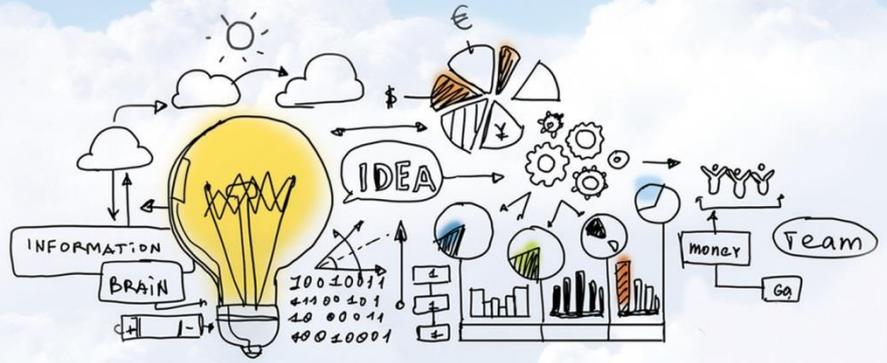


미래에셋대우 DAILY

2016. 4. 22(금)



KEY DATA

코스피지수(4/21)	2,022.10P(+16.27P)
코스닥지수(4/21)	701.62P(+1.76P)
KOSPI200지수 6월물	249.90P(+1.95P)
중국상해종합지수(4/21)	2,952.89P(-19.69P)
NIKKEI225지수(4/21)	17,363.62엔(+457.08엔)
원/달러 환율	1,132.90(-2.30)
엔/달러 환율	109.83(+0.61)
국고채 수익률(3년)	1.48(+0.01)
유가(WTI)(4/21 21:19)	43.89(+0.75)
국내주식형펀드증감(4/20)	-719억원
해외주식형펀드증감(4/20)	-102억원
고객예탁금(4/20)	221,632억원(-4,665억원)
신용잔고(4/20)	70,513억원(+103억원)
대차잔고(4/20)	610,885억원(-2,332억원)

TODAY'S REPORTS

주간 증시 Check

우호적인 유동성 환경 VS 중국 기업에 대한 우려

경제이슈&주간프리뷰

미국 주택시장 호황이 연준 정책에 주는 영향은?

크레딧 동향 및 투자전략 Weekly

Index Watcher: MSCI

(요약) 5~6월에 점검해야 할 MSCI 이슈 네 가지

II. 중국 A주 EM 편입과 한국 DM 편입

기업분석

LG화학[매수] - 박연주: 화학 중심의 호 실적

S-Oil[매수] - 박연주: 개선된 실적 창출력

신한지주[매수] - 구용욱: 더 나아질 2분기

KB금융[매수] - 구용욱: 견조한 실적과 사업구조의 변화에 대한 기대

대림산업[매수] - 박형렬: 2분기 이후 성장을 주도할 주택 부문

포스코대우[매수] - 류제현: 정상화와 안정화를 동시에

LG생명과학[매수] - 김현태: 수익성 개선

솔브레인[매수] - 류영호: 꾸준함의 미학

제일기획[Trading Buy] - 문지현: 묵묵히 나아가는 중

KB손해보험[Trading Buy] - 정길원: 할인은 풀리지만 할증은 아직...

주체별 매매동향

KOSPI: 외국인 (+)1,609억원 순매수, 국내기관 (+)1,479억원 순매수

KOSDAQ: 외국인 (+)139억원 순매수, 국내기관 (-)118억원 순매도

주가 지표

주간 증시 Check

우호적인 유동성 환경 VS 중국 기업에 대한 우려



SUMMARY

- 글로벌 유동성은 여전히 위험자산에 우호적. 다만, 20일 중국 증시가 장중 4%이상 급락하고, 회사채 금리가 상승하는 등 중국 금융 시장은 상대적으로 불안정한 모습. 중국의 변동성 확대가 글로벌 금융 시장의 부담으로 작용했다는 점에서 지속적인 점검이 필요
- 4/28일 미국 4월 FOMC. 3월 FOMC회의록에서 대부분의 정책 위원들이 4월 금리 인상에 회의적이었고, 옐런 의장의 기자회견도 없다는 점에서 금리 인상 가능성은 없음. 1분기 성장률이 부진할 것으로 예상되기 때문에 연준의 비둘기파적인 정책 스탠스가 유지될 것
- 4/28일 미국 1분기 GDP 발표. 애틀란타 연준의 GDP Now 1분기 성장을 전망치는 0.3%로 시장 예상치보다 낮은 상황. 미국 제조업 부진 등을 고려할 때, 1분기 성장률은 크게 개선되기 어렵다고 판단
- 외국인 순매수는 추가적으로 이어질 것. 우호적인 유동성 환경이 위험자산으로의 자금 유입을 이끌 것으로 예상되기 때문. 반면 기관은 투신권을 중심으로 순매도 기조를 나타낼 것으로 예상. 국내 주식형 펀드의 차익 실현 매물이 지속적으로 출회되고 있기 때문

[투자전략]

고승희

02-768-4071

seunghee.ko@dwsec.com

(주요 이슈)

- 글로벌 유동성은 여전히 위험자산에 우호적. 대표적인 캐리 통화인 호주 달러의 강세가 지속되고, 미국 실질 금리도 낮은 수준을 유지하고 있기 때문. 이에 따른 영향으로 글로벌 증시 및 주요 상품 가격의 강세 지속. 특히 국제 유가는 도하에서 산유량 동결 합의 실패에도 직전 고점을 돌파하는 모습. 우호적인 유동성 환경을 고려할 때, 위험 자산의 강세 기조는 이어질 전망
- 20일 중국 증시 장중 4%이상 급락. 중국 기업들의 상품판매대금 회수기간이 늘어나면서 자금난에 대한 우려감 확대. 실제로 연초 이후 중국 회사채 금리는 상승세를 이어가고 있는 모습. 중국 금융시장의 변동성 확대가 글로벌 금융 시장의 부담으로 작용했다는 점에서 지속적인 점검이 필요

(매크로)

- 4/28일 미국 4월 FOMC. 3월 FOMC회의록에서 대부분의 정책 위원들이 4월 금리 인상에 회의적이었고, 옐런 의장의 기자회견도 없다는 점에서 금리 인상 가능성은 없음. 미국 1분기 성장률도 부진할 것으로 예상되기 때문에 연준의 비둘기파적인 정책 스탠스가 유지될 것으로 예상
- 4/28일 미국 1분기 GDP 발표. 현재 시장 컨센서스는 0.7%로 전분기 1.4%대비 둔화될 것으로 예상. 애틀란타 연준의 GDP Now 1분기 성장률 전망치는 0.3%로 시장 예상치보다 낮은 상황. 1분기 미국 제조업 부진 등을 고려할 때, 1분기 성장률은 크게 개선되기 어렵다고 판단

(수급)

- 외국인 순매수는 추가적으로 이어질 것. 우호적인 유동성 환경이 위험자산으로의 자금 유입을 이끌 것으로 예상되기 때문. 반면 기관은 투신권을 중심으로 순매도 기조를 나타낼 것으로 예상. 국내 주식형 펀드의 차익 실현 매물이 지속적으로 출회되고 있기 때문

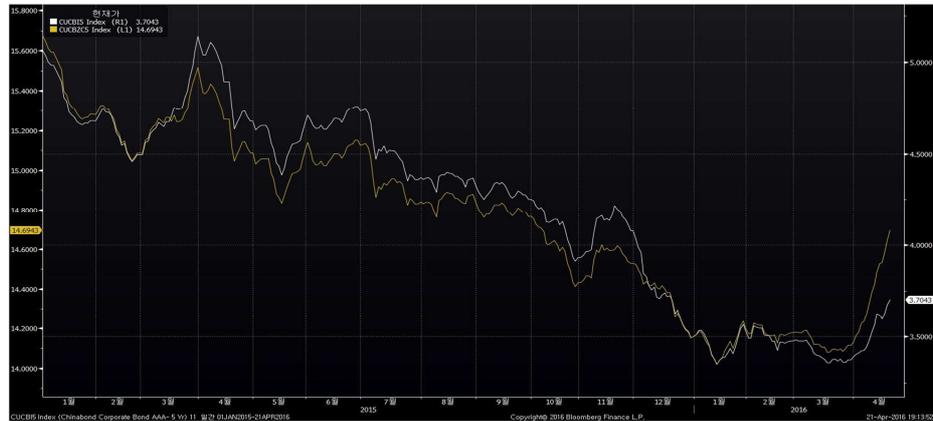
Chart of Week

위험 자산 강세 속 중국 기업에 대한 우려감 확대. 중국 회사채 금리 상승 지속

지난 20일 중국 증시는 장중 4%이상 급락했다. 중국 기업들의 상품판매대금 회수 기간이 늘어나면 자금난에 대한 우려감 확대되었기 때문이다. 블룸버그는 중국 기업들의 상품판매대금 회수기간이 2015년 평균 83일에서 2016년 4월 192일로 2배 이상 길어졌다고 보도했다.

실제로 연초 이후, 중국 회사채 금리는 지속적으로 상승하고 있다. AAA-등급 회사채 5년물 금리는 연초 3.50%에서 3.70%로 상승했고, BBB등급 회사채 금리는 14.16%에서 14.69%로 상승했다. 절대적인 금리 레벨이 여전히 낮은 수준이라는 점에서 당장의 부담은 아니지만 과거 중국 금융시장의 변동성 확대가 글로벌 금융시장의 부담으로 작용했다는 점에서 지속적인 점검이 필요하다.

2016년 3월 중순 이후, 중국 회사채 금리 상승 지속(흰색: AAA-, 노란색: BBB)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

주간 경제지표 및 주요 이벤트

4/22~4/29일 주요 경제지표 및 이벤트

일자	국가	경제지표 및 이벤트	기간	단위	예상치	이전치
04월 22일	미국	마켓 PMI 제조업	4월	P	52.0	51.5
	유로존	마켓 PMI 제조업	4월	P	51.9	51.6
04월 25일	미국	신규주택매매	3월	만 건	52.2	51.2
		내구재 주문	3월	%, MoM	1.7	-3.0
04월 26일		운송제외 내구재 주문	3월	%, MoM	0.5	-1.3
	미국	비국방 자본재 수주	3월	%, MoM	0.5	-2.5
		케이스 쉘러 주택가격	2월	%, YoY	0.7	5.8
		소비자기대지수	4월	P	96.0	96.2
04월 27일	미국	미경주택매매	3월	%, MoM	0.1	3.5
	중국	공업기업 이익	3월	%, YoY	N/A	-4.7
04월 28일	미국	FOMC	4월	-	-	-
		실질 GDP	1분기	QoQ 연율	0.7	1.4
04월 29일		개인소득	3월	%, MoM	0.3	0.2
		개인소비	3월	%, MoM	0.2	0.1
	미국	PCE 디플레이터	3월	%, YoY	N/A	1.0
		근원 PCE	3월	%, YoY	N/A	1.7
		시카고 PMI	4월	P	53.2	53.6
	유로존	실질 GDP	1분기	%, YoY	N/A	1.6

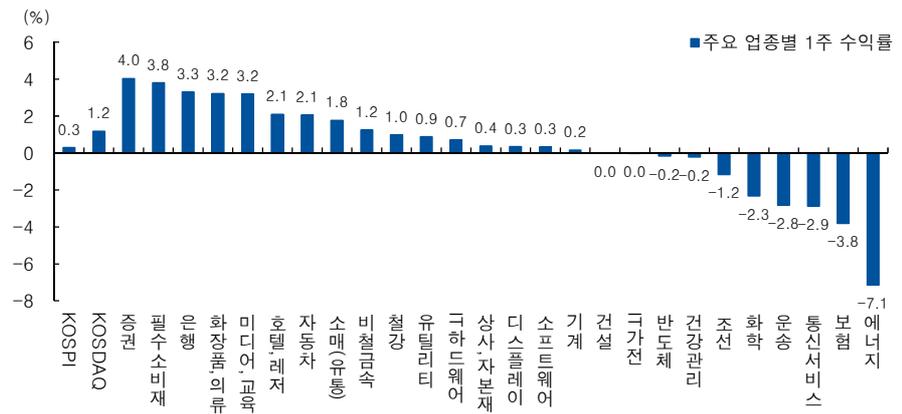
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

주간 Review: KOSPI +0.3%, KOSDAQ +1.2%

우호적인 글로벌 유동성 환경으로 위험자산 강세 지속. KOSPI + 0.3% 상승 마감. 지난 주 신흥국 증시의 전고점 돌파에 이어 국제유가 등 주요 상품 가격도 직전 고점을 돌파. 특히 국제유가는 도하에서 산유량 동결 합의 실패에도 불구하고 상승세를 이어가는 모습. 대표적인 캐리 통화인 호주 달러의 강세가 지속되고 있고, 미국 실질 금리도 낮은 수준을 유지하면서 글로벌 위험 자산에 우호적인 유동성 환경이 지속되고 있기 때문. 한편, 수급적인 측면에서는 외국인의 순매수세가 지속되면서 KOSPI 상승을 주도하는 모습

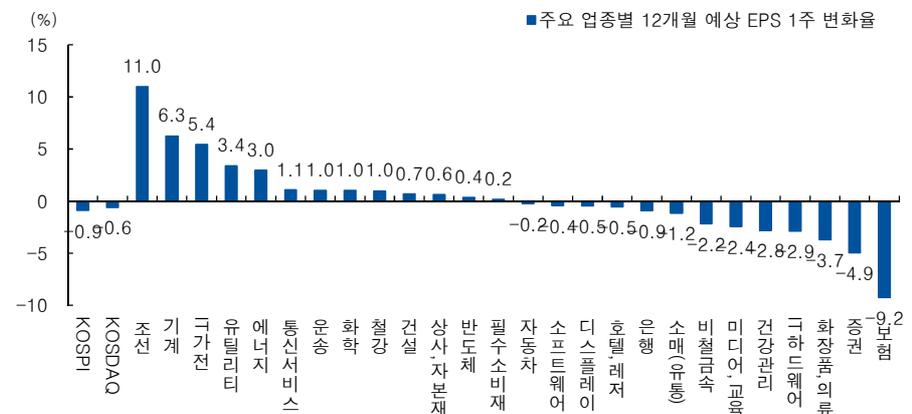
글로벌 리스크 지표는 하락 지속. 우호적인 유동성 환경과 더불어 주요국 경제지표 개선세가 지속되며 경기에 대한 우려감이 낮아지고 있기 때문

1주일 업종별 수익률: 증권, 필수소비재, 은행 강세. 에너지, 보험, 통신서비스 약세



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

업종별 12개월 예상 EPS 1주 변화율: 조선, 기계, IT가전 상승. 보험, 증권, 화장품의류 하락



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

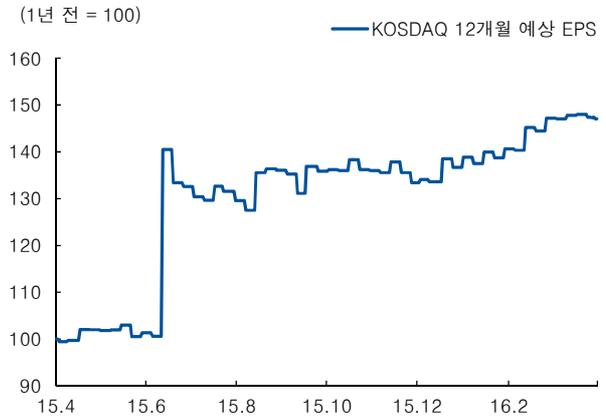
EPS, PER Review: KOSPI EPS 주간 0.9%하락, 12개월 예상 PER 10.9배

KOSPI 12개월 예상 EPS 추이: 주간 0.9% 하락



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

KOSDAQ 12개월 예상 EPS 추이: 주간 0.6% 하락



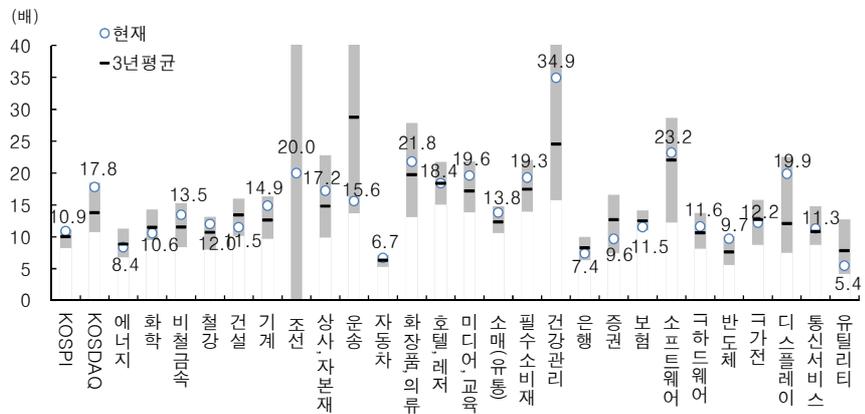
자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

KOSPI 12개월 예상 PER 추이



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

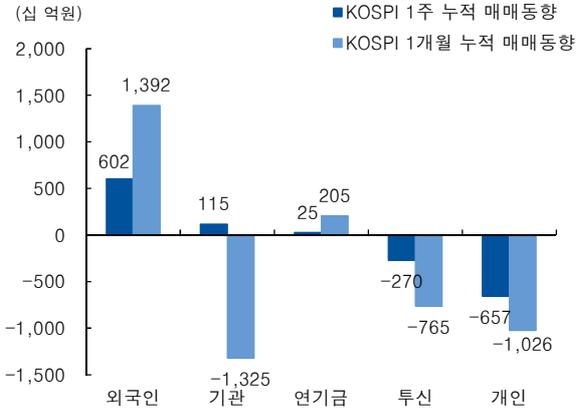
업종별 12개월 예상 3년 평균, 최대, 최소, 현재 PER 레벨



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

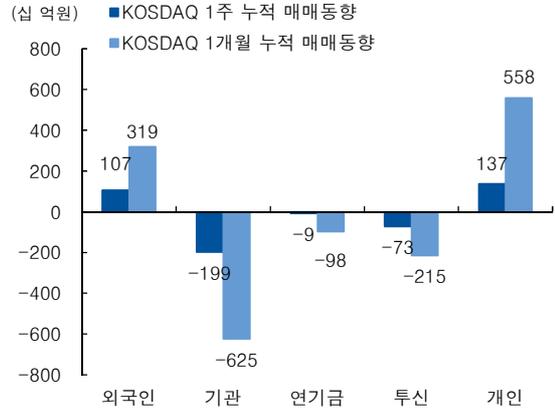
수급 동향: KOSPI 외국인 6,025억 순매수, 기관 1,146억 순매수

KOSPI 주요 투자 주체별 매매 동향



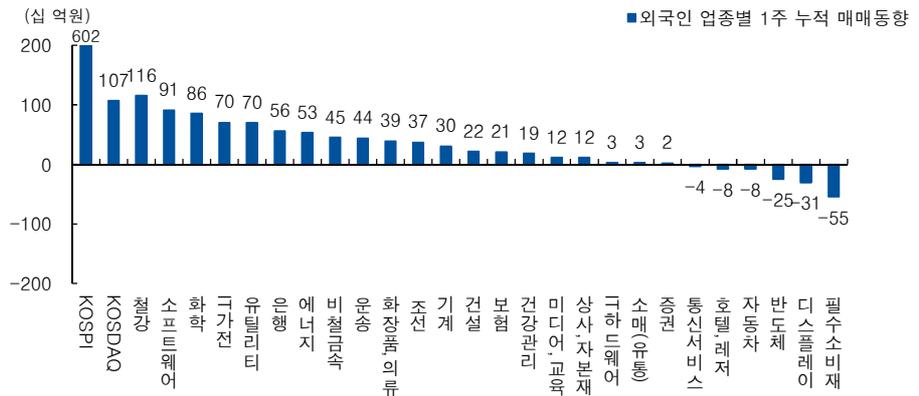
자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

KOSDAQ 주요 투자 주체별 매매 동향



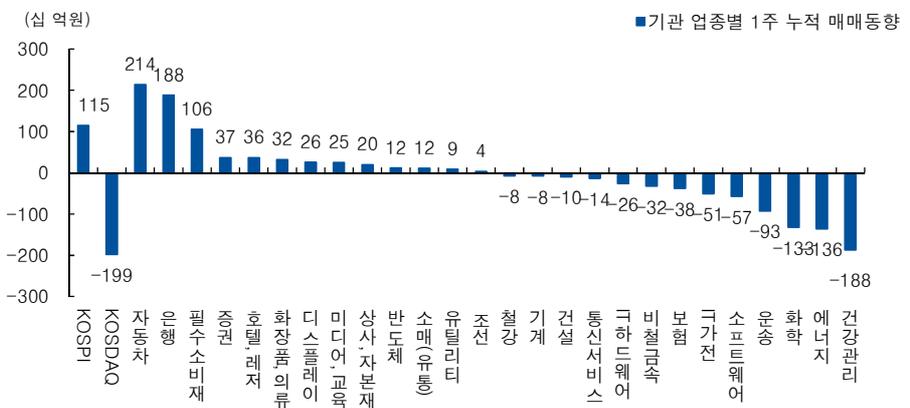
자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

외국인, 업종별 주간 매매 동향: 철강, 소프트웨어, 화학 순매수. 필수소비재, 디스플레이, 반도체 순매도



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

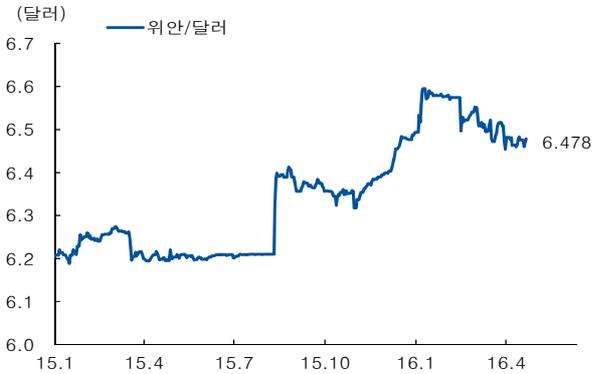
기관, 업종별 주간 매매 동향: 자동차, 은행, 필수소비재 순매수. 건강관리, 에너지, 화학 순매도



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

주요 Risk Factor

위안/달러 전주대비 소폭 절상



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

17일 도하 산유국 회의 합의 실패에도 상승 지속



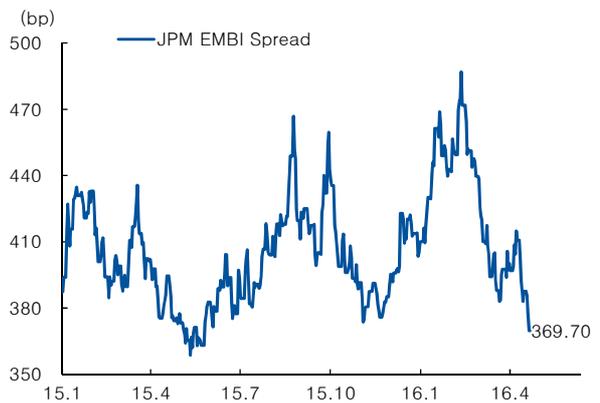
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

달러 약세 속 신흥국 통화 강세



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 경기 둔화에 대한 우려감 완화되며 JPM EMBI Spread 하락



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

VIX하락세는 지속되고 있으나 통화 변동성은 높은 수준 유지



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Citi Macro Risk 전주 대비 0.09P 하락한 0.48P



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 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.

경제이슈&주간프리뷰

미국 주택시장 호황이 연준 정책에 주는 영향은?



SUMMARY

- 최근 발표된 미국 경제지표 예상보다 부진, 추가 금리 인상 시점 점차 지연될 듯
- 금리 인상과 관련된 위험관리 측면에서 역으로 금리 인상을 앞당길 요인에 대한 고민 필요
- 미국 주택시장 경기 개선. 여러 측면 고려했을 때 개선세는 좀 더 지속될 전망
- 하지만 그 속도는 2010~2015년만큼 빠르지는 않을 듯
- 따라서 미국 주택경기 개선이 연준의 금리 인상을 앞당기는 요인으로 작용하기는 힘들 전망

[경제]

김태현

02-768-4119

taeheon.kim@dwsec.com

미국 경기 부진, 1분기 성장률 큰 폭 둔화 예상

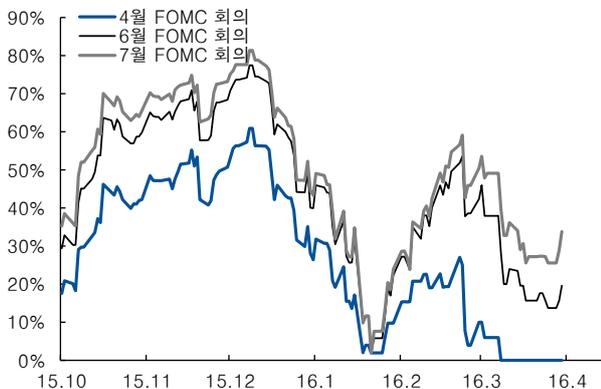
적어도 상반기 내 미국 금리 인상에 대한 걱정은 크게 할 필요가 없을 듯 하다. 연방기금금리 선물에 내재된 올해 남아 있는 6번의 FOMC 회의에서 금리 인상 가능성이 모두 하락하고 있다. 4월은 0%, 6월은 19.6%에 불과하다.

미국 금리 인상 기대가 낮아진 이유는 성장률 하락 가능성 때문이다. 1분기 미국 성장률도 큰 폭 낮아질 전망이다. Atlanta 연준의 GDP Now 모델에 의하면 1분기 미국 성장률은 전기비 연율로 0.3%에 불과할 것으로 보인다. 2월 초 2.7%였던 것과 비교하면 하향 조정폭이 상당하다. 매년 1분기 성장률이 날씨가 좋기 때문은 했지만 올해는 날씨가 그다지 나쁘지 않았는데도 성장률이 부진할 전망이다.

이처럼 최근 미국 경기 흐름이 생각보다 좋지 않다. 하지만 이럴 때일수록 위험관리 측면에서 역으로 연준이 예상보다 빠르게 금리 인상에 나서게 할만한 요인이 무엇이 있는지에 대해 고민해볼 필요가 있다.

16년 들어 미국 경기가 주춤하고 있으나 지속적인 개선 흐름을 보이고 있는 부문도 있다. 바로 고용시장과 주택시장이다. 금주에는 2010년부터 꾸준한 개선세가 지속되고 있는 미국 주택시장에 대해 점검해보고자 한다.

그림 1. 금리 인상 가능성 하락, 2분기 인상도 확실치 않아



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 미국 1분기 성장률 15년 4분기보다 큰 폭 둔화될 전망



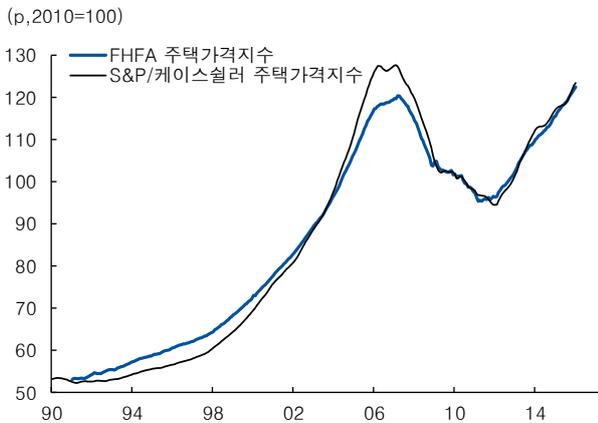
자료: Atlanta Fed, 미래에셋대우 리서치센터

미국 주택시장 개선세는 지속 중

글로벌 위기의 전조가 나타나기 시작하던 2006년을 정점으로 미국 주택가격은 빠르게 하락했다. 그 이후 2011년 유로존 재정위기의 여파가 있기는 했지만 경기 회복과 함께 미국 주택가격은 재차 상승 국면에 접어들었다.

<그림 3>을 보면 2010년 평균을 기준으로 계산한 FHFA 주택가격지수는 이미 글로벌 위기 이전 고점을 상향 돌파했다. 지수 산정에 있어서 20개 도시만을 대상으로 하는 등 통계적인 차이가 있는 S&P/케이스윌러 주택가격지수는 아직 돌파하지 못했지만 전고점을 눈 앞에 두고 있다.

그림 3. 주택가격은 이미 전고점 수준



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 2010년 이후 경기 개선과 함께 주택가격도 재차 상승



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

주택시장 개선 지속될 가능성 높아

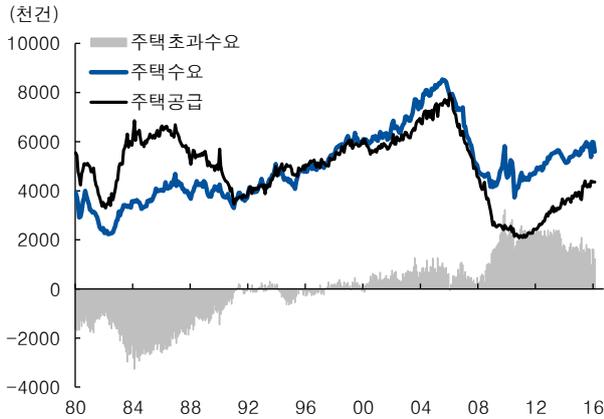
미국 주택시장의 개선은 향후에도 좀 더 지속될 가능성이 높을 것으로 판단한다. 주택시장 흐름을 판단하는 데 있어서 중요한 금리, 수요와 공급, 그리고 주택 구매자들의 주택구입능력을 나타내는 Housing Affordability Index 측면에서 주택시장이 둔화될 조짐을 찾아보기 힘들기 때문이다. 게다가 주택시장 심리도 나쁘지 않다.

1) 미국 주택시장의 수급 측면에서 1980년대 이래로 유례없는 주택초과수요가 지속되고 있다. 16년 2월 기준으로 주택초과수요는 123만 4천건에 달한다. 1980년 이후 주택초과수요의 평균이 2만 9,800건임을 감안하면 매우 높은 수준이다. 물론 2009년 이후 평균 204만 4,500건과 비교하면 줄어들었다. 그래도 서브프라임 모기지론으로 시작된 글로벌 위기 이전보다 수요가 우위에 있다.

2) 미국 연준의 금리 인상은 시작되었다. 하지만 2008년보다는 상황이 비교적 양호하다. 첫 번째로 연준의 금리 인상 속도가 매우 완만할 것으로 기대되기 때문이다. 완만한 금리 인상은 모기지론 주택담보대출 금리도 빠르게 상승하지 않을 것이라는 점에서 긍정적이다.

두 번째로 과거와 달리 주택담보대출 중 변동금리 비중이 매우 낮다. 글로벌 위기 이전에는 50%에 육박했던 변동금리 비중이 최근에는 겨우 10%를 소폭 상회하는 정도이다. 금리 인상 영향을 받을 모기지론 비중 자체가 낮다.

그림 5. 글로벌 위기 이후 큰 폭의 주택초과수요 지속



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터
 주: 주택수요는 신규주택판매, 기존주택판매로 구성되어 있고 주택공급은 건축허가건수, 주택차공건수, 주택완공건수, 진행중 주택건수로 구성

그림 6. 변동금리 모기지론 비중은 위기 이전보다 매우 낮은 수준



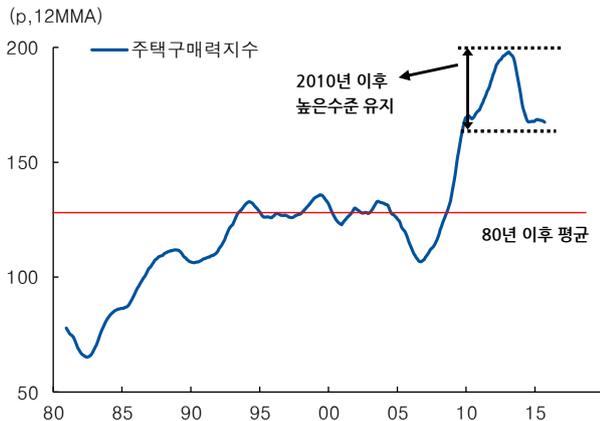
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

3) 주택구매력지수(Housing Affordability Index)의 최근 추세를 살펴보면 높은 미국 가계의 주택 구매력도 주택경기 개선 지속 가능성을 시사한다. 주택구매력지수는 주택가격, 모기지 금리 수준, 평균 소득 수준을 고려해 산출된 지수이다. 즉, 주택구매력지수가 높은 수준에 머물러 있다는 의미는 아직 미국 가계는 충분히 주택 구매에 나설 수 있음을 의미한다.

4) 주택시장의 심리지수 또한 긍정적이다. 고용시장 개선이 지속되고 있어 주택판매에 대한 기대가 지속되고 있기 때문이다. <그림 8>에 나타난 주택판매에 대한 건설업자의 체감경기를 보여주는 NAHB 주택시장지수를 살펴보자. 85년 이후 NAHB 주택시장지수 평균이 48.8p인데 +1 표준편차와 -1 표준편차를 주택시장 경기 과열과 침체의 기준점으로 보면 미국 주택시장 경기는 확장 국면에 위치해 있다.

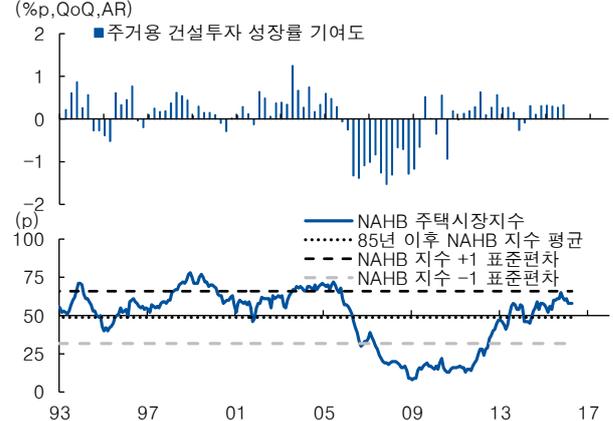
2015년 말 과열구간 진입 직전부터 최근까지 소폭 둔화되기는 했지만 NAHB 주택시장지수가 평균치를 상회하는 구간 또는 회복되는 구간에서 주거용 건설투자의 성장률에 대한 기여도는 (+)로 미국 성장률에 긍정적인 영향을 미쳐왔다. 4월 기준 NAHB 주택시장지수는 58p로 평균(48.8p)을 큰 폭 상회하고 있어 주택경기 개선이 경제성장에 줄 수 있는 긍정적인 영향은 좀 더 지속될 전망이다.

그림 7. 미국 가계의 주택구입 능력 높아, 주택경기 개선 지속 예상



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 주택시장 심리지수도 주택경기 개선이 좀 더 지속될 것을 시사



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

종합해보면 미국 주택경기의 개선은 좀 더 지속될 전망이다. 주택 경기의 지속적인 개선은 고용시장 개선과 함께 미국 가계소비를 뒷받침 해준다는 측면에서 미국 경기 판단에 긍정적인 요인으로 작용할 수 있다.

개선 속도는 점차 둔화될 듯

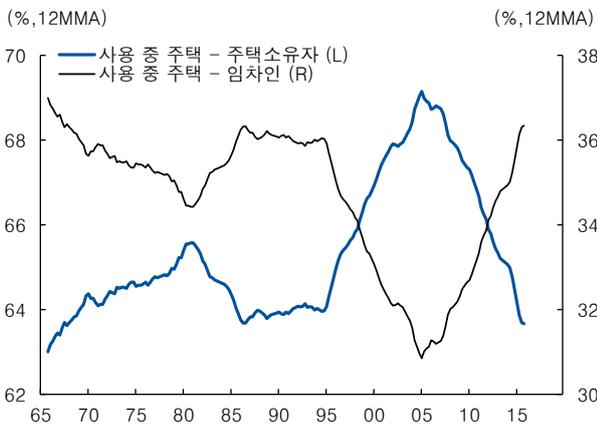
물론 다소 걱정되는 부분은 남아 있다. 주택거래 구조의 변화가 주택경기 개선 속도를 감소시키는 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

최근 미국의 주택거래 구조가 매매에서 임대로 전환되고 있다. 사용 중인 주택 중 주택소유자가 사용중인 주택 비중은 빠르게 줄어들고 있는 반면 임차인이 사용중인 주택 비중은 약 36%까지 빠르게 증가했다<그림 9>. 이에 주택소유율도 글로벌 위기 이전 최고 69.2%에서 최근 63%로 하락했다<그림 16>.

주택의 매매호가는 주춤하고 있는 반면 임대호가는 빠르게 상승하고 있다는 점도 이를 반증한다<그림 10>. 주택 매매보다는 임대 쪽으로 수요가 집중되며 임대호가와 매매호가 추이에 괴리가 나타나고 있는 것이다.

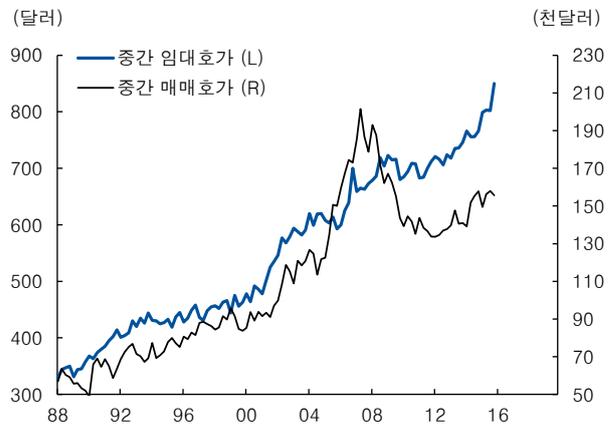
주택거래가 매매에서 점차 임대 위주로 전환되고 있다는 사실은 주택 수요 측면에서 부정적이다. 주택판매 잠재수요가 감소할 수 밖에 없기 때문이다. 아직까지는 주택 초과수요가 지속되고 있다. 그러나, 이전처럼 수요가 더 빠르게 개선되기는 힘들어 보인다.

그림 9. 미국 주택거래 구조가 매매에서 점차 임대로 전환



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 임대호가의 빠른 상승, 주택거래 구조 변화 시사



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

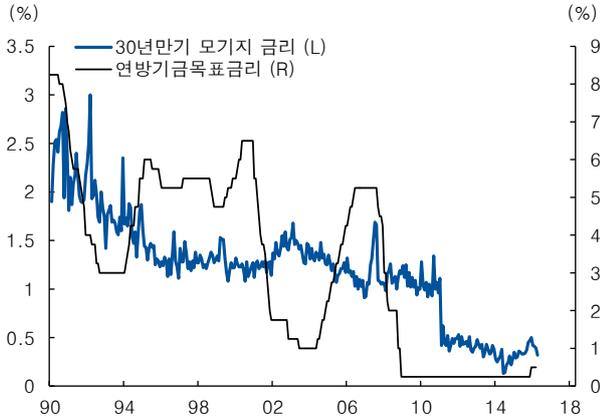
주택 경기는 개선, 그러나 금리 인상 요인으로 작용하기는 힘들어

미국 주택경기 개선세는 지속될 것으로 예상된다. 주택경기 개선으로 소비자물가지수의 33.5% 가량의 비중을 차지하고 있는 주거비용물가가 빠르게 상승하고 있다. 물가상승에 긍정적인 요인이다<그림 14>.

하지만, 2010~2015년의 개선속도를 유지하기는 힘들 것으로 예상된다. 따라서 주택 경기 호황이 연준의 금리 인상을 앞당기는 요인으로 작용하기는 힘들 전망이다. 즉, 미국 주택경기 개선은 좀 더 지속될 수 있으나 속도에 있어서 만큼은 예상보다 강하지 못할 것으로 예상된다.

관련 차트

그림 11. 금리 인상 속도 더딜 전망, 모기지 금리 빠른 상승 없을 듯



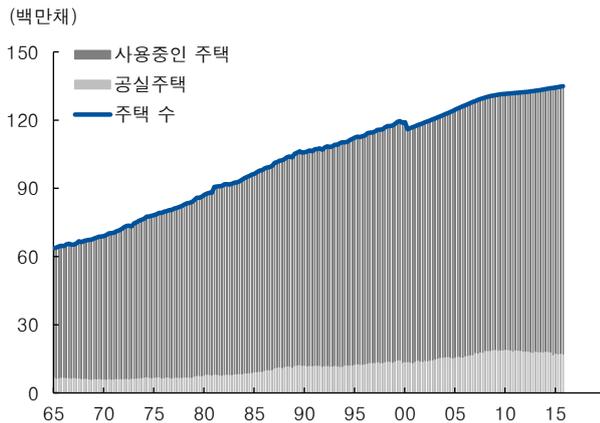
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 주택 재고소진 기간, 역사적 저점 수준으로 짧아



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 주택 공실률도 낮은 상황



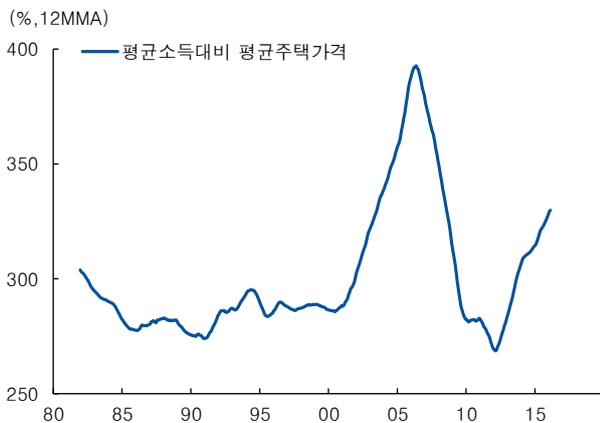
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 주택경기 개선으로 주거비용물가 지속적 상승



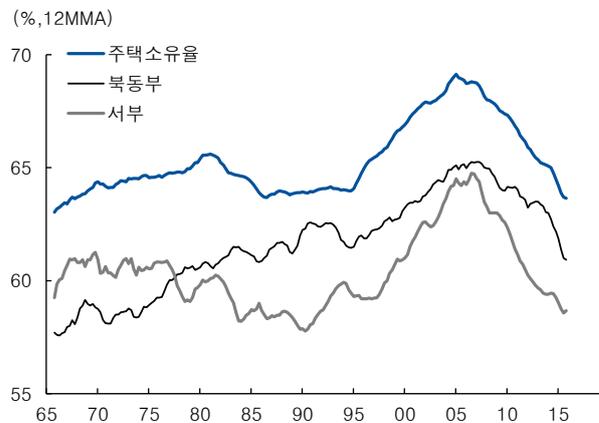
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 소득 대비 주택가격 빠르게 상승, 임대 전환 요인으로 작용



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 점차 주택소유율 하락



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

주요 경제지표 Review

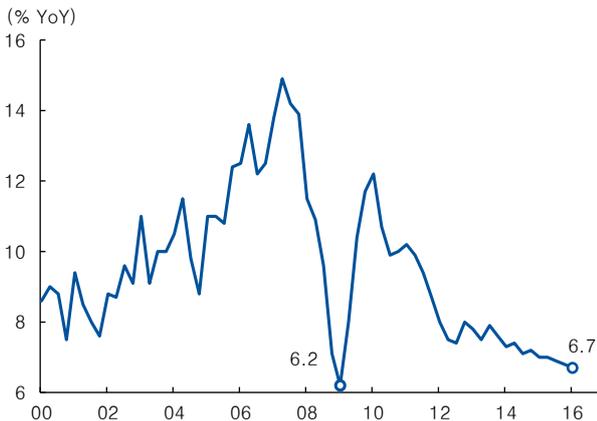
그림 17. 미국 산업생산



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

- 15일 미국 3월 산업생산 발표
- 3월 들어 ISM 제조업지수가 반등하며 기준선을 상회했고 유가가 빠르게 반등해 3월 산업생산 감소폭 축소될 것으로 예상했으나 전월대비 -0.6% 감소했고 2월 수치도 기존 -0.1%에서 -0.6%로 하향
- 자동차판매 둔화로 인해 자동차 생산이 전월대비 -1.5% 감소하며 내구소비재생산은 전월대비 -0.8% 감소
- 유가가 2월대비 큰 폭 반등했지만 원자재 생산도 전월대비 -0.8% 감소하며 2월(-0.7%)보다 감소폭 확대
- 미국 광공업의 약 75%로 비중이 높은 제조업생산도 전월대비 -0.3% 감소하며 감소폭 확대
- 재고부담이 높은 수준에 머물러 있다는 점이 생산 둔화에 영향 준 것으로 판단
- 1분기 실물경기 둔화로 성장을 둔화 불가피. 연준의 추가 금리 인상 시점 지연 요인으로 작용할 전망

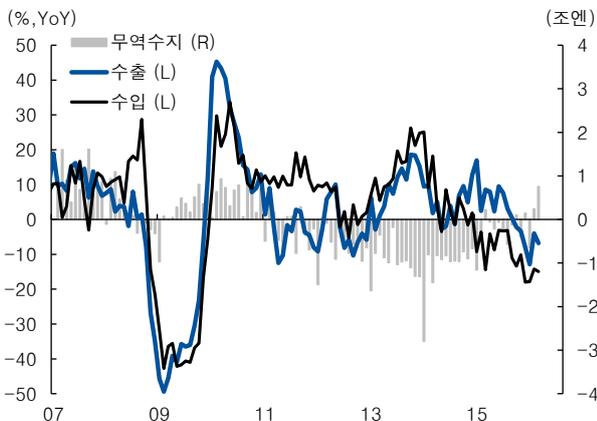
그림 18. 중국 GDP



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

- 15일 중국 1분기 GDP 발표
- 2016년 1분기 중국 실질성장률은 6.7%를 기록하며 2015년 4분기 6.8% 대비 둔화
- 2009년 1분기 6.2% 이후로 최저 수준
- 하지만 중국 정부가 16년 목표성장률을 6.5~7.0%로 낮췄고 3월 소매판매와 산업생산 등 실물지표가 예상치 상회해 중국 경기에 대한 우려가 확산되는 않아
- 다만, 실물지표 호조로 중국 정책당국의 추가 통화 부양책에 대한 기대감 낮아지며 20일 중국 증시 급락

그림 19. 일본 수출입

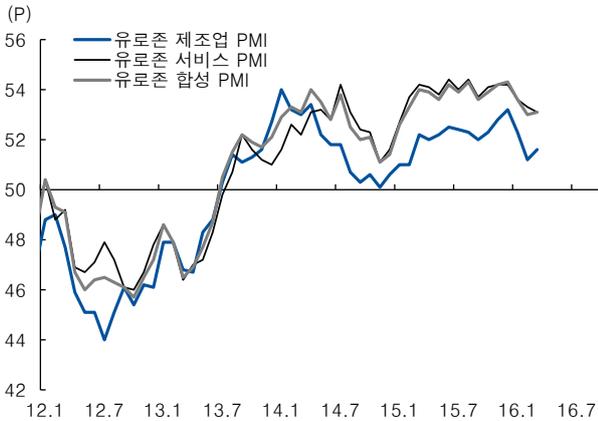


자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

- 20일 일본 3월 수출입지표 발표
- 3월 수출은 전년동월대비 -6.8% 감소했고 수입은 -14.9% 감소해 2월 대비 감소폭 모두 확대
- 수입의 감소폭이 수출 감소폭을 상회하며 무역수지는 2,765억엔을 기록하며 2011년 2월 이후 최고치를 기록했으나 불황형 흑자 성격 강해 최근 엔화가 급격히 강세를 보였다는 점을 감안하면 4월에도 일본 수출이 개선되기는 힘들 전망
- 일본 경제지표 부진이 지속되고 있어 일본 정책당국의 추가 정책에 대한 압력은 점차 높아질 전망

주요 경제지표 Preview

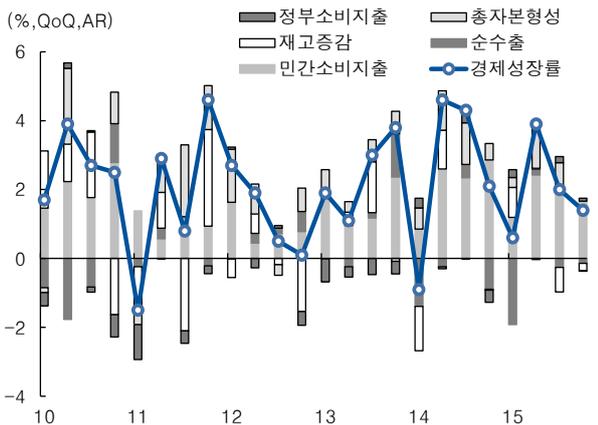
그림 20. 유로존 PMI



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

- 22일 유로존 4월 Markit PMI 발표 예정
- 연초 이후 둔화가 지속되던 유로존 제조업 체감경기는 3월 ECB가 공격적인 추가 통화 부양책을 발표한 이후 소폭 개선
- 아직 글로벌 제조업 수요 개선 조짐이 나타나지 않고 있고 ECB의 부양책에도 불구하고 대출 수요가 크게 증가하지 않고 있다는 우려 남아 있어
- 하지만 ECB의 추가 통화정책 영향이 가시화되기까지는 시간이 필요하고 최근 유로존 실물지표도 점진적 개선 흐름 보이고 있어 4월 유로존 제조업 체감경기 소폭 반등할 것으로 예상

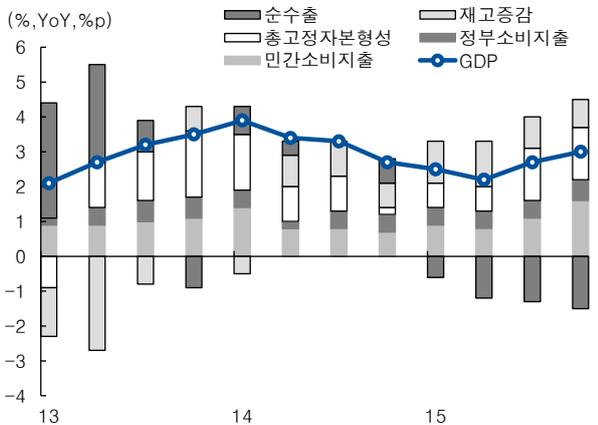
그림 21. 미국 GDP



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

- 28일 미국 1분기 GDP 발표 예정
- 매년 미국 1분기 성장률은 한파 영향으로 소비와 생산활동이 위축되며 2~4분기 대비 부진
- 하지만 올해에는 날씨 영향이 없었음에도 불구하고 1분기 성장을 둔화될 것으로 예상
- 1분기 무역수지 적자폭이 확대되었고 글로벌 수요 부진으로 인한 생산활동 둔화 영향

그림 22. 한국 GDP



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

- 26일 한국 GDP 발표 예정
- 한국 1분기 성장률 3%대 지키기 힘들 전망
- 2015년 초부터 이어져 온 수출입 감소세가 지속되고 있고 대내외 수요 부진으로 인한 생산 부진 지속
- 2015년 하반기 전월대비 증가세를 유지해오던 서비스업 생산도 1월 들어 감소
- 정부가 재정조기 집행을 통해 정부지출을 늘렸으나 성장률 둔화 방어하기에는 역부족일 것으로 예상

표 1. 지난 주 주요 경제지표 발표일정

일자	국가	기간	경제지표 및 이벤트	단위	발표치	예상치	이전치
4월 15일 (금)	한국	3월	실업률	%	3.8	3.9	4.1
	중국	3월	산업생산	전년비 %	6.8	5.9	5.4
	중국	3월	소매판매	전년비 %	10.5	10.4	10.2
	중국	3월	고정자산투자	전년비 %	6.7	6.7	6.9
	중국	1Q	GDP	전년비 %	6.7	6.7	6.8
	미국	3월	산업생산	전월비 %	-0.6	-0.1	-0.6
4월 18일 (월)	미국	4월	NAHB 주택시장지수	p	58	59	58
4월 19일 (화)	유로존	2월	건설생산	전년비 %	2.5		4.9
	미국	3월	주택착공건수	천건	1089	1166	1194
	미국	3월	건축허가건수	천건	1086	1200	1177
	한국		BOK 금융통화위원회				
4월 20일 (수)	한국	3월	생산자물가지수	전년비 %	-3.1	-2.9	-3.0
	일본	3월	수출	전년비 %	-6.8	-7	-4
	일본	3월	수입	전년비 %	-14.9	-16.6	-14.2
	일본	3월	무역수지 (계절조정)	십억엔	276.5	450	150.4
	미국	3월	기존주택판매	백만건	5.33	5.28	5.07
4월 21일 (목)	유로존		ECB 통화정책회의				
	미국	2월	FHFA 주택가격지수	전월비 %		0.4	0.5
	유로존	4월	소비자신뢰지수	p		-9.3	-9.7

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 이번 주 주요 경제지표 발표일정

일자	국가	기간	경제지표 및 이벤트	단위	예상치	이전치
4월 22일 (금)	유로존	4월	Markit 제조업 PMI	p	51.9	51.6
	유로존	4월	Markit 서비스 PMI	p	53.3	53.1
	유로존	4월	Markit 합성 PMI	p	53.3	53.1
4월 25일 (월)	미국	3월	신규주택판매	천건	522	512
4월 26일 (화)	한국	1Q	GDP	전년비 %		3.1
	미국	3월	내구재수주	전월비 %	1.7	-3
	미국	2월	S&P/케이스실러 주택가격지수	전월비 %	0.7	0.8
	미국	4월	컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	P	96	96.2
4월 27일 (수)	한국	4월	소비자심리지수	p		100
	미국	3월	미결주택판매	전월비 %	0.1	3.5
4월 28일 (목)	미국		FOMC 회의			
	일본	3월	소비자물가지수	전년비 %		0.3
	일본	3월	소매판매	전년비 %		0.4
	일본	3월	광공업생산	전년비 %		-1.2
	일본		BOJ 금융정책결정회의			
	유로존	4월	경기신뢰지수	p		103
4월 28일 (목)	미국	1Q	GDP	전기비 연율 %	0.7	1.4

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 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.

크레딧 동향 및 투자전략 Weekly



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

금주에는 A등급의 인기가 두드러짐. 국도화학, 효성, 풍산 모두 2~3배 이상의 유효수요가 몰렸으며 발행금리도 -24 ~ -7bp로 강하게 결정. 아직 결과발표전인 대응계약에도 폭발적인 수요가 몰린 것으로 전해짐.

CJ대한통운도 성황리에 수요예측을 마감. 3/5년물 각각 -8, -7bp로 결정. 센트럴 시티는 +9bp로 상대적으로 부진. 차입규모가 증가세가 금리에 부정적으로 반영. 롯데케미칼은 등급에 대한 불확실성 존재하지만 금리밴드 상단이 이미 1 notch 하락을 반영하고 있어 투자자들이 편하게 수요예측에 참가한 것으로 판단.

■ 주간 섹터별 발행, 유통시장 및 신용등급 변동

주간 크레딧 채권은 1조원 순상환. 발행량이 2월 초 이후 최저치를 기록한 가운데 회사채는 S-Oil(AA+)부터 중앙일보(BBB0), 사모사채까지 다양한 등급 및 기업들의 발행으로, 여전채는 캐피탈채의 선방으로 순발행.

- 전망 하향: 화신 (A-/S → A-/N)

■ 주간 크레딧 스프레드 동향 및 투자전략

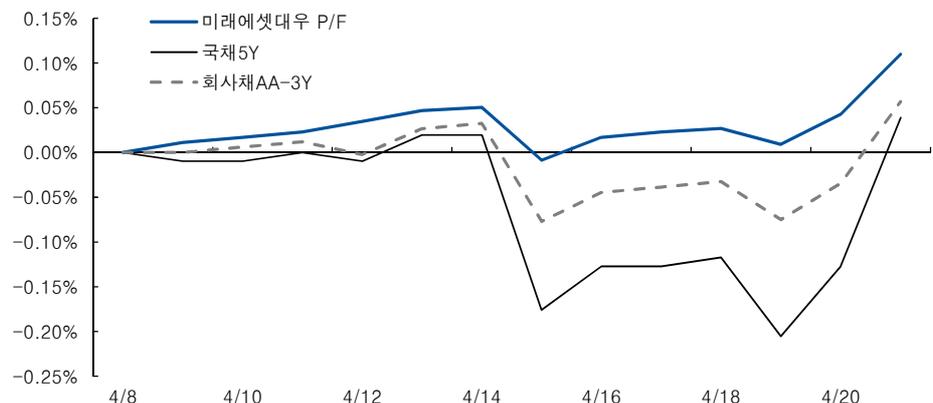
크레딧 채권의 신용스프레드가 단기물 중심으로 강세, 섹터별로는 여전채의 축소 폭이 더 크게 나타나며 그 동안의 상대적 약세에 따른 되돌림 진행. 반면, A급 이하 회사채는 지난 주에 이어 확대 추세를 이어가며 우량-비우량등급 간 스프레드는 더욱 확대.

■ 미래셋대우 크레딧 포트폴리오

크레딧 포트폴리오를 구성하고 벤치마크대비 수익을 비교. 당사 P/F는 5종목으로 각각 20%씩 편입하였으며 듀레이션은 2.04년임.

■ 수요예측 예정기업: AJ네트웍스(BBB+/안정적)

주간 크레딧 포트폴리오 및 벤치마크 수익률 추이



자료: 미래셋대우 리서치센터

주간 회사채 수요예측 현황

4월 셋째 주(4/15~21일)에는 국도화학(A+), 효성(A0), 풍산(A0), CJ대한통운(AA-), 센트럴시티(AA-), 대웅제약(A+), GS E&R(A+), 롯데케미칼(AA+)의 수요예측이 진행되었다.

금주에는 A등급의 인기가 두드러졌다. 국도화학, 효성, 풍산 모두 2~3배 이상의 유효수요가 몰렸으며 발행금리도 -24 ~ -7bp로 강하게 결정되었다. 아직 결과발표전인 대웅제약에도 폭발적인 수요가 몰린 것으로 전해진다.

위 업체들은 A등급내에서도 상대적으로 실적이 견조하거나 안정적인 사업기반을 가지고 있어 펀더멘털이 양호한 편이며 A등급 회사채 지원방안 등으로 투자심리가 개선된 점도 영향을 미친 것으로 판단된다.

CJ대한통운도 성황리에 수요예측을 마감했다. 3/5년물은 각각 -8, -7bp로 결정됐고 풍부한 수요로 5/7년물은 증액 발행할 예정이다. 센트럴시티는 모집금액의 1.9배의 수요가 몰렸으나 발행금리는 +9bp로 상대적으로 부진했다. 지분인수, 시설투자 등으로 차입규모가 증가하고 있는 부분이 금리에 부정적으로 반영된 것으로 보인다.

결과 발표전인 롯데케미칼에도 많은 수요가 몰렸다. 신용등급 부정적 검토대상으로 등급에 대한 불확실성이 존재하지만 금리밴드 상단이 이미 1 notch 등급하향을 반영하고 있어 투자자들이 편하게 수요예측에 참가한 것으로 판단된다.

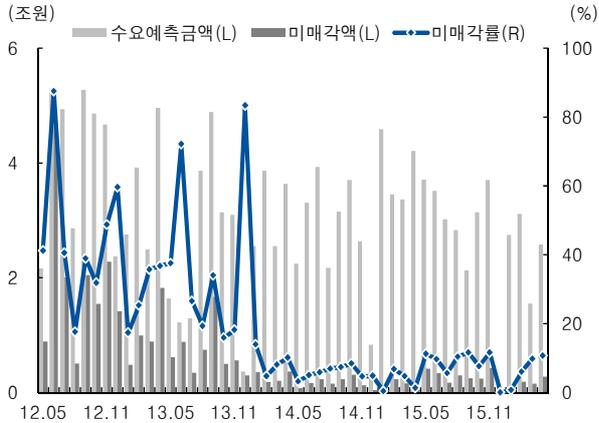
표 1. 회사채 수요예측 현황

(억원, bp)

발행기관	신용등급	발행금액	만기	수요예측 금리밴드			결정금리	미매각	수요 예측일	발행일/ 대표주관 체결일	발행목적/ 주관사
				기준금리	하단	상단					
수요예측 완료기업											
하이트진로 122	A0	1,250	3Y	개별민평3년	-10	20	20	-	4/14	4/21	차환 500, 운영 750
국도화학 50	A+	150	3Y	개별민평3년	-23	7	-24	-	4/18	4/25	차환 150
효성 259-1	A0	1,020	3Y	개별민평3년	-20	10	-10	-	4/18	4/25	차환 600, 운영 420
효성 259-2	A0	980	5Y	개별민평5년	-20	10	-20	-	4/18	4/25	운영 980
풍산 101	A0	1,000	3Y	개별민평3년	-20	15	-7	-	4/15	4/25	차환 1000
CJ 대한통운 90-1	AA-	800	3Y	개별민평3년	-15	5	-8	-	4/15	4/25	운영 800
CJ 대한통운 90-2	AA-	1,100	5Y	개별민평5년	-10	10	-7	-	4/15	4/25	운영 1100
CJ 대한통운 90-3	AA-	600	7Y	개별민평7년	-10	10	4	-	4/15	4/25	운영 600
센트럴시티 3	AA-	1,000	3Y	개별민평3년	-10	10	9	-	4/18	4/26	차환 1,000
대웅제약 9	A+	1,000	3Y	개별민평3년	-10	10	발표전	발표전	4/20	4/28	시설 1,000
지에스이앤알 17	A+	800	3Y	개별민평3년	-20	20	발표전	발표전	4/21	4/28	운영 800
롯데케미칼 52-1	AA+	1,000	2Y	개별민평2년	-15	5	발표전	발표전	4/21	4/28	기타 1,000
롯데케미칼 52-2	AA+	2,000	3Y	개별민평3년	-13	7	발표전	발표전	4/21	4/28	기타 2,000
롯데케미칼 52-3	AA+	2,000	5Y	개별민평5년	-10	10	발표전	발표전	4/21	4/28	기타 2,000
롯데케미칼 52-4	AA+	1,000	10Y	개별민평10년	-10	10	발표전	발표전	4/21	4/28	기타 1,000
대표주관 체결기업											
삼성물산	AA+								미정	3월 하순	신한/NH
포스코	AAA								4/25	4월 초순	삼성/대우/KB/한국
AJ 렌터카	A-								4/26	4월 초순	KB
AJ 네트워크	BBB+								4/27	4월 초순	한화
플러리스쉬핑	BBB+								5/3	4월 초순	KDB/NH
신세계동대구 복합환승센터	-								4/29	4월 중순	NH/대우
LG 디스플레이	AA0								5/3	4월 중순	LIG/KB/신한/한국

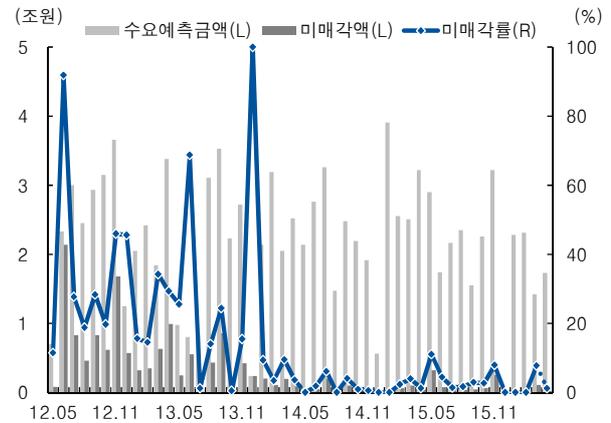
주1: 음영부분은 지난주 수요예측을 진행했으나 금주 결과를 발표한 업체, 주2: 대표주관계약 체결 후 2개월내 수요예측 진행하지 않은 업체 제외
 주3: 대표주관계약 체결 기업의 수요예측일은 변경될 가능성이 있음, 자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 회사채 미매각률 추이 (전 등급)



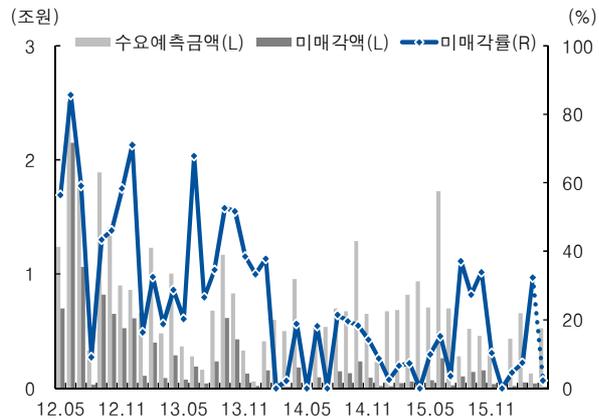
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 회사채 미매각률 추이 (AA등급 이상)



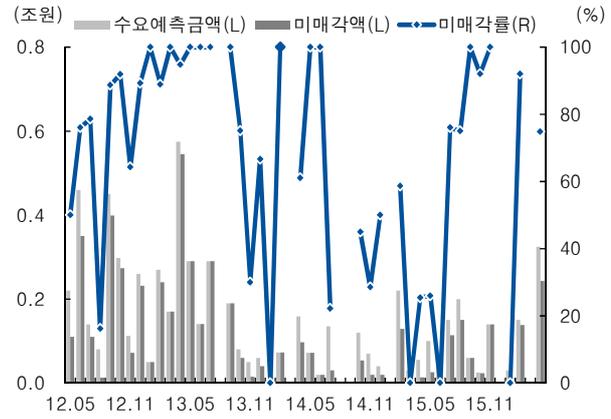
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 회사채 미매각률 추이 (A등급)



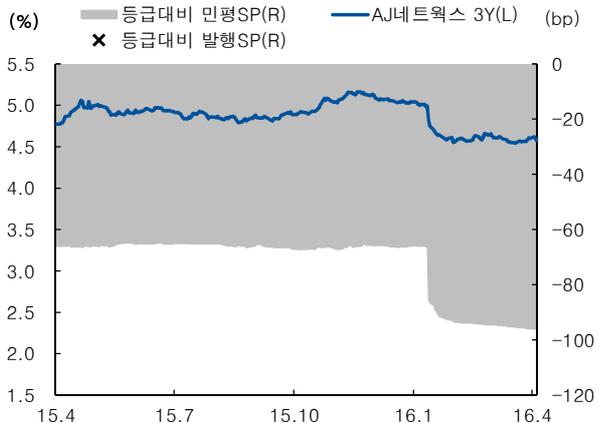
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 회사채 미매각률 추이 (BBB등급 이하)



자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. AJ네트웍스(BBB+) 3Y 동일등급 대비 스프레드



주: X표시는 과거 발행 당시 SP, 자료: 본드웹, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. AJ렌터카(A-) 3Y 동일등급 대비 스프레드



주: X표시는 과거 발행 당시 SP, 자료: 본드웹, 미래에셋대우 리서치센터

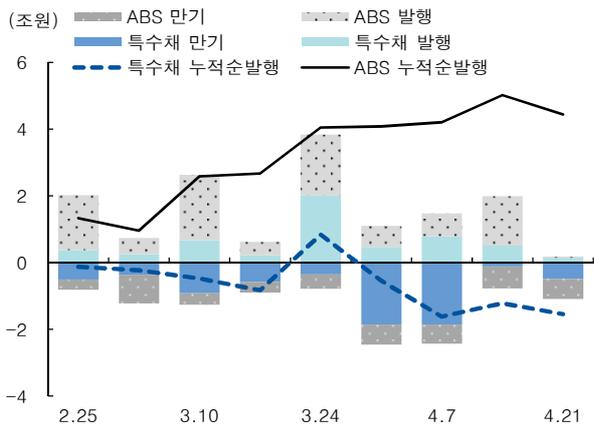
주간 섹터별 발행 현황

4월 셋째 주 특수채, ABS, 은행채, 여전채 및 회사채(공·사모)를 합한 크레딧 채권은 1조원 순상환되었다. 발행량이 2월 초 이후 최저치를 기록한 가운데 회사채와 여전채만 순발행을 나타냈다.

특수채는 중소기업진흥공단, 인천국제공항공사, 부산교통공사, ABS는 정기예금 유동화의 소량 발행만이 있었다. 은행채는 기업은행, 외환은행의 순발행에도 불구하고 산업은행의 대규모 순상환 영향이 더 크게 나타났으며 여전채는 캐피탈채의 선방으로 5주 연속 순발행을 기록했다. 회사채는 S-Oil(AA+)부터 중앙일보(BBB0), 사모사채까지 다양한 등급 및 기업들의 발행으로 순발행 추세를 이어갔다.

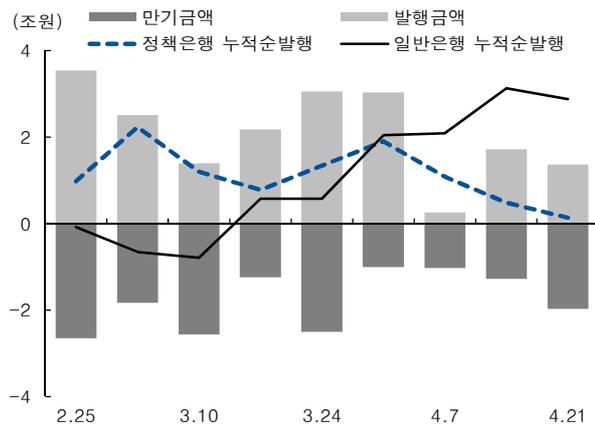
섹터별 최근 2개월 누적순발행 추이를 살펴보면, 특수채의 순상환이 이어지는 가운데, ABS는 MBS, 여전사 및 단말기 유동화를 중심으로, 은행채는 3월 이후 일반은행 중심으로 누적순발행이 이어지고 있다. 여전채에서는 캐피탈채에 이어 카드채의 순발행액도 증가하고 있으며 회사채는 AA급 기업들의 대규모 발행에 힘입어 순발행으로 전환했다.

그림 7. 특수채 및 ABS 주별 발행·만기·누적순발행 현황



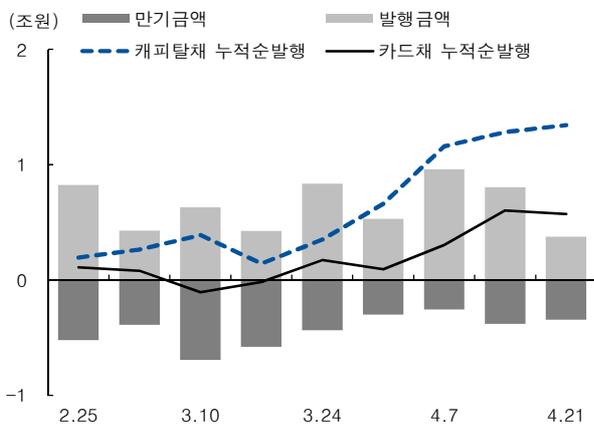
주: MBS Call 상환 분은 고려하지 않음
자료: KIS-NET, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 은행채 주별 발행·만기·누적순발행 현황



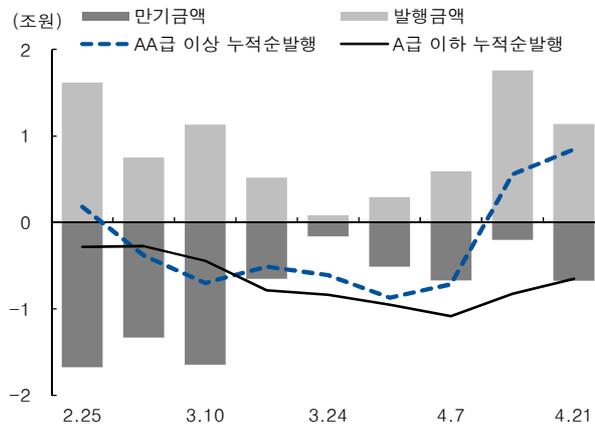
주: 정책은행은 산업, 기업, 수출입은행 합계
자료: 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 여전채 주별 발행·만기·누적순발행 현황



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

그림 10. 회사채 주별 발행·만기·누적순발행 현황



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

주간 회사채 유통시장 및 신용등급 변동

유통시장에서는 지에스이엔알13이 1,400억원으로 주간 최다 거래 되었으며 DGB금융지주2, BNK금융지주 신종자본증권2, 대상140-1, 한국서부발전30-2 등도 거래량 상위에 랭크되었다.

특이 거래로는, BBB급의 대한항공이 민평대비 20bp 축소 거래된 가운데 발전자회사 및 지방공기업이 강세를 나타냈다. 반면 BNK금융지주의 신종자본증권이 민평대비 25bp 확대되었으며 KB, 하나 등 금융지주들이 대거 약세 거래되는 모습을 보였다.

신용도 변동으로는 자동차부품기업 화신이 A-/S에서 A-/N으로 등급전망이 하향되었다. 글로벌 시장 내 사업환경 저하와 투자부담으로 인한 재무안정성 저하 때문이다.

표 2. 주간 회사채 거래량 상위 종목 (4.15~ 4.21)

(억원, %, bp)

종목명	신용등급	거래금액	거래금리	민평대비	만기일	거래일
지에스이엔알 13	A+	1,400	2.535	21	2017-04-03	2016-04-21
DGB 금융지주 2	AAA	1,000	1.604	2	2017-01-17	2016-04-21
BNK 금융 조건부(상)2	AA-	822	4.374	25	2045-08-31	2016-04-20
대상 140-1	A+	800	1.978	0	2019-01-29	2016-04-21
한국서부발전 30-2	AAA	700	2.000	-1	2026-01-28	2016-04-15
신한금융지주 77-1	AAA	600	1.601	1	2017-08-21	2016-04-21
한국동서발전 19-1	AAA	600	1.549	1	2016-07-26	2016-04-19
씨제이제일제당 21-1	AA0	600	1.749	0	2019-02-26	2016-04-15
롯데렌탈 39-1	AA-	500	1.811	-1	2017-08-28	2016-04-21
삼양홀딩스 90-1	AA-	400	1.711	-2	2017-06-11	2016-04-21

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

표 3. 민평 대비 회사채 특이 거래 동향 (4.15~ 4.21)

(억원, %, bp)

거래종목	신용등급	거래금액	거래금리	민평대비	만기일	거래일
강세 5선						
대한항공 62	BBB+	102	4.713	-20	2018-04-12	2016-04-18
풍산 100	A0	200	2.116	-4	2018-08-28	2016-04-18
한국중부발전 26-1	AAA	200	1.725	-2	2021-04-18	2016-04-20
한국수력원자력 43-1	AAA	200	1.630	-2	2019-12-18	2016-04-18
대구도시공사 2012-02	AA+	200	1.711	-2	2017-09-25	2016-04-18
약세 5선						
BNK 금융 조건부(상)2	AA-	822	4.374	25	2045-08-31	2016-04-20
한미약품 83	A0	120	2.422	7	2018-04-26	2016-04-19
대신에프앤아이 16	A+	200	2.439	5	2017-10-08	2016-04-18
KB 금융지주 12-2	AAA	200	1.780	5	2020-11-27	2016-04-20
하나금융지주 34-1	AAA	200	1.790	5	2021-01-18	2016-04-20

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

표 4. 주간 신용등급 및 등급전망 변동 현황

등급/전망 변경	기업명	평기일	직전등급	현재등급	신평사	내용
전망 하향	화신	2016-04-18	A-(S)	A-(N)	NICE	신용시장 및 완성차메이커의 판매 부진, Capex 부담 지속

주: KR(한국기업평가), NICE(한국신용평가정보), KIS(한국신용평가), 투자등급 기준, 자료: 각 신평사, 본드웹, 미래에셋대우 리서치센터

주간 크레딧 스프레드 동향

크레딧 채권의 신용스프레드가 단기물 중심으로 강세를 보였으며 섹터별로는 여전채의 축소폭이 더 크게 나타나며 그 동안의 상대적 약세에 따른 되돌림이 진행되고 있다. 반면, A급 이하 회사채는 지난 주에 이어 확대 추세를 이어가며 우량-비우량등급 간 스프레드는 더욱 확대되었다.

기준금리 인하 가능성 확대 등 크레딧 채권 강세 분위기가 이어지는 상황에서 우량등급 회사채의 발행 부족, A등급 회사채의 발행 강세 및 유동성지원 대책 검토, BBB등급 회사채의 하이일드 펀드 수요 등으로 인해 A급 이하 크레딧물의 추가적인 스프레드 확대가 다소 진정될 수 있는 우호적인 환경이 조성되고 있다는 판단이다.

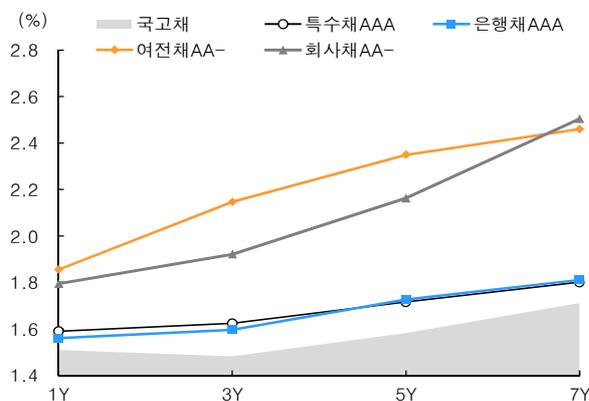
표 5. 주간 크레딧 스프레드 변동 (4월 21일 종가 기준)

(%, 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	1.510	1.482	1.582	1.712	0.00	-0.02	-0.02	-0.02	13	10	0.1	-0.3
특수채	AAA	8	14	13	9	-1	0	0	0	9	9	0	-1
	AA+	11	20	22	23	-1	0	0	0	14	12	0	0
은행채	산금채	5	11	15	10	-1	0	0	0	8	13	0	0
	중금채	5	13	16	13	-1	0	0	0	9	14	0	0
	은행 AAA	6	14	17	16	-1	0	0	0	12	13	0	0
	은행 AA+	12	21	23	20	-1	0	0	0	11	11	0	0
여전채	AA+	13	35	44	41	-1	0	0	0	10	19	0	0
	AA0	21	47	61	59	-2	-1	0	0	11	23	0	0
	AA-	35	67	77	75	-2	-1	0	0	11	20	0	1
	A+	84	126	134	139	-1	0	0	0	17	19	0	0
회사채	AAA	10	18	22	25	0	1	0	0	17	14	0	-1
	AA+	18	33	38	42	-1	0	0	0	17	16	0	0
	AA0	23	38	46	59	-1	0	0	0	25	18	0	0
	AA-	29	44	58	79	-1	0	0	0	34	24	0	0
	A+	71	99	119	133	0	1	0	0	27	30	0	-1
	A0	87	124	158	175	0	1	0	0	30	45	0	-1
	A-	110	158	210	223	0	1	0	0	25	62	0	-1
	BBB+	238	407	418	410	0	1	0	1	6	21	1	-1

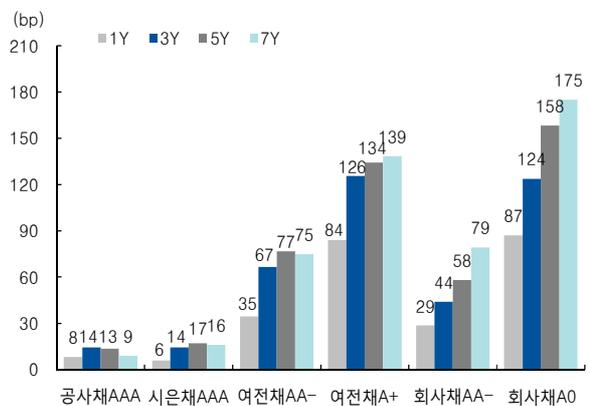
주: 국고채는 수익률(%)을 기재, 자료: 본드웍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 채권 종류별 수익률 곡선 추이



자료: 본드웍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 크레딧 채권의 섹터별 신용스프레드



자료: 본드웍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 주간 특수채 AAA 스프레드 변화

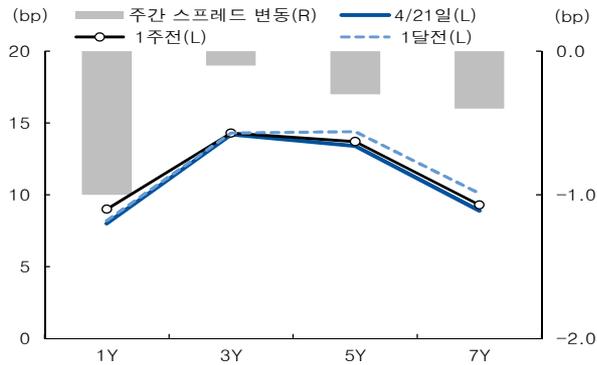


그림 14. 주간 은행채 AAA 스프레드 변화

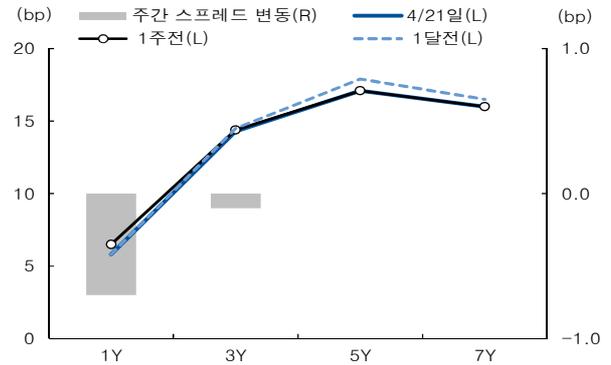


그림 15. 주간 여전채 AA- 스프레드 변화

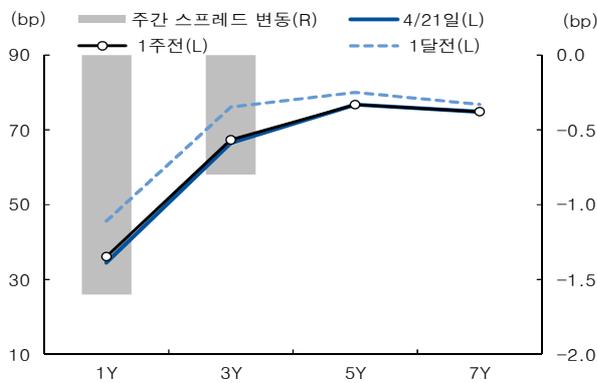


그림 16. 주간 회사채 AA- 스프레드 변화

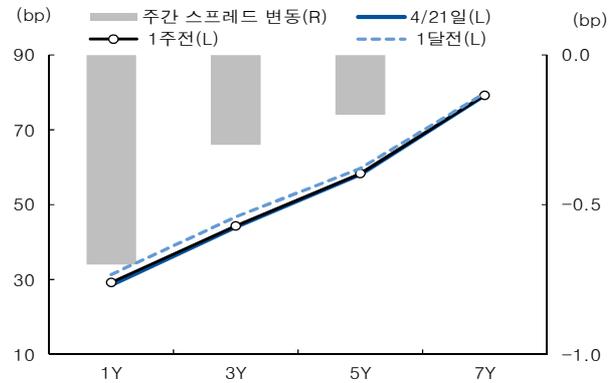


그림 17. 특수채, 금융채 스프레드 추이

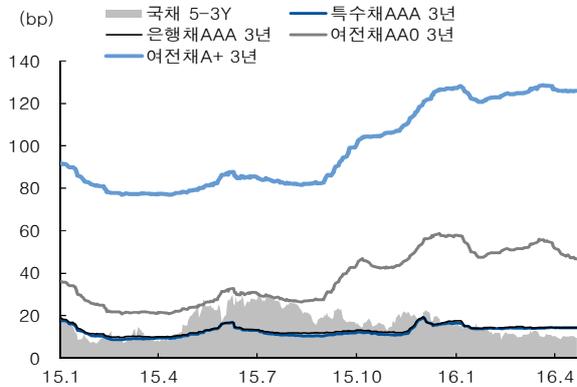


그림 18. 회사채 스프레드 추이

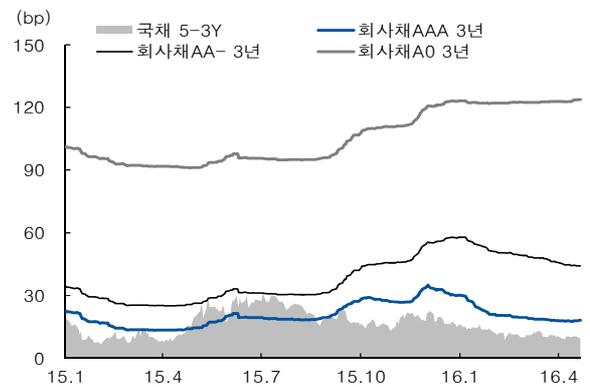


그림 19. 은행채, 특수채, 회사채간 스프레드 추이



그림 20. 여전채, 회사채간 스프레드 추이



자료: 본드웹, 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

자료: 본드웹, 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

스프레드 전망 및 투자전략

국내경기 부진과 미국의 기준금리 인상속도가 기존 시장의 예상보다 더딘 것으로 확인되자 절대금리가 높은 크레딧물의 관심도가 좀더 높아졌다. AA급 이상 우량 회사채의 신용스프레드는 연초 이후 3개월 연속 축소추세를 이어갔다. 등급하향 우려가 적은 일부 우량 회사채의 발행량 부족현상도 회사채 강세에 한몫 했다.

또 정부가 A등급 회사채의 유동성지원을 위한 대책을 마련중인 것으로 언론에 보도되는 등 다소나마 크레딧에 우호적인 환경이 열리고 있다. 이제는 여전채의 신용스프레드도 회사채의 신용스프레드가 축소되는 만큼을 따라가 줄 것을 기대해 본다.

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 상승 및 보합구간에서는 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 국고5년물 대비 수익률이 비슷하며 횡보 또는 10bp 상승구간에서는 국고5년 대비 모두 유리한 결과가 나온다. 다만, 금리의 변동성에 대한 긴장감이 팽팽한 상황에서는 일부 우량등급과 단기물을 제외하고는 국고로 대응하는 것이 합리적일 수도 있겠다.

표 6. 채권 시가표 (4월 21일)

수익률	1Y	1Y6M	2Y	2Y6M	3Y	3Y6M	4Y	4Y6M	5Y	7Y	10Y
국채	1.51%	1.51%	1.50%	1.49%	1.48%	1.52%	1.56%	1.57%	1.58%	1.71%	1.83%
특수채 AAA	1.59%	1.60%	1.61%	1.62%	1.62%	1.64%	1.65%	1.68%	1.72%	1.80%	1.92%
은행채 AAA	1.57%	1.58%	1.59%	1.61%	1.63%	1.64%	1.65%	1.70%	1.75%	1.87%	2.02%
여전채 AA	1.72%	1.75%	1.82%	1.88%	1.96%	2.01%	2.06%	2.12%	2.19%		
여전채 A+	2.35%	2.41%	2.48%	2.55%	2.74%						
회사채 AAA	1.61%	1.62%	1.63%	1.65%	1.66%	1.67%	1.69%	1.74%	1.80%	1.96%	2.15%
회사채 AA	1.74%	1.75%	1.79%	1.81%	1.87%	1.89%	1.91%	1.98%	2.05%		
회사채 A	2.38%	2.40%	2.48%	2.55%	2.72%						

자료: 본드웍, 미래에셋대우 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	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43
	국채 5Y	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88
	여전채 AA 3Y	1.39	1.26	1.12	0.99	0.85	0.72	0.59	0.45	0.32
	회사채 AA 3Y	1.34	1.20	1.07	0.94	0.80	0.67	0.54	0.40	0.27
	여전채 AA 1Y	0.67	0.63	0.60	0.56	0.52	0.49	0.45	0.41	0.37
	회사채 AA 1Y	0.68	0.64	0.60	0.57	0.53	0.49	0.45	0.42	0.38
0.00%	국채 10Y	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54
	국채 5Y	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42
	여전채 AA 3Y	1.12	0.99	0.85	0.72	0.59	0.45	0.32	0.19	0.05
	회사채 AA 3Y	1.07	0.94	0.80	0.67	0.54	0.40	0.27	0.13	0.00
	여전채 AA 1Y	0.60	0.56	0.52	0.49	0.45	0.41	0.37	0.34	0.30
	회사채 AA 1Y	0.60	0.57	0.53	0.49	0.45	0.42	0.38	0.34	0.31
0.10%	국채 10Y	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
	국채 5Y	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03
	여전채 AA 3Y	0.85	0.72	0.59	0.45	0.32	0.19	0.05	-0.08	-0.21
	회사채 AA 3Y	0.80	0.67	0.54	0.40	0.27	0.13	0.00	-0.13	-0.27
	여전채 AA 1Y	0.52	0.49	0.45	0.41	0.37	0.34	0.30	0.26	0.23
	회사채 AA 1Y	0.53	0.49	0.45	0.42	0.38	0.34	0.31	0.27	0.23

주1: 채권수익률산식 = 보유기간 이자율 - 수정듀레이션*(금리변화폭 - 롤링효과에 따른 금리하락폭), 금리변화에 따른 수익률곡선 Parallel Shift 가정, 4/21일 기준

주2: 점선 내 구간은 당사 신용SP 단기 전망 수치

자료: 미래에셋대우 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	0.58	0.63	0.76	0.82	0.83	0.88
	특수채 AAA	0.49	0.53	0.58	0.64	0.68	0.75	0.80	0.90	0.96
	은행채 AAA	0.48	0.53	0.57	0.65	0.70	0.75	0.80	0.94	1.01
	여전채 AA	0.52	0.58	0.69	0.76	0.85	0.90	0.97	1.07	1.14
	여전채 A+	0.70	0.76	0.86	0.93	1.20	1.08	1.15	1.21	1.27
	회사채 AAA	0.49	0.54	0.59	0.65	0.70	0.75	0.80	0.96	1.03
	회사채 AA	0.53	0.57	0.66	0.70	0.80	0.82	0.88	1.04	1.12
	회사채 A	0.74	0.74	0.86	0.92	1.18	1.15	1.23	1.42	1.53
0.00%	국채	0.38	0.37	0.38	0.36	0.36	0.44	0.46	0.42	0.42
	특수채 AAA	0.41	0.40	0.41	0.42	0.41	0.43	0.44	0.49	0.50
	은행채 AAA	0.40	0.40	0.40	0.43	0.43	0.43	0.44	0.53	0.55
	여전채 AA	0.45	0.46	0.52	0.54	0.59	0.58	0.61	0.66	0.69
	여전채 A+	0.63	0.64	0.69	0.71	0.93	0.77	0.80	0.81	0.83
	회사채 AAA	0.42	0.41	0.41	0.43	0.43	0.44	0.44	0.55	0.58
	회사채 AA	0.45	0.44	0.48	0.48	0.54	0.51	0.52	0.63	0.66
	회사채 A	0.66	0.61	0.69	0.71	0.91	0.84	0.88	1.02	1.09
0.10%	국채	0.30	0.25	0.20	0.14	0.09	0.12	0.10	0.01	-0.03
	특수채 AAA	0.34	0.28	0.24	0.20	0.14	0.11	0.07	0.08	0.05
	은행채 AAA	0.33	0.28	0.23	0.21	0.16	0.12	0.08	0.12	0.10
	여전채 AA	0.37	0.33	0.35	0.32	0.32	0.27	0.25	0.26	0.24
	여전채 A+	0.56	0.51	0.52	0.49	0.67	0.46	0.44	0.41	0.39
	회사채 AAA	0.34	0.29	0.24	0.21	0.17	0.12	0.08	0.14	0.12
	회사채 AA	0.38	0.32	0.31	0.26	0.27	0.19	0.16	0.23	0.21
	회사채 A	0.59	0.49	0.52	0.49	0.65	0.53	0.53	0.63	0.65

주: 채권수익률산식 = 보유기간 이자율 - 수정듀레이션*(금리변화폭 - 롤링효과에 따른 금리하락폭), 금리변화에 따른 수익률곡선 Parallel Shift 가정, 4/21일 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

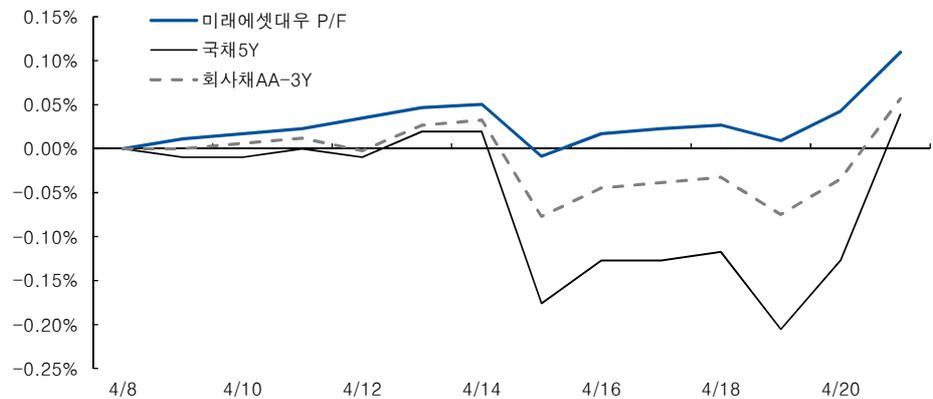
미래에셋대우 크레딧 포트폴리오

4/8일부터 가상의 크레딧 포트폴리오(P/F)를 구성하고 벤치마크(국채5Y, 회사채 AA-3Y)와의 수익을 비교하고 있다. 당사 P/F 편입종목은 한화토탈(AA-), BNK캐피탈(AA-), 메리츠캐피탈(A0), 효성(A0), 색동이ABS(A-, 아시아나항공 매출채권 담보)로 각각 20%씩 편입하였으며 P/F 듀레이션은 2.01년이다.

P/F 듀레이션을 짧게 구성했기 때문에 금리하락 구간에서 국고5Y 대비 불리하며 크레딧 스프레드가 확대되는 구간에서는 underperform 할 수 있는 구성이다.

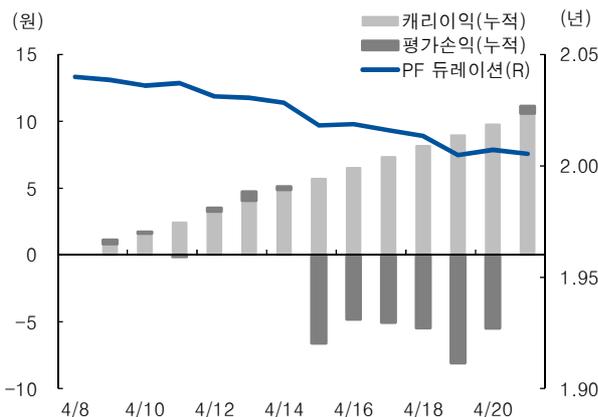
금주(4.15~4.21일)의 수익률은 P/F가 6bp, 회사채AA-3Y 2.4bp, 국채5Y 2bp로 P/F 수익이 벤치마크 대비 outperform하였다. 국고5Y 수익이 상대적으로 부진했던 이유는 금리상승에 따른 평가손익이 (-)를 기록했기 때문이다.

그림 21. P/F 및 벤치마크 수익률 추이



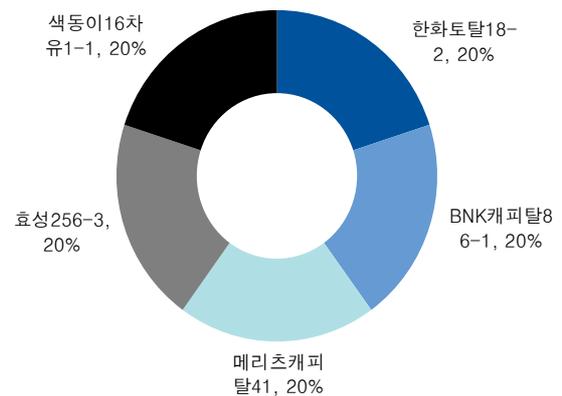
주1: 매매수수료 및 이자소득세는 반영하지 않음, 주2: 국채5Y는 [15-9]국고2000-2103
 주3: 회사채AA-3Y는 보간법으로 금리 반영하여 단가계산후 수익 추산, 자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. P/F 손익 및 듀레이션 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. P/F 구성종목 및 편입비중



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 9. P/F 구성종목 상세내역

편입일	편입비중	종목명	신용등급	매입금리	이표금리	만기일	잔존만기	PUT
2016-04-08	20%	한화토탈 18-2	AA-	2.073%	3.069%	2019-08-08	3.3	-
2016-04-08	20%	BNK캐피탈 86-1	AA-	2.137%	2.137%	2018-04-06	2.0	-
2016-04-08	20%	메리츠캐피탈 41	A0	3.014%	3.010%	2019-04-05	0.9	2017-03-14
2016-04-08	20%	효성 256-3	A0	3.172%	3.972%	2020-06-26	4.2	-
2016-04-08	20%	색동이 16 차유 1-1	A-	2.885%	2.906%	2016-06-24	0.2	-

자료: 미래에셋대우 리서치센터

수요예측 예정기업:

AJ네트웍스 (BBB+/안정적)

IPO를 통한 재무구조 개선과 안정적인 수익기반

- 아주엘엔에프홀딩스와의 합병으로 AJ그룹의 사업지주사 역할 수행
- 사업부분은 파렛트 렌탈사업을 주력으로 영위

설립일	2000.2
법인분류	상장
대표이사	반재운, 홍성관
주요주주	문덕영 외 68.3%
소속그룹	AJ
3년 민평금리	4.578%
국채대비 스프레드	+310bp
동일등급대비 스프레드	-96bp

- 2000년 설립된 종합렌탈업체로 13.12월 아주엘엔에프홀딩스와의 합병으로 AJ 그룹의 사업지주회사 역할을 수행하고 있다. 주력 자회사로는 차량렌탈 업체인 AJ렌터카(39.8%)와 냉장창고 임대업 등을 영위하는 AJ토탈(100%)이 있다.
- 유통사업, 토목장비 및 해상크레인 부문을 정리하여 장부가액 기준 파렛트 (63%), IT(23.6%), 건설부문(13%) 위주의 사업포트폴리오를 보유 중이다. 파렛트 렌탈시장은 한국파렛트풀과 동사가 시장을 과점(8:2)하고 있으며 투자에 대한 진입장벽으로 양사간 과점체제를 유지하고 있다.
- 렌탈자산에서 파렛트 비중은 11년 48.5%에서 15.9월 63%까지 증가하였다. 파렛트는 운용·매각이 용이하고, 대형물류업체와의 거래로 대손위험이 낮기 때문에 파렛트 비중 증가는 동사의 이익변동성을 낮추는 요인이다. 파렛트 시장은 목재렌탈의 파렛트렌탈로의 대체, 자체보유 파렛트의 렌탈전환 가능성 등을 고려할 때 양호한 성장을 지속할 것으로 판단된다.
- 합병효과와 IPO에 힘입어 부채비율이 12년 504%에서 15년 120%로 하락하는 등 재무구조 개선이 이루어졌다. 파렛트 특성상 실질내용연수가 감가상각 기간을 크게 상회하는 특징을 고려하면 16년부터는 EBITDA 증가에 따른 커버리지지표 개선 효과도 기대해볼 수 있다. 상장으로 유입된 약 800억원은 향후 성장을 위한 신사업 투자에 사용될 예정이며, B2C 플랫폼 구축 및 중고차 유통사업 강화 등이 검토되고 있다. 사업특성상 투자규모 조절을 통한 자금흐름 관리가 가능한 점 등을 고려할 때 재무제표 수치보다 실제 유동성 대응 능력은 양호한 것으로 판단된다.

표 10. 주요 재무지표 (별도)

재무항목	11.12	12.12	13.12	14.12	15.12
자산총계 (억원)	2,191	2,438	3,846	4,847	6,129
자본총계 (억원)	357	402	922	1,608	2,623
총차입금 (억원)	1,621	1,839	2,725	2,962	3,172
순차입금 (억원)	1,617	1,827	2,713	2,892	2,807
매출액 (억원)	1,330	1,435	172	1,942	1,965
영업이익 (억원)	171	184	115	263	237
EBITDA (억원)	595	657	115	819	865
당기순이익 (억원)	31	45	17	185	191
영업활동현금흐름 (억원)	416	447	-27	-102	-371
영업이익률 (%)	12.9	12.8	67.2	13.5	12.0
EBITDA 마진율(%)	44.8	45.8	67.2	42.2	44.0
수정이자보상배수 (%)	4.3	5.2	2.9	5.4	6.9
순차입금/EBITDA (배)	2.7	2.8	23.5	3.5	3.2
순차입금의존도(%)	73.9	75.3	70.8	60.5	48.7
순부채비율(%)	513.4	504.3	315.9	197.1	119.7

자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 수익성 추이

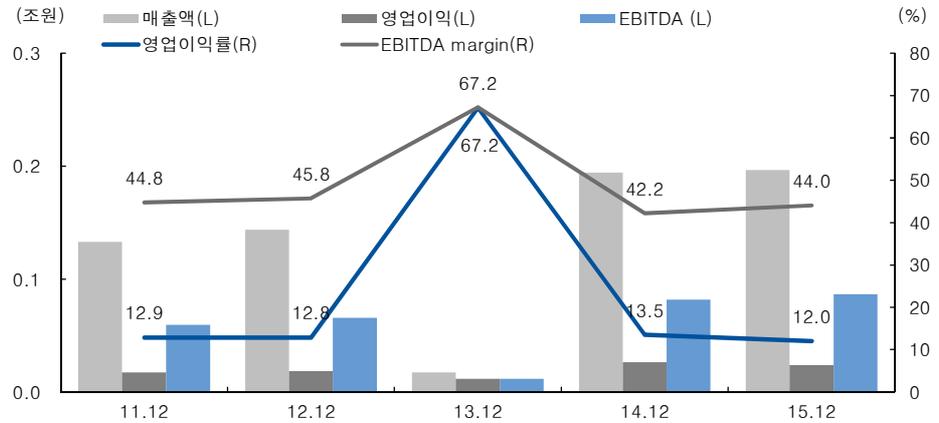


그림 25. 원리금상환능력 추이

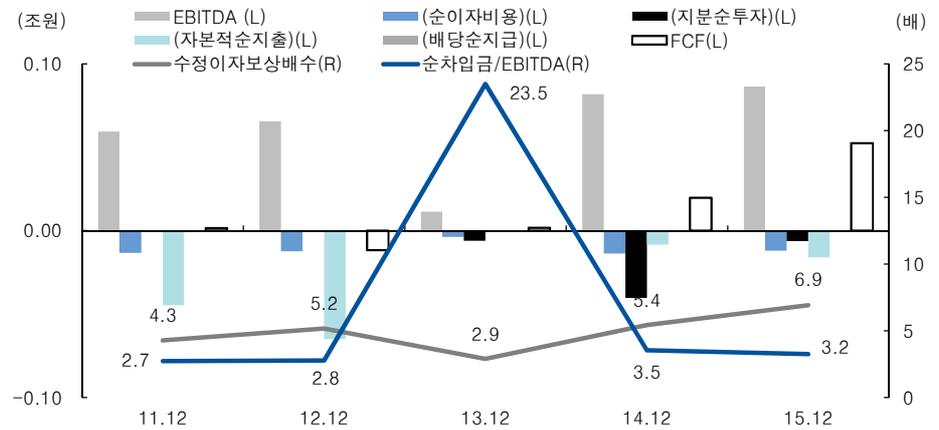
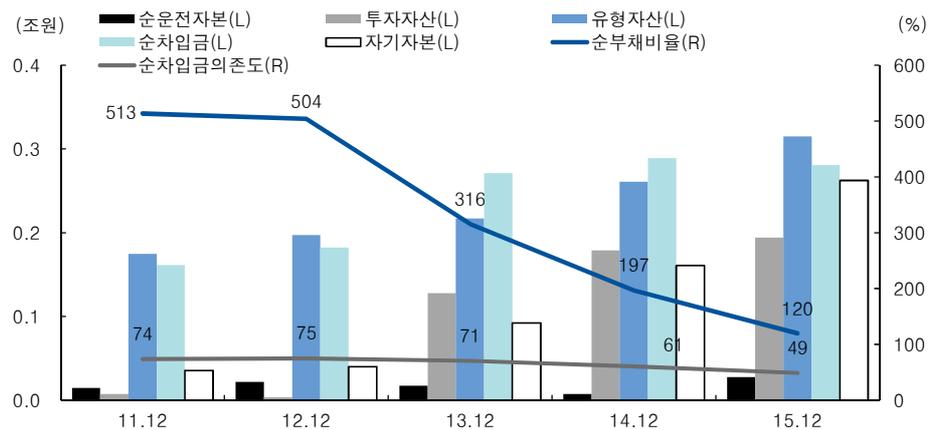


그림 26. 재무안정성 추이



자료: WISEfn, 미래에셋대우 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.

[파생상품]

김영성

02-768-4120

youngsung.kim@dwsec.com

5~6월 MSCI 이슈 네 가지

1. 종목교체
2. 중국 ADR 편입
3. 중국 A주 EM 편입
4. 한국 DM 편입

A주의 편입 제한 요인 중
투자한도 문제와
자본이동제한 문제는
상당한 진전 있어

과거 사례로 볼 때,
편입/비중 확대에 있어
가장 중요한 요소는
외국인 지분/투자한도 확대

자발적 거래정지 제도 개선
없이 편입 힘들 수도

Index Watcher: MSCI

(요약) 5~6월에 점검해야 할 MSCI 이슈 네 가지 II. 중국 A주 EM 편입과 한국 DM 편입



SUMMARY

- 중국 A주 편입 가능성은 높아진 것은 사실이나 제한 요인도 상당해
 - 한국과 대만 사례로 볼 때, 외국인 지분/투자한도 상황이 비중 확대의 결정적 요인
 - A주 1단계 5% 편입 시 패시브 4천억 원, 완전 편입 시 6.5조 원 이탈 예상
 - 장기 영향보다 A주 비중확대 때마다 '잇을 만하면 찾아오는 불청객' 같은 단기 이슈될 듯
 - 한국 DM 편입 최소 2년 이상 소요. 단기간 내 편입 조건 개선은 어려울 듯
 - 과거 DM 편입 사례로 볼 때, 외국인 단기 자금은 이탈. 다만 주가 방향은 나라마다 엇갈려
 - 패시브 자금 5~7조 이탈 예상. 액티브는 27조 이탈 가능하나 전적으로 그들의 선택
 - 편입 무렵 펀더멘털과センチ먼트가 중요. 외국인 수급 및 환율 안정은 기대 요인
- 본 자료는 21일 발간된 동명 자료의 요약본이며 상세한 내용은 원 자료를 참고할 것*

6월 연례국가리뷰까지 중국 A주와 한국 DM 편입 이슈에 주의

MSCI는 매년 6월 연례국가리뷰에서 경제발전 단계, 시장 접근성 등을 기준으로 각 국가를 평가하고 그 결과를 발표한다. 최근 시장에서 이슈가 되고 있는 중국 A주의 EM 지수 편입과 한국의 DM 편입 역시 연례국가리뷰에서 판단한다. MSCI가 한국 관련 지수 중에서 외국인들에게 강력한 영향력을 미치고 있는 만큼, 연례국가리뷰 발표 전까지 외국인 관련 수급이 MSCI 이슈에 반응할 가능성이 높다.

중국 A주 EM 편입 이슈, 언젠가는 맞아야 할 때

중국 A주 편입 가능성: 높아졌으나 제한 요인도 상당

전반적으로 A주 편입 여부에 대해서는 '상당히 진전되었으나 편입되기 어려운 요인도 상당한 수준'으로 판단된다. 3/30 발표문을 포함해 MSCI측이 밝힌 A주 편입 이슈는 크게 다섯 가지 이슈로 QFII, RQFII 한도 문제, 자본 이동 제한, Beneficial Ownership 문제, 자발적 거래정지 문제, 반경쟁 조항 문제이다.

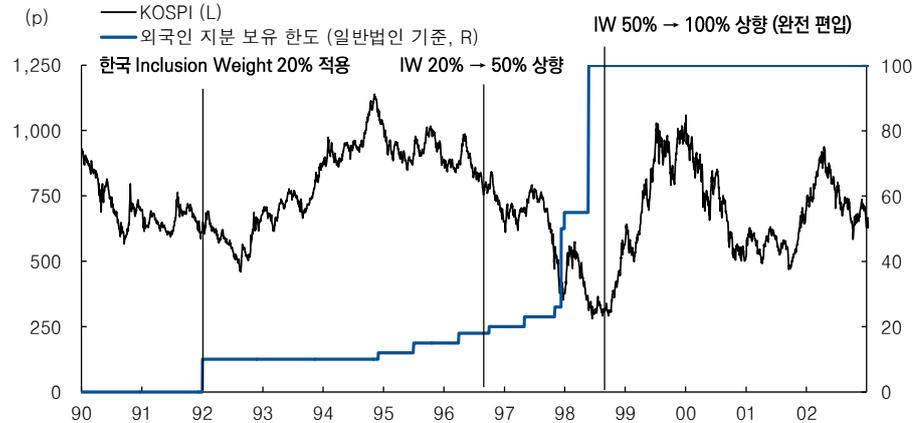
그 중에서 QFII, RQFII 한도 문제, 자본 이동 제한 문제는 상당한 개선을 이룬 것으로 평가되었다. 그러나 Beneficial Ownership 문제는 추가 명확화를 요구하였으며 자발적 거래정지 문제와 반경쟁 조항 이슈를 새롭게 제기하기도 하였다. <관련 문제들에 대한 상세 내용은 원 자료를 참조할 것>

과거 한국과 대만의 EM 편입 사례를 볼 때, 편입에 있어 가장 중요한 요소는 외국인 지분한도 또는 투자한도 확대였다.<그림1,2 참조> 2015년 이후 중국 정책당국은 투자한도와 자본이동 문제에 있어 개선을 해왔으며 이번 MSCI 발표문 역시 이를 긍정적으로 평가했다. 즉, 가장 본질적인 부분에 있어 개선이 된 것이다.

그러나 자발적 거래정지 이슈 등 본질적이지 않지만 운용 실무에 있어 타협하기 어려운 이슈가 제기되고 있어 편입을 확신할 수 없는 상황이다.

따라서 A주 편입에 대해 '상당히 진전되었으나 편입되기 어려운 요인도 상당한 수준'으로 평가할 수 있을 것이다.

그림 1. 한국 EM 편입 사례: 외국인 지분한도 상향에 맞추어 지수 내 편입 비중 확대



자료: KRX, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 대만 EM 편입 사례: 외국인 투자한도 및 지분 보유 한도 상향에 맞추어 지수 내 편입 비중 확대



자료: BIS, 미래에셋대우 리서치센터

A주 예상 편입 프로세스: 선형적/주기적 편입은 아닐 듯

편입 결정 시
1단계로 5% 부분 편입

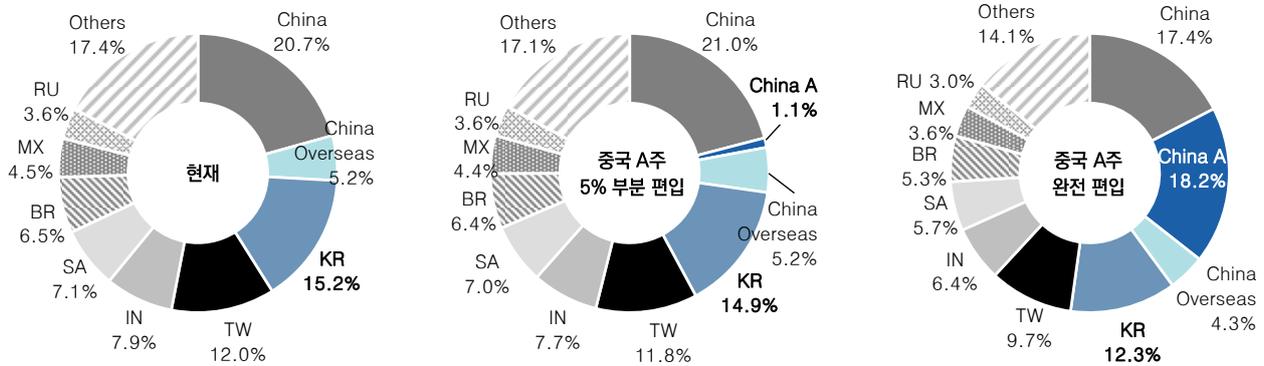
MSCI는 중국 A주의 편입 시, 초기에 외국인 기준 유동시가총액(FIF-adjusted market cap)의 5%를 반영하여 편입할 것으로 보인다. MSCI측의 시뮬레이션에 따르면 중국 A주 1단계(5% 부분 편입)를 적용할 때, 중국 A주의 EM 지수 내 비중은 1.1%로 추정된다. 반면, 한국 증시의 비중은 15.2%에서 14.9%로 0.3%p 줄어들 것으로 보인다.

이후 중국 증시 개방 정도에 따라 단계적 비중 확대

중국 본토 증시가 완전 개방하게 되면 A주는 완전 편입이 된다. 완전 편입 시, EM지수 내 A주 비중은 18.2%, A주를 포함한 전체 중국 비중은 39.9%까지 늘어 나게 되며 한국 비중은 12.3%까지 줄어들게 된다.

다만, 현재 시뮬레이션(그림3)은 두 가지 주의점이 있다. 첫째, 해당 결과는 3월 30일 주가와 환율을 기준으로 작성된 것이라는 점이다. 리밸런싱의 영향은 실제 편출입 시점의 주가와 환율에 따라 계산된, 그 당시의 비중에 따라 결정되기 때문에 리밸런싱 시점의 실제 수치와 다를 수 있다. 둘째, 중국 증시의 외국인 지분한도 제한(현재 30% 적용)이 완화된다면 중국 비중은 더 늘어날 수 있다는 점이다.

그림 3. 중국 A주 단계적 편입에 따른 EM 지수 내 국가별 구성비중 예상 변화 (3/30 종가 기준)



자료: MSCI, 미래에셋대우 리서치센터

중국 A주 편입 시 한국 증시 수급 영향

초기 5% 편입 시
패시브 4천억 원 이탈 예상

중국 ADR 편입 때보다
영향 적어
지나치게 우려할 필요 없어

MSCI는 중국 A주 편입이 확정되고 초기 5%가 편입되면 한국 증시에서는 4천억 원, 액티브 9천억~2.9조 원 가량 자금이 유출될 것으로 보인다.

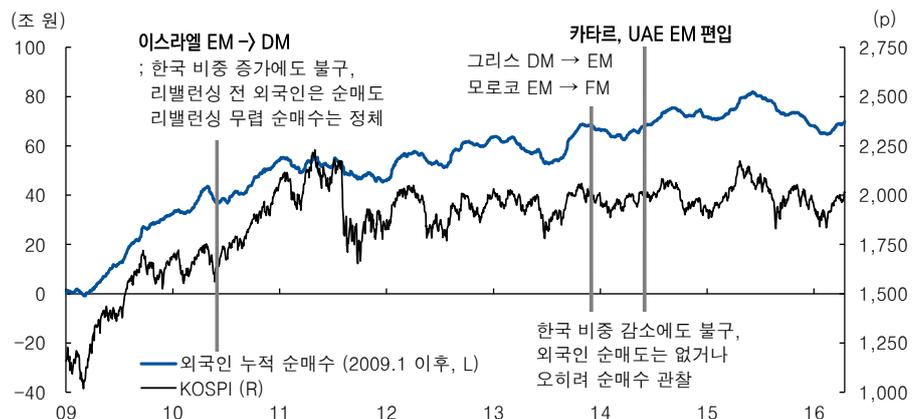
패시브 자금 4천억 원 순매도는 분명 부담스럽지만 감당 불가능한 규모는 아니다. 지난 해 11/30에 있었던 중국 ADR 편입 당시, 당사가 예상했던 MSCI 추종 패시브 자금에서 한국 주식 매도 규모는 9천억 원이었으며 리밸런싱 당일 외국인 순매도 규모가 5천억 원이었다. 즉, 지난 해 11월말에 있었던 상황보다 매도 규모가 약한 셈이 된다. 따라서 중국 A주 1단계 편입으로 인한 수급에 대해서 지나치게 우려할 필요는 없을 것으로 보인다.

중국 A주 1단계 편입(EM 지수 내 비중 1.1% 추정)과 가장 유사한 규모였던 사례는 2014년 5월 반기리뷰에 있었던 UAE와 카타르 편입(지수의 1.1% 규모)이다. 당시 주가 흐름으로 볼 때, 1.1% 규모의 리밸런싱이 증시에 미치는 영향은 크지 않았음을 알 수 있다.

그러나 문제는 심리
편입 시점의
펀더멘털과センチ먼트가 중요

그러나 문제는 심리이다. 직전 사례들은 모두 1회에 걸쳐 모두 EM에 편입된 사례였다. 반면, A주 편입은 이제 첫 단계일 뿐인 것이며 한국증시는 중국 A주 편입에 따른 잠재적 오버행 이슈를 떠안고 있는 셈이기 때문이다.

그림 4. 중국 1단계 편입 규모와 유사한 수준인 카타르, UAE 편입 당시 외국인 매매 특이동향은 없었음



자료: 미래에셋대우 리서치센터

이러한 관점에서 편입 결정 시점과 실제 지수 편입 시점의 증시 분위기가 중요해질 것이다. 한국 증시에 대한 상승 기대감이 있다면 지수 리밸런싱은 매수의 기회가 될 것이기 때문이다. 반대로 부정적 상황 시에는 펀더멘털-수급-심리가 함께 악화되면서 부정적 주가 흐름을 가속화시킬 수 있을 것이다.

중국 증시 완전 편입 시 22조 원 이탈

완전 편입 시 패시브 자금
6.5조 원 이탈 가능

현재 상황에서 중국 A주의 완전 편입이 된다면 패시브 자금은 6.5조 원, 액티브 15~48조 원 가량 한국 증시를 이탈할 것으로 보인다. 최소 22조 원에 해당하는 물량이 매도에 나올 수 있다는 점은 분명 부담 요인이다.

중국 A주 편입은
잇을 만하면 찾아오는
불청객 같은 이슈 될 듯

그러나 한국과 대만의 사례를 보면, 비중 확대 시점은 평균적으로는 2년, 최소 6개월, 최대 4년간 기간을 두고 진행되었다. 평균 2년의 시차를 두고 진행된다면 2년 후 벌어질 비중 조정을 대비해 선제적으로 액티브 펀드 또는 헤지펀드가 움직일 것이라고 보기는 어렵다. 따라서 비중 추가 조정이 결정될 무렵부터 리밸런싱까지 단기간 영향을 주는, ‘잇을 만하면 찾아오는 불청객’ 같은 영향이 될 것이다.

한국 DM 편입: 득실은 따져봐야 할 이슈

DM 편입 조건, 단기간 내 개선은 힘들 듯

DM 편입 조건 세 가지
1. 유니버스 어카운트 도입
2. 역외 외환시장 개설
3. KRX 시세데이터 활용 문제

정책당국은 올해 정책과제로서 한국증시의 MSCI 선진(DM)지수 편입을 추진하겠다고 발표하였다. MSCI측은 한국 시장이 전반적으로 선진 시장 수준에 도달해왔으나 일부 추가 개선이 필요하다고 주장하고 있다. 개선 요구 사항은 크게 세 가지로, 외국인 투자자 ID 문제, 원화 환전성과 한국 주식 시세 활용 제한 문제이다.

올초 정책당국은 외국인 투자자에 대한 유니버스 계좌를 허용하기로 발표하였으며 5월부터 시범운영에 들어갈 예정이다. 이에 따라 외국인 투자자 ID 문제는 해결된 것으로 보인다. 그러나 역외 외환시장 개설을 포함한 외환 관련 규제 완화 문제와 KRX와의 주식 시세 활용 문제는 단기간 내에 해결되기는 어려울 것으로 보인다.

DM 편입 예상 시나리오: 최소 2년 소요 & 한국 종목 감소 가능성

최단 편입 루트는 최소 2년
2016년 6월 DM 후보국 등재
2017년 6월 DM 편입 결정
2018년 5월 반기리뷰 편입

한국증시가 편입된다고 해도 실제 편입까지는 최소 2년 이상 소요될 것이다. MSCI는 DM, EM 승격 시에 통상 ‘후보국’에 등재하고 1년간의 심사기간을 거친 후 DM/EM 승격을 발표하고 있다. 후보국 등재와 승격 발표는 6월 연례국가리뷰를 통해 발표하고 있다.

따라서 가장 빠른 편입 루트는 2016년 6월 연례국가리뷰에서 선진시장 편입 후보국 등재, 2017년 6월 편입 결정, 2018년 5월 반기리뷰 때부터 편입되는 것이다. 이마저도 MSCI가 제시한 DM 편입 조건이 해소되거나 MSCI가 해당 조건을 철회하지 않는 이상, 실제 DM 편입 자체가 지연될 가능성이 있다.

올해 후보국 등재 가능할 듯
편입되면 순차 편입될 수도

DM 편입이 결정된다는 전제 하에, 한국은 EM 지수 내 비중이 크기 때문에 수 차례에 나누어 순차 편입될 가능성이 있다.

연초 금융위는 유니버스 어카운트를 도입하기로 하였고 MSCI는 이를 긍정적으로 평가한 만큼, 올해 6월 연례국가리뷰에서 DM 편입 후보국에 재등재되는 것까지는

무리가 없을 것으로 보인다.

다만, 한국이 DM으로 분류된다면 Standard Index에서 한국 관련 종목은 80~90개로 줄어들게 될 가능성이 있다. 이는 지수구성과과정에서 EM과 DM의 적용 기준이 다르기 때문이다.

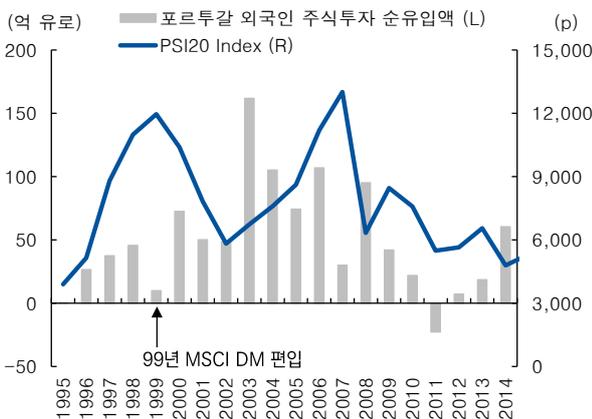
과거 DM 이동 사례, 외국인 자금은 유출된 듯

DM 이동 사례에서
외국인 자금은 이탈한 듯
다만, 주가 방향은 엇갈려

과거 EM에서 DM으로 이동하였던 사례는 포르투갈(1997), 그리스(2001), 이스라엘(2010)이 있었다. 세 국가 모두, 편입되는 연도의 외국인 주식투자 순유입액은 전년대비 크게 감소하거나 유출되는 모습을 보였다. 그렇다면 DM 편입은 단기적으로 새로운 투자금의 유입보다는 유출이 될 가능성에 무게를 두어야 할 것이다.

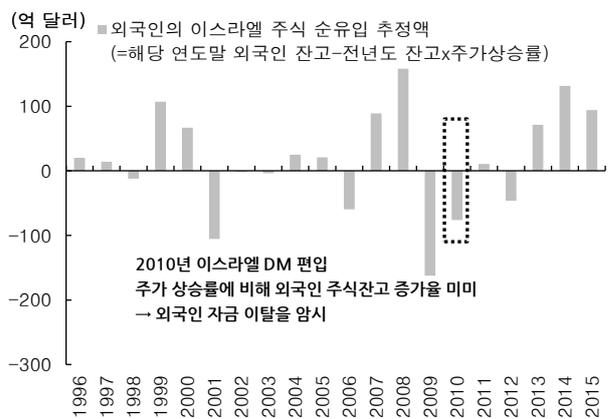
그러나 주가 흐름은 다소 엇갈렸다. 편입 발표부터 리밸런싱일까지 포르투갈은 +24%, 이스라엘은 +31% 상승한 반면, 그리스는 주가가 23% 하락하였다. 동 기간 Eurostoxx 600 지수와 비교했을 때에도, 포르투갈은 +12%p, 이스라엘은 +11%p였으나 그리스는 -12%p 언더퍼폼하였다. DM 이동 사례가 세 번에 불과하고 주가 흐름이 엇갈린 만큼 편입 효과를 정확히 판단하기는 어렵다.

그림 5. 1999년 포르투갈, 2001년 그리스 DM 편입 사례
DM 편입 연도에 외국인 증권 투자 순유입 규모 급감



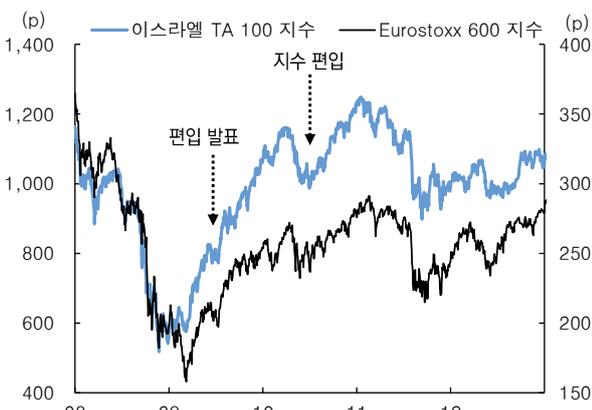
자료: Bank of Portugal, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 2010년 이스라엘 DM 편입, 2010년도 외국인
이스라엘 증시를 이탈했을 가능성 높아



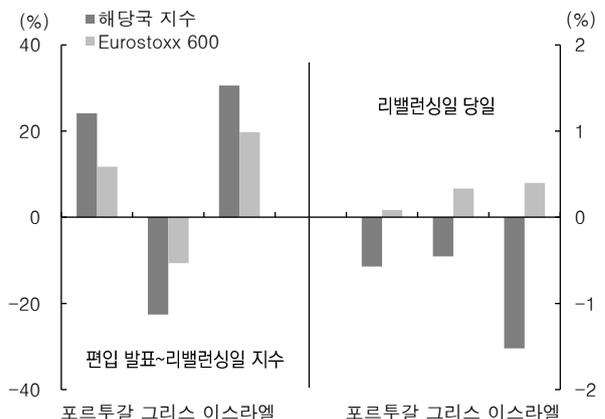
자료: IMF, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 이스라엘도 편입 발표 이후 리밸런싱일까지 31% 상승.
Eurostoxx 600 지수 대비로도 +11%p 아웃퍼폼



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 세 번 모두 리밸런싱일 당일 주가 흐름은 약세 보여



자료: 미래에셋대우 리서치센터

다만, 공통적으로 대략 리밸런싱 2개월 전후부터 해당 국가 주가지수가 약세를 보였으며 리밸런싱 당일 또한 세 번 모두 절대적, Eurostoxx 600 지수 상대적으로 약세를 보였다는 점은 주목할 만하다. 이는 리밸런싱 당일 패시브 자금의 이탈과 그 우려 때문에 지수가 약세를 보였을 개연성은 충분히 있다.

패시브 자금은 유출에 무게, 5~7조 원 이탈할 듯

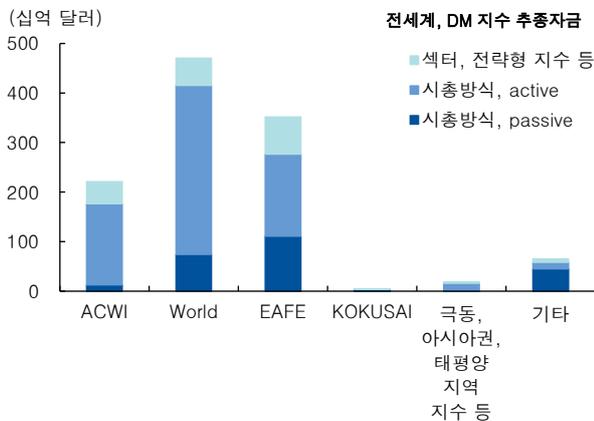
한국 DM 편입 시
DM 패시브 +7.16조 원
EM 패시브 -12.3조 원
전체 5.1조 가량 이탈할 수도

한국증시가 선진시장으로 이동할 경우, MSCI EM 지수를 추종하는 패시브 자금에서는 매도가 발생하며, DM 지수를 추종하는 패시브 자금에서는 매수가 발생한다. 이 과정에서 한국 증시에서는 패시브 자금은 매도 우위일 가능성이 크다.

Standard Index에 포함된 종목들이 DM 편입 후에도 그대로 유지된다는 가정 하에, DM 관련 패시브 자금에서 7.16조 원이 유입되는 반면, EM 추종 패시브 자금에서는 12.3조 원 매도 수요가 발생할 것으로 보인다. 이에 따라 한국 증시 전체적으로는 5.1조 원 가량 이탈할 것으로 예상된다.

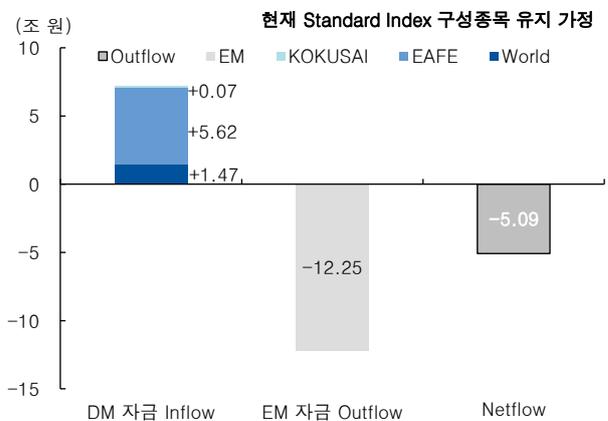
만약, Standard Index 구성 종목이 줄어들다면, 패시브 자금 유입 규모는 6.8조 원으로 다소 줄어드는 반면, Far East/Asia (ex.Japan)/Asia Pacific (ex.Japan) 등 지수에서 비중이 감소하게 되면서 1.9조 원 가량 추가 매도 수요가 발생하게 된다. 이에 따라 예상 이탈 수요는 7.4조 원으로 늘어나게 될 것으로 보인다.

그림 9. DM 관련 패시브 자금은 한국 비중이 상대적으로 높은 EAFE 지수 추종 자금 많아



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 종목수 줄어든다면 패시브 자금 이탈 7.4조 원으로 증가할 듯



자료: 미래에셋대우 리서치센터

액티브 펀드의 매수는 전적으로 선택의 영역

DM 액티브 펀드의 매수와 EM 액티브 펀드의 매도는 전적으로 그들의 선택

한국증시가 선진지수에 편입될 경우 패시브 자금에서는 매도가 발생할 것으로 보인다. 그러나 이는 ‘패시브’ 세상의 이야기이다. 통상 액티브와 패시브 자금 규모는 7:3으로 추정하고 있으며 EPFR 데이터를 기준으로 78:22이었다. 즉, 패시브 자금의 매도는 투자세계에서 ‘10분의 3’의 논리인 것이다. 따라서 ‘10분의 7’의 세상, 즉, 액티브 펀드의 선택이 중요할 것이다.

액티브 펀드는 패시브 펀드처럼 기계적으로 보유 비중을 결정하지 않는다. DM 액티브 펀드 입장에서는 한국증시가 선진시장이 되었다고 해서 반드시 매수해야 할 필요는 없으며 매수는 전적으로 그들의 ‘선택’에 달려있기 때문이다. 반대로 EM 액티브 펀드 역시 한국 주식을 반드시 팔아야 할 필요는 없다.

현 시점에서 액티브 펀드의 움직임을 예단하기 어려워. 리밸런싱 당시의 펀더멘털과センチ먼트 중요

다만, 액티브 펀드들이 벤치마크 수준으로 매매를 한다고 가정 DM 액티브 펀드는 15조 원 가량 한국 주식을 매수할 수 있으며 EM 액티브 펀드에서는 41조 원을 매도할 것으로 예상해 볼 수 있다. 전반적으로는 27조 원 이탈 가능성이 있다.

현 시점에서 액티브 펀드의 움직임을 예단할 수는 없다. 무엇보다 리밸런싱 전후의 글로벌 및 한국증시 흐름이 그 방향을 결정할 것이기 때문이다. 향후 앞서 DM으로 이동한 세 국가의 편입 전후 사례를 보면 개별국가 및 글로벌 흐름에 따라 자금 유출입과 주가 흐름이 충분히 달라질 수 있다는 것을 알 수 있다.

일단, 한국이 선진지수에 편입된다면 DM을 벤치마크로 하는 액티브 펀드에서 한국 주식에 대한 관심이 높아질 것이다. 결국, 관건은 인덱스 펀드의 매도 영향을 줄이는 것은 한국증시에 대한 액티브 펀드의 관심을 실제 매수로 연결시킬 수 있는가가 될 것이며, 한국증시의 투자 매력도 제고가 필요하다. 한국증시의センチ먼트가 좋다면 인덱스 펀드의 매도는 매수 기회이기 때문이다.

선진국 섹터 펀드는 많지만 한국 영향은 제한적일 듯

선진국 섹터펀드는 에너지, 유틸리티 위주로 한국주식 매수는 제한적일 듯

통상 시장에서는 DM 펀드는 패시브/지역 중심의 EM보다 액티브 비중이 많고 섹터 펀드가 많다고 알려져 있다. 그러나 선진국 섹터 펀드는 주로 에너지, 유틸리티 관련 펀드인 반면, 한국 증시와 한국 주식이 관련 지수에서 차지하는 비중은 크지 않다. 따라서 섹터 펀드의 매수 수요 역시 크게 기대하기는 어려울 것이다.

금융시장 안정화 기대, 그러나 역동성 약화, 수급 쏠림과 거래대금 감소는 부정적

DM 펀드 플로우는 안정적 DM 편입 시 외국인 수급은 다소 안정될 것

EM 펀드 플로우는 변동이 크다. 글로벌 금융시장의 불확실성이 높아질 때, 대개 EM 펀드 자금은 이탈한다. 이에 따라, EM 시장에 속해 있는 한국증시에서는 외국인 순매도가 늘어나고 환율이 상승하는 등 불확실성이 전이되는 모습을 보여왔다.

반면, DM의 펀드 플로우는 EM에 비해 안정적이다. 펀드 자금 유출입은 EM의 유출입 변동성이 크지만 DM은 작다. 한국 비중도 EM은 높은 반면, DM은 적다. 즉, 한국이 DM 지수에 편입된다면 상대적으로 외국인 매매 패턴은 안정적인 흐름을 보일 가능성이 크며 환율 변동성도 줄어들 수 있을 것이다.

그러나 외국인 자금 유출입의 안정으로 유사 시 변동성을 줄일 수 있지만 반대로 역동성 역시 줄어들 소지가 있다. 증시 상황이 안정되고 상승기에는 EM 자금 유입속도가 빠르기 때문이다. 매도 수요도 줄지만 매수 수요 역시 줄어드는 셈이다.

외국인 수급은 대형주와 바스켓 쏠림 강화될 듯. 거래대금 줄어들 수도

또한, 외국인 매매가 대형주와 바스켓에 집중되는 현상이 강해질 수 있다. 일반적으로 MSCI를 추종하는 자금은 Standard Index를 벤치마크로 하는 경우가 많다. 한국의 DM 편입으로 일부 종목이 Small Cap Index로 이동할 경우, 소수의 대형주에 매매가 더욱 집중되는 효과가 발생할 것이다. 그리고 DM 지수에서 한국 비중이 크게 줄어드는 만큼, 외국인의 종목 매매 비중은 감소할 것이며 바스켓 매매 비중은 커질 가능성도 충분하다.

EM에서 DM 이동 시에 Small Cap 지수로 이동하는 종목들의 경우, DM 추종 자금에서 매수가 줄어들기 때문에 리밸런싱의 영향이 상대적으로 커질 수 있을 것이다. 또한, DM 편입 후 이스라엘처럼 거래대금이 줄어들 가능성도 있다.

화학

Results Comment
2016.4.22

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	420,000
현재주가(16/04/21, 원)	316,000
상승여력	33%

영업이익(16F, 십억원)	2,169
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	2,093
EPS 성장률(16F, %)	45.4
MKT EPS 성장률(16F, %)	13.0
P/E(16F, x)	13.9
MKT P/E(16F, x)	11.2
KOSPI	2,022.10
시가총액(십억원)	20,942
발행주식수(백만주)	74
유동주식비율(%)	65.9
외국인 보유비중(%)	39.9
베타(12M) 일간수익률	1.28
52주 최저가(원)	213,000
52주 최고가(원)	341,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.8	7.5	14.1
상대주가	-0.8	8.6	21.0



[정유/화학]

박연주

02-768-3061
yeonju.park@dwsec.com

배영지

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

1Q Review: 화학 중심의 호 실적

컨센서스 부합: LG화학의 1분기 영업이익은 4,577억원으로 컨센서스 수준을 기록하였다. 화학 부문 영업이익이 예상보다 높았던 반면 정보소재 및 배터리 부문은 소폭의 적자를 실현하였다. 화학 부문에서 NCC/PO 부문은 높은 수준의 이익이 지속된 가운데, ABS/EP 부문은 스프레드 축소에도 불구하고 프리미엄 제품군의 판매 확대로 수익성이 개선되었다. 정보소재 부문은 편광판 판가 인하로, 소형 배터리는 수요 약세로 둔화되었다.

화학 스프레드에 대해 긍정적 가이드언스 제시: 컨퍼런스에서 LG화학은 화학 제품 스프레드에 대해 공급이 타이트하고 수요가 계절적으로 개선됨에 따라 견조하게 유지될 것으로 전망하였다. 전기차 배터리 부문은 현재 중국에서 NCM 배터리도 전기버스 보조금을 지급할지 안전성 테스트를 진행 중이며 5월 중 초안이 나오고 상반기 중 긍정적인 결론이 나올 것으로 예상하였다. 또한 16년 전체 전기차 배터리 매출 가이드언스는 달성할 수 있을 것으로 전망하였다. 정보소재 부문은 향후 수익성이 점차 개선될 것으로 전망했으나 경쟁사의 증설 등으로 마진의 레벨은 과거 대비 낮아질 것으로 예상하였다.

2Q Preview: 화학을 중심으로 개선, 정보소재 등은 점진적 회복 예상

화학 부문 개선, 정보소재 등 점진적 회복 예상: LG화학의 2분기 영업이익은 5,705억원으로 전분기대비 개선될 전망이다. 화학 제품 스프레드는 3월부터 본격적으로 개선되어 2분기 현재 강세를 유지하고 있어 화학 부문의 실적 개선 폭이 클 것으로 예상된다. 정보소재 및 배터리 부문도 성수기 진입으로 전분기대비해서는 실적이 개선될 것으로 예상되나, 단가 인하 등의 영향을 감안할 때 개선의 속도는 점진적일 전망이다.

배터리 모멘텀 하반기 개선 예상: 배터리 부문의 실적 모멘텀은 하반기에 본격적으로 개선될 전망이다. 저속 전기차용 원통형 배터리 증설이 2~3분기에 진행되고 전기차 배터리 부문도 GM 등 신규 모델 공급이 하반기에 집중되어 있기 때문이다.

매수 의견 유지, 업종 내 모멘텀은 하반기에 보다 강화될 전망

매수 의견 유지: LG화학에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 42만원을 유지한다. 목표주가는 16년 예상 실적 기준 Sum of the parts 밸류에이션으로 도출하였으며 전기차 배터리 부문에 대해서는 7조원의 기업 가치를 부여하였다. LG화학의 주가는 15년 하반기 전기차 배터리 부문의 성장성을 반영하여 상승하다가 16년 초 중국 전기버스 이슈 등 우려가 발생하면서 조정을 받은 후, 화학 시황 개선으로 반등하였다. 2분기에 화학 시황 호조가 지속됨에 따라 분기별 실적 개선이 기대된다. 업종 내에서의 상대 강도는 배터리 부문의 실적 개선이 본격화되는 하반기에 보다 강화될 전망이다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	23,144	22,578	20,207	20,096	22,151	24,326
영업이익 (십억원)	1,743	1,311	1,824	2,169	2,529	2,824
영업이익률 (%)	7.5	5.8	9.0	10.8	11.4	11.6
순이익 (십억원)	1,266	868	1,153	1,676	1,993	2,241
EPS (원)	17,131	11,745	15,602	22,683	26,973	30,318
ROE (%)	11.4	7.3	9.2	12.3	13.1	13.2
P/E (배)	17.5	15.4	21.1	13.9	11.7	10.4
P/B (배)	1.9	1.1	1.9	1.6	1.5	1.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: LG화학, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 분기별 실적 추정

(십억원, %)

	2015				2016				2015	2016F	2017F	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF				
매출액	전체	4,915	5,073	5,178	5,041	4,874	5,007	5,037	5,178	20,207	20,096	22,151
	화학	3,608	3,801	3,792	3,432	3,512	3,379	3,403	3,459	14,633	13,753	14,246
	정보소재	676	668	710	711	627	704	666	674	2,764	2,672	2,917
	배터리/기타	707	690	769	985	814	925	967	1,044	3,150	3,750	4,988
영업이익	전체	362	563	546	352	458	570	590	551	1,824	2,169	2,529
	화학	321	589	484	282	466	557	554	516	1,677	2,093	2,139
	정보소재	37	17	52	41	-8	4	15	11	146	23	153
	배터리/기타	4	-42	10	29	0	9	20	24	1	53	237
영업이익률	전체	7.4	11.1	10.6	7.0	9.4	11.4	11.7	10.6	9.0	10.8	11.4
	화학	8.9	15.5	12.8	8.2	13.3	16.5	16.3	14.9	11.5	15.2	15.0
	정보소재	5.4	2.5	7.3	5.8	-1.3	0.6	2.3	1.6	5.3	0.9	5.2
	배터리/기타	0.6	-6.1	1.3	2.9	0.0	1.0	2.1	2.3	0.0	1.4	4.7
세전이익	324	493	440	293	423	571	591	553	1,550	2,137	2,548	
당기순이익	243	349	350	210	340	445	461	431	1,153	1,676	1,993	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익 예상 변경 내역 요약

(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	16F	17F	16F	17F	16F	17F
매출액	20,578	23,302	20,096	22,151	-2.3	-4.9
영업이익	2,255	2,604	2,169	2,529	-3.8	-2.9
당기순이익	1,780	2,069	1,676	1,993	-5.8	-3.7
영업이익률	11.0	11.2	10.8	11.4	-0.2	0.2
당기순이익률	8.7	8.9	8.3	9.0	-0.3	0.1

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)

	1Q15	4Q15	1Q16P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	4,915	5,041	4,874	4,778	5,051	-0.8	-3.3
영업이익	362	352	458	463	470	26.5	30.0
영업이익률	7.4	7.0	9.4	9.7	9.3	2.0	2.4
세전이익	324	293	423	459	443	30.5	44.4
당기순이익	243	210	340	364	324	39.9	61.5

자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. LG화학 밸류에이션 (2016F)

(십억원, 배, 백만주, 원)

	16F EBITDA	Target EV/EBITDA	FV	가치 산출 방법	
영업가치	화학	2,613.1	7.0	18,291.6	산업 평균
	정보소재	231.9	7.0	1,623.6	산업 평균
	소형 배터리	284.1	7.0	1,988.5	산업 평균
	중대형 배터리			7,468.4	DCF
	Total			29,372.1	
순차입금			375.0		
우선주 시가 총액			1,655.0		
적정 가치			27,342.1		
주식수			66.3		
목표주가(원)			412,399.2		

자료: 미래에셋대우 리서치센터

S-Oil (010950)

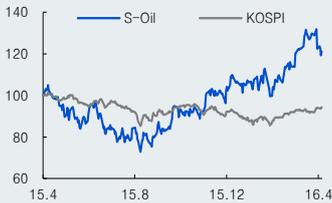
개선된 실적 창출력

석유정제

Results Comment
2016.4.22

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	110,000
현재주가(16/04/21, 원)	90,100
상승여력	22%

영업이익(16F, 십억원)	1,689
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	1,523
EPS 성장률(16F, %)	114.5
MKT EPS 성장률(16F, %)	13.0
P/E(16F, x)	7.8
MKT P/E(16F, x)	11.2
KOSPI	2,022.10
시가총액(십억원)	10,144
발행주식수(백만주)	117
유동주식비율(%)	36.5
외국인 보유비중(%)	78.6
베타(12M) 일간수익률	1.43
52주 최저가(원)	54,200
52주 최고가(원)	98,100
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.0 31.9 18.1
상대주가	-2.6 33.3 25.3



[정유/화학]

박연주

02-768-3061
yeonju.park@dwsec.com

배영지

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

1Q Review: 화학 및 기유 부문 실적 개선으로 견조한 실적 시현

화학 및 기유 부문 개선으로 견조한 수준 기록: S-Oil의 1분기 영업이익은 4,914억원으로 견조한 수준이었다. 정제 마진 강세로 정유 부문 영업이익이 개선되었으나 채고 평가 이익 등은 저가법 반영 등으로 예상보다 적었다. 화학 및 기유 부문은 예상보다 크게 개선되었는데 화학 부문은 주력 제품인 PX 스프레드 개선 및 공정 효율화 작업 등으로 영업이익이 크게 개선되었고 기유 부문도 그룹 3 매출 비중 확대 및 판매 증가로 크게 개선되었다.

긍정적 가이드런스 제시: S-Oil은 실적 컨퍼런스에서 긍정적인 가이드언스를 제시하였다. 4월 들어 글로벌 정유 업체들의 가동률 상승으로 채고가 증가하면서 정제 마진이 둔화되었으나, 5월부터 드라이빙 시즌에 진입하면 휘발유 수요가 개선되면서 마진이 개선될 것으로 전망하였다. PX의 경우 2분기 신규 공급이 늘어나지만, 수요처인 TPA 신규 증설로 수요가 증가해 350~400달러 수준의 스프레드가 지속되고, 기유 역시 2분기 신규 증설에도 불구하고, 견조한 수요를 바탕으로 양호한 스프레드가 유지될 것으로 전망하였다.

2Q preview: 영업이익 3,341억원으로 전분기대비 둔화되나 높은 수준 예상

정제 마진이 관건: S-Oil의 2분기 영업이익은 3,341억원으로 전분기대비 둔화될 것으로 예상되나, 높은 수준이 지속될 것으로 예상된다. 2분기 실적의 핵심 변수는 정제 마진이 될 전망이다. 4월 들어 싱가포르 복합 정제 마진이 4달러대로 하락했는데, 신규 증설이 제한적이고 휘발유 수요가 견조해 일정 기간의 채고 조정이 마무리된 후에는 점차 개선될 것으로 예상된다. 다만 개선 속도에 따라 2분기 실적에 영향을 미칠 수 있다. PX 및 기유 마진은 1분기와 유사한 수준으로 전분기와 유사한 실적이 예상된다.

정제 마진 추이에 주목, 매수 유지

목표주가 11만원 유지: S-Oil에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 11만원을 유지한다. 동사의 주가는 정제 마진 개선 및 PX 스프레드 확대로 상승하다가 4월 들어 정제 마진이 둔화되면서 다소 조정을 받고 있다. 향후 정제 마진의 반등 속도가 중요할 것으로 예상되나, 중기적으로 정제 마진이 4달러 수준에서 지속될 가능성은 제한적으로 판단되고 기유 및 PX 부문의 실적 창출력이 개선되어 매수 의견을 유지한다. 목표주가는 16년 예상 EPS에 목표 PER 10배를 적용해 도출하였다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	31,159	28,558	17,890	15,097	17,221	20,159
영업이익 (십억원)	366	-290	818	1,689	1,727	1,813
영업이익률 (%)	1.2	-1.0	4.6	11.2	10.0	9.0
순이익 (십억원)	290	-288	631	1,354	1,308	1,353
EPS (원)	2,484	-2,468	5,414	11,612	11,214	11,602
ROE (%)	5.4	-5.6	12.3	22.7	18.5	16.8
P/E (배)	29.8	-	14.7	7.8	8.0	7.8
P/B (배)	1.6	1.1	1.7	1.6	1.4	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: S-Oil, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 분기별 실적 추정

(십억원, %, 원/달러, 달러/배럴, 달러/톤)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	4,374	5,143	4,427	3,947	3,428	3,438	3,982	4,249	17,890	15,097	17,221
정유	3,464	4,058	3,487	3,045	2,467	2,503	3,021	3,250	14,054	11,241	13,034
화학	532	711	610	644	636	610	626	650	2,496	2,522	2,692
윤활유	378	374	329	259	325	325	335	348	1,340	1,334	1,496
영업이익	238	606	16	-43	491	334	412	451	818	1,689	1,727
정유	119	468	-171	-138	220	98	170	199	278	687	665
화학	46	66	88	87	144	122	125	130	287	521	538
윤활유	73	80	96	68	128	114	117	122	316	480	524
세전이익	278	559	-58	33	569	343	424	461	813	1,797	1,744
당기순이익	211	429	-44	35	433	257	318	346	631	1,354	1,308
영업이익률	5.4	11.9	0.3	0.4	14.3	9.7	10.3	10.6	4.9	11.2	10.0
당기순이익률	4.8	8.3	-1.0	0.9	12.6	7.5	8.0	8.1	3.5	9.0	7.6
원/달러 환율	1,100	1,098	1,169	1,158	1,200	1,150	1,150	1,150	1,131	1,163	1,150
두바이유가	52	60	50	41	30	37	39	42	51	37	45
경유-원유 마진	14	14	11	13	8	10	12	13	13	11	13
PX - 납사 마진	324	344	343	326	383	400	400	400	334	396	400

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익 예상 변경 내역 요약

(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	16F	17F	16F	17F	16F	17F
매출액	14,924	17,692	15,097	17,221	1.2	-2.7
영업이익	1,542	1,420	1,689	1,727	9.5	21.6
당기순이익	1,123	1,104	1,354	1,308	20.6	18.4
영업이익률	10.3	8.0	11.2	10.0	0.9	2.0
당기순이익률	7.5	6.2	9.0	7.6	1.4	1.4

자료: 미래에셋대우 리서치센터

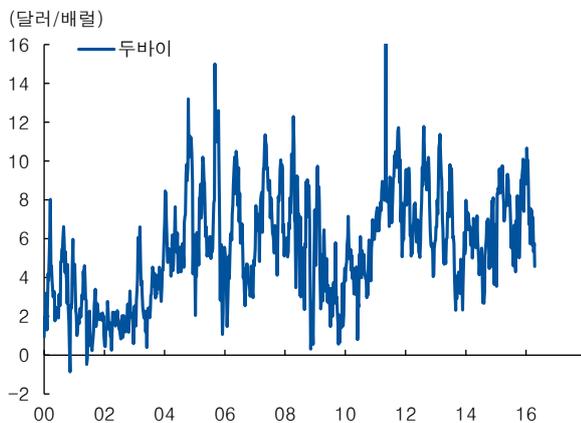
표 3. 컨센서스와의 비교

(십억원, % %p)

	1Q15	4Q15	1Q16P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	4,374	3,947	3,428	3,228	3,377	-21.6	-13.1
영업이익	238	-43	491	521	444	106.3	흑전
세전이익	278	33	569	394	430	104.7	1614.8
당기순이익	211	35	433	307	338	104.8	1126.1

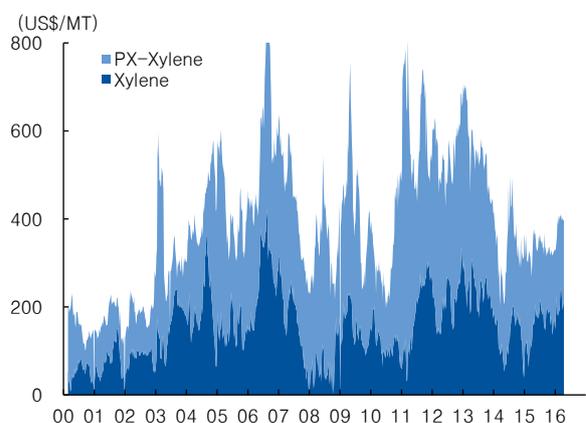
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 싱가포르 콤플렉스 마진 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. PX 마진 추이



자료: 씨스퀘, 미래에셋대우 리서치센터

은행

Results Comment
2016.4.22

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	54,500
현재주가(16/04/21, 원)	42,900
상승여력	27%

영업이익(16F, 십억원)	2,949
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	3,114
EPS 성장률(16F, %)	9.0
MKT EPS 성장률(16F, %)	13.0
P/E(16F, x)	8.1
MKT P/E(16F, x)	11.2
KOSPI	2,022.10
시가총액(십억원)	20,343
발행주식수(백만주)	485
유동주식비율(%)	86.3
외국인 보유비중(%)	66.1
베타(12M) 일간수익률	0.54
52주 최저가(원)	36,100
52주 최고가(원)	46,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.4	-2.2	0.7
상대주가	0.7	-1.2	6.8



[은행]

구용욱

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

김중환

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

1Q16 review: 순이익 7,714억원 기록(QoQ +88.6%, YoY +30.3%)

대출 증가하고 순이자마진이 전분기대비 1bp 개선되었지만 영업일수가 감소함에 따라 순이자이익은 전분기대비 0.8% 줄었다. 비이자이익은 일회성이익이 발생하며 전분기대비 증가하였다. 판매관리비는 전분기 일회성 비용(희망퇴직 비용) 발생에 따른 기저효과로 전분기 대비 감소하였다. 충당금전입액은 일부 충당금 환입요인이 있었지만 조선, 해운업종에 대한 추가 충당금 적립으로 전분기대비 증가하였다.

1분기 순이익은 당사 추정치나 시장 컨센서스를 상회하였지만 이연법인세 효과에 기인한 측면이 강하다. 오히려 세전순이익은 예상치를 하회했다고 할 수 있다. 하지만 순이자마진이 개선되었고 경성적인 대손율은 여전히 낮은 것으로 판단되어 향후 실적 전망은 나쁘지 않을 것으로 보인다.

2Q16 전망: 순이익 6,325억원 예상(QoQ -18.0% YoY -8.6%)

순이자마진 안정과 견조한 대출 증가세로 순이자이익은 1분기보다 증가할 것이다. 비이자이익은 1분기 일회성 이익에 따른 기저효과가 있겠지만 쌍용양회 주식 매각이익이 반영되면서 1분기보다 증가할 것이다. 판매관리비는 소폭 증가할 것으로 보인다. 충당금전입액은 일회성 적립 요인이 해소되면서 1분기보다 감소할 것이다. 순이익은 1분기보다 감소할 것이지만 세금 요인을 고려하면 실제로는 개선되는 것으로 볼 수 있을 것이다.

1분기 실적이 예상치를 상회한 점을 반영하여 2016년과 2017년 순이익을 각각 5.9%, 0.3% 상향한다.

투자의견 매수, 목표주가 54,500원 유지

목표주가 산출은 2016년 BVPS에 PBR 0.8배를 적용하여 산출하였다. 2016년 ROE가 7.9%로 예상되는 점을 고려할 때 적절한 수준의 Valuation 적용이라고 판단된다.

투자포인트는 1) Top line이 안정적으로 증가할 것으로 예상된다. 순이자마진이 안정되고 있고 대출 성장도 견조한 흐름을 보일 것으로 보이기 때문이다. 또한 유가증권 매각을 통해 일정 수준의 비이자이익을 창출할 수 있을 것으로 판단되기 때문이다.

2) 대손율이 안정적인 흐름을 보일 것으로 전망된다. 1분기 대손율이 상승했지만 이는 일시적인 상승이라고 판단된다. 자산전전성 지표를 보면 안정기조가 지속되고 있기 때문이다.

3) 업종 대표주 성격의 주식이기 때문에 은행과 관련한 불확실성이 해소되는 국면에서는 주가에 긍정적인 영향을 받을 수 있을 것이라는 판단이다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
총영업이익 (십억원)	8,024	8,068	8,486	8,421	8,942	9,234
총전영업이익 (십억원)	3,822	3,605	4,011	3,952	4,339	4,492
영업이익 (십억원)	2,638	2,655	2,980	2,949	3,235	3,273
세전순이익 (십억원)	2,682	2,868	3,147	3,060	3,347	3,386
순이익 (십억원)	1,903	2,081	2,372	2,527	2,472	2,501
EPS (원)	3,921	4,288	4,888	5,328	5,213	5,275
BVPS (원)	58,082	61,544	65,046	69,311	73,116	76,967
P/E (배)	12.1	10.4	8.1	8.1	8.2	8.1
P/B (배)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE (%)	7.1	7.3	7.9	7.9	7.3	7.0
ROA (%)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 신한지주, 미래에셋대우 리서치센터

1Q16 실적 내용

순이자이익(QoQ -0.8%): 대출 증가, 순이자마진 QoQ + 1bp, 그러나 4Q15대비 영업일수 감소

비이자이익(QoQ + 35.0%): 채권처분이익 309억원, 쌍용양회 주식매각이익 443억원, 삼성물산 관련 손상차손 166억원

판관비(QoQ -13.1%): 4Q15 희망퇴직 비용에 따른 기저효과 발생

충당금전입액(QoQ + 79.5%): 해운, 조선업종에 대한 충당금 적립 1,250억원, 충당금 환입 246억원

표 1. 신한지주 분기 실적

(십억원, %)

구분	1Q15	4Q15	1Q16P			증감률		과리율	비고
			실적치	대우예상	컨센서스	YoY	QoQ		
순이자이익	1,633.7	1,729.3	1,714.7	1,754.0		5.0	-0.8	-2.2	영업일수 전분기대비 감소
비이자이익	477.1	242.4	327.4	303.0		-31.4	35.0	8.0	채권처분이익(30.9), 쌍용양회매각이익(44.3)
총영업이익	2,110.8	1,971.7	2,042.0	2,057.1		-3.3	3.6	-0.7	삼성물산 관련 손상차손(16.6)
판관비	1,043.1	1,234.3	1,072.2	1,049.3		2.8	-13.1	2.2	
총전영업이익	1,067.7	737.4	969.9	1,007.7		-9.2	31.5	-3.8	
영업외이익	35.7	0.6	27.7	23.2		-22.5	4,790.6	19.3	
총전이익	1,103.4	738.0	997.6	1,030.9		-9.6	35.2	-3.2	
충당금전입액	314.7	175.2	314.4	217.4		-0.1	79.5	44.6	해운, 조선 적립(125.0), 환입(24.6)
영업이익	753.0	562.3	655.5	790.3	807.3	-12.9	16.6	-17.1	
세전순이익	788.7	562.9	683.2	813.5	832.5	-13.4	21.4	-16.0	
법인세	174.9	135.0	-104.6	196.9		-	-	-153.1	이연법인세효과(210.0)
당기순이익	592.1	409.1	771.4	598.9	598.8	30.3	88.6	28.8	

자료: 신한지주, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 신한지주 분기별 실적 및 전망

(십억원, %)

구분	2015				2016		증감률		2015	2016F	YoY
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	YoY	QoQ			
순이자이익	1,633.7	1,653.1	1,677.0	1,729.3	1,714.7	1,740.8	5.3	1.5	6,693.0	7,062.8	5.5
비이자이익	477.1	671.0	402.2	242.4	327.4	421.5	-37.2	28.7	1,792.7	1,358.7	-24.2
총영업이익	2,110.8	2,324.1	2,079.1	1,971.7	2,042.0	2,162.3	-7.0	5.9	8,485.7	8,421.5	-0.8
판관비	1,043.1	1,098.0	1,099.7	1,234.3	1,072.2	1,106.8	0.8	3.2	4,475.1	4,469.4	-0.1
총전영업이익	1,067.7	1,226.1	979.4	737.4	969.9	1,055.5	-13.9	8.8	4,010.7	3,952.1	-1.5
영업외이익	35.7	36.0	95.1	0.6	27.7	27.7	-23.1	0.1	167.4	110.9	-33.8
총전이익	1,103.4	1,262.1	1,074.6	738.0	997.6	1,083.2	-14.2	8.6	4,178.1	4,063.0	-2.8
충당금전입액	314.7	340.4	200.7	175.2	314.4	228.4	-32.9	-27.4	1,031.0	1,003.1	-2.7
영업이익	753.0	885.7	778.7	562.3	655.5	827.1	-6.6	26.2	2,979.7	2,949.0	-1.0
세전순이익	788.7	921.7	873.8	562.9	683.2	854.8	-7.3	25.1	3,147.1	3,059.9	-2.8
법인세	174.9	210.4	175.7	135.0	-104.6	206.9	-1.7	-297.8	696.1	470.6	-32.4
당기순이익	592.1	692.1	679.0	409.1	771.4	632.5	-8.6	-18.0	2,372.2	2,526.7	6.5

자료: 신한지주, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 수익예상 변경 내용

(십억원, 원, %)

구분	2016F			2017F			변경사유
	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률	
총전영업이익	4,035	3,952	-2.1	4,359	4,339	-0.5	1Q16 실적 예상치 상회한 점 반영
영업이익	3,148	2,949	-6.3	3,255	3,235	-0.6	
세전이익	3,241	3,060	-5.6	3,349	3,347	-0.1	
순이익	2,386	2,527	5.9	2,464	2,472	0.3	
EPS	5,032	5,328	5.9	5,195	5,213	0.3	
BPS	68,719	69,311	0.9	72,511	73,116	0.8	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

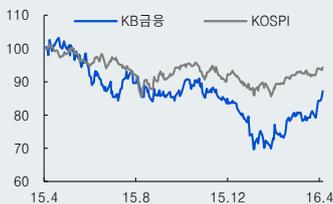
은행

Results Comment
2016.4.22

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	49,600
현재주가(16/04/21, 원)	35,400
상승여력	40%

영업이익(16F, 십억원)	2,093
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	2,168
EPS 성장률(16F, %)	5.0
MKT EPS 성장률(16F, %)	13.0
P/E(16F, x)	7.7
MKT P/E(16F, x)	11.2
KOSPI	2,022.10
시가총액(십억원)	13,677
발행주식수(백만주)	386
유동주식비율(%)	90.3
외국인 보유비중(%)	68.2
베타(12M) 일간수익률	0.75
52주 최저가(원)	28,300
52주 최고가(원)	41,900

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.3	-3.5	-12.8
상대주가	6.5	-2.5	-7.5



[은행]

구용욱
02-768-4494
yonguk.ku@dwsec.com

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

1Q16 review: 순이익 5,450억원 기록(QoQ +57.2%, YoY -9.9%)

순이자마진이 전분기대비 3bp 개선되고 대출이 증가했음에도 불구하고 순이자이익은 전분기 대비 3.8% 감소하였다. 전분기보다 영업일수가 하루 모자랐고 원금보전신탁관련 일회성 이자비용이 발생하였기 때문이다. 비이자이익은 전분기의 일회성 이익이 소멸되었지만 신탁관련 유가증권처분이익 발생으로 전분기대비 증가하였다. 판매관리비는 2015년 대규모 명예퇴직 실시에 따른 비용 절감 효과와 전분기 계절적인 증가 요인이 해소되면서 전분기 대비 감소하였다. 충당금전입액은 자산건전성이 양호한 수준에서 유지되었고 LGD 변경으로 인한 환입 요인 등으로 전분기대비 크게 감소 하였다.

1분기 실적은 시장 컨센서스와 당사 전망치를 큰 폭 상회하였다. 순이자마진이 개선되었다는 점에서 정책금리 인하가 없다면 순이자이익이 견조한 흐름을 보일 수 있을 것이다. 또한 대손율이 하향 안정되고 있는 점도 향후 실적 안정성 측면에서 긍정적인 부분이다.

2Q16 전망: 순이익 4,301억원 전망(QoQ -21.1%, YoY +26.6%)

순이자마진이 1분기 수준에서 유지되고 견조한 대출 증가가 예상됨에 따라 순이자이익은 1분기 대비 증가할 것이다. 비이자이익은 일회성 요인이 없을 것으로 보여 1분기보다 감소할 것이다. 판매비는 계절적인 요인으로 증가할 것이다. 충당금전입액은 대손율이 정상화될 것으로 보여 전분기대비 증가할 것이다. 대손율이 상승하더라도 자산건전성 악화에 의한 것이 아니기 때문에 우려할 필요는 없을 것이다.

2016년과 2017년 순이익 예상치를 각각 10.4%, 4.2% 상향한다. 1분기 실적이 예상치를 크게 상회한 점을 반영하였다.

투자여건 매수, 목표주가 49,600원 유지

목표주가는 2016년 예상 BVPS에 PBR 0.6배를 적용하여 산출하였다. 2016년 ROE가 6.1%로 예상되는 점을 고려할 때 적절한 수준의 Valuation을 적용한 것으로 판단된다.

투자포인트는 1) 순이자마진이 반등함으로써 향후 순이자이익의 안정적 증가를 기대해 볼 수 있을 것이다. KB금융의 경우 대출자산 규모가 크기 때문에 순이자마진이 안정되거나 소폭이라도 개선될 경우 Top line 개선에 큰 영향을 미칠 수 있을 것이다.

2) 사업 포트폴리오가 개선될 것으로 예상된다. KB손보에 이어 현대증권 인수가 마무리될 경우 비은행의 이익 기여도가 40% 수준까지 개선될 것으로 보인다. 이는 은행에 대한 의존도가 낮아지면서 주가 할인요인이 해소될 수 있는 근거가 될 것이다.

3) 현재 주가는 PBR 0.4배에 불과하다. 여전히 가격 매력이 있다고 할 수 있다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
총영업이익 (십억원)	7,454	7,197	7,382	7,397	7,618	8,337
총전영업이익 (십억원)	3,471	3,187	2,858	2,980	3,068	3,651
영업이익 (십억원)	2,027	1,959	1,821	2,093	2,095	2,506
세전순이익 (십억원)	1,815	1,901	2,165	2,390	2,391	2,800
순이익 (십억원)	1,261	1,401	1,698	1,784	1,775	2,085
EPS (원)	3,263	3,626	4,396	4,617	4,595	5,398
BVPS (원)	66,398	70,700	74,234	77,905	81,443	86,841
P/E (배)	12.9	10.0	7.5	7.7	7.7	6.6
P/B (배)	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE (%)	5.0	5.3	6.1	6.1	5.8	6.4
ROA (%)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: KB금융, 미래에셋대우 리서치센터

1Q16 실적

순이자이익(QoQ -3.8%): 순이자마진 QoQ +3bp, but 영업일수 감소 효과(170억원), 원금보전신탁 이자비용(400억원 발생)

비이자이익(QoQ +22.9%): 원금보전신탁 관련 유가증권 매각이익으로 이자비용 보완

판매관리비(QoQ -2.4%): 4Q15 계절적 요인 해소

충당금전입액(QoQ -71.2%): 부동산손실률(LGD) 산출 방법 변경으로 인한 환입(1,700억원), 조선, 해운 충당금적립(1,300억원)

표 1. KB금융 분기 실적

(십억원, %)

구분	1Q15	4Q15	1Q16P			증감률		과리율	비고
			실적치	대우예상	컨센서스	YoY	QoQ		
순이자이익	1,536.9	1,566.2	1,506.3	1,584.5	-	-2.0	-3.8	-4.9	NIM QoQ +3bp but 영업일수 감소 영향(17.0),
비이자이익	269.8	272.0	334.4	222.2	-	24.0	22.9	50.5	원금보전신탁 이자비용(40.0)
총영업이익	1,806.7	1,838.1	1,840.7	1,806.7	-	1.9	0.1	1.9	원금보전신탁 관련 유가증권 매각이익으로 보완
판매비	1,077.0	1,079.3	1,053.8	1,012.4	-	-2.2	-2.4	4.1	
총전영업이익	729.7	758.8	786.9	794.3	-	7.8	3.7	-0.9	
영업외이익	205.8	83.3	51.9	12.5	-	-74.8	-37.7	-	4Q15 일회성이익(KB손보 부의영업권) 기저효과
총전이익	935.5	842.1	838.8	806.8	-	-10.3	-0.4	4.0	
충당금전입액	193.8	412.8	119.0	240.2	-	-38.6	-71.2	-50.5	LGD 변경 환입(170), 조선 해운 충당금 적립(130)
영업이익	535.9	346.0	667.9	554.1	557.2	24.6	93.0	20.5	
세전순이익	741.7	429.3	719.8	566.6	591.1	-3.0	67.7	27.0	
법인세	128.6	78.1	165.6	137.1	-	28.8	111.9	-	
당기순이익	605.0	346.6	545.0	424.9	432.5	-9.9	57.2	28.3	

자료: KB금융, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. KB금융 분기별 실적 및 전망

(십억원, %)

구분	2015				2016		증감률		2015	2016F	YoY
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	YoY	QoQ			
순이자이익	1,536.9	1,547.6	1,552.6	1,566.2	1,506.3	1,528.6	-1.2	1.5	6,203.2	6,125.3	-1.3
비이자이익	269.8	483.6	153.4	272.0	334.4	317.7	-34.3	-5.0	1,178.8	1,271.6	7.9
총영업이익	1,806.7	2,031.2	1,706.0	1,838.1	1,840.7	1,846.3	-9.1	0.3	7,381.9	7,396.9	0.2
판매비	1,077.0	1,368.4	998.8	1,079.3	1,053.8	1,100.2	-19.6	4.4	4,523.6	4,417.4	-2.3
총전영업이익	729.7	662.7	707.1	758.8	786.9	746.1	12.6	-5.2	2,858.4	2,979.6	4.2
영업외이익	205.8	37.1	17.4	83.3	51.9	77.9	110.0	50.0	343.6	297.3	-13.5
총전이익	935.5	699.8	724.5	842.1	838.8	823.9	17.7	-1.8	3,201.9	3,276.9	2.3
충당금전입액	193.8	264.8	165.8	412.8	119.0	244.4	-7.7	105.4	1,037.2	886.5	-14.5
영업이익	535.9	397.9	541.3	346.0	667.9	501.7	26.1	-24.9	1,821.1	2,093.1	14.9
세전순이익	741.7	435.0	558.7	429.3	719.8	579.6	33.2	-19.5	2,164.7	2,390.4	10.4
법인세	128.6	88.5	142.2	78.1	165.6	140.3	58.4	-15.3	437.4	569.9	30.3
당기순이익	605.0	339.6	407.1	346.6	545.0	430.1	26.6	-21.1	1,698.3	1,783.6	5.0

자료: KB금융, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 수익예상 변경 내용

(십억원, 원, %)

구분	2016F			2017F			변경사유
	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률	
총전영업이익	3,071.4	2,979.6	-3.0	3,313.8	3,068.1	-7.4	예상치를 크게 상회한 1Q16 실적 반영.
영업이익	2,083.8	2,093.1	0.4	2,201.4	2,094.8	-4.8	
세전이익	2,155.3	2,390.4	10.9	2,272.6	2,390.6	5.2	
순이익	1,615.4	1,783.6	10.4	1,704.3	1,775.1	4.2	
EPS	4,181	4,617	10.4	4,411	4,595	4.2	
BPS	77,454	77,905	0.6	80,851	81,443	0.7	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

대림산업 (000210)

2분기 이후 성장을 주도할 주택 부문

건설

Results Comment
2016.4.22

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	110,000
현재주가(16/04/21, 원)	93,600
상승여력	18%

영업이익(16F, 십억원)	466
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	375
EPS 성장률(16F, %)	59.1
MKT EPS 성장률(16F, %)	13.0
P/E(16F, x)	11.0
MKT P/E(16F, x)	11.2
KOSPI	2,022.10
시가총액(십억원)	3,257
발행주식수(백만주)	39
유동주식비율(%)	76.5
외국인 보유비중(%)	34.9
배타(12M) 일간수익률	1.45
52주 최저가(원)	61,000
52주 최고가(원)	93,600

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.8	24.8	10.8
상대주가	10.0	26.1	17.5



[건설/건자재]

박형렬

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

김예지

02-768-4155
yegee.kim@dwsec.com

일회성 손실 반영에도 양호한 실적

동사는 1분기 매출액 2.3조원(11.7% YoY, -16.5% QoQ), 영업이익 908억원(32.1% YoY, 26.1% QoQ), 순이익 266억원(-48.0% YoY, 82.0% QoQ)을 기록하였다. 영업이익은 당사 추정치를 상회하였으나 순이익은 하회하였다. 영업이익률은 +1.4%p YoY 개선된 4.0%를 기록하였다.

일회성 요인으로 1) 쿠웨이트 SHFP 현장에서 기자재 납품 지연에 따른 손실 558억원, 2) 과징금 관련 153억원, 3) 영업외 부문에서 주택 관련 총당금이 200억원 반영되었다. 자회사 배당금, 대림C&S 구주매출 매각 차익 등이 발생하면서 실질세율이 증가하였다.

해외를 제외한 전 사업부문 개선

1) 유화 서프라이즈 지속: 유화 부문은 전반적으로 스프레드 확대에 따라 수익성이 향상되었다. 특히, 사내 유화의 경우 영업이익이 55.6% YoY 성장하였는데, 이는 고부가가치 제품인 mPE(메탈로센 PE)의 매출 비중이 50% 수준까지 확대된 영향으로 파악된다. 향후 mPE 매출 비중은 70%까지 높일 계획으로, 추가적인 수익성 향상이 가능할 것으로 전망된다.

2) 주택 실적 성장 가속화: 1분기 건축 부문의 실적 성장이 두드러졌다. 주택 매출이 14년 하반기 이후 분양한 프로젝트들의 매출 반영이 본격화되면서 1분기 89.7%의 성장을 보였으며, 원가율은 전년동기 92.5%에서 크게 개선된 87.3%를 기록하였다. 향후 건축 부문의 매출 비중 확대가 이어질 것이라는 점을 감안하면 이익 성장의 가시성이 높아지고 있다.

3) 아직은 불안정한 해외 부문: 1분기 플랜트 부문의 원가율은 103.9%를 기록하였다. 대부분은 쿠웨이트 SHFP (도급금액 5,200억원, 2017년 12월 준공 예정)관련 손실 때문이다. 다만 지난 3년간 대규모 손실을 반영한 DSA(대림 사우디 시공법인)은 1분기 161억원의 적자를 기록하면서 손실 규모가 감소하고 있다.

4) 연결법인 실적 호조: 대림 C&S를 중심으로 연결법인의 영업이익 기여도가 높아지고 있다. 이 외 대림자동차, 오라관광, 대림에너지 등의 연결법인 실적 모두 전년동기 대비 성장하였다.

추가적인 해외 부문의 손실이 있더라도, 이익 추정 상향 가능

DSA를 중심으로 추가적인 해외 손실이 발생하더라도 1) 유화부문의 수익추정 상향, 2) 국내 건축 부문의 수익성 개선, 3) 연결법인 및 지분법 이익 증가에 따라 현재 컨센서스 이상의 영업이익 달성이 가능할 것으로 판단된다. 특히 2016년 내 대부분의 악성 프로젝트가 마무리 됨에 따라 장기적인 관점에서 기업가치 회복이 지속될 것으로 판단된다. 투자의견 매수와 목표주가 110,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	9,847	9,295	9,514	10,916	12,567	12,561
영업이익 (십억원)	40	-270	272	466	625	656
영업이익률 (%)	0.4	-2.9	2.9	4.3	5.0	5.2
순이익 (십억원)	-25	-454	207	329	486	528
EPS (원)	-643	-11,762	5,357	8,521	12,579	13,688
ROE (%)	-0.5	-10.2	4.8	7.3	9.9	9.8
P/E (배)	-	-	12.5	11.0	7.4	6.8
P/B (배)	0.8	0.6	0.6	0.8	0.7	0.6

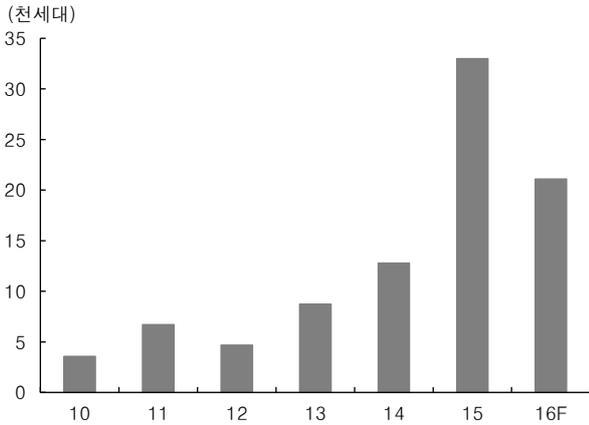
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 대림산업, 미래에셋대우 리서치센터

대림산업

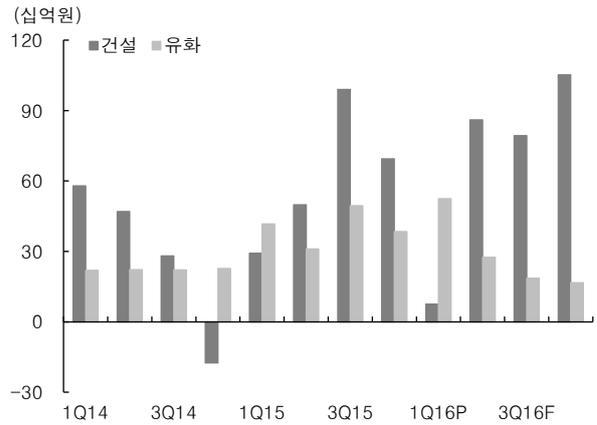
2분기 이후 성장을 주도할 주택 부문

그림 1. 주택 분양물량



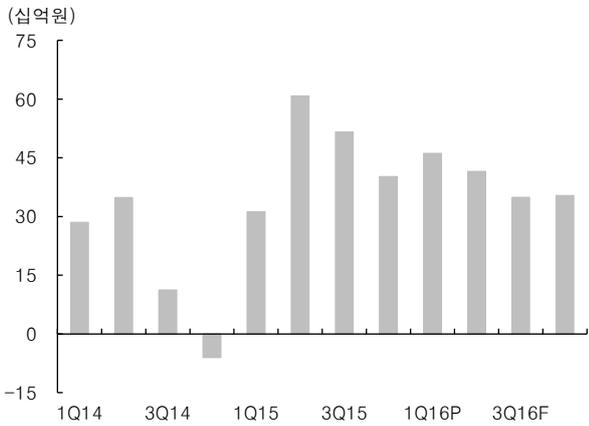
자료: 대림산업, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 건설 및 유회부문 분기 영업이익



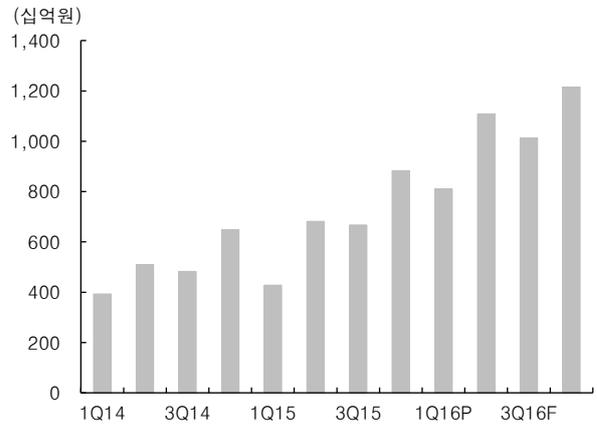
자료: 대림산업, 미래에셋대우 리서치센터 예상

그림 3. 지분법 이익



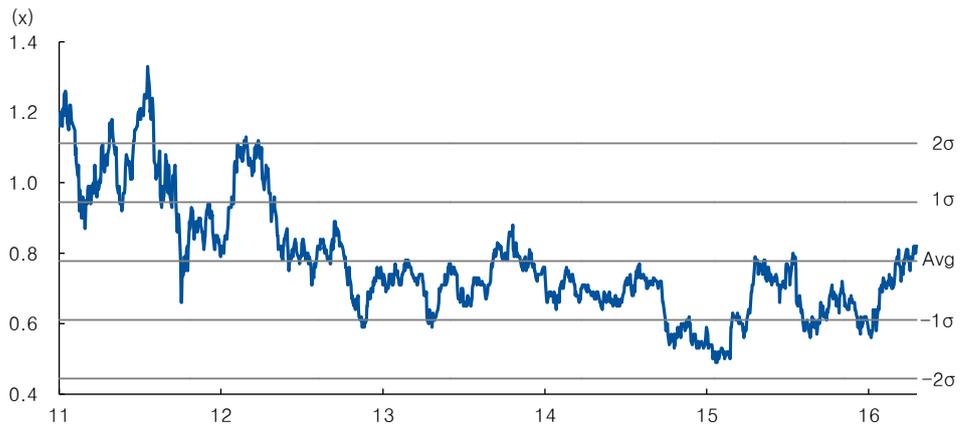
자료: 대림산업, 미래에셋대우 리서치센터 예상

그림 4. 건축 매출



자료: 대림산업, 미래에셋대우 리서치센터 예상

그림 5. PBR band



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

대림산업

2분기 이후 성장을 주도할 주택 부문

표 1. 1분기 잠정 실적 및 추정치

(십억원, %, %p)

	1Q15	4Q15	1Q16			증가율	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	2,018.2	2,698.6	2,253.7	2,271.8	2,231.7	11.7	-16.5
영업이익	68.7	72.0	90.8	73.1	76.4	32.1	26.1
세전이익	81.8	33.2	75.4	85.1	99.3	-7.9	127.0
순이익	51.1	14.6	26.6	61.4	72.1	-48.0	82.0
영업이익률	3.4	2.7	4.0	3.2	3.4	0.6	1.4
순이익률	2.5	0.5	1.2	2.7	3.2	-1.4	0.6

주: K-IFRS 연결기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 대림산업, WISEfn, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, 원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변경률		코멘트
	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F	
매출액	10,668.0	11,772.7	10,915.7	12,567.3	2.3	6.7	- 건축부문 매출 및 수익성 상향
영업이익	437.9	533.2	466.5	625.0	6.5	17.2	
세전이익	498.9	590.8	490.4	665.5	-1.7	12.6	
순이익	360.0	431.9	328.9	485.5	-8.6	12.4	
EPS	9,326	11,190	8,521	12,579	-8.6	12.4	
영업이익률	4.1	4.5	4.3	5.0	0.2	0.4	
순이익률	3.4	3.7	3.0	3.9	-0.4	0.2	

주: K-IFRS 연결기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 3. 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %, %p)

	2015				2016				1Q16P 증가율		2015	2016F	2017F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ			
매출액	2,018	2,398	2,399	2,699	2,254	2,856	2,634	3,172	11.7	-16.5	9,514	10,916	12,567
영업이익	69	63	68	72	91	128	110	138	32.1	26.1	272	466	625
세전이익	82	106	215	33	75	128	125	162	-7.9	127.0	436	490	665
순이익	51	71	70	15	27	91	92	120	-48.0	82.0	207	329	486
영업이익률	3.4	2.6	2.8	2.7	4.0	4.5	4.2	4.4	0.6	1.4	2.9	4.3	5.0
순이익률	2.5	3.0	2.9	0.5	1.2	3.2	3.5	3.8	-1.4	0.6	2.2	3.0	3.9

주: K-IFRS 연결기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 대림산업, KDB대우증권 리서치센터 예상

포스코대우 (047050)

정상화와 안정화를 동시에

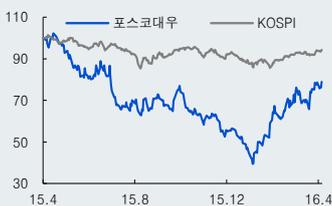
종합상사

Results comment
2016.4.22

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	32,000
현재주가(16/04/21, 원)	24,250
상승여력	32%

영업이익(16F, 십억원)	430
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	372
EPS 성장률(16F, %)	75.3
MKT EPS 성장률(16F, %)	13.0
P/E(16F, x)	12.2
MKT P/E(16F, x)	11.2
KOSPI	2,022.10
시가총액(십억원)	2,762
발행주식수(백만주)	114
유동주식비율(%)	39.5
외국인 보유비중(%)	13.6
배타(12M) 일간수익률	1.50
52주 최저가(원)	12,100
52주 최고가(원)	31,400

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.5	11.8	-21.4
상대주가	6.8	12.9	-16.6



[운송/에너지]

류제현
02-768-4175
jay.ryu@dwsec.com

김충현
02-768-4126
choonghyun.kim@dwsec.com

1Q16 Review: 컨센서스에 부합하는 실적

포스코대우의 매출액은 전년 동기 대비 14.2% YoY 하락한 3조 8,830억원을 기록했다. 철강, 화학 등 대부분의 사업부문의 매출액이 감소했는데, 이는 수익성 개선 노력에 따른 부실 프로젝트 정리에 따른 것으로 추정된다. 별도 영업이익은 순수 무역부문의 턴어라운드(415억원, 122.4% YoY)에 힘입어 1,047억원을 기록, 영업이익률의 개선(1Q15 2.4%, 1Q16 2.8%)를 달성했다. 연결 영업이익은 중국 제지공장 구조조정 비용에 따라 관계 기업 손익이 악화되며 10.9% YoY 감소했으나 977억원으로 컨센서스(969억원)에는 부합하였다.

미얀마 가스전은 생산량이 462억 입방피트(일산 5.1억입방피트)로 전분기 대비 감소했으나 계획량(일산 5.1억 입방피트)을 초과하며 순항했고 영업이익도 844억원으로 10.3% YoY 감소했으나 당사 추정치(830억원)와 유사하였다. 다만 기타 광구에서의 영업손실은 41억원으로 전분기(25억원 손실) 및 전년동기(35억원 손실) 대비 소폭 악화되었다.

순이익도 666억원으로 전년 동기 대비 27.1% YoY 하락했는데, 환관련 손실 발생, 암바토 비실적 부진이 주 원인이다. 하지만 순이익도 컨센서스(652억원)에 부합하였다.

무역의 정상화와 E&P 안정화 동시 달성 가능

1) 무역 부문 정상화: 무역부문 실적 개선은 지속될 전망이다. 지난해 비철트레이딩 손실과 매출채권 손실로 일시적인 부진 요인도 있었지만 수익성 위주의 사업구조 개편이 더 큰 개선 요인이다. 이에 따라 과거 이익 수준(분기별 300억원~500억원)으로 회복할 전망이다. 관계회사의 실적 부진도 일회성 비용 제거로 자연스럽게 회복될 수 있을 것으로 예상된다.

2) E&P 실적 안정화: 미얀마 가스전의 영업이익은 하반기까지 소폭 하향 추세를 이어가겠지만 감소폭이 완화되며 안정화를 찾을 전망이다. 기타광구는 빠르면 2Q16부터 회복할 수 있을 전망이다. 최근 유가를 비롯한 상품가격이 안정화되고 있기 때문이다. 당사는 유가가 상반기 36달러에서 하반기 44달러로 점진적으로 상승할 것으로 예상하고 있다.

목표주가 32,000원 및 매수의견 유지

포스코대우에 대한 목표주가 32,000원 및 매수의견을 유지한다. 1Q16 실적은 당사 추정치까지 미치지 못했지만 최근 상승한 컨센서스에 부합하였고, 향후 전 사업부문에 걸쳐 실적의 안정화가 지속될 가능성이 높다.

PBR 0.7배까지 하락했던 주가는 최근 반등으로 1.1배까지 상승했지만 향후 추가 상승이 가능할 것으로 기대된다. 무엇보다 장기적으로 주가와 상관관계가 높았던 유가의 반등추세가 지속되고 있다는 점은 강한 모멘텀으로 작용할 것으로 기대된다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	17,109	20,408	17,527	18,219	18,343	19,207
영업이익 (십억원)	159	376	369	430	520	423
영업이익률 (%)	0.9	1.8	2.1	2.4	2.8	2.2
순이익 (십억원)	138	185	129	226	372	295
EPS (원)	1,214	1,620	1,132	1,985	3,271	2,591
ROE (%)	6.3	8.0	5.3	8.9	13.5	9.7
P/E (배)	34.0	19.4	14.4	12.2	7.4	9.4
P/B (배)	2.1	1.5	0.8	1.1	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 포스코대우, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 1Q16 실적 비교표

(십억원, %)

	1Q15	4Q15	1Q16P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	4,526	4,117	3,883	4,024	4,194	-14.2	-5.7
영업이익	111	83	98	107	97	-11.9	17.2
영업이익률 (%)	2.4	2.0	2.5	2.7	2.3	0.1	0.5
세전이익	110	-20	91	149	87	-17.3	흑전
순이익	91	-1	67	112	65	-27.1	흑전

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 포스코대우, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	16F	17F	16F	17F	16F	17F	
매출액	18,359	18,487	18,219	18,343	-0.8	-0.8	1Q16 실적 반영
영업이익	439	523	430	520	-2.1	-0.5	
세전이익	304	513	307	506	1.0	-1.4	
순이익	229	387	226	372	-1.4	-3.7	
EPS (KRW)	2,013	3,397	1,985	3,271	-1.4	-3.7	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터 예상

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	4,526	4,705	4,179	4,117	3,883	4,881	4,261	5,194	17,527	18,219	18,343
영업이익	111	87	88	83	98	107	111	114	369	430	520
미안마 가스전	94	77	112	94	84	65	66	66	377	281	248
무역 및 기타 E&P	17	9	-24	-10	13	42	46	47	-8	149	272
세전이익	110	64	-20	-20	91	52	86	78	134	307	506
순이익(지배)	91	48	-10	-1	67	39	64	57	129	226	372
전체 영업이익률 (%)	2.4	1.8	2.1	2.0	2.5	2.2	2.6	2.2	2.1	2.4	2.8
미안마 영업이익률 (%)	60.4	55.7	71.7	67.5	63.6	43.9	44.5	45.0	80.7	47.7	43.1
세전이익률 (%)	2.4	1.4	-0.5	-0.5	2.4	1.1	2.0	1.5	0.8	1.7	2.8
순이익률 (%)	1.9	1.0	-0.5	-0.1	1.7	0.8	1.5	1.1	0.7	1.2	2.0
환율 (원/달러)	1,100	1,097	1,170	1,157	1,200	1,225	1,240	1,255	1,131	1,230	1,270

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 포스코대우, 미래에셋대우 리서치센터 예상

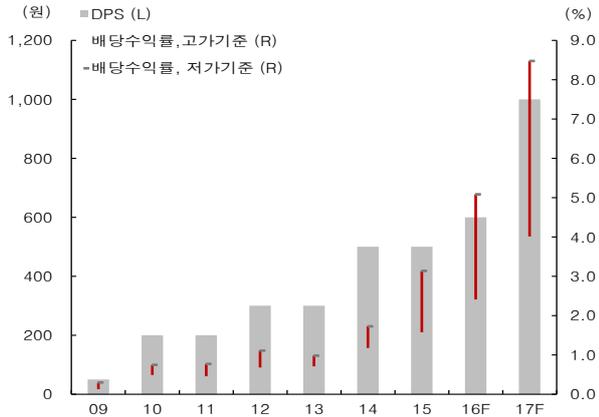
표 4. 주요 손익 요약

(십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
영업이익	110.8	86.8	87.8	83.3	97.7
미안마가스전	94.1	77.4	111.7	93.8	84.4
기타광구	-3.5	-0.4	-3.2	-2.5	-4.1
무역본부	23.7	9.5	-13.4	0.0	37.4
무역 및 투자법인	7.8	5.8	6.4	1.5	-2.1
세전이익	109.6	64.2	-20.0	-20.3	90.6
환관련손익	2.8	-15.5	-69.5	27.3	-1.8
순이자손익	-17.7	-9.9	-10.9	28.1	-13.2
미안마 육상가스관	13.2	10.1	11.5	20.3	15.0
관계기업 손익	2.1	-3.3	-2.2	-104.8	-6.0
일회성비용			-47.7	-71.8	

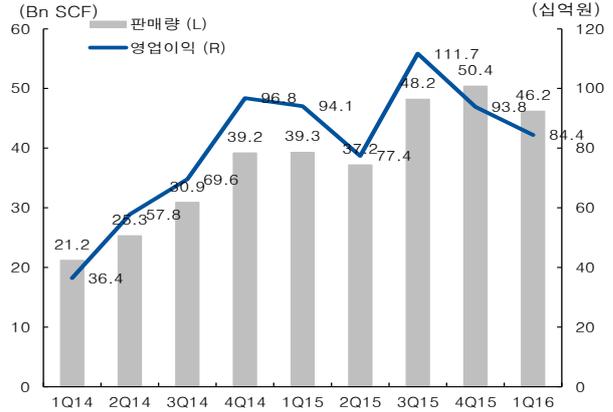
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 배당수익률 전망: 주가에 하방 경직성으로 작용



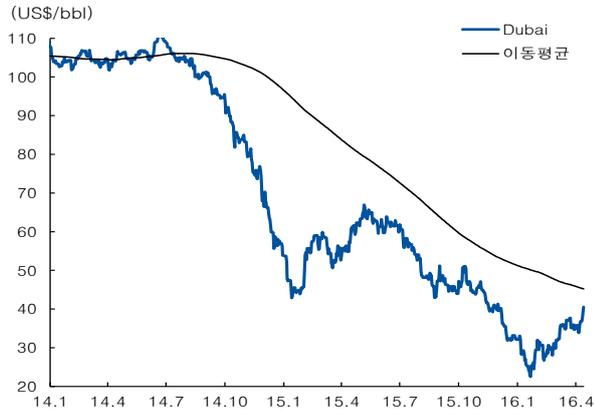
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 미안마 가스전 생산량 추이



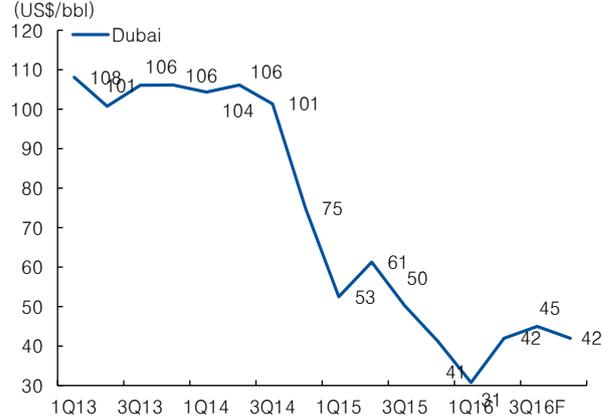
자료: 포스코대우, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 유가 vs. 1년 이동평균 유가



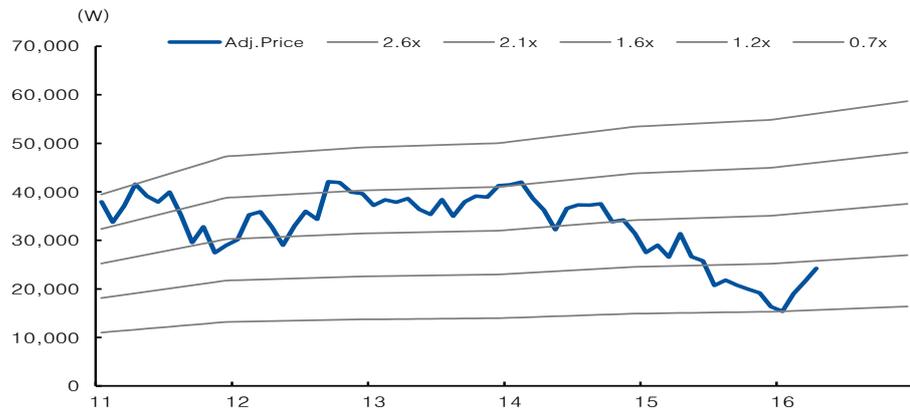
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 유가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. PBR 밴드차트



자료: 미래에셋대우 리서치센터

제약

Results Comment
2016.4.22

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	92,000
현재주가(16/04/21, 원)	70,000
상승여력	31%

영업이익(16F, 십억원)	37		
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	30		
EPS 성장률(16F, %)	95.4		
MKT EPS 성장률(16F, %)	13.0		
P/E(16F, x)	52.3		
MKT P/E(16F, x)	11.2		
KOSPI	2,022.10		
시가총액(십억원)	1,160		
발행주식수(백만주)	17		
유동주식비율(%)	69.0		
외국인 보유비중(%)	6.0		
베타(12M) 일간수익률	1.95		
52주 최저가(원)	47,600		
52주 최고가(원)	84,000		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.2	18.8	11.1
상대주가	12.4	20.1	17.9



[헬스케어]

김현태
02-768-3251
hyuntae.kim@dwsec.com

김승민
02-768-4157
sm.kim@dwsec.com

1분기 실적 예상 상당히 상회

연결 기준 LG생명과학의 1분기 실적은 매출액 1,198억 원(+43.2% YoY), 영업이익 171억 원(흑자전환 YoY), 당기순이익 122억 원(흑자전환 YoY), 지배 순이익 121억 원(흑자전환 YoY)을 시현했다. 1분기 실적은 우리의 예상과 시장 컨센서스를 상당히 상회했다. 참고로 시장 컨센서스는 매출액 1,050억 원, 영업이익 42억 원, 지배 순손실 3억 원이다.

의약품 부문은 전년동기 대비 42.9% 증가했다. 유트로핀(성장호르몬제), 유박스(B형 간염 백신), 제미글로 군(당뇨), 이브아르(주름개선) 등 제품의 고성장에 기인한다. 정밀화학 부문은 전년동기 대비 45.9% 증가했다. 이는 케미칼 소재 등 수출 회복 때문이다.

주력 제품인 제미글로 군과 이브아르는 높은 매출 성장을 기록했다. 제미글로 군은 대응계약과 국내 코프로모션 계약체결을 했고, 이에 1분기 매출액 104억 원(+121.3% YoY)을 달성했다. 또한 본 계약에 따른 마일스톤 150억 원도 발생했다. 이브아르는 96억 원(+62.7% YoY)을 기록했다. 이 중 내수 43억 원, 수출 53억 원을 달성했다.

수익성 개선은 마일스톤 유입과 제품믹스 개선 때문이다. 제미글로 군의 대응계약과 코프로모션 계약에 대한 마일스톤의 유입이 있었다. 마일스톤을 제외하고도 영업이익이 발생했다. 이는 고마진의 제미글로 군과 이브아르 등의 매출 성장에 따른 제품믹스 개선 때문이다.

2분기 상당한 이익 개선 전망

우리는 2분기 매출액, 영업이익, 지배 순이익 등이 각각 1,159억 원(+11.9% YoY), 46억 원(+35.2% YoY), 19억 원(+115.7% YoY)에 이를 것으로 추정한다. 이러한 높은 이익 개선은 주력 제품 제미글로 군과 이브아르의 매출 호조 때문이다. 제미글로 군과 이브아르의 매출액을 각각 115억 원(+82.5% YoY), 103억 원(+16.2% YoY)으로 예상한다.

2분기에 혼합 백신 유펜타의 유니세프 입찰 수주가 기대된다. 우리는 유펜타의 매출액이 16년, 17년에 각각 200억 원, 500억 원에 이를 것으로 전망한다. 유펜타의 매출 본격화는 동사 수익성 개선에 기여할 것으로 판단한다.

차선호주 추천

우리는 동사에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 92,000원을 유지하고, 제약 차선호주로 추천한다. 주력 제품의 매출 확대에 따른 이익 개선이 예상되고, 자체 개발 제품의 해외 진출 확대에 따른 중장기 펀더멘털 강화가 가능해 보이기 때문이다. 16년 연구개발 진전이 전망된다. 6가 혼합백신과 페렘구균 백신 등의 임상1상 진입, 휴미라 바이오시밀러(류마티스 관절염)의 일본 임상3상 진행 등이 예상된다. 제미글로의 남미 국가 허가 획득이 기대된다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	417	426	451	514	570	648
영업이익 (십억원)	14	16	25	37	46	59
영업이익률 (%)	3.4	3.8	5.5	7.2	8.1	9.1
순이익 (십억원)	3	-2	12	23	27	34
EPS (원)	194	-125	686	1,339	1,612	1,993
ROE (%)	1.3	-0.8	4.6	8.4	9.2	10.3
P/E (배)	209.3	-	88.4	52.3	43.4	35.1
P/B (배)	2.7	2.4	4.0	4.2	3.8	3.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: LG생명과학, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 1분기 실적

(십억원, %)

	1Q15	4Q15	1Q16P		성장률	
			실적치	미래에셋대우	YoY	QoQ
매출액	83.7	136.2	119.8	136.2	43.2	-12.0
매출총이익	38.9	62.7	65.9	59.3	69.4	5.1
영업이익	-4.1	7.0	17.1	5.9	흑전	145.5
세전 순이익	-6.4	3.1	14.9	6.9	흑전	373.6
순이익	-4.9	2.4	12.2	4.4	흑전	416.6
지배 순이익	-5.0	2.4	12.1	4.4	흑전	394.2

자료: LG생명과학, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 부문별 매출액

(십억원, %)

구분	1Q16P	YoY	QoQ	1Q15	4Q15
의약품	107.4	42.9	-8.8	75.2	117.8
정밀화학	12.4	45.9	-32.2	8.5	18.3

자료: LG생명과학, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 분기 실적 전망

(십억원, %, 원)

구분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	83.7	103.6	127.1	136.2	119.8	115.9	134.9	143.3	450.5	513.9	570.4
YoY	-6.0	4.9	18.9	4.0	43.2	11.9	6.1	5.2	5.9	14.1	11.0
의약	75.2	89.0	106.4	117.9	107.4	102.7	112.3	126.6	388.4	449.0	507.0
정밀화학	8.5	14.6	20.7	18.3	12.4	13.3	22.6	16.6	62.1	64.9	63.4
영업이익	-4.1	3.4	18.9	7.0	17.1	4.6	7.2	8.0	25.2	37.0	46.3
영업이익률	-4.9	3.3	14.9	5.1	14.3	4.0	5.4	5.6	5.6	7.2	8.1
YoY	적지	흑전	239.2	-54.9	흑전	35.2	-61.7	14.3	55.6	46.7	25.1
세전순이익	-6.4	1.2	16.0	3.1	14.9	2.3	4.9	5.5	13.9	27.5	33.1
YoY	적지	흑전	622.2	-66.2	흑전	92.7	-69.5	73.5	547.4	98.0	20.4
지배주주 순이익	-5.0	0.9	13.2	2.4	12.2	1.9	4.0	4.5	11.5	22.5	27.1
YoY	적지	흑전	549.2	-41.7	흑전	115.7	-69.8	83.7	흑전	95.4	20.4
EPS									685.6	1,339.4	1,612.4
YoY									흑전	95.4	20.4

자료: LG생명과학, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 수익 예상 변경

(십억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률			변경사유
	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	
매출액	510.8	595.6	652.7	513.9	570.4	648.5	0.6	-4.2	-0.6	- 16년 1분기 대웅제약 코프로모션 계약 관련 - 마일스톤 업데이트 - 15년, 16년 혼합백신 매출 조정 - 연구개발비 가정 조정 - 환손익 업데이트
영업이익	31.3	48.9	50.0	37.0	46.3	59.4	18.2	-5.3	18.8	
세전순익	22.2	35.7	34.4	27.5	33.1	41.0	23.9	-7.3	19.2	
EBITDA	68.7	86.1	92.1	74.8	84.0	102.4	8.9	-2.4	11.2	
순이익	18.1	29.2	28.1	22.5	27.1	33.5	24.3	-7.2	19.2	
EPS(원)	1,079	1,739	1,672	1,339	1,612	1,993	24.2	-7.3	19.2	
영업이익률	6.1	8.2	7.7	7.2	8.1	9.2				
순이익률	3.5	4.9	4.3	4.4	4.8	5.2				

자료: 미래에셋대우 리서치센터

전자자료

Earnings Preview
2016.4.22

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	60,000
현재주가(16/04/21, 원)	44,850
상승여력	34%

영업이익(16F, 십억원)	125
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	112
EPS 성장률(16F, %)	21.1
MKT EPS 성장률(16F, %)	13.0
P/E(16F, x)	7.6
MKT P/E(16F, x)	11.2
KOSDAQ	701.62
시가총액(십억원)	743
발행주식수(백만주)	17
유동주식비율(%)	51.7
외국인 보유비중(%)	25.9
배타(12M) 일간수익률	0.52
52주 최저가(원)	33,350
52주 최고가(원)	51,300

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.9	5.8	8.1
상대주가	3.5	3.5	10.1



[디스플레이/IT소재]

류영호

02-768-4138
young.ryu@dwsec.com

김철중

02-768-4162
chuljoong.kim@dwsec.com

안정적인 실적 + 하반기 성장성

1Q16 Preview: 솔브레인의 1분기 연결기준 매출액은 1,621억원(+14.8% YoY, -7.4% QoQ), 영업이익 260억원(+21.7% YoY, -13.2% QoQ)으로 시장 예상수준(248억원)의 실적은 충분히 달성 가능할 것으로 예상된다. 1분기는 통상적인 비수기이나 반도체/디스플레이 관련 소재 사업이 안정적인 실적을 기록할 것으로 예상된다. 과거 우려사항이었던 Thin-Glass 사업부는 고객사 가동률이 유지됨에 따라 안정레도에 진입한 것으로 판단된다.

Thin-Glass: 향후에도 안정된 실적이 예상된다. 1) 최대 고객사 OLED 가동률 상승, 2) 주요 신모델 출시, 3) 중저가 스마트폰 라인업에 OLED 디스플레이 적용 확대, 4) OLED 패널의 외판 비율 증가 때문이다. 최근 중국 업체들을 비롯하여 전세계적으로 OLED 패널을 채택하는 스마트폰이 증가하였는데, 성능은 우수하면서 LCD와 경쟁할 수 있는 원가 경쟁력을 확보하였기 때문이다.

플렉서블 디스플레이 비중 증가에 따른 우려가 있는 것은 사실이다. 하지만, 전체 디스플레이를 플렉서블로 전환하기까지는 시간이 필요하고 중저가 모델에는 Rigid가 대체를 이룰 것으로 판단된다. 추가적으로 지속적인 구조조정을 통해 사업부의 효율성도 확보해 두었다.

반도체 소재: 삼성전자 중국 시안 공장과 17라인의 본격적인 가동과 함께 반도체 소재 출하량이 지속적으로 증가될 전망이다. 특히 시안의 3D V-NAND의 경우 기존 공정대비 식각액 수요가 높아 외형성장에도 긍정적이다. 2016년 하반기부터 공정전환에 따른 소재 사용량 증가가 지속되며 동사의 성장을 주도 할 것으로 예상된다.

디스플레이/2차전지: 디스플레이 부분은 안정적인 실적의 유기물 재료 사업과 함께 식각액 사업의 추가적인 성장을 기대해 본다. 지난 2015년 말 완공된 중국 공장이 금년부터 본격적으로 가동될 것으로 예상되기 때문이다. 2차전지의 경우 아직까지 가동률은 낮지만 중장기적으로 고객사 물량 증가와 함께 지속적인 성장이 기대된다.

투자의견 '매수', 목표주가 60,000원 유지

솔브레인에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 60,000원을 유지한다. 2016년에도 반도체/디스플레이 관련 소재 사업이 안정적인 실적을 기록할 것으로 예상된다. 추가적으로 하반기부터는 1)반도체 공정전환에 따른 소재 수요 증가와 2) 중국 디스플레이 공장의 본격적인 가동과 함께 신규업체 진입이 예상되기 때문에 추가적인 성장도 기대해 본다. 제닉 인수와 경쟁심화에 대한 시장의 우려가 있는 것은 사실이다. 하지만 2016년 P/E 7.8배에 거래되고 있는 현재 주가는 저평가 구간이라고 판단된다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	664	635	539	628	740	777
영업이익 (십억원)	107	88	48	101	125	137
영업이익률 (%)	16.1	13.9	8.9	16.1	16.9	17.6
순이익 (십억원)	74	62	38	81	98	109
EPS (원)	4,631	3,844	2,336	4,878	5,908	6,602
ROE (%)	26.4	17.3	9.4	17.6	18.1	17.2
P/E (배)	10.1	11.6	13.8	8.3	7.6	6.8
P/B (배)	2.3	1.8	1.2	1.3	1.2	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 솔브레인, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 솔브레인 2016년 1분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, 원, %)

	1Q15	4Q15	1Q16F		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	141.2	174.9	162.1	165.9	14.8	-7.4
영업이익	21.4	30.0	26.0	24.8	21.7	-13.2
영업이익률	15.1	17.1	16.1	14.9	0.9	-1.1
세전이익	21.9	32.5	28.5	27.4	30.2	-12.2
순이익	16.1	23.4	20.7	19.8	28.4	-11.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 솔브레인, WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 솔브레인 실적 추이 및 전망

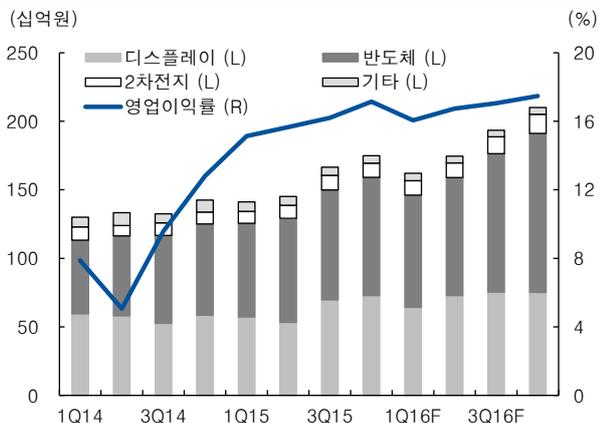
(십억원, 원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F
매출액	141.2	145.2	166.6	174.9	162.1	174.6	193.4	210.1	538.5	628.0	740.2
디스플레이	57.2	53.3	69.6	72.8	64.3	72.8	75.3	75.2	228.8	253.0	287.6
케미칼	28.6	29.7	34.0	31.7	31.4	35.0	36.4	37.7	115.9	124.0	140.6
Thin Glass	28.6	23.6	35.7	41.1	32.9	37.8	38.9	37.5	112.8	129.0	147.1
반도체	68.3	75.9	80.2	86.3	81.9	86.0	101.1	116.1	242.7	310.8	385.1
식각액	52.7	59.5	63.2	69.4	65.1	68.6	82.8	97.6	183.9	244.8	314.1
전구체	6.2	6.6	6.6	6.5	6.4	6.7	7.1	6.9	25.6	25.9	27.2
CMP 슬러리	9.4	9.8	10.4	10.4	10.4	10.7	11.2	11.5	33.2	40.1	43.9
2차 전지	8.7	9.6	10.7	10.4	10.4	10.8	12.3	13.9	35.1	39.4	47.4
기타	6.9	6.4	6.0	5.4	5.5	5.0	4.7	5.0	31.9	24.7	20.1
매출비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
디스플레이	40.5	36.7	41.8	41.6	39.7	41.7	38.9	35.8	42.5	40.3	38.9
반도체	48.4	52.3	48.2	49.3	50.5	49.3	52.2	55.2	45.1	49.5	52.0
2차 전지	6.2	6.6	6.4	5.9	6.4	6.2	6.4	6.6	6.5	6.3	6.4
기타	4.9	4.4	3.6	3.1	3.4	2.8	2.4	2.4	5.9	3.9	2.7
영업이익	21.4	22.7	27.0	30.0	26.0	29.2	33.0	36.7	48.0	101.1	125.0
세전이익	21.9	27.0	28.9	32.3	28.5	31.9	35.4	39.1	53.2	110.1	134.9
당기순이익	16.1	20.9	20.3	23.4	20.7	23.1	25.6	28.4	38.1	80.7	97.9
영업이익률	15.1	15.7	16.2	17.1	16.1	16.7	17.1	17.5	8.9	16.1	16.9
순이익률	11.4	14.4	12.2	13.4	12.8	13.3	13.3	13.5	7.1	12.9	13.2
QoQ/YoY 증감률											
매출액	-1.0	2.8	14.7	5.0	-7.4	7.7	10.8	8.6	-15.2	16.6	17.9
디스플레이	-2.2	-6.8	30.7	4.6	-11.7	13.3	3.4	-0.2	-34.3	10.6	13.7
반도체	2.7	11.1	5.7	7.6	-5.1	5.0	17.4	14.8	17.5	28.1	23.9
2차 전지	0.0	9.9	11.5	-3.0	0.4	3.3	14.5	12.4	-26.5	12.3	20.2
기타	-21.5	-7.7	-6.5	-9.8	1.0	-8.8	-5.0	5.0	-2.4	-22.6	-18.6
영업이익	17.1	6.4	18.6	11.2	-13.2	12.3	12.9	11.2	-45.8	110.8	23.6
세전이익	29.4	23.4	6.9	11.7	-11.7	12.0	10.8	10.7	-33.6	107.1	22.6
당기순이익	11.9	29.8	-2.8	15.3	-11.7	12.0	10.8	10.7	-38.9	111.9	21.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 솔브레인 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 반도체 부문별 매출액 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

미디어

Results Comment
2016.4.22

(Maintain) **Trading Buy**

목표주가(원, 12M) **19,000**

현재주가(16/04/21, 원) **16,550**

상승여력 **15%**

영업이익(16F,십억원)	134
Consensus 영업이익(16F,십억원)	142
EPS 성장률(16F,%)	12.8
MKT EPS 성장률(16F,%)	13.0
P/E(16F,x)	21.2
MKT P/E(16F,x)	11.2
KOSPI	2,022.10
시가총액(십억원)	1,904
발행주식수(백만주)	115
유동주식비율(%)	59.5
외국인 보유비중(%)	24.7
베타(12M) 일간수익률	0.67
52주 최저가(원)	15,850
52주 최고가(원)	24,300

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.3	-13.6	-31.9
상대주가	-8.8	-12.7	-27.8



[통신서비스 / 미디어]

문지현
02-768-3615
jeehyun.moon@dwsec.com

하누리
02-768-4130
nuri.ha@dwsec.com

제일기획 (030000)

묵묵히 나아가는 중

1분기 실적, 외형은 예상에 부합했으나 이익이 부진

제일기획의 1분기는 계절적으로는 비수기였고, 연초부터 매각 이슈 등이 불거지면서 지배 구조 관련 불확실성 때문에 실적에 대한 관심이 상대적으로 낮은 편이었다. 1분기 실적은 당사 예상치 대비 영업총이익은 유사했고, 영업이익과 순이익은 부진했다.

긍정적: 본사 영업총이익이 전년동기 대비 7% 증가했다. 국내 경기가 부진한 것 대비해서는 선방한 편이었다. 중국 영업총이익은 전년동기 대비 19% 고성장했고, 본사 영업총이익 규모를 넘어섰다. 중국의 디지털 마케팅 특화 자회사 Pengtai의 영업총이익이 전년동기 대비 27% 증가하면서 중국 사업의 성장을 견인했다.

부정적: 판매비가 예상보다 증가하면서 영업이익이 전년동기 대비 감소했다. 유럽의 B2B 마케팅 사업과 중국의 전자상거래 관련 사업을 강화하면서 인력 채용이 선제적으로 늘어난 부분이 영향을 미쳤다. 순이익은 국내 법인세율 인상 효과 등으로 예상보다 부진했다.

영국 자회사 Iris는 B2B 마케팅 기업 Founded의 인수를 실행

4월 19일에는 제일기획의 영국 자회사 Iris가 Founded라는 회사를 인수했다. 제일기획이 피인수 대상으로 언급되는 상황에서 제일기획이 실행한 인수 건으로 투자자의 관심이 쏠렸다.

Founded는 B2B(기업 간) 마케팅 기업으로서, 규모는 연간 영업총이익 약 100억원으로 크지 않다. 그러나 이번 인수를 통해 제일기획이 사업 강화 및 기업가치 증진을 위한 의사결정은 지속하고 있다고 보여졌다. 또한 B2B 사업은 비계열 광고주가 많고, 삼성전자에서도 최근 강조하고 있는 사업 부문이라는 점에도 주목된다.

글로벌 광고 기업의 관심은 '성장'. 광고주 대응 솔루션과 디지털 마케팅에 집중

현재 전세계 광고 기업의 과제는 '성장'이다. 글로벌 경기 둔화 속에서 가장 민감하게 반응하는 곳은 바로 광고이기 때문이다. 제일기획의 잠재 인수자로 거론되는 Publicis도 마찬가지다. Publicis는 작년 광고주 손실과 낮은 자연 성장률이 문제로 지적되었다. 그러나 최근 1분기 매출 실적 발표에서 회복 기조를 보여주었다. 북미 디지털 광고 기업 Sapient 인수 효과 등으로 전년동기 대비 9% 매출이 성장했고, 디지털 매출 비중은 55%에 도달했다.

투자 의견 Trading Buy 유지, 12개월 목표주가는 19,000원으로 -5% 조정

제일기획에 대한 Trading Buy 의견을 유지한다. 묵묵히 사업이 진행되는 모습은 인상적이나, 지분구조 변동 관련 불확실성은 아직 해소되지 않았기 때문이다. 목표주가는 기존 20,000원에서 19,000원으로 조정한다. 신규 사업 강화 목적의 인력 채용으로 인한 단기적인 비용 부담, 유효법인세율 상승 등을 감안하여 예상 EPS를 하향했다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	2,709	2,666	2,807	3,064	3,237	3,345
영업이익 (십억원)	130	127	127	134	144	147
영업이익률 (%)	4.8	4.8	4.5	4.4	4.4	4.4
순이익 (십억원)	99	102	80	90	98	99
EPS (원)	857	883	691	780	848	861
ROE (%)	14.7	13.2	9.6	11.0	11.1	10.5
P/E (배)	32.1	19.5	29.9	21.2	19.5	19.2
P/B (배)	3.5	2.0	2.2	1.7	1.6	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 제일기획, 미래에셋대우 리서치센터

실적 리뷰 및 전망

표 1. 제일기획의 1분기 실적 비교표: 영업총이익은 예상과 유사했으나 이익이 부진

(십억원, %)

	1Q15	4Q15	1Q16P			성장률	
			발표치	추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액(영업수익)	575	805	659	610	621	14.6	-18.1
영업총이익	206	265	226	222	216	10.0	-14.7
영업이익	24	34	22	26	23	-7.0	-33.7
영업이익률	4.2	4.2	3.4	4.2	3.7		
순이익	18	12	14	20	18	-20.1	19.0

주: K-IFRS 연결 기준, 광고 기업은 영업총이익이 주요 외형 지표
 자료: 제일기획, FnGuide, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 제일기획 분기 및 연간 실적 추이와 전망: 중국 영업총이익 2016년 1분기에 본사 규모 상회

(십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F
영업수익	575	743	683	805	659	818	731	856	2,666	2,807	3,064
영업총이익	206	242	237	265	226	258	253	278	793	949	1,015
본사	52	69	63	79	55	71	64	76	259	263	266
해외	154	172	173	186	171	188	189	201	534	686	749
중국	47	53	58	67	57	64	70	81	178	226	271
영업총이익 비중											
본사	25.1	28.6	26.7	29.8	24.4	27.4	25.4	27.5	32.7	27.7	26.2
해외	74.9	71.4	73.3	70.2	75.6	72.6	74.6	72.5	67.3	72.3	73.8
중국	23.1	22.0	24.6	25.2	25.0	24.7	27.6	29.0	22.5	23.8	26.7
영업이익	24	42	27	34	22	44	29	38	127	127	134
영업이익률	4.2	5.7	4.0	4.2	3.4	5.4	4.0	4.4	4.8	4.5	4.4
순이익	18	34	18	12	14	32	19	27	102	82	92
순이익률	3.1	4.5	2.6	1.5	2.2	3.9	2.6	3.2	3.8	2.9	2.9
YoY 성장률											
영업수익	-9.2	9.4	13.6	7.1	14.6	10.0	7.0	6.3	-1.6	5.3	9.2
영업총이익	20.0	16.0	25.7	17.7	10.0	6.9	7.0	4.8	13.6	19.6	7.0
본사	4.0	-5.3	3.6	4.4	6.8	2.1	1.7	-3.2	-5.9	1.4	1.3
해외	26.4	27.6	36.3	24.4	11.0	8.8	9.0	8.2	26.4	28.5	9.2
중국	15.6	24.1	27.6	36.5	19.2	20.0	20.0	20.6	18.9	26.5	20.0
영업이익	14.2	-3.4	18.4	-13.6	-7.0	4.3	7.0	11.3	-2.5	0.3	4.6
순이익	31.4	-8.4	7.2	-65.3	-20.1	-6.4	5.8	125.4	-0.3	-19.9	12.7

주: K-IFRS 연결 기준, 제일기획 등의 광고 기업은 영업총이익이 순매출 개념, 순이익은 지배주주와 비지배주주 합산 순이익
 자료: 제일기획, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 수익 예상 변경

(십억원, 원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거
	16F	17F	16F	17F	16F	17F	
매출액	3,064	3,237	3,064	3,237	0.0	0.0	
영업총이익	1,025	1,068	1,016	1,068	-0.9	0.0	
영업이익	147	163	134	144	-8.8	-11.7	- 판관비 추정치 변경
순이익	110	121	92	100	-16.4	-17.4	- 유효법인세를 조정
EPS	955	1,042	780	848	-18.4	-18.6	
영업이익률	4.8	5.0	4.4	4.4			
순이익률	3.6	3.7	2.9	3.0			

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주와 비지배주주 합산 순이익, EPS는 지배주주 귀속 기준
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

영국 B2B 마케팅 기업 'Founded' 인수

사업 확대 및 기업가치 증진을 위한 의사결정은 지속

제일기획은 4월 19일에 영국의 B2B(기업 간) 마케팅 회사 Founded를 인수한 사실을 공개했다. 인수 주체는 제일기획 본사가 아니라, 제일기획의 영국 리테일/디지털 마케팅 자회사 Iris였다.

Iris는 2014년에 이미 B2B 마케팅 실행 중심 기업 Pepper를 인수한 바 있다. Pepper는 독일의 뮌헨과 미국의 시카고, 아시아의 싱가포르에 거점이 있다. 이번에 인수하게 된 Founded도 B2B 마케팅 기업으로서 전략에 강점이 있어 Pepper와의 시너지가 예상된다. Founded는 영국과 미국 샌프란시스코에 거점을 보유하고 있다. 연간 매출총이익은 약 100억원, 영업이익은 약 25억원 규모이다.

Founded의 광고주는 전자기기(SONY), IT솔루션(SAP, Aerohive Networks, Proofpoint, PayPoint), 서비스(Zipcar, HAYS), 관광(P&O Cruises, Wild Frontiers), 미디어(Discovery Communications, Financial Times), 통신(Zain), 음료(YAZOO), 의류(UNIQLO), 골프 제품(BENROSS Golf), 기자재 공급(HSS Hire) 등 다양하다. 향후 삼성전자 등 제일기획의 기존 광고주 대행도 예상된다.

세 가지 주목할 만한 부분은 1) 제일기획이 지배구조 변동 여부와 상관없이 사업 확대 및 기업가치 증진을 위한 의사결정은 지속하고 있다는 점, 2) B2B 사업은 비계열 광고주가 많아 자체 사업이 가능하고, 삼성전자 이재용 부회장도 지속적으로 강조하고 있어 계열 물량의 대행 가능성도 높다는 점, 3) 최근 성장이 정체되었던 유럽 사업이 M&A로 일부 보완될 수 있다는 점 등이다.

그림 1. 제일기획의 영국 리테일/디지털 마케팅 자회사 Iris가 영국 B2B 마케팅 회사 'Founded'를 인수



IRIS ACQUIRES FOUNDED, MAA BEST 'BREAKTHROUGH AGENCY' OF 2015, TO BUILD EXPERTISE AND ACCELERATE GLOBAL GROWTH

- iris continues to build its capabilities across key categories including B2B, creative technology and strategic planning through Founded acquisition
- Both agencies share an ambition to form a disruptive B2B model, to help modern day brands be more agile, creative and 'fit for participation'
- Partnership will give iris an entry into the West Coast of America through Founded's San Francisco office, opened in 2015

자료: Founded, 미래에셋대우 리서치센터

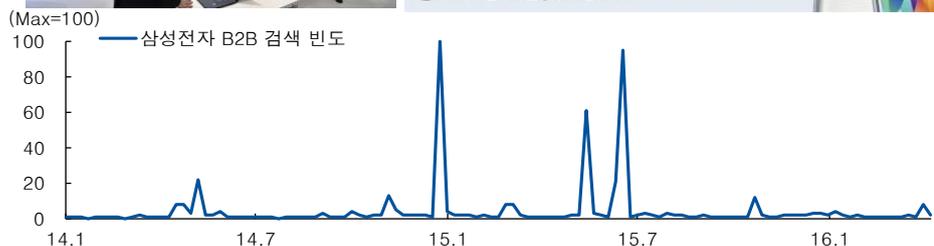
그림 2. 삼성전자는 2014년부터 B2B 사업을 강조해왔음, B2B 브랜드 '삼성비즈니스'도 런칭



삼성전자 B2B 강화 전략

- 1 2014년 8월 미국 공조전문 유통사 콰이어트사이드 인수
- 2 2014년 9월 캐나다 모바일 클라우드 솔루션 전문업체 프리터온 인수
- 3 2014년 11월 독일 소프트웨어 업체 SAP와 비즈니스 모바일 솔루션 개발
- 4 2015년 조직개편 글로벌B2B센터 핵심 기능 우선사업부 이관
- 5 자체 보안 솔루션 녹스 강화(블랙베리 보안 솔루션 결합 등)
- 6 세프컬렉션 빌트인 등 풀 라인업 구축





주: 삼성전자 B2B 검색 빈도는 NAVER 상의 삼성전자 B2B 주제어 관련 검색어 B2B, 이재용, 삼성비즈니스, B2B2C 조합 분석값
 자료: NAVER 데이터랩, 삼성전자, 이투데이, 미래에셋대우 리서치센터

보험

Earnings result
2016.4.22

(Maintain)	Trading Buy
목표주가(원, 12M)	36,000
현재주가(16/04/21, 원)	31,050
상승여력	16%

영업이익(16F, 십억원)	370
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	368
EPS 성장률(16F, %)	49.1
MKT EPS 성장률(16F, %)	13.0
P/E(16F, x)	7.2
MKT P/E(16F, x)	11.2
KOSPI	2,022.10
시가총액(십억원)	1,863
발행주식수(백만주)	60
유동주식비율(%)	64.5
외국인 보유비중(%)	19.1
베타(12M) 일간수익률	0.26
52주 최저가(원)	23,200
52주 최고가(원)	34,050

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	16.5	30.2
상대주가	-1.6	17.7	38.1



[증권/보험]

정길원
02-768-3256
gilwon.jeong@dwsec.com

김주현
02-768-4149
juhyun.kim@dwsec.com

KB손해보험 (002550)

할인은 풀리지만, 할증은 아직...

1Q 순이익 700억 원(YoY +1.8%) : 손해율은 개선, 투자이익률은 불안정

1Q 순이익은 700억 원으로 우리의 추정 663억 원에 부합하였다. 3월 순이익은 104억 원에 불과하여, 1~2월의 호조(각각 309억 원, 287억 원)를 이어가지는 못했다.

1Q 실적의 특징은 손해율 하락은 긍정적이나, 투자이익률은 불안정하다고 요약할 수 있다. 자동차보험 손해율이 전년 동기 대비 3.8%p 하락한 데 힘입어 전체 손해율이 1.5%p 하락하였다. 반면 위험손해율은 2.4%p 상승하였다. 2월 위험손해율이 일시적으로 상승(메르스 사태 이후 미루어졌던 건강 검진이 연말에 늘어난 이후 암 진단비 등이 증가)했고, 3월에 영업일수가 많았다는 점이 작용하였다.

1~2월 타사 대비 50bp 이상 높았던 투자이익률은 3월에 2.6%에 불과하다. 유가증권의 손상차손이 99억 원 발생하였다. 전분기 말이나 전월 말 대비해서도 주식시장이 좋았음에 불구하고 다소 의외이다.

2분기 이후에는 투자이익률 추이가 관전 포인트

손해율은 안정경도에 있는 것으로 보이는데, 투자이익률이 향후 실적의 포인트이다. 운용자산의 포트폴리오가 바뀌고 있다. 전체 운용자산이 12월 말 대비 2.4% 늘었고, 주가지수도 1~2% 상승하였는데, 주식의 운용 규모는 13% 감소하였다. 외화증권과 특수채는 크게 늘었다. RBC 규제 강화에 대응하면서도 보유이율을 관리해야 하는 관점에서 이해된다. 주식을 줄이는 추세가 이어지면서, 추가적인 손실 처리의 가능성을 살펴야 한다.

자동차 원수보험료 증가율은 YoY +15%에 달한다. 업종 전반적으로 지난해 중반부터 이어진 특약보험료의 합리화와 올해 초 기본보험료를 인상한 효과가 누적되면서 이러한 손해율 개선 흐름은 유지될 것이다.

할인은 풀리지만, 할증은 아직...

모회사의 핵심인 은행업의 자본효율성은 떨어지고 있다. 자본은 항상 더 높은 이윤을 창출하는 방식으로 변형되고 이동하는 속성을 가지고 있다. 비은행업에 대한 KB지주의 적극적인 M&A는 잉여자본의 재배치에 다름 아니다. 은행의 자원(고객, 채널)과 지주의 자본여력이 지속적으로 비은행 자회사로 재배치될 것이다. KB지주 아래로 편입되면서 취약한 자본력이 보강될 것이고 보험상품의 Up-selling, Cross-selling에 집중한다면 고질적인 할인요인은 사라지게 된다.

다만 이러한 효과가 가시화되기 전에는 앞당겨 Valuation에 반영하기 어렵다. 현재 PBR 0.81배 수준으로 Peer(동부화재 1.11배, 현대해상 0.96배)에 비교하면 Gap이 많이 축소되었다. 투자의견은 Trading Buy, 목표주가 36,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
경과보험료 (십억원)	5,986	7,806	8,141	8,411	8,689	8,913
영업이익 (십억원)	172	180	221	370	414	437
순이익 (십억원)	118	139	174	259	294	312
EPS (원)	2,290	2,683	2,896	4,316	4,903	5,194
BPS (원)	28,189	33,542	34,617	40,657	44,709	49,053
P/E (배)	14.4	10.2	10.1	7.2	6.3	6.0
P/B (배)	1.2	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
ROE (%)	7.9	8.7	9.1	11.5	11.5	11.1
배당수익률	1.5	1.8	1.4	2.7	2.7	2.7
자기자본 (십억원)	1,458	1,734	2,077	2,439	2,683	2,943

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: KB손해보험, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. KB손해보험 FY16 1분기 실적

(십억원, %)

	1Q FY15	4Q FY15	1Q FY16P			증감률	
			잠정실적	KDB대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
보험영업이익	-89	-78	-72	-97		적축	적축
투자영업이익	181	158	178	189		-1.2	12.9
영업이익	92	80	106	91		15.8	32.3
순이익	69	69	70	66	78	1.8	1.7

자료: KB손해보험, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. KB손해보험 수익 예상 변경

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	FY16F	FY17F	FY16F	FY17F	FY16F	FY17F	
보험영업이익	-368	-387	-354	-364	적축	적축	- 1Q 실적 반영 - 자동차 손해를 개선, 투자이익률 하락
투자영업이익	728	792	723	778	-0.7	-1.7	
영업이익	360	404	370	414	2.6	2.4	
순이익	260	287	259	294	-0.2	2.5	

자료: KB손해보험, 미래에셋대우 리서치센터 예상

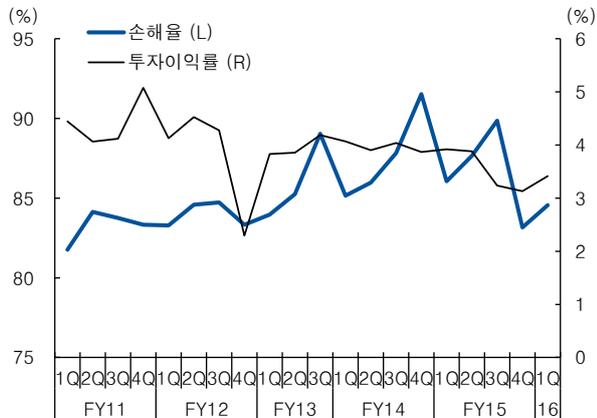
표 3. KB손해보험 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, %p)

	FY15				FY16F				1Q FY16 증감률		FY15	FY16F	FY17F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ			
원수보험료	2,270	2,252	2,272	2,326	2,356	2,355	2,385	2,407	3.8	1.3	9,119	9,503	9,801
경과보험료	2,013	2,020	2,049	2,059	2,068	2,084	2,122	2,137	2.8	0.4	8,141	8,411	8,689
보험영업이익	-89	-132	-161	-78	-72	-89	-95	-98	적축	적축	-458	-354	-364
투자영업이익	181	184	157	158	178	183	187	175	-1.2	12.9	680	723	778
영업이익	92	52	-3	80	106	94	92	78	15.8	32.3	221	370	414
세전이익	90	50	-2	88	92	90	88	72	1.8	4.5	226	341	388
순이익	69	38	-2	69	70	68	67	54	1.8	1.7	174	259	294
손해율(%)	86.1	87.7	89.9	83.2	84.6	85.2	85.4	85.5	-1.5	1.4	86.7	85.1	85.3
자동차보험	84.3	85.5	89.3	93.8	80.5	82.0	83.0	82.0	-3.8	-13.3	88.3	81.9	82.3
장기보험	86.4	86.1	84.5	83.8	86.0	86.4	86.4	86.8	-0.4	2.1	85.2	86.4	86.5
일반보험	88.4	129.8	197.2	10.9	79.5	78.0	78.0	78.0	-8.9	68.6	107.9	78.4	79.0
사업비율(%)	18.4	18.9	18.0	20.6	18.9	19.1	19.1	19.1	0.6	-1.7	19.0	19.1	18.9
합산비율(%)	104.4	106.5	107.8	103.8	103.5	104.3	104.5	104.6	-0.9	-0.3	105.6	104.2	104.2
투자영업이익률(%)	3.9	3.9	3.2	3.1	3.4	3.4	3.4	3.1	-0.5	0.3	3.5	3.4	3.3

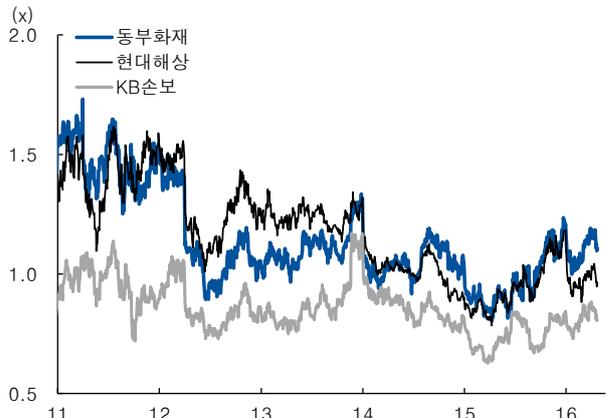
자료: KB손해보험, 미래에셋대우 리서치센터 예상

그림 1. KB손보의 분기별 손해율과 투자이익률 추이



자료: KB손해보험, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. KB손보, 동부화재, 현대해상의 PBR 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

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 1478.6 / 5일 1408.1)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 1609.1 / 5일 9893.7)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
운수장비	518.2	3,129.9	의약품	-210.6	-425.1	철강금속	518.6	2,171.3	음식료	-48.8	-177.3
금융업	451.9	2,602.6	기계	-184.7	-10.8	금융업	484.8	1,317.1	통신업	-47.0	139.7
철강금속	262.9	-701.5	전기가스	-169.0	-170.3	서비스업	433.8	2,176.8	전기전자	-41.4	142.6
전기전자	259.8	-358.9	운수창고	-150.7	-569.9	기계	185.3	350.9	의약품	-31.9	100.5
건설업	192.9	253.7	통신업	-149.0	127.1	운수장비	148.1	-48.9	유통업	-15.5	73.0
국내기관 (종목)						외국인 (종목)					
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
KT&G	509.7	-4.7	LG화학	-688.8	-589.5	POSCO	409.7	1,324.4	KT&G	-476.6	48.1
KODEX 레버리지	347.7	2,157.5	KODEX 인버스	-417.8	-1,852.8	NAVER	166.0	423.0	SK하이닉스	-265.3	-919.3
현대제철	275.7	210.5	한국전력	-221.2	-287.5	한국전력	121.5	480.5	롯데케미칼	-147.3	-180.1
LG디스플레이	208.2	163.0	한미약품	-145.1	-208.3	삼성전자	95.5	707.0	현대모비스	-133.9	-536.8
롯데케미칼	174.7	-41.6	삼성물산	-140.5	-158.6	두산인프라코어	94.2	82.6	S-Oil	-92.2	241.2
현대모비스	169.7	1,035.1	LIG넥스원	-108.6	-182.9	삼성SDI	92.0	386.9	SK텔레콤	-82.2	5.5
GS건설	157.4	161.0	NAVER	-105.6	-395.9	KB금융	90.3	288.2	엔씨소프트	-71.6	33.6
OCI	154.1	99.9	LG유플러스	-85.2	-135.3	한온시스템	85.0	-62.7	호텔신라	-50.9	-30.9
TIGER 원유선물(H)	146.8	215.2	한샘	-80.4	10.8	두산	77.3	-35.7	삼성전기	-41.2	-214.6
S-Oil	120.2	-549.2	SK이노베이션	-80.0	-701.0	코스맥스	74.4	-97.8	KINDEX 중국본토CSI300	-35.7	0.0

KOSDAQ 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

국내기관 (업종)			기관전체 (당일 -117.6 / 5일 -2447.6)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 138.9 / 5일 1182.6)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
반도체	87.7	-266.8	제약	-158.3	-795.5	디지털컨텐츠	43.3	79.0	제약	-32.8	85.0
소프트웨어	50.2	-80.1	금속	-72.4	-39.4	금속	41.5	53.1	기타서비스	-31.7	-73.3
오락,문화	25.6	-9.3	의료,정밀기기	-58.0	-308.2	의료,정밀기기	41.0	113.1	인터넷	-25.8	249.6
방송서비스	21.1	29.2	음식료,담배	-29.1	-50.0	IT부품	37.0	245.6	방송서비스	-18.8	109.5
IT부품	18.0	-139.3	운송장비,부품	-27.2	-48.3	운송장비,부품	23.9	64.0	오락,문화	-12.2	58.2
국내기관 (종목)						외국인 (종목)					
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
KG이니시스	53.9	-1.9	셀트리온	-153.5	-505.9	컴투스	40.6	49.7	카카오	-27.7	255.1
에코프로	27.9	-0.1	한솔신텍	-62.6	-0.6	디오	34.1	10.7	NHN한국사이버결제	-26.5	9.2
디에이치피코리아	23.0	-17.0	에이치엘비	-18.4	-24.7	보성파워텍	23.6	1.1	조아제약	-14.8	1.5
인트론바이오	22.0	102.3	오스템임플란트	-18.0	-59.9	KH비텍	18.5	22.5	메디톡스	-13.8	16.2
엘오티베컴	17.8	-0.9	비텍	-17.2	-41.8	JW신약	16.6	23.7	인터파크홀딩스	-13.3	-24.6
리노공업	17.8	-13.6	메디포스트	-14.8	-12.1	코오롱생명과학	15.6	20.8	큐리언트	-13.0	-36.6
지스마트글로벌	16.3	-14.9	휴젤	-14.7	-59.0	와이솔	15.5	24.3	CJ오쇼핑	-12.9	26.2
파라다이스	15.4	9.2	셀트리온제약	-14.0	-67.3	AP시스템	15.2	12.8	CJ E&M	-12.7	59.6
한글과컴퓨터	15.2	8.8	맥아이씨에스	-13.9	-1.1	성우하이텍	14.0	9.2	유성티엔에스	-12.6	-1.4
휴온스	14.7	-20.3	창해에탄올	-13.7	-4.4	코나아이	13.4	28.8	웨이브일렉트로	-9.3	-3.1

* 본 자료 중 외국인은 외국인투자등록이 되어 있는 경우이며, 그 밖의 외국인은 제외되어 있음
* 5일: 증권전산 CHECK 기준 (당일 제외, 이전 최근 5일), 당일 금액과 5일에서 (-)는 순매도를 의미

KOSPI 기관별 당일 매매 상위 종목

(단위: 백만원)

투신				연기금			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
KT&G	10,724.2	LG화학	-11,491.5	현대제철	10,809.7	LG화학	-26,110.5
LG디스플레이	6,086.7	삼성전자	-9,461.8	S-Oil	9,496.4	삼성전자	-13,350.3
동부하이텍	4,592.5	KODEX 레버리지	-6,484.6	GS건설	6,602.2	삼성물산	-8,825.3
OCI	4,026.2	LIG넥스원	-5,488.7	POSCO	5,650.1	NAVER	-7,171.5
CJ CGV	3,594.7	SK텔레콤	-5,101.3	현대차	5,448.2	한국전력	-5,927.1
코스맥스	3,336.9	LG유플러스	-4,791.6	우리은행	4,887.0	한화테크윈	-5,264.7
한화테크윈	3,034.6	한미약품	-4,032.5	한화	4,750.7	한샘	-4,562.2
BGF리테일	3,033.7	NAVER	-3,784.9	현대모비스	4,413.7	삼성전기	-4,180.9
삼성생명	2,882.3	삼성물산	-3,603.1	OCI	4,263.1	대한항공	-3,738.3
한국콜마	2,815.8	KBSTAR 200	-3,018.8	LG디스플레이	4,063.2	한미약품	-3,582.7
은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
KODEX 인버스	2,322.5	TIGER 경기방어	-7,001.9	기아차	7,536.7	한국전력	-7,957.8
TIGER 헬스케어	1,070.0	KODEX 200	-2,974.1	KT&G	7,241.0	LG화학	-7,402.2
롯데푸드	772.4	KODEX 레버리지	-2,888.1	아모레퍼시픽	5,442.3	현대차	-6,127.7
대상	597.0	KT&G	-1,729.1	LG디스플레이	5,124.5	POSCO	-5,754.9
현대그린푸드	473.6	TIGER 로우볼	-660.3	현대제철	5,119.1	SK이노베이션	-5,197.3
삼성생명	399.4	대한전선	-593.0	KB금융	3,876.8	파워 K200	-4,094.8
삼성증권	364.1	KT	-573.9	LG생활건강	3,168.9	고려아연	-4,082.4
LG디스플레이	335.6	LG화학	-566.2	한국가스공사	2,501.5	신한지주	-3,686.6
후성	290.1	삼성물산	-555.5	SK하이닉스	2,475.6	LIG넥스원	-3,459.8
LS산전	274.6	풍산	-456.0	OCI	2,340.0	한미약품	-2,827.8

KOSPI 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

순매수			순매도		
종목	외국인	기관	종목	외국인	기관
POSCO	40,971.1	2,979.4	SK텔레콤	-8,216.2	-7,268.8
현대제철	717.9	27,567.2	LIG넥스원	-2,910.6	-10,857.6
LG생활건강	6,945.8	10,454.5	한샘	-2,657.9	-8,043.9
OCI	1,847.3	15,410.4	호텔신라	-5,087.5	-2,849.2
기아차	6,804.3	10,208.6	삼성전기	-4,119.6	-3,059.1
코스맥스	7,441.1	9,291.1	녹십자	-1,181.0	-2,545.5
KB금융	9,030.7	5,799.6	종근당	-1,600.2	-1,810.1
TIGER 원유선물(H)	80.2	14,678.9	동아쏘시오홀딩스	-536.3	-2,607.8
현대중공업	5,253.6	9,246.9	현대리바트	-61.3	-2,364.3
삼성생명	7,012.8	6,135.8	한화테크윈	-1,280.3	-1,110.8

※ 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
KG이니시스	2,577.6	셀트리온	-4,419.8	컴투스	1,015.6	셀트리온	-4,960.1
CJ오쇼핑	1,120.3	바텍	-1,132.0	인트론바이오	1,000.0	메디포스트	-1,217.6
에코프로	1,047.5	창해에탄올	-685.4	CJ E&M	945.3	로엔	-912.7
휴온스	1,047.4	에이치엘비	-573.4	씨젠	938.8	사람인에이치알	-701.3
리노공업	936.3	마크로젠	-528.9	지스마트글로벌	794.9	휴온스	-614.7
엘오티베콤	665.3	나이스정보통신	-475.4	KG이니시스	765.7	SKC코오롱PI	-485.1
고영	584.1	SKC코오롱PI	-461.7	AP시스템	725.5	휴젤	-441.8
인트론바이오	533.7	인터파크홀딩스	-403.0	KH바텍	694.2	인터파크홀딩스	-432.8
지스마트글로벌	523.7	삼천당제약	-387.2	게임빌	622.7	팜트론	-379.0
에스엠	486.8	메디포스트	-384.2	와이지엔터테인먼트	616.3	원익머트리얼즈	-377.4
은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
KG이니시스	226.8	에코프로	-822.9	디에이치피코리아	1,472.0	셀트리온	-2,274.7
엘오티베콤	190.5	에스에프에이	-319.3	파라다이스	1,466.1	에이치엘비	-1,340.7
와이지엔터테인먼트	85.3	에프에스티	-296.8	인트론바이오	830.7	오스팀임플란트	-1,229.3
레고켐바이오	71.0	주성엔지니어링	-204.2	휴온스	657.2	에스텍파마	-598.1
한글과컴퓨터	67.1	예림당	-164.0	리노공업	585.6	원익머트리얼즈	-595.4
원익머트리얼즈	52.6	한국토지신탁	-73.4	제이콘텐츠리	555.4	서울옥션	-404.7
보타바이오	49.1	큐리언트	-66.0	게임빌	527.3	대원미디어	-404.6
하림홀딩스	36.6	금강철강	-37.3	신화인터텍	463.4	아프리카TV	-401.4
스페코	36.6	남화토건	-31.8	GS홈쇼핑	450.6	남화토건	-355.1
서한	36.6	손오공	-28.2	카카오	376.4	AP시스템	-336.8

KOSDAQ 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

순매수			순매도		
종목	외국인	기관	종목	외국인	기관
KG이니시스	336.5	5,386.9	한솔신택	-40.8	-6,257.8
컴투스	4,059.6	428.1	바텍	-570.8	-1,725.0
에코프로	978.9	2,794.9	인터파크홀딩스	-1,330.5	-889.7
디오	3,409.4	20.0	창해에탄올	-792.1	-1,368.0
리노공업	383.4	1,775.3	휴젤	-608.2	-1,473.4
AP시스템	1,522.3	595.0	오스팀임플란트	-195.5	-1,796.6
한글과컴퓨터	482.1	1,524.6	메디포스트	-385.5	-1,484.7
와이솔	1,549.0	246.0	메디톡스	-1,377.0	-345.7
지스마트글로벌	60.4	1,630.1	맥아이씨에스	-97.5	-1,386.4
보령메디앙스	454.1	790.8	에스에프에이	-164.1	-992.7

※ 외국인은 외국인투자등록이 되어 있는 경우이며, 그 밖의 외국인은 제외되어 있음
 ※ 외국인 기관 동반 순매도 금액은 (-)를 생략한 수치임

주가지표

리서치센터
02-768-4130
nuri.ha@dwsec.com

유가증권시장		04/21 (목)	04/20 (수)	04/19 (화)	04/18 (월)	04/15 (금)	
가격 및 거래량 지표	코스피지수	2,022.10	2,005.83	2,011.36	2,009.10	2,014.71	
	이동평균	20일	1,990.42	1,989.08	1,988.62	1,987.54	1,986.70
		60일	1,948.65	1,945.62	1,942.95	1,940.92	1,938.74
		120일	1,959.55	1,959.76	1,960.05	1,960.15	1,960.43
	이격도	20일	101.59	100.84	101.14	101.08	101.41
		60일	103.77	103.09	103.52	103.51	103.92
거래대금(억원)	47,830.3	46,533.4	44,655.9	43,049.5	45,230.2		
시장지표	투자심리도	50	50	60	50	60	
	ADR	103.46	102.87	99.32	99.78	99.22	
	VR	105.83	82.79	84.62	67.31	83.52	
코스닥시장		04/21 (목)	04/20 (수)	04/19 (화)	04/18 (월)	04/15 (금)	
가격 및 거래량 지표	코스닥지수	701.62	699.86	701.68	695.34	695.62	
	이동평균	20일	692.88	692.27	691.85	691.39	691.37
		60일	676.55	675.95	675.45	675.11	674.91
		120일	676.04	675.95	675.80	675.59	675.51
	이격도	20일	101.26	101.10	101.42	100.57	100.61
		60일	103.71	103.54	103.88	103.00	103.07
거래대금(억원)	39,985.9	35,361.8	32,720.0	34,626.5	33,542.1		
시장지표	투자심리도	50	50	50	40	50	
	ADR	99.21	97.93	94.87	95.71	97.88	
	VR	102.63	79.46	80.18	62.73	62.97	
자금지표		04/21 (목)	04/20 (수)	04/19 (화)	04/18 (월)	04/15 (금)	
국고채 수익률(3년, %)		1.48	1.47	1.50	1.51	1.49	
AA- 회사채수익률(무보증3년, %)		1.92	1.91	1.94	1.95	1.94	
원/달러 환율(원)		1,132.90	1,135.20	1,136.30	1,150.20	1,146.20	
원/100엔 환율(원)		1,033.01	1,042.04	1,042.19	1,065.20	1,045.80	
CALL금리(%)		1.48	1.48	1.48	1.48	1.48	
국내 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)		-	-719	-463	-1,670	-1,459	
해외 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)		-	-102	-112	51	62	
주식혼합형펀드 증감(억원)		-	202	-704	400	71	
채권형펀드 증감(억원)		-	-1,055	3,252	-629	3,150	
MMF 잔고(억원)		-	1,128,654	1,136,307	1,134,916	1,121,198	
고객예탁금(억원)		-	221,632	226,297	223,184	218,634	
순수예탁금 증감(억원)		-	-4,877	2,363	-2,480	2,386	
미수금(억원)		-	1,472	1,549	1,554	1,548	
신용잔고(억원)		-	70,513	70,410	70,366	70,912	
해외 ETF 자금유출입		04/21 (목)	04/20 (수)	04/19 (화)	04/18 (월)	04/15 (금)	
한국 관련 ETF(억원)		-	0.0	-78.6	0.0	-237.5	
이머징 관련 ETF(억원)		-	380.1	615.9	185.6	122.0	
아시아 관련 ETF(억원)		-	0.3	88.0	16.9	0.0	
글로벌(선진) 관련 ETF(억원)		-	172.2	-1.5	3.9	11.5	
Total(억원)		-	552.6	623.8	206.5	-104.1	
외국인 프로그램 비차익 순매수 (억원)		2232.9	1203.6	-163.7	2148.3	2282.4	

* 해외시장 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