/B (배)	0.7	1.4	0.9	1.0	0.8	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 1Q16 실적 비교표

(십억원, %)

	1Q15	4Q15	1Q16F		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	2,871	2,915	2,827	2,807	-1.5	-3.0
영업이익	280	216	261	174	-6.6	20.8
영업이익률 (%)	9.7	7.4	9.2	6.2	-0.5	1.8
세전이익	113	160	188	-183	66.2	17.5
순이익	-81	120	153	-128	흑전	27.7

주: K-IFRS 연결 기준, 2015년 실적은 변경된 회계기준에 따른 추정치

자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	16F	17F	16F	17F	16F	17F	
매출액	12,157	12,726	11,809	12,274	-2.9	-3.5	유류할증료 효과 소멸
영업이익	816	913	1,012	1,034	24.0	13.3	회계 기준 변경 및 유가 하락
세전이익	-351	548	-223	571	적지	4.2	
순이익	-276	418	-144	443	적지	5.9	
EPS (KRW)	-3,731	5,651	-1,948	5,984	적지	5.9	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	2,871	2,786	2,973	2,915	2,827	2,870	3,152	2,960	11,545	11,809	12,274
영업이익	280	47	339	216	261	143	350	257	883	1,012	1,034
세전이익	113	-201	-559	160	188	-608	125	73	-486	-223	571
순이익(지배)	-81	-138	-465	120	153	-451	98	56	-565	-144	443
영업이익률 (%)	6.6	-0.1	9.7	13.9	9.2	5.0	11.1	8.7	7.6	8.6	8.4
세전이익률 (%)	1.5	-8.6	-20.1	10.6	6.6	-21.2	4.0	2.5	-4.2	-1.9	4.7
순이익률 (%)	-4.6	-6.1	-16.6	8.0	5.5	-15.9	3.1	1.9	-4.9	-1.2	3.6
국제여객 RPK 증감률(%)	5.2	7.6	1.0	7.7	8.9	1.9	2.3	1.0	5.2	3.5	2.4
국제여객 L/F(%)	76.4	76.3	79.2	76.3	78.0	76.0	80.0	76.0	77.1	77.5	77.7
항공유가(\$/bbl)	68	76	62	60	46	55	58	55	67	54	59
평균환율(원/달러)	1,100	1,097	1,170	1,157	1,185	1,230	1,245	1,255	1,131	1,229	1,270

주: K-IFRS 연결 기준, 2015년 실적은 변경된 회계기준에 따른 추정치

자료: 대한항공, KDB대우증권 리서치센터 예상

비중확대 (Maintain)

Industry Report
2016.3.25

[은행]

구용욱

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

김중환

02-768-4152
joonghan.kim@dwsec.com

실적 발표 이후 반등, 하락 폭이 큰 종목의 복원력이 컸음

전년말 대비 11.5% 하락했던 은행업지수는 최근 반등에 성공하였다. 반등 후 조정을 받고 있지만 현재까지 연중 초과 성과를 기록 중이다.

종목별로는 주가 하락이 컸던 종목의 주가 복원력이 컸다. 그 대표적인 종목이 하나금융지였다. 현재(3월 24일) DGB금융지주, 기업은행, KB금융이 저점대비 반등했지만 아직 전년말 수준에 미치지 못하고 있다.

불확실성 해소 과정에서 Valuation 회복, 추가 개선도 가능

주가 반등으로 은행업종 Valuation도 PBR(12fwd 기준)은 0.41배까지 반등하였다. 하지만 글로벌 복합위기 직후 수준을 겨우 회복한 정도이다. 경기, 통화정책과 관련된 불확실성, 구조조정에 따른 부실 발생 가능성 등이 해소되는 과정에서 주가가 반등하고 Valuation이 소폭이나마 회복될 수 있었다.

추가적인 Valuation 상승 가능성은 남아 있다고 판단된다. 현재 자기자본비용률(COE)를 추정해보면 14.8% 정도로 추산된다. 국고5년물 금리(1.6% 정도)를 고려할 때 리스크프리미엄이 과도하게 반영되어 있다고 할 수 있다. 리스크프리미엄을 불확실성으로 볼 수 있기 때문에 과도했던 불확실성의 해소는 Valuation 상승으로 충분히 이어질 수 있다.

정책금리 인하 가능성 낮아 졌고 인하되더라도 그 영향력이 줄었다. 또한 그동안 은행 실적 관련 불확실성의 배경이 되었던 일회성 충당금 적립도 크게 줄어들고 있다. 대손율도 하향 안정되고 있고 판관비 증가도 제한적일 것으로 전망된다. 대출 성장도 GDP성장률 정도는 가능해 보여 은행 실적은 건조한 흐름을 보일 것으로 예상된다.

투자의견 비중확대 유지, 대표주와 저평가 종목에 관심을

이상을 종합해 보면 은행 펀더멘털 관련 불확실성이 줄어들고 있는 국면이라고 판단되고 현재 국면에서는 Valuation이 추가적으로 개선될 수 있을 것이기 때문이다. 단기적으로 차익 매물이 출회될 수 있지만 이 때 매수 관점을 유지할 필요가 있어 보인다.

KB금융과 신한지주와 같은 업종 대표주와 하나금융지주와 같이 업종내 상대적으로 저평가되어 있는 종목에 대한 관심이 필요해 보인다.

PBR과 ROE를 이용한 COE 추산



주체별 매매동향

투자정보지원부
02-768-2601
sunwook.kim@dwsec.com

KOSPI 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

국내기관 (업종)			기관전체 (당일 -1732.3 / 5일 -9348.4)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 480.2 / 5일 12937.5)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
화학	198.3	-935.9	서비스업	-427.4	-2,064.4	화학	551.7	1,758.3	전기전자	-388.6	2,356.6
건설업	115.2	217.3	전기전자	-411.7	-2,784.4	유통업	185.6	247.1	운수장비	-153.1	3,969.1
보험업	57.7	328.3	철강금속	-366.1	-572.7	철강금속	164.6	1,534.2	건설업	-145.3	282.6
섬유의복	26.3	-130.9	유통업	-326.9	-2,160.8	전기가스	142.5	323.8	금융업	-132.0	162.0
비금속	14.5	72.8	음식료	-180.3	-574.8	서비스업	137.6	1,541.3	보험업	-67.6	-264.3
국내기관 (종목)			외국인 (종목)			외국인 (종목)			외국인 (종목)		
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
LG생활건강	138.4	-145.4	POSCO	-196.5	-3.6	LG화학	211.7	270.9	KB금융	-104.1	51.4
LG디스플레이	97.2	364.9	SK하이닉스	-189.6	-187.9	한국전력	131.6	300.6	LG디스플레이	-93.7	390.2
KODEX 레버리지	84.5	1,472.6	삼성전자	-176.9	-2,416.8	NAVER	124.9	597.8	현대산업	-78.2	94.6
현대건설	62.9	180.0	NAVER	-172.0	-513.1	아모레퍼시픽	109.5	356.8	삼성중공업	-75.8	45.8
롯데케미칼	60.1	-124.8	KODEX 인버스	-135.0	-1,046.3	현대백화점	101.4	191.4	삼성생명	-55.6	-455.2
현대산업	57.9	113.4	고려아연	-116.8	-463.0	고려아연	81.6	521.7	삼성에스디에스	-53.7	61.8
KB금융	50.3	47.9	LG전자	-116.1	-385.1	TIGER 200	76.3	197.3	현대건설	-50.0	243.6
현대차	39.3	411.5	LG이노텍	-97.6	-225.7	LG생활건강	69.7	78.4	삼성전기	-45.8	23.0
KT	36.8	140.4	CJ	-88.5	-307.6	한미약품	66.8	415.3	금호석유	-38.8	2.5
종근당	32.2	39.7	현대백화점	-84.5	-126.7	한화케미칼	60.3	53.9	삼성엔지니어링	-34.6	-92.5

KOSDAQ 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

국내기관 (업종)			기관전체 (당일 -482.1 / 5일 -1720.6)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 -30.1 / 5일 1343.6)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
IT부품	35.2	192.8	제약	-198.2	-711.8	기타서비스	31.5	-26.9	IT부품	-78.1	161.3
기타서비스	23.7	-56.2	통신방송	-126.5	-392.3	반도체	24.6	238.2	인터넷	-24.9	183.9
인터넷	16.5	-192.6	방송서비스	-114.6	-458.8	화학	22.0	40.0	섬유, 의류	-18.3	-5.5
디지털컨텐츠	8.1	17.9	반도체	-95.8	-74.7	기계, 장비	21.6	57.6	의료, 정밀기기	-17.7	-46.4
금융	5.7	-54.2	오락, 문화	-66.6	-133.5	방송서비스	19.9	-71.2	운송장비, 부품	-13.6	-29.0
국내기관 (종목)			외국인 (종목)			외국인 (종목)			외국인 (종목)		
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
제넥신	29.6	20.7	CJ E&M	-123.7	-427.3	제넥신	36.1	33.1	메디톡스	-71.8	-25.4
컴투스	24.4	25.6	NEW	-72.6	12.0	셀트리온	26.1	249.3	아트라스BX	-50.7	-146.8
아모텍	19.1	58.0	셀트리온	-54.4	-229.1	코미팜	21.2	9.1	카카오	-21.7	182.4
카카오	19.0	-171.6	메디톡스	-29.8	-141.6	CJ E&M	20.7	-112.3	오스템임플란트	-20.6	-80.0
NICE평가정보	14.2	-2.3	에스에프에이	-26.0	-33.4	에스에프에이	19.8	72.0	코데즈컴바인	-16.6	-5.2
에스엠	13.8	46.0	메디포스트	-23.0	-34.0	솔브레인	17.8	24.5	SK머티리얼즈	-12.2	3.0
대원미디어	10.9	-2.1	비아트론	-18.4	-56.6	인트론바이오	16.1	64.5	코오롱생명과학	-10.3	-21.9
오스템임플란트	10.5	65.4	테라세미콘	-17.5	-15.7	대화제약	16.1	19.5	차바이오텍	-9.8	-4.5
CJ오쇼핑	8.8	-7.7	엔터메이트	-15.6	-7.6	와이솔	14.8	17.0	파라다이스	-9.6	-13.4
디에이치피코리아	8.6	-27.5	원익IPS	-15.3	-2.2	비아트론	14.6	156.8	컴투스	-8.7	99.7

* 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
LG디스플레이	10,451.0	삼성전자	-10,444.3	LG생활건강	7,022.6	삼성물산	-5,839.8
현대차	3,123.2	POSCO	-7,181.9	롯데케미칼	6,934.0	NAVER	-5,481.9
LG생활건강	2,976.7	SK하이닉스	-6,372.8	현대홈쇼핑	5,358.5	한국항공우주	-4,860.2
현대산업	2,097.4	NAVER	-3,826.5	KT	5,052.3	LG이노텍	-4,426.5
CJ제일제당	1,515.3	한진칼	-3,774.8	삼성생명	4,696.0	삼성전자	-4,261.2
현대해상	1,397.6	고려아연	-3,456.1	하나금융지주	3,478.6	현대백화점	-3,779.6
종근당	1,359.7	TIGER 200	-3,059.4	현대모비스	3,368.9	CJ	-3,276.2
효성	1,206.9	대우인터내셔널	-2,988.8	KB금융	2,926.4	고려아연	-3,179.1
현대건설	1,183.7	LG전자	-2,612.4	KT&G	2,292.0	SK하이닉스	-3,041.7
벽산	1,106.7	CJ	-2,259.9	현대산업	2,206.5	기업은행	-2,950.2
은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
LG화학	878.8	KStar 200	-104,770.2	아모레퍼시픽	1,882.9	TIGER 200	-7,532.5
삼성전자	559.0	현대차	-1,953.9	LG생활건강	1,566.3	POSCO	-6,916.5
현대글로비스	484.7	기아차	-1,591.3	삼성전자	1,548.2	KINDEX 증국본토CSI300	-5,007.5
KB손해보험	409.1	TIGER 경기방어	-1,259.9	농심	1,377.2	SK하이닉스	-4,604.6
팬오션	395.8	KT&G	-1,079.6	현대차	1,330.8	ARIRANG 스마트베타 Value	-3,153.0
KODEX 인버스	301.6	남광토건	-943.2	한세실업	1,257.6	롯데쇼핑	-2,565.0
LG생활건강	246.6	고려아연	-484.6	현대건설	1,055.8	우리은행	-2,456.4
벽산	233.9	LG전자	-382.4	SK텔레콤	1,051.6	고려아연	-2,283.7
LG하우시스	221.7	엔씨소프트	-382.0	KB금융	1,030.0	NAVER	-2,147.8
POSCO	221.4	ARIRANG 고배당주	-359.0	아모레G	976.2	LIG넥스원	-2,044.3

KOSPI 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

순매수			순매도		
종목	외국인	기관	종목	외국인	기관
LG생활건강	6,972.0	13,842.1	SK하이닉스	-2,871.7	-18,963.8
아모레퍼시픽	10,948.8	2,254.2	삼성전자	-2,878.3	-17,692.3
KODEX 레버리지	602.2	8,449.3	LG이노텍	-189.9	-9,756.3
롯데케미칼	755.3	6,011.2	한국항공우주	-3,441.6	-5,836.1
현대홈쇼핑	1,347.9	2,846.5	삼성중공업	-7,581.4	-555.0
한국콜마	3,240.6	770.7	삼성물산	-246.1	-7,704.6
한올바이오파마	1,148.4	2,368.8	CJ제일제당	-3,017.7	-4,550.2
KT&G	501.9	2,611.2	삼성엔지니어링	-3,459.8	-3,051.7
한미사이언스	1,193.3	1,650.2	삼성전기	-4,583.1	-1,221.3
제일기획	128.8	2,572.3	삼성SDI	-2,364.9	-3,293.0

※ 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
NEW	4,047.1	CJ E&M	-3,157.1	휴젤	1,055.4	셀트리온	-4,197.0
카카오	1,175.2	엔터메이트	-1,244.0	제넥신	794.2	메디톡스	-3,610.0
아모텍	882.6	에이티젠	-947.8	에스엠	779.1	CJ E&M	-1,951.2
오스템임플란트	858.5	원익IPS	-838.5	게임빌	717.4	아트라스BX	-1,222.6
한국토지신탁	793.7	인베니아	-702.4	파라다이스	699.8	코오롱생명과학	-1,143.5
메디톡스	792.9	AP시스템	-617.8	휴온스	559.2	컴투스	-1,099.3
제넥신	674.0	빅솔론	-605.5	서원인텍	479.9	고영	-782.9
인트론바이오	538.7	이오테크닉스	-579.7	AP시스템	412.1	에스에프에이	-779.2
CJ오쇼핑	509.9	유니트론텍	-484.1	에스텍파마	318.3	솔브레인	-720.6
유니테스트	494.6	비아트론	-463.4	하츠	316.4	동화기업	-611.4
은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
테라세미콘	624.0	CJ E&M	-229.4	카카오	1,183.9	인바디	-552.1
골프존유원홀딩스	585.6	룽투코리아	-184.6	대원미디어	869.9	게임빌	-510.6
아트라스BX	496.5	원익머트리얼즈	-96.7	성광벤드	798.3	파라다이스	-491.9
서부T&D	200.8	청담러닝	-70.7	아모텍	535.4	에스에프에이	-392.4
와이지엔터테인먼트	173.4	바텍	-58.8	에스엠	447.5	메디톡스	-375.4
인터파크홀딩스	136.0	아이센스	-52.2	보령메디앙스	359.1	동아엘텍	-289.4
메지온	130.4	SK코오롱PI	-41.0	이녹스	314.4	CJ E&M	-235.2
CMG제약	118.4	동우	-39.0	빅솔론	312.4	테라세미콘	-225.6
대원미디어	100.7	코오롱생명과학	-37.0	NEW	301.7	원익IPS	-209.5
컴투스	85.0	대한뉴팜	-35.3	에스텍파마	273.6	매일유업	-207.7

KOSDAQ 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

순매수			순매도		
종목	외국인	기관	종목	외국인	기관
제넥신	3,607.8	2,964.5	메디톡스	-7,179.9	-2,978.0
아모텍	535.3	1,908.2	아트라스BX	-5,074.2	-179.6
인트론바이오	1,614.4	772.6	메디포스트	-496.9	-2,302.1
한국토지신탁	963.0	770.1	코오롱생명과학	-1,027.9	-1,423.1
동국S&C	1,255.1	467.2	SK머트리얼즈	-1,217.8	-705.4
쇼박스	1,426.1	206.0	파라다이스	-960.5	-946.0
에스엠	68.2	1,379.5	동아엘텍	-680.3	-1,097.4
유니테스트	372.4	550.3	인베니아	-214.6	-1,377.4
에스텍파마	382.6	493.5	한국정보통신	-93.7	-1,305.6
에프티이앤이	602.8	95.0	코나아이	-556.0	-504.9

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

※ 외국인 기관 동반 순매도 금액은 (-)를 생략한 수치임

유가증권시장			03/24 (목)	03/23 (수)	03/22 (화)	03/21 (월)	03/18 (금)
가격 및 거래량 지표	코스피지수		1,985.97	1,995.12	1,996.81	1,989.76	1,992.12
	이동평균	20일	1,963.96	1,960.29	1,956.24	1,952.22	1,948.54
		60일	1,925.16	1,925.27	1,925.03	1,924.68	1,924.48
		120일	1,962.58	1,962.26	1,961.84	1,961.71	1,961.51
	이격도	20일	101.12	101.78	102.07	101.92	102.24
		60일	103.16	103.63	103.73	103.38	103.51
	거래대금(억원)		38,228.1	40,196.8	44,927.8	40,436.9	47,760.6
시장지표	투자심리도		60	70	80	70	80
	ADR		114.13	114.52	114.13	117.99	120.59
	VR		169.71	214.79	286.01	220.66	220.23
코스닥시장			03/24 (목)	03/23 (수)	03/22 (화)	03/21 (월)	03/18 (금)
가격 및 거래량 지표	코스닥지수		686.26	689.39	691.51	692.42	695.02
	이동평균	20일	678.96	676.84	674.49	672.42	670.03
		60일	670.85	670.47	670.12	669.72	669.15
		120일	674.20	674.18	674.10	674.12	674.09
	이격도	20일	101.08	101.85	102.52	102.97	103.73
		60일	102.30	102.82	103.19	103.39	103.87
	거래대금(억원)		32,307.6	35,739.2	33,155.1	31,855.2	32,181.8
시장지표	투자심리도		50	60	70	80	80
	ADR		107.96	110.88	107.08	110.29	111.38
	VR		168.93	219.08	303.84	449.50	437.96
자금지표			03/24 (목)	03/23 (수)	03/22 (화)	03/21 (월)	03/18 (금)
국고채 수익률(3년, %)			1.50	1.51	1.51	1.50	1.50
AA- 회사채수익률(무보증3년, %)			1.97	1.98	1.98	1.97	1.98
원/달러 환율(원)			1,166.30	1,161.20	1,153.60	1,163.50	1,162.50
원/100엔 환율(원)			1,033.95	1,033.19	1,029.36	1,043.78	1,042.04
CALL금리(%)			1.49	1.48	1.49	1.48	1.48
국내 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)			-	-277	-110	-1,913	-546
해외 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)			-	92	87	313	82
주식혼합형펀드 증감(억원)			-	271	75	-49	199
채권형펀드 증감(억원)			-	4,000	-2,077	2,365	1,321
MMF 잔고(억원)			-	1,105,633	1,104,786	1,105,201	1,108,480
고객예탁금(억원)			-	213,021	213,533	215,978	210,344
순수예탁금 증감(억원)			-	528	-2,980	3,346	-349
미수금(억원)			-	1,176	883	796	1,046
신용잔고(억원)			-	67,937	67,543	67,321	67,384
해외 ETF 자금유출입			03/24 (목)	03/23 (수)	03/22 (화)	03/21 (월)	03/18 (금)
한국 관련 ETF(억원)			-	544.0	120.9	120.5	0.0
이머징 관련 ETF(억원)			-	55.1	1187.4	620.7	332.9
아시아 관련 ETF(억원)			-	0.0	1.0	-132.9	1.3
글로벌(선진) 관련 ETF(억원)			-	-21.6	-0.4	-53.9	42.1
Total(억원)			-	577.5	1308.9	554.4	376.3
외국인 프로그램 비차익 순매수 (억원)			1660.9	1009.2	1735.7	995.2	3848.0

* 해외상장 ETF는 1) 미국, 유럽, 홍콩 시장에 상장된 한국 노출도가 있는 ETF를 모두 선별한 후, 2) 동 ETF들의 일간 자금유입액 중에서 한국의 비중을 계산하여 총합한 액수.
추종 인덱스의 리밸런싱은 분기별로 이뤄지나 비중은 지수 레벨에 따라 달라질 수 있어 대략적인 추정치로 계산할 것이기 때문에 100% 정확하지 않음