

미래에셋대우 DAILY



KEY DATA

2016. 5. 16(월)

코스피지수(5/13) 1,966.99P(-10.50P)

코스닥지수(5/13) 704.37P(-0.67P)

KOSPI200지수 6월물 240.40P(-2.50P)

중국상해종합지수(5/13) 2,827.11P(-8.75P)

NIKKEI225지수(5/13) 16,412.21엔(-234.13엔)

원/달러 환율 1,171.40(+8.80)

엔/달러 환율 108.99(+0.56)

국고채 수익률(3년) 1.44(+0.02)

유가(WTI)(5/13 23:49) 46.22(+0.46)

국내주식형펀드증감(5/12) -179억원

해외주식형펀드증감(5/12) 26억원

고객예탁금(5/12) 228,693억원(+8,099억원)

신용잔고(5/12) 71,815억원(-54억원)

대차잔고(5/13) 608,065억원(-5,116억원)

TODAY'S REPORTS

시황전망

착한 성장주에 투자하자

Policy Watcher: 5월 금통위

추경=금리인하 전망 유지

선물옵션 분석

외인 비차익과 외인 중기 세력의 순 매도 이어질 것

주간 Earnings Revisions

한국 상장기업의 2016년 순이익전망치는 전주대비 0.4% 상향 조정
2016년 순이익전망치가 상향 조정된 업종은 조선, 기계, 유틸리티

Weekly Money Flow

한국증시에서 외국인들은 순매도 전환

기업분석

오리온[매수] - 백운목: 해외 시장 성장으로 주가 저점 계속 높아진다

엔씨소프트[매수] - 김창권: 재차 확인된 독점 고령화 수혜주

녹십자[매수] - 김현태: 하반기 혈액제제의 미국 상업화 구체화 기대

솔브레인[매수] - 류영호: 꾸준함에 성장성을 더하다

이녹스[매수] - 류영호: 체질 개선의 시간

리노공업[매수] - 장준호: 명불허전(名不虛傳)

고영[매수] - 장준호: 쾌조의 스타트

실리콘웍스[매수] - 황준호: 우려를 잠재운 어닝 서프라이즈

KH바텍[매수] - 박원재: 1Q16 실적 부진. 하반기 ADC 기술 적용 기대

삼성생명[Trading Buy] - 정길원: 깊어지는 역마진의 근심

NH투자증권[Trading Buy] - 정길원: 기대 이상의 실적, 남은 과제는?

NHN엔터테인먼트[중립] - 김창권: 상승과 하락 리스크가 공존

주체별 매매동향

KOSPI: 외국인 (-)1,428억원 순매도, 국내기관 (-)1,156억원 순매도

KOSDAQ: 외국인 (-)151억원 순매도, 국내기관 (+)141억원 순매수

주가 지표

시황전망

착한 성장주에 투자하자



SUMMARY

- 성장주의 상대적 강세는 국제 유가를 보면 알 수 있다
- 2015년 미국 증시를 주도했던 FANG에서 나타난 차별화 현상
- 성장주의 필수 요건: 1) 매출액과 영업이익 성장, 2) 높은 영업이익률
- 성장을 위한 방법: 1) 기존 사업의 확대, 2) 사업 다각화
- 착한 성장주에 투자하자

[투자전략]

고승희

02-768-4071

seunghee.ko@dwsec.com

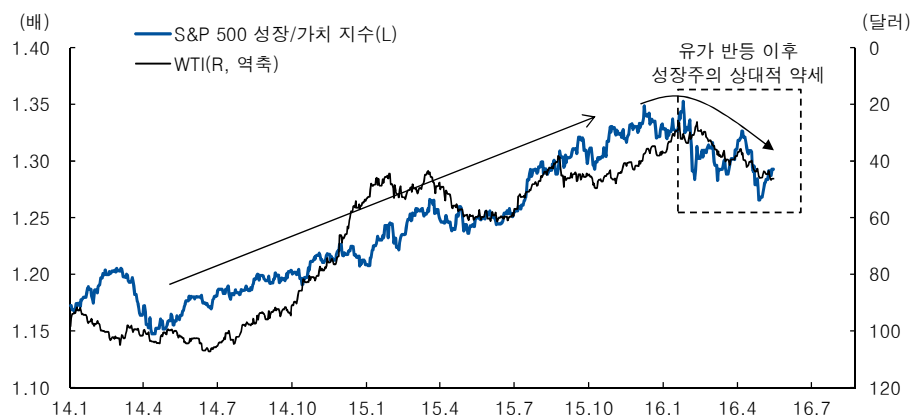
성장주의 상대적 강세는 국제 유가를 보면 알 수 있다

2016년 성장주의 강세가 주춤해지고 있다. 2014년부터 2년 간 강세를 나타냈던 성장주가 부진한 모습을 보이면서 상대적으로 가치주가 시장에 부각되는 모습이다. 그렇다면 성장주의 시대가 저무는 것일까? 이에 대해서는 그렇지 않다고 생각한다.

성장주와 가치주 지수의 상대 강도가 국제 유가와 민감한 모습을 보인다는 점에 주목한다. 최근 유가가 반등하는 시점에서 성장주의 상대적 약세가 나타났다. 이는 가치주의 상당 부분이 에너지, 소재, 산업재 등 유가에 민감한 섹터가 차지하고 있기 때문이다.

결국 국제 유가가 상승하면 가치주의 상대적 강세, 하락하면 성장주의 상대적 강세가 나타날 가능성이 높다. 즉, 국제 유가를 통해 성장주의 상대적 강세를 가늠할 수 있다는 것이다. 연초 이후 반등했던 국제 유가의 핵심은 1) 공급 감소에 대한 기대감, 2) 달러 약세 속 위험 자산 선호 현상이다. 이는 펀더멘털 개선에 의한 반등이 아니라는 점에서 국제 유가의 추세적 강세가 나타나기는 어렵다는 것을 의미한다. 국제 유가의 공급 과잉 상태가 지속되고, 달러 약세가 주춤해지고 있는 상황 속에서 국제 유가의 추가적인 반등은 제한적일 것이다. 이러한 점을 고려할 때, 현 시점에서는 가치주 보다는 성장주에 대한 비중 확대가 바람직하다고 판단한다.

그림 1. 성장주의 상대적 강세는 유가가 결정한다



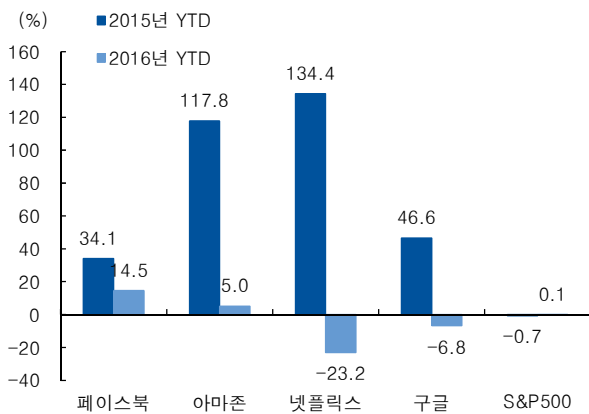
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

2015년 미국 증시를 주도했던 FANG에서 나타난 차별화 현상

2015년 대표적인 성장주인 FANG(Facebook, Amazon, Netflix, Google)은 평균 83.2%상승하며 시장을 주도했다. 반면 2016년 FANG의 평균 수익률은 -2.6%로 부진한 모습을 보이고 있다(2015년 S&P500 -0.7%하락, 2016년 S&P500 0.1% 상승).

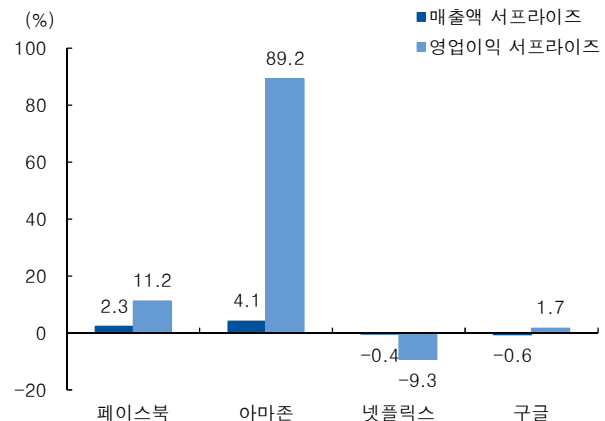
특징적인 부분은 FANG에서도 차별화 현상이 나타나고 있다. 구글과 넷플릭스는 부진했지만 페이스북과 아마존은 각각 5.0%, 14.5%상승했다. 이러한 현상의 핵심적인 원인은 1분기 실적이다. 시장 예상치를 상회한 기업은 주가가 견조한 반면 그렇지 않은 기업은 부진한 모습을 보이고 있기 때문이다. 이는 성장주의 특성에 기인한다. 성장에 대한 프리미엄이 반영된 기업의 실적이 시장 예상치를 하회할 경우, 밸류에이션이 하락하면서 주가의 낙폭이 크다.

그림 2. 대표적인 성장주인 FANG에서 나타나고 있는 차별화 현상



자료: Factset, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 차별화 현상의 핵심은 1분기 실적의 서프라이즈 여부

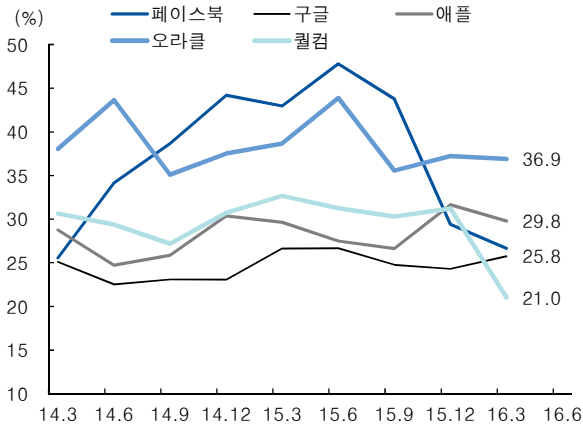


자료: Factset, 미래에셋대우 리서치센터

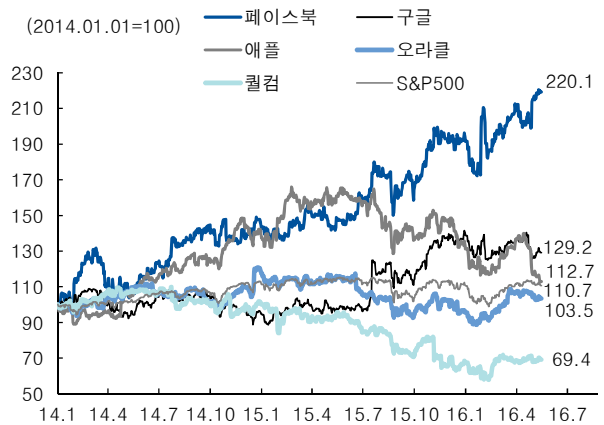
성장주의 필수 요건: 1) 매출액과 영업이익의 성장, 2) 높은 영업이익률

성장주에 있어서 가장 중요한 부분은 매출액과 영업이익이 꾸준히 개선되는 것이다. 그러나 동 부분은 산업 내 자체적인 성장에 의해서도 가능하다. 이를 보완할 수 있는 것이 영업이익률이다. 이는 기업의 자체적인 성장과 기술력을 가늠할 수 있다. 높은 영업이익률이 지속된다는 것은 해당 기업이 제공하는 상품이 높은 기술력을 바탕으로 시장 지배력이 있다는 것을 의미한다. 이러한 점을 고려할 때, 성장주의 필수 요건은 1) 매출액과 영업이익이 지속적으로 성장하고, 2) 높은 영업이익률을 기록해야 한다고 판단한다.

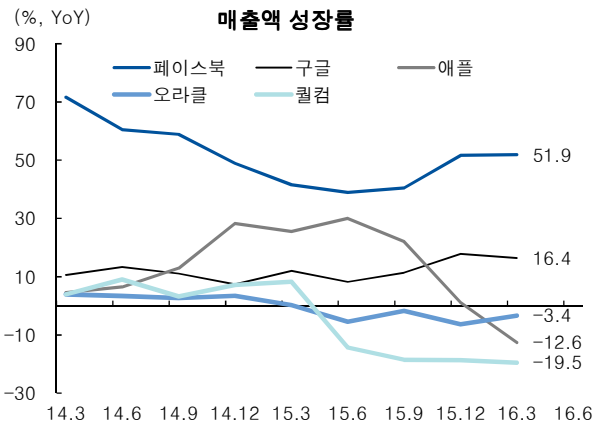
실제로 미국 내 주요 IT 기업의 주가를 살펴보면 매출액과 영업이익이 지속적으로 성장하는 기업의 주가가 견조한 모습을 보였다. 페이스북, 구글, 애플, 오라클, 쉐일 컴은 영업이익률이 모두 20%가 넘는 우량 기업이다. 영업이익률의 수준을 고려할 때, 이들 기업은 높은 기술력을 바탕으로 시장 지배력이 있다고 판단된다. 그럼에도 불구하고 이들 기업들의 주가는 차별화 현상이 나타나고 있다. 매출액과 영업이익의 성장이 둔화되는 기업의 주가는 부진한 반면 그렇지 않은 기업들의 주가는 견조한 모습을 이어가고 있는 것이다. 이는 높은 영업이익률보다는 매출액과 영업이익이 지속적으로 성장하는 것이 주가에는 더 중요하다는 점을 시사한다.

그림 4. 영업이익률 20%이상을 꾸준히 기록하는 미국 IT 기업

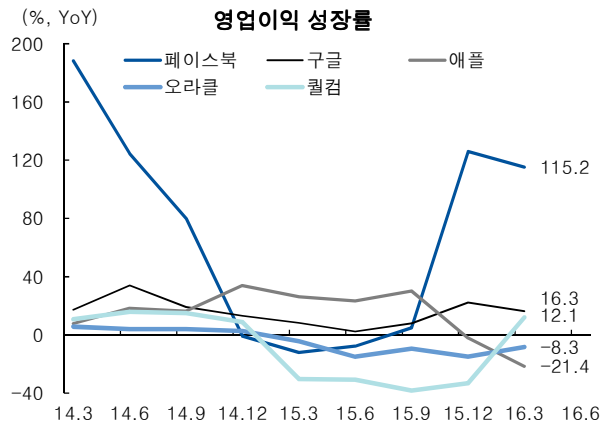
자료: Factset, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 높은 영업이익률에도 불구하고 주가는 차별화 양상을 나타냄

자료: Factset, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 차별화 현상의 핵심은 매출액과 영업이익의 성장률

자료: Factset, 미래에셋대우 리서치센터



자료: Factset, 미래에셋대우 리서치센터

성장을 위한 방법: 1) 기존 사업의 확대, 2) 사업 다각화

2015년 이후, 미국 증시가 횡보세를 보이고 있음에도 불구하고 페이스북과 아마존은 신고가를 경신하고 있다. 이들 기업의 특징은 지속적인 성장을 이어가고 있다는 것이다.

일반적으로 기업이 성장하는 방법은 1) 기존 사업의 확대, 2) 사업 다각화가 있다. 기존 사업의 확대는 규모의 경제로 비용을 낮추고, 시장 지배력을 높이는 것을 의미한다. 반면 사업 다각화는 새로운 사업에 진출하여 기존에 없는 포트폴리오를 확장하는 것을 의미한다. 페이스북과 아마존은 각각 SNS, 인터넷쇼핑이라는 주력 산업의 강화와 더불어 사업 다각화를 실행하고 있다.

사업다각화 측면에서 페이스북은 VR, 클라우드 컴퓨팅 등 M&A를 통한 사업 다각화를 시도하고 있다. 아마존은 Amazon Web Services(AWS)를 통해 클라우드 컴퓨팅 등 온라인 서비스가 실제로 빠르게 성장하고 있다. 2014년 3월 AWS 매출액은 10.5억 달러로 전체 아마존 매출에 5.3%를 차지했다. 2016년 3월 현재 매출액 25.7억 달러로 2년 만에 144% 성장했고, 매출 비중도 8.8%로 높아졌다.

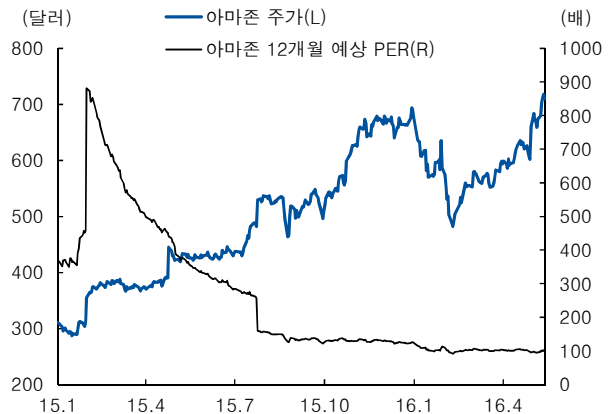
특징적인 부분은 밸류에이션이다. 페이스북과 아마존의 12개월 예상 PER은 각각 30.6배, 100.6배이다. 이러한 밸류에이션 차이의 핵심은 사업 다각화의 성공 여부에 있다고 판단한다. 페이스북의 성장은 모바일 SNS의 시장 지배력이 대부분인 반면 아마존은 AWS의 성공적인 안착으로 성장과 더불어 새로운 사업 포트폴리오를 구축했기 때문이다.

그림 7. 2015년 이후, 신고가 경신을 지속하고 있는 페이스북



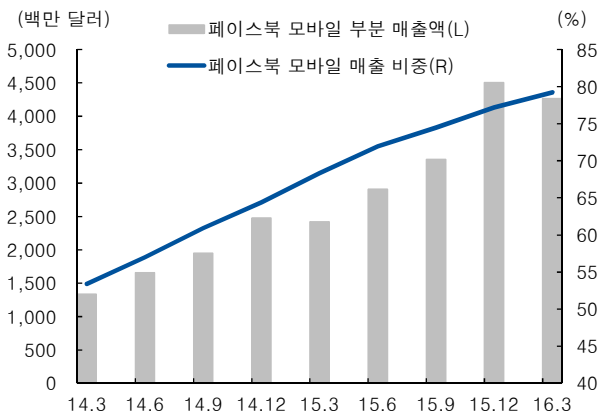
자료: Factset, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 아마존, 12개월 예상 PER 100배 이상에도 신고가 경신



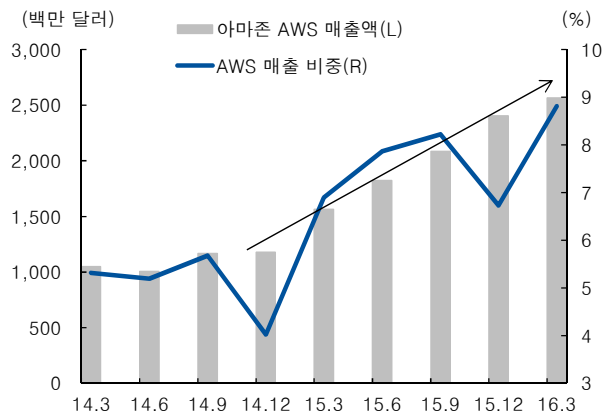
자료: Factset, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 페이스북의 성장은 모바일 SNS 부분 지배력 강화



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 반면 아마존은 신사업인 AWS의 성장이 가파르게 진행중



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

착한 성장주에 투자하자

앞에 내용에서 살펴본 것처럼 성장주의 상대적 부진은 국제 유가 반등에 따른 영향이 크다. 국제 유가의 추가적인 상승이 제한적인 상황 속에서 재차 성장주의 강세가 나타날 가능성이 높다.

주목해야 할 부분은 성장주 내에서도 차별화 현상이 심화되고 있다는 것이다. 페이스북, 아마존과 같이 매출액과 영업이익이 지속적으로 개선되는 기업은 신고가 경신을 지속하고 있다. 반면 애플, 오라클, 쉘컴 등 실적이 둔화되는 기업의 주가는 부진하다. 이러한 점을 고려할 때, 실적 개선이 지속되고 있는 기업에 관심이 필요하다. 시가 총액 3,000억 이상인 기업 중 14~15년 영업이익률이 15%이상이고, 매출액과 영업이익이 4개 분기 연속 성장한 기업들에 주목한다.

표 1. 14~15년 영업이익률이 15%이상, 매출액과 영업이익이 4개 분기 연속 성장한 기업

(십 억원, %)

코드	종목명	업종명	시가총액	14~15년 평균 영업이익률	매출액 성장률				영업이익 성장률			
					15 1Q	15 2Q	15 3Q	15 4Q	15 1Q	15 2Q	15 3Q	15 4Q
A035250	강원랜드	호텔,레저	9,028.3	35.4	14.0	9.3	5.0	8.6	23.1	19.7	18.9	0.8
A049960	셀바이오텍	건강관리	588.4	34.4	6.1	37.7	43.3	1.9	25.9	34.1	68.7	42.9
A089600	나스미디어	미디어,교육	445.3	26.9	44.5	69.0	43.6	52.3	20.0	38.1	27.5	51.4
A041830	인바디	건강관리	650.7	24.9	26.0	20.8	60.3	57.0	22.3	31.4	135.5	472.8
A119610	인터로조	건강관리	479.5	23.0	44.2	29.4	29.2	26.2	105.7	128.4	76.9	60.0
A063170	서울옥션	소매(유통)	324.0	22.8	68.3	223.6	74.4	126.6	564.5	555.1	52.9	118.8
A036490	SK머티리얼즈	디스플레이	1,162.4	22.3	71.6	57.2	56.7	56.0	1,891.7	369.5	394.5	159.4
A064760	티씨케이	반도체	509.6	20.6	16.8	38.3	60.3	33.7	75.8	86.2	315.6	100.4
A084110	휴온스	건강관리	922.0	18.8	22.3	34.3	47.8	32.1	39.5	86.6	79.0	72.8
A104830	원익머트리얼즈	화학	344.9	18.1	22.0	16.7	39.1	49.7	10.1	5.5	32.9	41.4
A043150	바텍	건강관리	588.2	17.1	13.1	12.8	22.8	2.3	43.6	33.3	62.8	7.4
A005500	삼진제약	건강관리	412.1	16.2	2.6	6.5	10.5	10.6	0.5	18.9	25.9	11.2
A012510	더존비즈온	소프트웨어	771.5	16.1	6.1	11.5	16.4	26.8	66.8	45.5	51.2	29.8
A090430	아모레퍼시픽	화장품,의류	27,381.6	15.4	29.2	23.7	14.5	25.2	58.2	37.7	10.7	38.2
A002790	아모레G	화장품,의류	14,029.2	15.1	26.7	20.1	11.4	22.9	49.9	41.4	8.3	62.6

자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

주) 금융업종을 제외한 시가총액 3,000억 이상인 기업으로 한정

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.

[Policy Watcher: 5월 금통위]

추경=금리인하 전망 유지

쉽게 사라지지 않는 정책기대, 그러나 이면을 봐야 할 시점

5월 금통위 의사결정은 우리 전망대로 '만장일치 동결'이었다. 그에 따른 금융시장 반응 또한 우리 예상대로 '동결 같지 않은 동결'이 연출되고 있다. 국내 통화완화에 대한 기대는 쉽사리 사라지지 않고 있으며, '이번이 아니면 다음이겠지'라는 인식이 이어지고 있다. 우리 또한 빠르면 다음달인 6월에 기준금리 인하가 단행될 것이라는 전망을 제시해 왔다.

명심할 부분은 금통위가 금리인하에 나서는 조건은 어디까지나 '실물경기 예상경로를 이탈하여 정부와 공히 경기부양을 위한 정책적 노력이 필요한 타이밍'이라는 점이다. 최근 거론되는 한국판 양적완화 이슈로 정책기대가 강화되었으나 아직 정책공조의 틀이 잡히지 않은 상황에서 금통위가 전통적 수단인 기준금리 인하를 단행하지 않은 것이다.

6월에 금리인하가 실시되기 위해서는 '한국판 양적완화' 결론이 매듭되고, 구조조정 진행과정에서 국내 경제 하방위험이 커져야 가능할 것이다. 정부가 재정노력으로 '추경'을 구체화해야 거기서 발생하는 구축효과 등을 해소하기 위해 정책공조로 금리인하가 의미 있는 것이다.

이를 근거로 우리는 '추경 = 금리인하' 전망을 유지한다. 빠르면 6월, 정책의 골든타임을 감안하여 늦어도 7월에는 실시될 것이다. 금일 시장반응으로도 확인되지만 통화완화의 정책기대는 시장금리 반동을 제한하고 있다. 6월 이벤트까지 국고3년 금리는 1.40~1.50%, 10년은 1.72~1.85% 레인지에서 역캐리 부담을 견디기 위한 일부 플래트닝 시도가 있을 것이다.

단, 중요한 부분은 정책공조 차원에서 금리인하가 단행될 경우 올해 하반기 추가인하는 없을 것이다. 정책기관의 수단이 총동원되어 경기안정 노력을 진행한 효과도 점검해야 하고 정부는 추경까지 동원한 이후 추가로 정책을 꺼내기 힘들 것이다. 중앙은행의 단독 금리인하는 정책적 효과가 제한적이라고 한은총재 뿐만 아니라 G20와 IMF 조차 강조하고 있다.

그리고 구조조정에 따른 경기하방위험이 있더라도 '한은 자본확충 + 정부 재정확대(추경) + 한은 금리인하' 정도의 정책팩키지로 충격을 줄인다면 2분기는 1분기 부진보다 높은 경제숫자를 볼 수 있다. 때문에 6월 금통위까지는 현재 시장여건을 감안하여 '딜링' 흐름을 이어가더라도 국내 정책이 집중될 시점에서는 채권시장은 오히려 매수에 주의해야 한다.

우리는 다음 주 발간될 '하반기 전망' 자료에서 전반적인 톤을 '하반기에도 채권은 매수하자'라는 의견을 제시하면서도 6~7월 중 국내 정책기대가 한번 쉬어갈 수 있는 여지를 보고 있다. 그나마 채권을 싸게 살 수 있는 기회(?) 정도로 보는 것이다. 현 시점에서 금리가 올라와야 얼마나 오르겠냐는 의견에 동의하면서도 방향성이 쏠려있는 때 주의를 환기시키는 역할을 하는 것이다.

6월에 금리인하가 단행될 경우 기준금리는 1.25%로 낮아지지 반면 국고3년 금리는 1.25% 쪽으로 붙기보다는 현 수준을 유지하면서 정책기대 여부와 차익실현 대응 정도가 예상된다. 경기모멘텀이야 3분기를 지나면서 약화 우려가 반영되면 시장금리야 다시 방향을 아래로 잡겠지만, 당장 3분기 장사가 고민스러울 것이다.

채권을 적극적으로 매도하는 분위기는 아니더라도 적어도 대외여건 및 미국 금리정상화 과정 등을 고민하면서 커브는 스텝해질 것이다. 그 과정에서 국고3년은 스프레드 30bp인 1.50%까지 상단을 열어둘 필요가 있고, 국고10년 또한 3년과 거리를 45bp 정도 감안하여 1.9%대 중 후반까지 반등할 여지가 있겠다. 물론 이렇게 금리가 오른다면 저가매수로 대응해야 할 것이다.

금일 금통위에서 최대 관전포인트였던 '인하의 소수의견'은 없었다. 금통위원들은 당장 정책의 핵심 논의 사항이 '금리결정'보다는 '국채은행 자본확충'에 있었을 것이다. 때문에 신임 금통위원이 4명이라는 특성까지 고려해 이번 금통위에서 인하의 소수의견 등장은 없을 것으로 봤다. 적어도 2분기 성장 위험요인이 등장해야 비둘기는 날개를 펼칠 것이다.

사실 구조조정 이슈로 아직 손실규모가 확정되지 않은 상황에서 국채은행에 자본을 공급하기 위한 논의 과정도 결론을 내리지 못하고 있다. 법개정 혹은 국회동의를 필요한 직접출자나 산금채 직접인수 등의 과정보다는 한은의 자본확충펀드를 통한 자금지원이 현실적으로 유력하다. 때문에 금일 기자회견 질문도 자본확충펀드 관련된 내용이 많았다.

사실 한은이 발권력을 동원해서라도 정책적 지원에 나서야 한다는 주장에는 현재 한은 자산구성을 지적한다. <그림 1>에서 보듯 2008년 글로벌 전환형 복합불황을 겪은 이후 한은은 꾸준히 기준금리를 낮추면서 자산도 늘려온 것을 확인할 수 있다. 그러나 자산내용을 자세히 보면 외환보유고 확대에 따른 대외자산이 크게 늘었을 뿐 국내 유동성 공급역할을 할 수 있는 민간대출 및 정부대출, 유가증권 투자는 미미했다는 것이다<그림 2>.

최근 금융중개지원 대출확대 등 한은 자산동원의 노력을 하고 있지만, 한은의 국내 자산이 50조 원 수준으로 GDP의 3%에 불과하다. 물론 우리는 아직 기준금리 인하의 여력이 남아 있다. 그럼에도 한은이 정책적 지원의 목소리에서 자유롭지 못한 것이다.

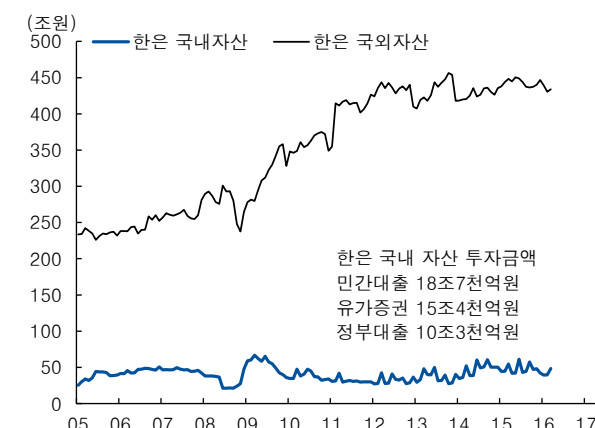
정부를 중심으로 정책시행을 위한 노력을 6월말까지의 결론내기로 결정한 만큼 6월 금통위와 7월 금통위의 정책적 기대는 유지될 것이다. 금일 금통위 기자회견 중에도 한은총재가 '이전 금리인하 실시 전에도 현재 기준금리는 실물경기 개선을 지원하기 위해 완화적(혹은 부족하지 않다)이라는 표현을 하고도 인하를 실시했다'라고 발언하여 약세이던 국채선물 가격을 상승으로 전환시키기도 했다. 당분간 금통위 이후 저금리 소강국면에서 과정이 이어질 것이다. 6~7월 정책실시 전까지 좁은 박스권 구간에서 잘 버텨야 할 것이다.

그림 1. 한은 자산과 한국 기준금리는 완화기조 지속



자료: 한국은행

그림 2. 대부분 한은 자산은 국외자산, 국내 유동성 공급은 제한적



자료: 한국은행

Compliance Notice

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

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

[파생상품]

심상범
02-768-4125
sangbum.sim@dwsec.com

선물옵션 분석

외인 비차익과 외인 중기 세력의 순 매도 이어질 것



SUMMARY

- Check 1. 상황/전망: 외인 비차익 순 매도는 이제 시작일 수도
- Check 2. 변동성 점검: H.V의 T.S 기준 6월 만기일 지수는 224~258p 이내
- Check 3. 옵션 투자자별 동향: 외인은 지수 하락, 변동성 확대 베팅으로 출발
- Check 4. 선물옵션 통계

요약

기술적으로는 추가 하락이 유력하다. 주말에 200MA에서 지지되었으나 경험상 유효성은 낮다. Stochastic slow의 하락 반전을 감안하면 일단 120MA(1955p)가 그나마 유력한 1차 지지선이다. 만일 여기서 반등한다면 1차 저항선은 20MA이며 여기서 막힌다면 중기적인 하락 추세가 확인될 것이다.

수급도 마찬가지다. 기본적으로 외인 비차익 순 매수가 회복되지 않고 있는 데다, 선물 외인 중기 세력 역시 신규매도를 시작했을 가능성이 높아졌다. 설령 외인 현물 순 매도가 주말보다 약화되더라도 후자가 지속된다면 괴리차 추가 하락으로 증권의 PR 순 매도가 가속될 것이므로 여하간 지수 상승은 제한될 수 밖에 없다.

외인 비차익은 10일간 -2,073억원이었는데, 이는 1월 22일 이후 최대 순 매도 누적이다. 게다가 2주간 외인 비차익과 어긋났던 GEM 펀드도 5월 5일부터는 -303백만 달러 순 유출로 돌아섰다. 자금 순 유입에서도 바스켓은 순 매도 우위였는데 순 유출이 지속된다면 순 매도는 더욱 가속될 수 있다. 주말처럼 말이다.

선물 외인 중기 세력도 신규매도를 시작했다. 근거는 주말 장 중 신규매도 누적이 깔끔했던 점, 5월 12일 미결제가 1월 15일 이후 최저였던 점, 장기 사이클이 중립을 하회한 점 및 미니 선물 역시 5월 만기 이후 신규매도 누적이 시작된 점 등이다. 남은 신규매도 여력은 최소 -3만 계약 이상이므로 당분간 계속될 것이다.

단기 변동성의 반등 기미, 장 중 변동성의 저점 도달을 감안하면 역사적 변동성은 추가 상승할 것이며, 내재변동성도 당분간 매도 압력이 높아 잠시 등락할 수 있지만 역사적 변동성이 도착하면 시차를 두고 상승할 것이다. 역사적 변동성 기간 구조에 변화가 없다면 6월 만기일 K200지수의 범위($\pm 1.96\sigma$)는 224~258p 이내다.

옵션 외인은 5월 만기 이후 '풋 신규매수+콜 백 SP'로 출발했다. 누적 포지션은 '스트랭글 매수'로서 BEP는 235p, 257p였다. 누적 포지션의 델타는 '-'가 이어졌으며, 베가는 단숨에 '+24억원/%'까지 높였다. 이는 직전 월물 최대 수준이다. 종합 해석하면 지수는 당분간 추가 하락, 변동성은 조만간 급등할 것이란 베팅이다.

Check 1. 시황/전망: 외인 비차익 순 매도는 이제 시작일 수도

주말 K200지수는 갭 업(+0.27p) 후 급락했으나 중반부터는 등락-횡보하다가 마감했다(시가-2.01p). 수급상 하락은 외인 현물 순 매도 급증과 기관 순 매도 동참 때문이었다. 다만, 중반부터 비차익 순 매도가 감소된 데다(추세 상관계수 +0.81), 기술적으로 4월초 저점이 지지선으로 작용하자 지수 하락에 제동이 걸렸다.

기술적으로는 120MA 지지가 관건. 수급에서는 선물 외인 중기 세력 신규매도 시작한 듯

1차 지지 1955p, 반등 시 1차 저항 1998p. 외인 비차익 순 매도 가속되면 지지 실패할 수도

기술적으로는 추가 하락이 예상된다. 주말에 200MA(KOSPI 1697.85p)에서 지지 되었으나 경험상 유효성은 낮다. Stochastic slow가 하락 반전한 점을 감안하면 일단 120MA(1955.48p)가 유력한 1차 지지선이다. 여기서 반등했을 때 1차 저항선은 20MA(1997.77p)이며 돌파에 실패한다면 하락 추세가 확인될 것이다[그림 1].

수급도 마찬가지다. 기본적으로 외인 비차익 순 매수가 회복되지 않고 있는 데다, 선물 외인 중기 세력 역시 신규매도를 시작했을 가능성이 높아졌다. 설령 외인 현물 순 매도가 주말보다 약화되더라도 후자가 지속된다면 괴리차 추가 하락으로 증권의 PR 순 매도가 가속될 것이므로 여하간 지수 상승은 제한될 수 밖에 없다.

GEM 자금 순 유출 반전 감안하면 주말 외인 비차익 순 매도는 끝이 아니라 시작일 수도

외인 바스켓 순 매수 회복 실패. GEM 펀드 자금 순 유출 이어지면 순 매도 가속될 수도

주말 외인 비차익은 -562억원의 순 매도 우위였다. 3일만에 순 매도로 돌아선 것이다. 물론, 비차익 매수/매도가 모두 전일 대비 +37%/+57% 늘었기 때문에 특정 이벤트나 특정 주체 탓이었을 가능성도 있으며, 초반에는 괴리차가 빈번하게 -0.4p를 하회했기 때문에 일부 비공식 차익 매도가 섞였을 가능성도 있다.

그러나, 이를 모두 감안해도 바스켓 매수가 회복되지 않은 것은 사실이다. 우리는 3월말 직후, 바스켓 순 매수가 잠시 불안정했다가 회복된 경험 때문에 이번 순 매수 부조(不調) 역시 일시적일 가능성을 경계했다. +5,265억원이 집중되면서 지수가 +1.75%나 급등했던 4월 14일이 재현되지 않으리란 보장이 없었기 때문이다.

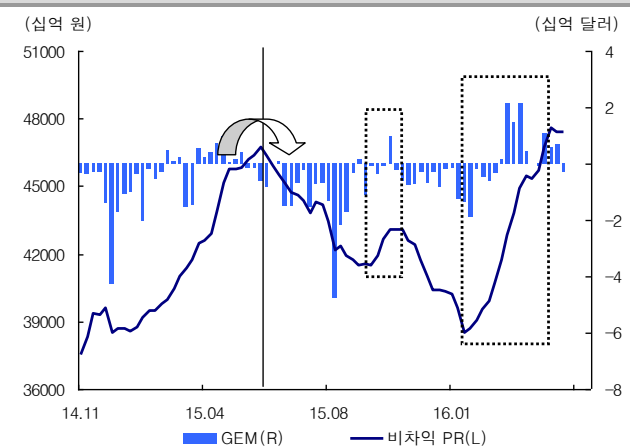
그림 1. 1차는 120MA 지지 여부, 2차는 20MA 저항 여부



주: 각종 추세선은 당사 임의 작도

자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. GEM 순 유출 이어지면 외인 비차익 순 매도 가속될 수도



주: 주간 단위 펀드 자금 순 유출/입과 주간 외인 비차익 순 매수 누적

자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그러나, 이번 순 매수 부조 현상은 직전보다 훨씬 길고 불안정한 상태다. 10일간 누적은 -2,073억원인데 이는 비차익 순 매수가 시작된 1월 22일 이후 가장 큰 순 매도 누적이다. 게다가 2주간 자금이 순 유입되면서 외인 바스켓 순 매도와 어긋났던 GEM 펀드 역시 5월 5일부터는 -303백만 달러의 순 유출로 돌아섰다.

GEM 펀드 자금 순 유출은
평균적으로 2주 이상. 한국 비중
높은 펀드 자금 순 유출 유력

과거에 이 펀드의 순 유출은 평균적으로 2주 이상 진행되는 편이었다. 즉, 좀 더 이어질 가능성이 높은 셈이다. 게다가 자금 순 유입 상태에서도 바스켓은 순 매도 우위였는데 순 유출 상태라면 순 매도가 더욱 가속될 수도 있다. 즉, 지난 주말의 비차익 순 매도는 끝이 아니라 시작일 수도 있는 셈이다[그림 2].

선물 외인, 중기 세력 본 선물&미니 선물 신규매도 확인. 이후 순 매도 여력은 -3만 계약 이상

선물 외인은 주말에 -2,840계약을 순 매도했는데 미결제가 +2,275계약 늘어난 점을 감안하면 신규매도가 유력했다. 문제는 주체가 ‘초 단기 세력’이나 아니면 ‘중기 세력’이나 하는 점이다. 전자(前者)는 그 전부터 신규매도 누적/회전을 반복했기 때문에 특별할 것도 없으며 오래가지도 않겠지만 후자라면 얘기는 다르다.

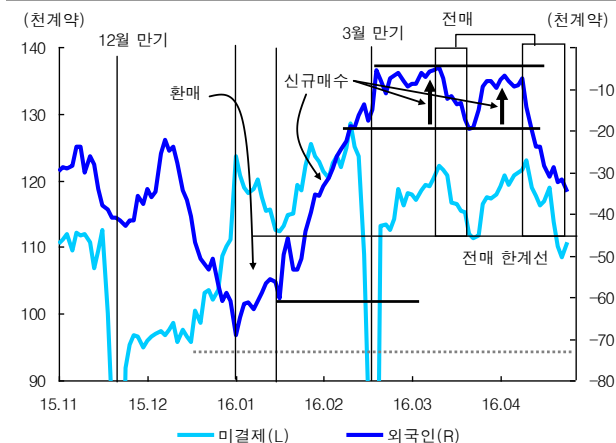
장 중 깔끔한 신규매도 추이,
미결제 저점이 신규매수 시작
시점 하회, 미니 선물 신규매도,
본 선물 사이클 중립 하향 돌파
→ 중기 세력 신규매도의 증거

중기 세력이 제기되는 이유는 3가지다. 첫째는 장 중 깔끔한(?) 순 매도 누적 패턴이다. 물론, 장 중 최대는 -4,177계약, 미결제도 최대 +5,390계약에 달했다. 이것이 막판에 32% 역 회전된 점을 감안하면 틀림없이 초 단기 세력이 섞였을 것이다. 그러나, 이를 제외하더라도 신규매도는 꾸준했다. 이는 중기 세력의 특징이다.

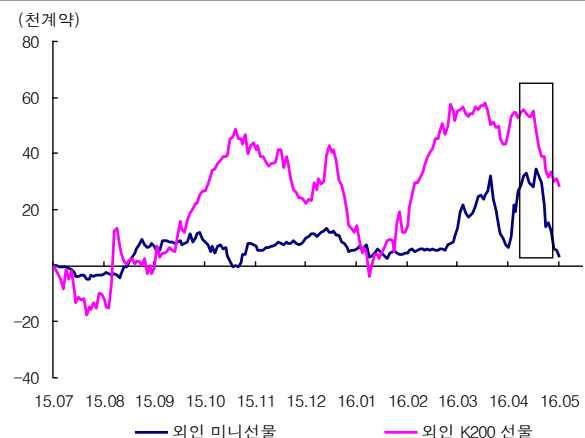
둘째는 5월 12일 미결제가 108,443계약으로 1월 15일(108,711) 이후 최저였다는 점이다. 신규매수 시작 시점(2월 3일, 112,383계약)은 물론, 직전 분할 전매 종료(4월 8일, 111,933계약)보다 낮았던 셈이다. 따라서, 직전 전매도 전량 청산이었으며 이번에도 4월 11~21일 신규매수가 모두 전매되었을 것이다[그림 3].

셋째는 장기 사이클이 순 매도로 반전했다는 점과 미니 선물 역시 4월 만기 이후로 -7,024계약의 순 매도 누적으로 돌아섰다는 점이다. 미니 선물은 중기 세력 매매의 ‘거울(?)’로서 미결제가 12일부터 증가 반전한 점은 신규매도 누적을 뜻한다. 사이클이 중립을 하회하는 것은 전매가 신규매도로 연결되었다는 뜻이다[그림 4].

그림 3. 미결제는 전매 한계선 하향 돌파. 이후 순 매도는 신규매도 **그림 4. 미니 선물에서 외인 5월물 신규매도 관측**



주: 미결제는 최근월물 기준. 외국인은 투기/헤지성 기준. 만기 구분 없이 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터



주: 만기 구분 없이 일별 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

단기 변동성 반등해 H.V 추가 상승. 이것의 지지로 I.V 역시 시차 두고 상승 불가피

Check 2. 변동성 점검: H.V의 T.S 기준 6월 만기일 지수는 224~258p 이내

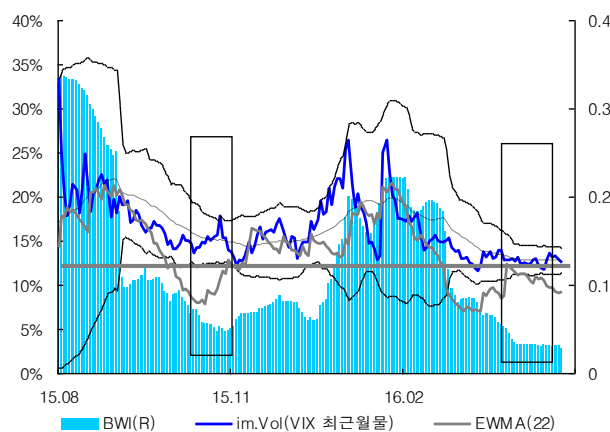
주말 VKOSPI는 11.93p(-0.12)로 이틀 연속 하락한 반면, H.V와 EWMA는 모두 10.51%(+0.27), 9.28%(+0.22)로 반등했다. 역사적 변동성의 반등은 지수 낙 폭(-0.72%)이 20일 평균 절대 수익률($\pm 0.48\%$)을 컸기 때문이며, 내재변동성의 하락은 수급상 변동성 매도 수요가 상대적으로 강했기 때문이다. VKOSPI나 VIX와 달리 가중 평균 내재변동성이 상승한 점을 감안하면 지수 산정 방식의 차이도 한 몫 했다. 기간 구조 측면에서 단기 변동성이 반등한 점, 장 중 변동성이 재차 저점에 도달한 점을 감안하면 역사적 변동성은 추가 상승할 전망이다. 내재변동성도 역사적 변동성의 지지에 따라 상승이 예상된다. VBB에서도 BWI가 '14년 7월 이후 최저치를 경신했기 때문에 곧 상승할 가능성이 높다. 기간 구조에 변화가 없다면(물론, 그럴 가능성은 없지만) 6월 만기일 K200지수 범위($\pm 1.96\sigma$)는 224~258p 이내다.

표 1. 변동성 동향 및 지수 변동 폭 환산

		Total	Call	Put
20 day	Im.Vol	10.5	09.3	11.9
	change	1.50	0.70	2.50
	Max	14.3	13.9	16.7
	Mean	11.3	10.1	12.6
	Min	09.0	05.1	09.4
20 day	His.Vol	10.5	5 day	07.8
	change	0.27	10 day	07.6
	Max	11.7	15 day	08.1
	Mean	10.9	20 day	10.7
	Min	10.2	25 day	10.0
percentiles	Vol. Cone		EST.Max	EST.Min
	1st	6.5	244.86	236.11
	25th	10.4	247.60	233.49
	Median	12.7	249.22	231.98
	75th	17.2	252.38	229.07
	100th	21.8	255.70	226.10
	T.T.M(day)	20	C.S	0.901659688

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

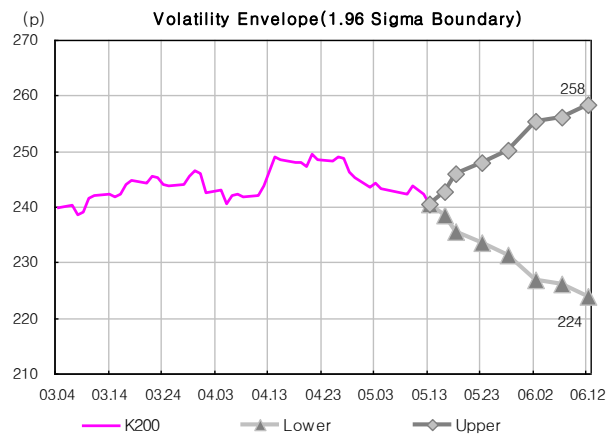
그림 5. BWI는 '14년 7월 이후 최저치. 조만간 반등할 것



주: BWI는 upper-lower의 차이

자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. H.V 기간 구조: 6월 만기일 K200은 224~258p 사이



주: 수익률은 0%, 각 측정 구간의 H.V를 기반으로 지수 등락 범위를 추정한 것

자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

누적 포지션의 델타는 ‘-’, ‘+’
베가는 단숨에 직전 최고 수준에
도달. 변동성 확대 확신

Check 3. 옵션 투자자별 동향: 외인은 지수 하락, 변동성 확대 베팅으로 출발

5월 만기 이후 외인은 ‘풋 신규매수+콜 백 SP’로 출발했다. 누적 포지션은 ‘스트랭글 매수’로서 BEP는 235p, 257p였다. 누적 포지션의 델타는 ‘-’가 이어졌으며, 베가는 단숨에 ‘+24억원/%’까지 높였다. 해석하자면 지수는 추가 하락, 변동성은 조만간 급등할 것이란 베팅이다. 반면, 증권은 풋 매도에 비해 콜 레이쇼 SP가 워낙 컸기 때문에 BEP 밴드는 247~260p에서 형성되었다. 간접적으로 지수 반등에 베팅한 셈이다. 투신은 과거에 ‘커버드 콜 펀드 및 ETF’ 탓에 뚜렷한 콜 매도 편향성을 보였지만 이번에는 풋 매도 역시 추가했다. 변동성 축소를 노리는 셈이다.

표 1. 주체 별 지수 방향과 변동성 방향 전망

(단위: p)

구분	BEP	Max level		지수	변동성
		이익	손실		
외인	상한	257.5	++	↓	↑
	하한	235.0	++		
개인	상한	232.5	++	↑	↓
	하한	232.5	240.0		
투신	상한	247.5	245.0	↓	↓
	하한	232.5	0		
증권	상한	260.0	255.0	↑	↑
	하한	247.5	0		

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

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

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

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 주체 별 포지션 Greek's

(단위: 백만원)

구분		Delta	Gamma	Theta	Vega
외인	누적	-1597.73	223.00	-487.92	2368.88
	당일	-1787.36	193.06	-418.71	2050.75
개인	누적	2335.00	-274.29	596.20	-2913.75
	당일	2556.94	-186.78	396.21	-1984.12
투신	누적	-115.36	-15.75	36.90	-167.24
	당일	-30.94	-2.93	6.95	-31.08
증권	누적	1256.21	4.45	-22.07	47.27
	당일	305.84	-25.40	54.43	-269.72

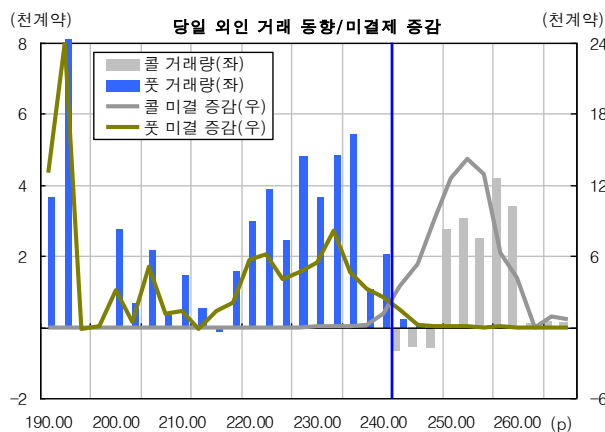
주: 1) 행사가격별 Greeks는 대우증권 Q way TR[3216]의 최근월물 기준을 사용

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

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

자료: 미래에셋대우 리서치센터

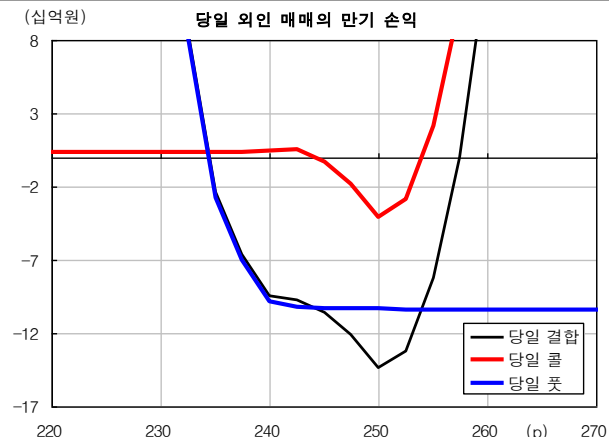
그림 7. 외인, OTM 풋 및 콜 옵션 대량 신규매수



주: 행사가격 별 순 매수는 당사 Qway 기준

자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

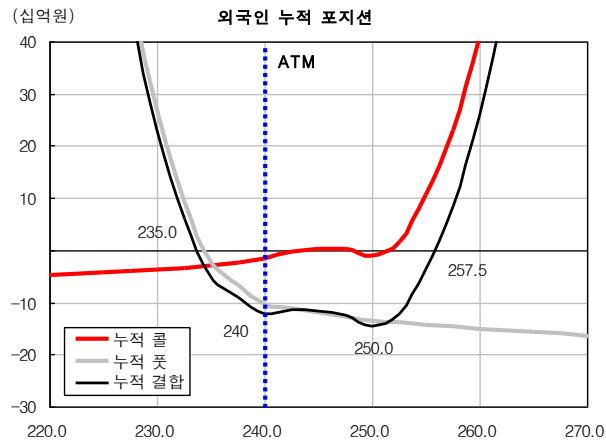
그림 8. 외인, 결합 포지션은 풋 매수+콜 백 SP



주: 전일 행사가격별 순 매수 누적의 만기 손익

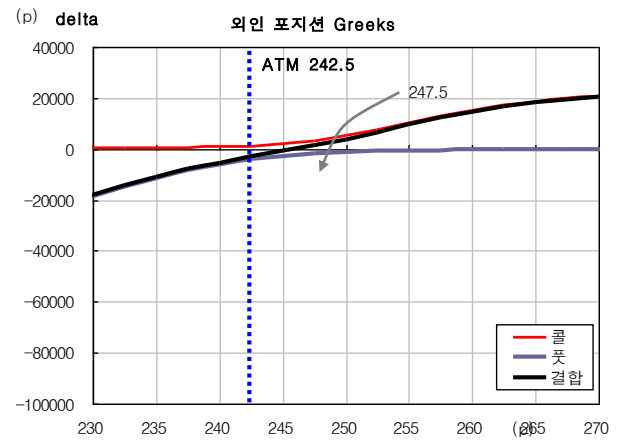
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 외인, 누적 포지션은 스트랭글 매수(long strangle)



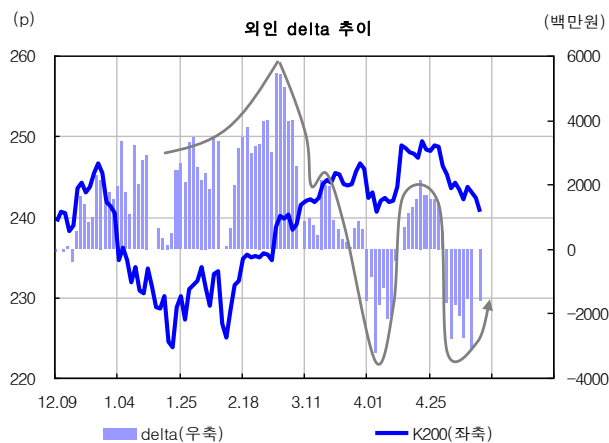
주: 행사가격 별 누적 순 매수를 지수 수준 별 만기 손익으로 표시한 것
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 외인, 포지션 델타 ‘+’ 반전하려면 지수 245p 상회해야



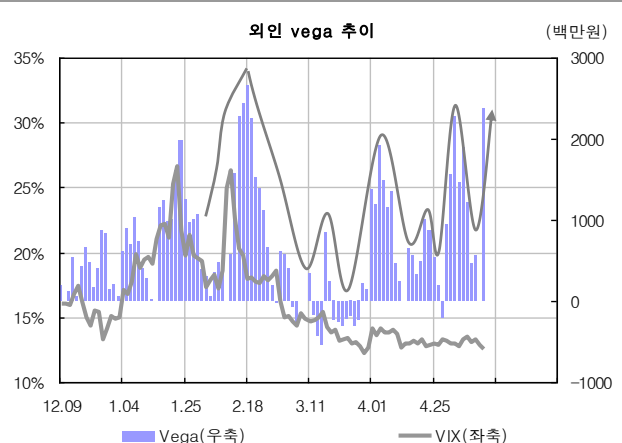
주: 행사가격 별 델타의 합계
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 외인, 포지션 델타 ‘+’ 유지. 지수 추가 하락에 베팅



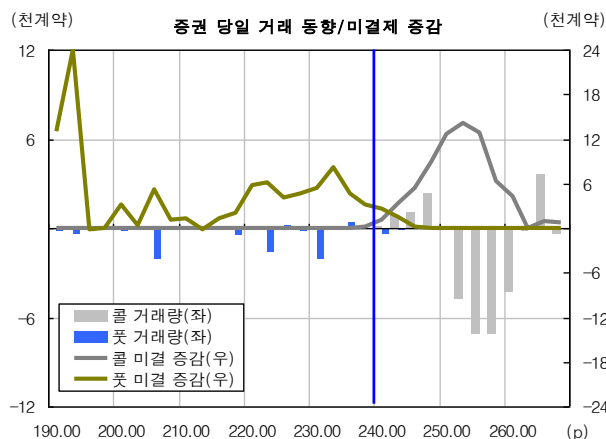
주: 포지션 델타의 추이
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 외인, 포지션 베가 단숨에 급등. 변동성 확대 베팅



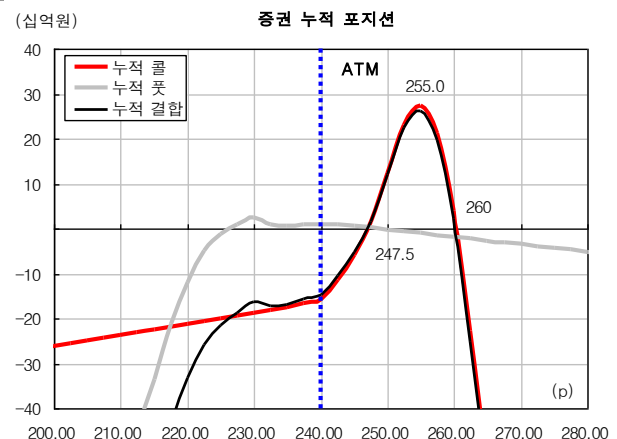
주: 포지션 베가의 추이
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 증권, 가볍게 콜 252~260 대량 신규매도 출발



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

그림 14. 증권, 풋 레이쇼 SP는 아직 희비. 콜 레이쇼 SP 뚜렷



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

Check 4. 선물옵션 통계

주가지수선물 가격정보

	KOSPI200	1606	1609	1612	KSPL6L9S
기 준 가 격	242.34	242.90	243.45	244.15	0.60
시 가	242.61	242.40	243.05	242.75	0.65
고 가	242.73	242.80	243.35	242.75	0.65
저 가	240.03	240.30	240.95	241.95	0.60
종 가	240.60	240.40	241.00	242.25	0.60
전 일 대 비	-1.74	-2.50	-2.45	-1.90	-
이 른 가 격	-	240.90	241.63	242.59	0.73
총 약 정 수 량 *	74,186	114,800	716	7	9
총 약 정 금 액 **	2,823,691	13,839,491	86,484	848	2,173
미 결 제 약 정	-	110718 (2086)	7648 (42)	3345 (-1)	-
배 당 지 수 ***	1.6% (CD금리)	0.00	0.22	0.22	-
반 응 배 수		0.93	0.89	0.30	
장 중 평 균 베 이 시 스		0.128			
전 일 대 비		-0.032			

주: 단위 (* 천주, 계약 ** 백만 *** 포인트)

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

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

주가지수선물 투자자별 매매현황

(단위: 계약수)

		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매 수	72,207	27,032	14,052	59	1,157	104	1,139	104
	매 도	75,047	25,913	11,891	526	1,486	108	778	117
	비 중	63.5%	22.8%	11.2%	0.3%	1.1%	0.1%	0.8%	0.1%
순 매 수 누 적	전 일	-2,840	1,119	2,161	-467	-329	-4	361	-13
	누 적	-29,607	11,372	22,530	25	-7,885	369	2,272	742
매 매 편 향 강 도		-1.93%	2.11%	8.33%	-79.83%	-12.45%	-1.89%	18.83%	-5.88%

주: 누적은 지난 쿼드러플위칭데이 이후부터 현시점까지 당일 순매수 미결제약정의 증감을 누적이한 것임

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

ETF 가격정보

	전일대비	등락율	거래량(천주)	거래대금(백만원)	외국인보유		TIGER200	KODEX200
TIGER200	-190	-0.78%	1,481	33,243	0.43%	NAV	24,080	24,067
KODEX200	-190	-0.79%	4,101	73,125	8.95%	(ETF-NAV)%	-0.17%	-0.28%
						T/E	0.00%	0.01%
증가/100	240.40	240.00	240.17	240.40	240.45	설정주수(천주)	100	750
eff.delta	1.09	1.09	2.83	1.44	2.84	환매주수(천주)	750	700
diff/basis	-0.08%	-0.25%	-0.18%	-0.20	-0.15	상장주수(천주)	65,850	184,050

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

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

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

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

주가지수옵션 가격정보

대 표	10.5%	콜평균(%)	9.3%	풋평균(%)	11.9%	역사적 (5일,%)	7.7	역사적 (20일,%)	10.6
내재변동성(%)									
월물 행사가격		1606					1607		
		245.0	242.5	240.0	237.5	235.0	242.5	240.0	237.5
Call	가 격 (p)	1.00	1.84	3.05	4.63	6.48	3.83	5.12	6.84
	전 일 대 비 (p)	-0.94	-1.32	-1.67	-1.94	-2.13	-1.14	-1.31	-0.54
	내 재 변 동 성 (%)	9.50	9.60	9.70	9.80	9.60	11.30	11.50	12.30
	거 래 량 (계 약 수)	71,593	42,622	8,095	650	129	196	51	10
	미 결 제 (계 약 수)	12,480	6,039	5,339	326	1,551	198	620	18
Put	가 격 (p)	5.58	3.93	2.60	1.71	1.09	5.48	4.24	3.31
	전 일 대 비 (p)	1.56	1.15	0.76	0.52	0.34	0.86	0.61	0.51
	내 재 변 동 성 (%)	11.60	11.50	11.40	11.80	12.20	11.80	11.90	12.30
	거 래 량 (계 약 수)	2,099	15,677	64,724	67,575	78,313	151	102	157
	미 결 제 (계 약 수)	5,215	5,143	13,813	9,739	19,331	870	2,500	224

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

주가지수옵션 투자자별 매매현황

(단위: 계약수)

Call		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매 수	235,401	135,458	87,122	0	66	40	6,860	70
	매 도	220,008	130,649	103,367	0	349	176	10,391	73
	비 중	49.0%	28.6%	20.5%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	0.0%
순매수 누적	전 일	15,393	4,809	-16,245	0	-283	-136	-3,531	-3
	누 적	15,393	4,809	-16,245	0	-283	-136	-3,531	-3
Put		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매 수	372,843	124,567	68,975	0	349	44	41	5,474
	매 도	311,706	174,587	77,414	0	189	230	41	8,126
	비 중	59.8%	26.1%	12.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%
순매수 누적	전 일	61,137	-50,020	-8,439	0	160	-186	0	-2,652
	누 적	61,137	-50,020	-8,439	0	160	-186	0	-2,652

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

주체 별 프로그램 매매 동향

(단위:억원)

구분		합계	외인	기관 합계	증권	보험	투신/사모	은행	기타법인	연금/국가
당일	현물 전체		-1,428	-1,156	-125	-271	-323	-161	409	-289
	개별 종목	717	-885	-992	83	-245	-413	-141	412	-278
	차익 PR	-5	19	-23	-12	0	-12	0	0	0
	비차익 PR	-712	-562	-140	-196	-26	102	-20	-3	-11
	매매 비중	34.2%	91.9%	7.8%	3.2%	0.7%	3.2%	0.2%	0.1%	0.5%
누적	현물 전체		33,316	-50,265	-17,127	-5,254	-27,319	-2,679	17,104	3,083
	개별 종목	-6,789	-8,630	-15,350	-3,103	-1,756	-9,943	-1,682	17,344	1,858
	차익 PR	-1,652	803	-2,455	-1,126	85	-1,501	0	0	86
	비차익 PR	8,441	41,143	-32,459	-12,898	-3,583	-15,875	-997	-240	1,139

주: 현물 전체는 K200 기준

개별 종목 = 현물 전체 - 차익 PR - 비차익 PR

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

누적은 선물 만기일 이후부터 당일까지 누적한 것

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.

Earnings Revisions(5월 셋째주)

김상호, CFA
02-768-4122
sangho.kim.j@dwsec.com

유명간
02-768-4058
myounggan.yoo@dwsec.com

전세계 주식시장의 이익동향 (1)

- 전세계 12개월 선행 EPS는 한달전 대비 1.4% 하락(최고치: 남미 +1.4%, 최저치: 중동/아프리카 -4.0%)
- 아시아 지역의 12개월 선행 EPS는 한달전 대비 1.7% 하락(최고치: 한국 +0.4%, 최저치: 호주 -4.7%)
- 지역별 2016년 이익조정비율은 유럽과 아시아 지역이 가장 부정적

그림 1. 지역별 12MF EPS 변화율(1M)

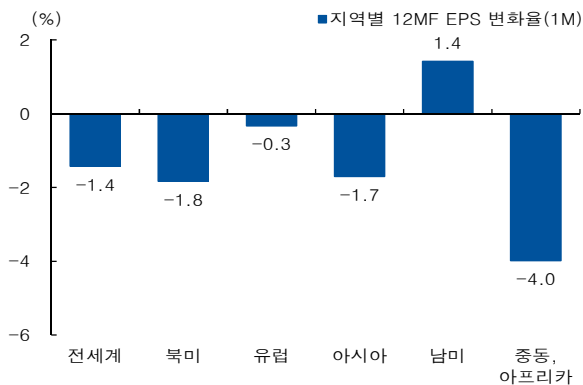


그림 2. 아시아 국가별 12MF EPS 변화율(1M)

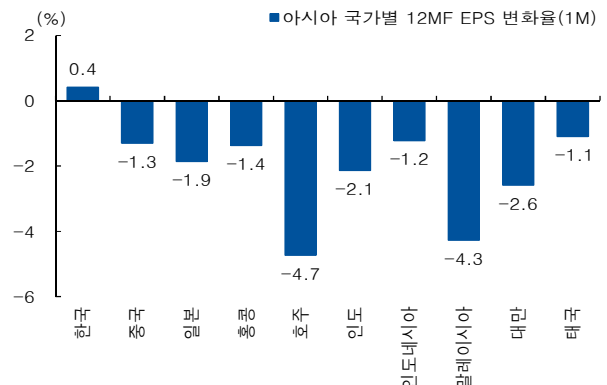


그림 3. 지역별 2016년 이익조정비율

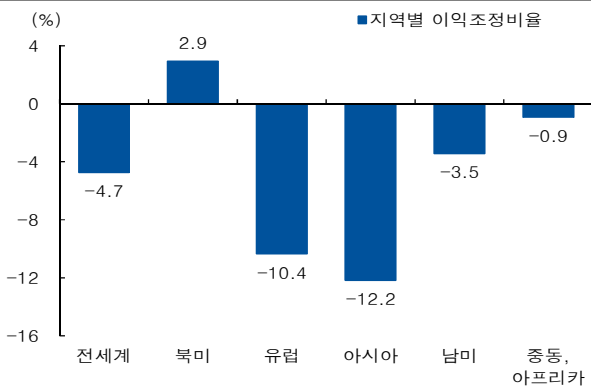


그림 4. 아시아 국가별 2016년 이익조정비율

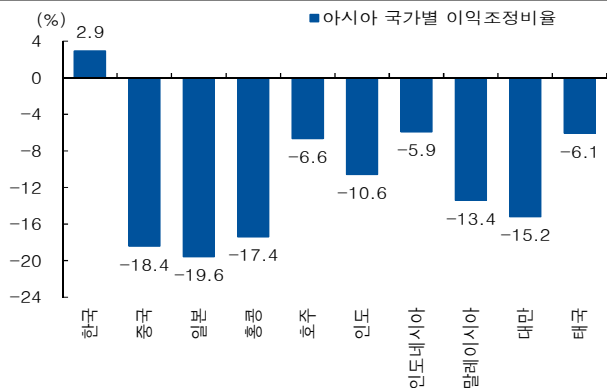


그림 5. 지역별 12MF PER

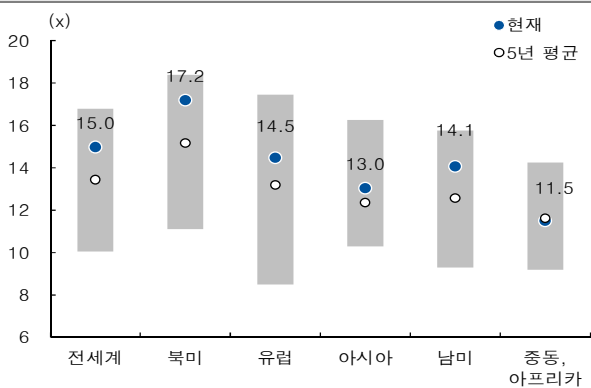
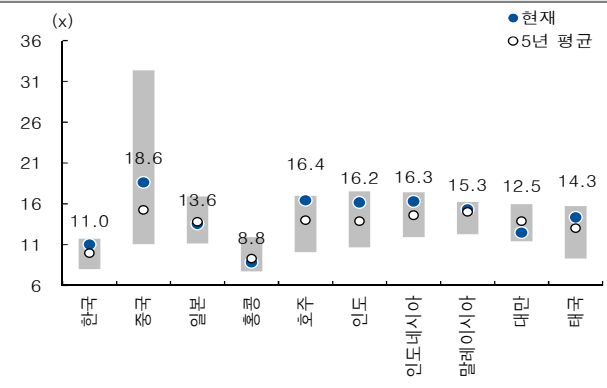


그림 6. 아시아 국가별 12MF PER



전세계 주식시장의 이익동향 (2)

- 전세계 12개월 선행 EPS 변화율은 IT, 금융 섹터를 제외한 모든 섹터가 양호한 모습을 나타냄. 특히, 에너지(+5.3%), 소재(+4.2%) 업종의 이익전망치가 긍정적인 흐름을 보임
- 아시아에서는 에너지(+3.4%), 소재(+2.7%), 통신서비스(+0.8%) 업종의 이익전망치가 양호한 모습을 보임. 반면, 경기소비재(-4.3%), 헬스케어(-2.4%), 유틸리티(-1.2%) 업종의 이익전망치는 하향 조정됨
- Toyota는 2015년 실적이 북미 대형차 판매량 증가로 사상 최고 실적을 달성했지만, 엔화강세 영향으로 비용 증가가 예상되면서 이익전망치는 하향 조정됐음

그림 7. 전세계 섹터별 12MF EPS 변화율(1M)

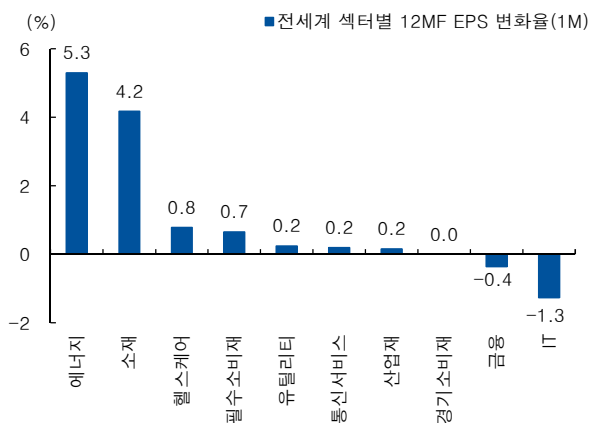
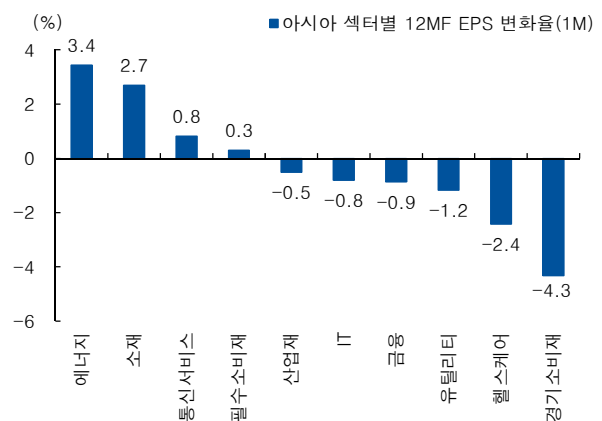


그림 8. 아시아 섹터별 12MF EPS 변화율(1M)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 전세계 주식시장 이익추정치 상향 종목

Local code	종목명	통화	업종구분	시가총액	12MF EPS Chg.	ΔE/P	주가상승률		
				(백만달러)			(1W)	(1M)	(6M)
REP-ES	REPSOL SA	EUR	Energy Minerals	18,766	15.5	1.0	0.9	9.0	3.3
015760-KR	KOREA ELEC POWER	KRW	Utilities	33,648	4.4	0.9	-0.2	4.1	24.8
APA-US	APACHE CORP	USD	Energy Minerals	20,070	38.6	0.7	-1.5	1.1	8.3
VALE5-BR	VALE S.A.	BRL	Non-Energy Minerals	17,709	7.6	0.5	-10.7	-18.4	-5.4
NVDA-US	NVIDIA CORP	USD	Electronic Technology	22,316	9.4	0.3	16.0	11.5	37.5
BP-GB	BP	GBP	Energy Minerals	96,983	5.4	0.3	0.5	-0.8	-0.5
ZURN-CH	ZURICH INSURANCE	CHF	Finance	35,420	2.5	0.2	10.7	10.8	-11.6
FP-FR	TOTAL	EUR	Energy Minerals	114,409	3.3	0.2	-0.3	0.6	-3.6
COP-US	CONOCOPHILLIPS	USD	Energy Minerals	53,276	5.8	0.2	0.6	-1.3	-17.0
HES-US	HESS CORP	USD	Energy Minerals	18,294	2.2	0.2	2.9	2.1	-3.3

표 2. 전세계 주식시장 이익추정치 하향 종목

Local code	종목명	통화	업종구분	시가총액	12MF EPS Chg.	ΔE/P	주가상승률		
				(백만달러)			(1W)	(1M)	(6M)
NOKIA-FI	NOKIA OYJ	EUR	Electronic Technology	30,258	-20.2	-1.5	-6.3	-13.7	-30.6
PETR4-BR	PETROL BRASILEIROS	BRL	Energy Minerals	35,132	-10.8	-1.0	-6.2	-0.5	30.1
CSGN-CH	CREDIT SUISSE GP	CHF	Finance	26,792	-11.8	-0.8	-0.4	-7.7	-40.8
7203-JP	TOYOTA MOTOR CORP	JPY	Consumer Durables	151,660	-5.4	-0.7	-0.4	-3.0	-27.5
ACA-FR	CREDIT AGRICOLE SA	EUR	Finance	25,754	-4.4	-0.6	-4.3	-11.3	-22.7
DBK-DE	DEUTSCHE BANK AG	EUR	Finance	23,166	-3.4	-0.3	-0.4	-4.5	-38.4
GAS-ES	GAS NATURAL SDG	EUR	Utilities	19,181	-3.5	-0.3	-4.0	-4.3	-11.4
MUV2-DE	MUENCHENER RUECKVE	EUR	Finance	28,097	-2.7	-0.3	-2.6	-12.9	-12.1
7270-JP	FUJI HEAVY INDS	JPY	Consumer Durables	27,539	-2.0	-0.2	7.9	6.6	-23.1
BARC-GB	BARCLAYS PLC	GBP	Finance	40,115	-2.0	-0.2	2.1	-0.9	-26.5

주1: 미래에셋대우 글로벌 유니버스는 전세계 시가총액 상위 500위에 포함되어 있고, EPS 추정치가 20개 이상인 종목

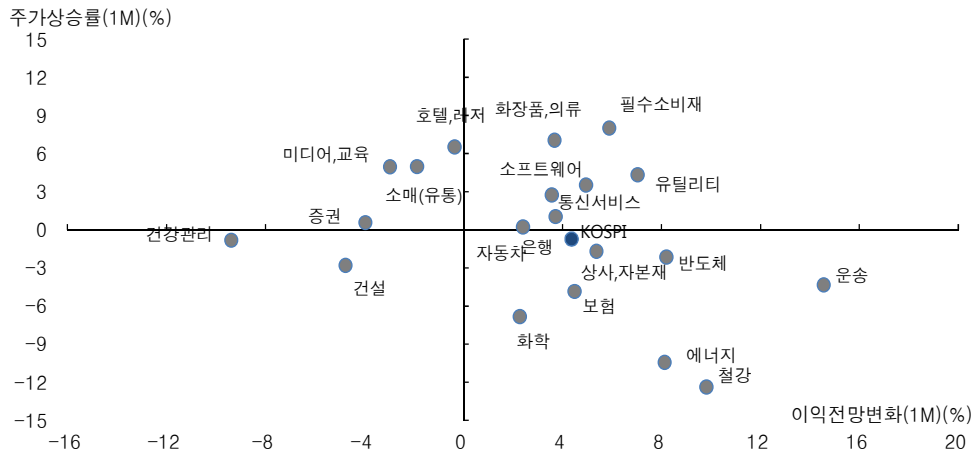
주2: ΔE/P = [12MF EPS(현재) - 12MF EPS(일주일전)] / (현재 주가) * 100으로 계산

자료: Factset, 미래에셋대우 리서치센터

한국 주식시장의 이익전망치 변화

- 저평가 업종(KOSPI대비 이익전망치 상향 조정, 주가상승률 낮은 업종)은 운송, 철강, 에너지, 조선, 상사/자본재, 반도체, 디스플레이, 보험
- 고평가 업종(KOSPI대비 이익전망치 하향 조정, 주가상승률 높은 업종)은 호텔/레저, 미디어/교육, 소매(유통), 증권
- 대우조선해양은 1분기 영업이익이 -263억원을 기록했지만 일회성 손실의 영향이 컸고, 하반기 LNG선 비중 증가로 수익성이 개선될 것으로 예상되면서 이익전망치도 상향 조정됐음. 하지만 조선업 수주 부진 우려와 증자와 관련된 이벤트가 여전히 남아있는 상황

그림 9. 한국 주식시장 업종별 이익전망치 변화(1M) 대비 주가상승률(1M)



주: 디스플레이 업종의 이익전망치 변화율과 주가상승률은 각각 +37.7%, -3.1%를 기록했음. 조선 업종은 +91.0%, -8.2%, 기계 업종은 +23.3%, -0.7%를 기록했음

자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 한국 주식시장 이익전망치 상향 종목

(단위: 억원, %, X)

종목코드	종목명	업종명	시가총액 (C)	2016년 순이익 컨센서스		Chg. (A-B)/C	1개월 주가상승률	2016년		
				현재(A)	한달전(B)			P/E	P/B	ROE
A097230	한진중공업	조선	3,815	-158	-512	9.3	1.9	-24.2	0.3	-1.1
A012450	한화테크윈	상사, 자본재	25,077	2,669	809	7.4	17.7	9.4	1.0	11.1
A003490	대한항공	운송	21,451	3,191	1,920	5.9	-8.4	6.8	0.8	12.7
A042670	두산인프라코어	기계	13,070	1,994	1,301	5.3	-14.3	6.6	0.6	9.7
A010060	OCI	화학	26,950	3,162	1,910	4.6	7.6	8.5	0.8	10.2
A042660	대우조선해양	조선	13,274	448	-157	4.6	-8.7	29.6	1.4	5.3
A000150	두산	상사, 자본재	20,675	2,566	1,670	4.3	-0.6	10.1	0.7	9.5
A009540	현대중공업	조선	77,520	6,017	3,061	3.8	-10.1	12.9	0.5	4.3
A010620	현대미포조선	조선	13,940	1,383	927	3.3	4.8	10.1	0.7	7.8
A082640	동양생명	보험	11,779	1,835	1,486	3.0	5.8	6.4	0.6	9.4

표 4. 한국 주식시장 이익전망치 하향 종목

(단위: 억원, %, X)

종목코드	종목명	업종명	시가총액 (C)	2016년 순이익 컨센서스		Chg. (A-B)/C	1개월 주가상승률	2016년		
				현재(A)	한달전(B)			P/E	P/B	ROE
A004000	롯데정밀화학	화학	8,914	-74	635	-7.9	-10.8	-121.3	0.8	-0.6
A006400	삼성SDI	IT하드웨어	73,578	4,187	8,067	-5.3	5.4	18.0	0.7	3.7
A112040	위메이드	소프트웨어	4,528	-27	210	-5.2	-1.5	-169.8	1.3	-0.8
A069080	웹젠	소프트웨어	7,839	659	950	-3.7	-7.1	11.9	2.7	28.3
A005850	에스엘	자동차	5,114	758	934	-3.4	-1.6	6.8	0.6	9.1
A011070	LG이노텍	IT하드웨어	17,419	585	1,139	-3.2	-9.3	29.8	1.0	3.3
A011210	현대위아	자동차	25,699	3,390	4,052	-2.6	-6.4	7.6	0.7	10.3
A027390	한화갤러리아타임월드	소매(유통)	3,654	173	240	-1.8	-1.3	21.2	1.3	6.1
A003450	현대증권	증권	15,924	1,961	2,217	-1.6	-0.4	8.1	0.4	5.9
A003300	한일시멘트	건설	8,149	876	1,001	-1.5	7.5	9.3	0.5	6.0

자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

한국 업종별 2016년 순이익전망치 추이

- 한국 기업의 2016년 순이익전망치는 전주대비 0.4% 상향 조정된 102.2조원 기록(컨센서스가 존재하는 242사 기준)
- 지난주 2016년 순이익전망치가 상향 조정된 업종은 조선, 기계, 유틸리티
- 지난주 2016년 순이익전망치가 하향 조정된 업종은 건강관리, 운송, 소매(유통)

그림 10. 조선 업종의 순이익전망치 변화(1W)

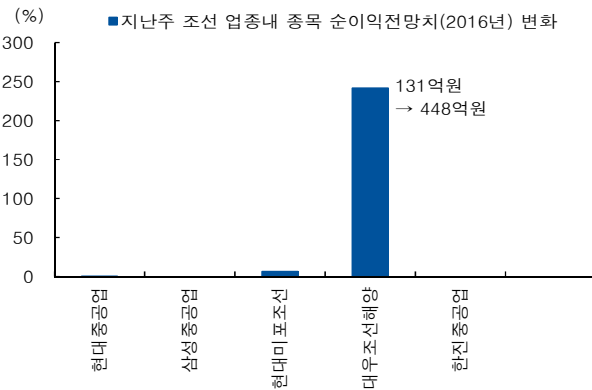


그림 11. 건강관리 업종 순이익전망치 변화(1W)

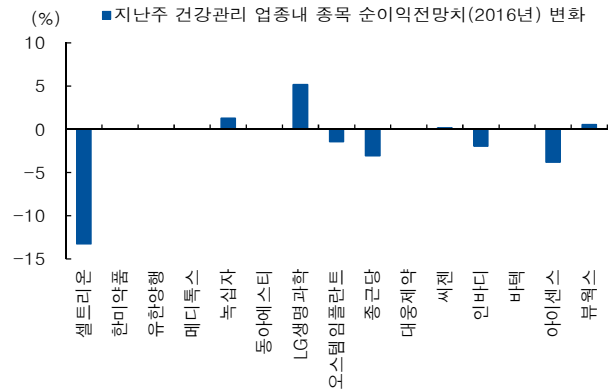
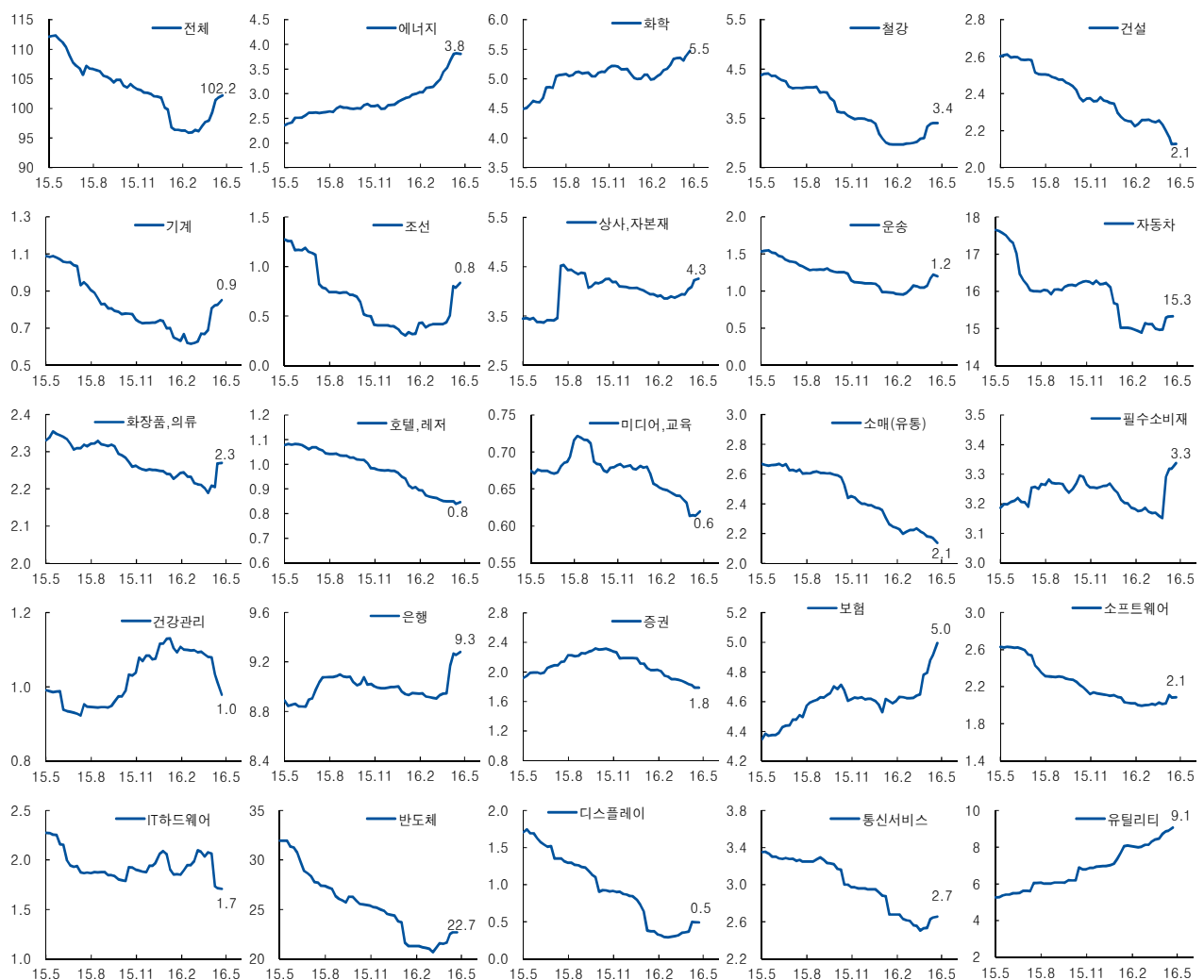


그림 12. 업종별 2016년 순이익전망치 추이 (컨센서스 기준) (조원)



주: 2016년 순이익 컨센서스가 과거 1년동안 연속적으로 존재하는 기업 기준
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

한국 업종별 분기 순이익전망치 추이

- 한국 기업의 2016년 2/4분기 순이익전망치는 전주대비 1.3% 상향 조정된 23.7조원 기록
- 지난주 2/4분기 순이익전망치가 상향 조정된 업종은 유틸리티, IT하드웨어, 호텔/레저
- 지난주 2/4분기 순이익전망치가 하향 조정된 업종은 운송, 필수소비재, 통신서비스

그림 13. 유틸리티 업종 16.2Q 순이익전망치 변화(1W)

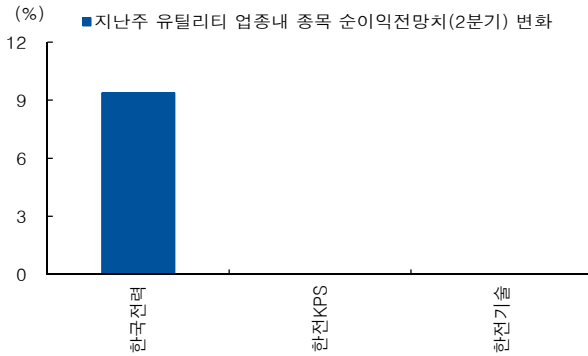


그림 14. 운송 업종 16.2Q 순이익전망치 변화(1W)

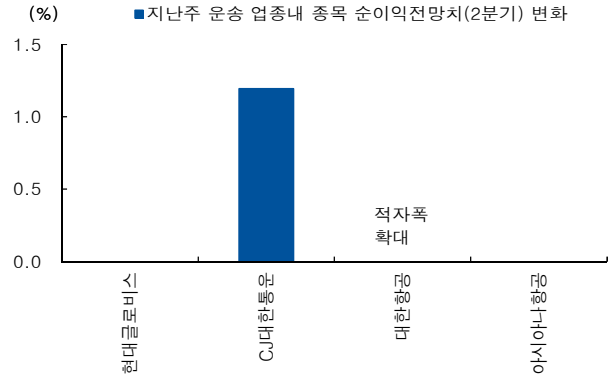
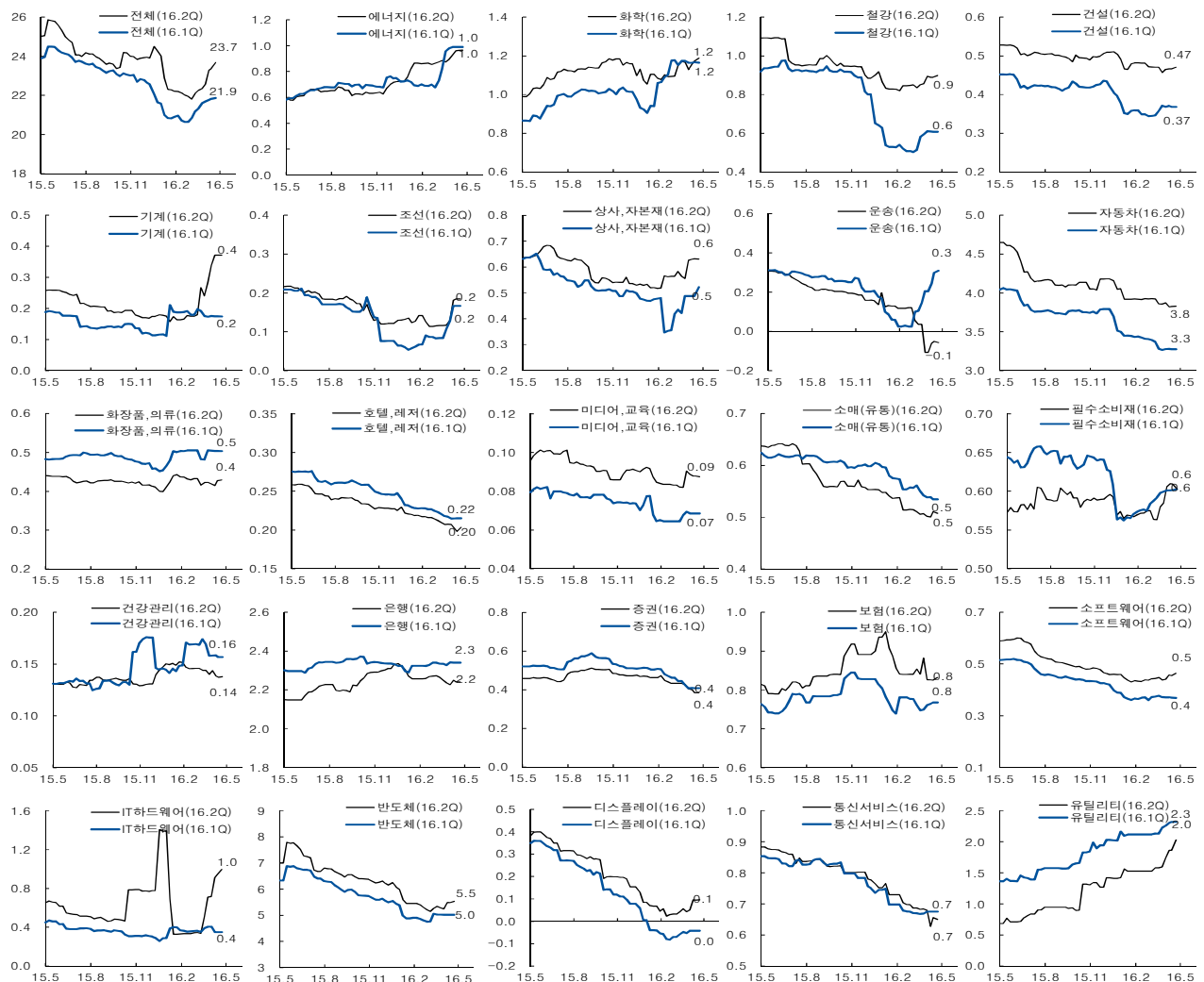


그림 15. 업종별 2016년 1/4분기, 2016년 2/4분기 순이익전망치 추이 (컨센서스 기준) (조원)



주: 분기별 순이익 컨센서스가 과거 1년동안 연속적으로 존재하는 기업 기준
 자료: WISEIn, 미래에셋대우 리서치센터

Weekly Money Flow

주간 자금동향



SUMMARY

[투자전략]

김형래

02-768-4142

hyungrea.kim@dwsec.com

- 5월 11일: GEM -3.0억 달러, Int'l +15.6억 달러
- 한국증시에서 외국인들은 순매도 전환
- 국내 주식형 펀드에서 약 3,307억원 자금 순유출

글로벌 펀드 동향 - 지역별 자금 유출입

표 1. GEM(이머징) 펀드에서 자금 순유출 전환

(백만달러)

구분	04/20	04/27	05/04	05/11	4주 합계	12주 합계
GEM	1,094	603	693	-303	2,087	7,971
Asia ex-JP	-1,050	-536	-1,101	-1,476	-4,164	-8,254
International	1,470	-391	606	1,564	3,250	17,503
Pacific	7	-7	168	-575	-407	-251
한국관련 펀드계	1,520	-330	366	-790	765	16,969
LatAm	345	-60	-93	-207	-16	1,066
EMEA	-143	74	-20	-263	-352	97
총 계	1,721	-317	254	-1,261	397	18,131

자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. GEM(이머징 지역) 펀드 주간 자금 유출입

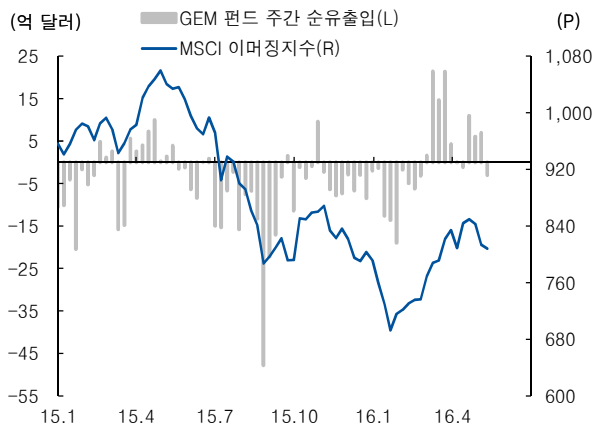


그림 2. International(선진 지역) 펀드 주간 자금 유출입

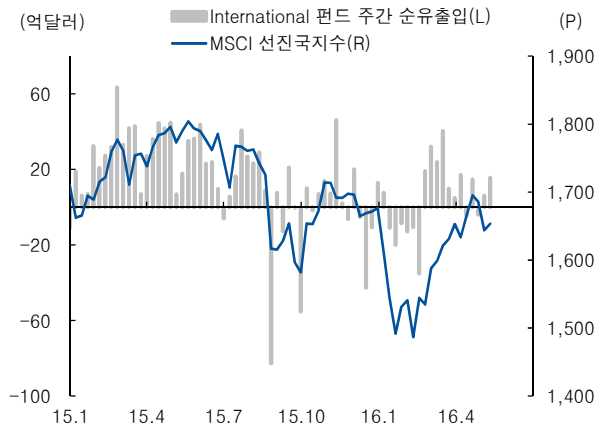


그림 3. 일본 제외 아시아 지역 펀드 주간 자금 유출입

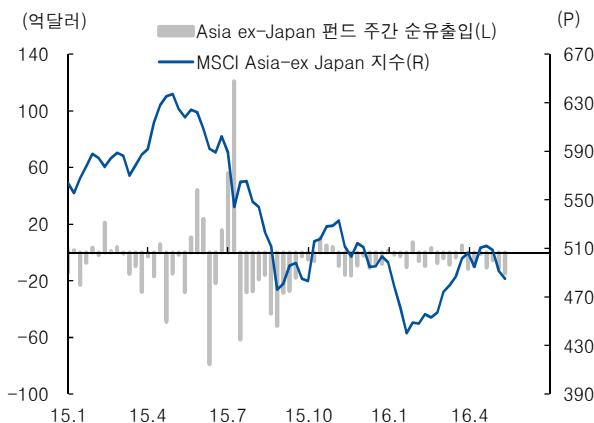
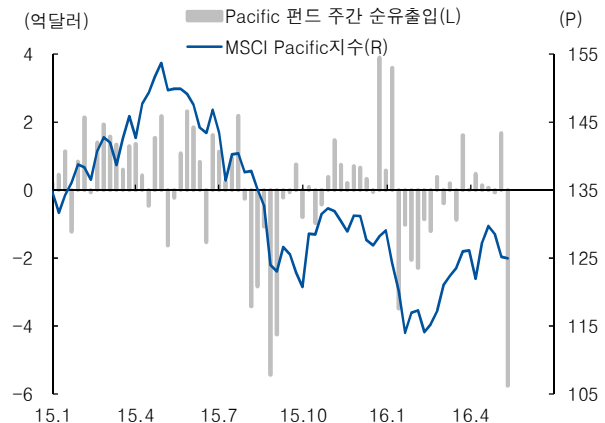


그림 4. Pacific 지역 펀드 주간 자금 유출입



자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터

자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 한국관련 펀드 세부사항

(백만달러, %)

Geographic Focus	자산 (주 초반)	자산 (주 후반)	주간 자산 변동	환율 변동에 따른 변동	포트폴리오 변동	포트폴리오 변동률	자금 변동	자금 변동률
All Fund Totals	2,945,073	2,944,714	11,073	-11,432	12,322	0.42%	-1,249	-0.04%
All Fund Totals ex ETF	2,364,375	2,365,719	11,987	-10,643	12,314	0.52%	-328	-0.01%
Global Emerging Markets	385,451	383,899	-793	-760	-483	-0.13%	-310	-0.08%
Global Emerging Markets ex-ETF	286,363	286,073	445	-736	61	0.02%	384	0.13%
GEM Fund Totals	389,627	388,074	-770	-783	-467	-0.12%	-303	-0.08%
GEM Fund Totals ex ETF	289,836	289,548	471	-759	80	0.03%	391	0.13%
Asia ex-Japan Regional	134,604	133,423	-618	-563	-465	-0.35%	-153	-0.11%
Asia ex-Japan Regional ex-ETF	122,371	121,256	-562	-553	-342	-0.28%	-220	-0.18%
Korea (South)	17,935	17,623	-240	-72	-33	-0.19%	-206	-1.15%
Korea (South) ex-ETF	1,486	1,487	1	-1	-2	-0.12%	3	0.22%
Asia ex-Japan Fund Totals	328,221	322,521	-4,752	-948	-3,276	-1.00%	-1,476	-0.45%
Asia ex-Japan Fund Totals ex-ETF	208,634	206,290	-1,545	-799	-799	-0.38%	-746	-0.36%
Global	2,026,863	2,035,221	16,243	-7,885	14,584	0.72%	1,658	0.08%
Global ex-ETF	1,736,648	1,741,600	12,683	-7,731	12,097	0.70%	587	0.03%
Global - International Fund Totals	2,116,229	2,124,341	16,913	-8,802	15,349	0.73%	1,564	0.07%
Global - International Fund Totals ex-ETF	1,795,441	1,800,232	13,156	-8,366	12,582	0.70%	574	0.03%
Pacific Regional	24,531	24,437	-10	-83	53	0.22%	-63	-0.26%
Pacific Regional ex-ETF	19,853	19,783	11	-81	42	0.21%	-31	-0.15%
Pacific Fund Totals	50,122	49,534	-125	-463	448	0.89%	-574	-1.14%
Pacific Fund Totals ex-ETF	37,532	36,954	-204	-374	322	0.86%	-527	-1.40%

자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 한국관련 ETF 세부사항

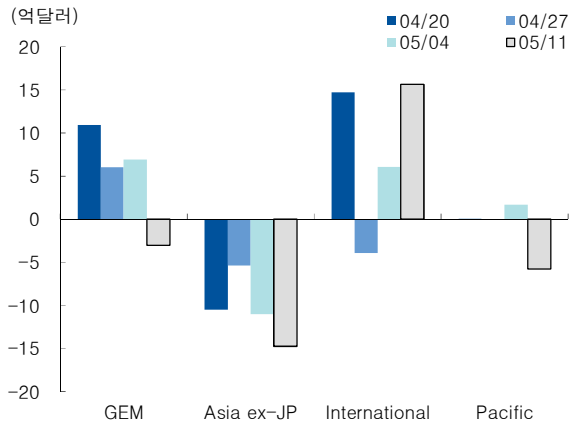
(백만달러, %)

Geographic Focus	자산 (주 초반)	자산 (주 후반)	주간 자산 변동	환율 변동에 따른 변동	포트폴리오 변동	포트폴리오 변동률	자금 변동	자금 변동률
ETF TOTALS	580,698	578,996	-914	-789	8	0.00%	-922	-0.16%
Global Emerging Markets ETFs	99,088	97,826	-1,238	-24	-544	-0.55%	-694	-0.70%
GEM ETF Fund Totals	99,791	98,526	-1,241	-25	-547	-0.55%	-694	-0.70%
Asia ex-Japan Regional ETFs	12,233	12,167	-57	-10	-123	-1.01%	67	0.55%
Korea (South) ETFs	16,448	16,136	-241	-71	-31	-0.19%	-210	-1.27%
Asia ex-Japan ETF Fund Totals	119,587	116,231	-3,207	-149	-2,476	-2.07%	-731	-0.61%
Global ETFs	290,215	293,621	3,559	-154	2,488	0.86%	1,071	0.37%
Global - International ETF Fund Totals	320,788	324,109	3,757	-436	2,767	0.86%	990	0.31%
Pacific Regional ETFs	4,677	4,654	-21	-2	11	0.25%	-33	-0.70%
Pacific ETF Fund Totals	12,590	12,580	79	-88	126	1.00%	-47	-0.37%

자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터

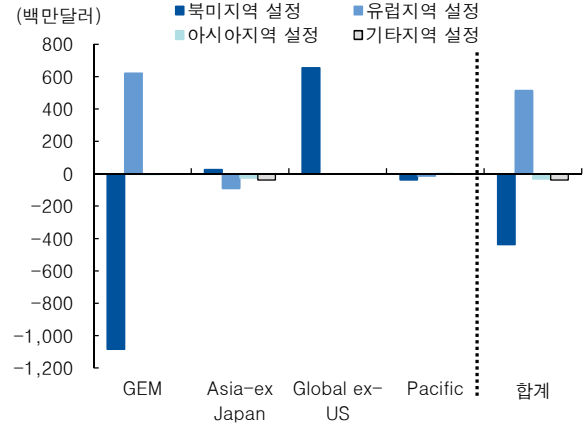
글로벌 펀드 동향 – 펀드 설정국별 자금 유출입

그림 5. 4주간 글로벌 펀드 동향



자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 북미지역에서 설정된 펀드 자금 순유출



주: 주간 자금 유출입 상위 50개 펀드 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 자금 유출입 상위 5개 펀드(GEM)

(백만달러, %)

펀드명	자산 (주 초반)	자산 (주 후반)	자산 변동	자금 변동	운용사명	펀드 통화	설정국
UBS (Iri) Investor Selection PLC - UBS Global Emerging Markets Opportunity Fund	1,149	1,263	115	106	UBS Global Asset Management	USD	Ireland
UBS - ETF MSCI Emerging Markets UCITS ETF	482	566	84	92	UBS Global Asset Management	USD	Lux
SSgA Lux SICAV SSgA Enhanced Emerging Markets Equity Fund	1,414	1,452	40	60	State Street Global Advisors	USD	Lux
Goldman Sachs Growth & Emerging Markets Broad Equity Portfolio	485	545	61	57	Goldman Sachs Asset Management	USD	Lux
Amundi Funds Equity Emerging World	236	283	48	50	Amundi Asset Management	USD	Lux
Genesis Emerging Markets Investment Co.	7,500	7,383	-117	-51	Genesis Investment Management	USD	Lux
Virtus Emerging Markets Opportunities Fund	7,594	7,642	48	-61	Vontobel Asset Management	USD	USA
Vontobel Fund - Emerging Markets Equity	4,594	4,570	-16	-71	Vontobel Asset Management	USD	Lux
Columbia VP Emerging Markets Fund	746	596	-150	-150	Threadneedle Investment Management	USD	USA
iShares MSCI Emerging Markets ETF	25,405	24,297	-1,109	-939	BlackRock	USD	USA

자료: EPFR, Factset, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 자금 유출입 상위 5개 펀드(Asia ex-Japan)

(백만달러, %)

펀드명	자산 (주 초반)	자산 (주 후반)	자산 변동	자금 변동	운용사명	펀드 통화	설정국
db x-trackers MSCI EM Asia Index UCITS ETF	690	725	35	49	State Street Global Advisors	USD	Lux
KBC Equity Fund New Asia	274	306	34	37	KBC Asset Management	EUR	Belgium
Matthews Pacific Tiger Fund	6,596	6,630	34	34	Matthews International Capital Management	USD	USA
T Rowe Price SICAV Asian ex-Japan Equity Fund	581	603	22	27	T Rowe Price Associates	USD	Lux
Eastspring Investments - Asia Pacific Equity Fund	1,223	1,228	5	27	Eastspring Investments Limited	USD	Lux
SSgA Lux SICAV State Street Emerging Asia Equity Fund	100	69	-31	-30	State Street Global Advisors	EUR	Lux
Investec GSF Asian Equity Fund	2,401	2,336	-65	-34	Investec Asset Management	USD	Lux
Value Partners High-Dividend Stocks Fund	3,561	3,461	-100	-39	Value Partners	USD	Cayman
Aberdeen Global - Asia Pacific Equity Fund	3,848	3,764	-81	-58	Aberdeen Asset Management	USD	Lux
GAM Star Asian Equity Fund	150	21	-128	-127	Global Asset Management	EUR	Ireland

자료: EPFR, Factset, 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 자금 유출입 상하위 5개 펀드(Global ex-US)

(백만달러, %)

펀드명	자산 (주 초반)	자산 (주 후반)	자산 변동	자금 변동	운용사명	펀드 통화	설정국
Oppenheimer International Growth Fund	22,617	22,890	272	311	OppenheimerFunds	USD	USA
iShares MSCI EAFE Minimum Volatility ETF	6,709	6,920	211	162	BlackRock	USD	USA
Columbia VP Select International Equity Fund	886	1,039	154	147	Threadneedle Investment Management	USD	USA
iShares Core MSCI EAFE ETF	11,141	11,292	151	86	BlackRock	USD	USA
iShares MSCI EAFE Small-Cap ETF	5,440	5,546	106	71	BlackRock	USD	USA
Scout International Fund	1,832	1,817	-15	-35	Scout Investment Advisors	USD	USA
John Hancock Funds III International Core	1,697	1,637	-60	-68	Grantham Mayo van Otterloo (GMO)	USD	USA
Deutsche x-trackers MSCI EAFE Hedged Equity ETF	11,625	11,700	75	-88	TD Asset Management	USD	USA
JPMorgan International Value Fund	2,156	2,011	-146	-144	JPMorgan Asset Management	USD	USA
iShares MSCI EAFE Growth ETF	2,322	2,184	-138	-160	BlackRock	USD	USA

자료: EPFR, Factset, 미래에셋대우 리서치센터

표 7. 자금 유출입 상하위 5개 펀드(Pacific Regional)

(백만달러, %)

펀드명	자산 (주 초반)	자산 (주 후반)	자산 변동	자금 변동	운용사명	펀드 통화	설정국
Fidelity Funds - Pacific Fund	1,999	2,024	32	16	Fidelity Management & Research	USD	Lux
iShares Core MSCI Pacific ETF	638	656	18	14	BlackRock	USD	USA
Mirae Asset GDF SICAV - Next Asia Pacific Equity Fund	241	245	9	5	Mirae Asset Global Investments	USD	Lux
Candriam Sustainable Pacific	340	345	11	4	CANDRIAM	JPY	Belgium
Amadeus Asian Real Estate Securities Fund	38	40	3	3	European Investors	EUR	Ireland
ABN AMRO MMF Fund of Mandates Asia-Pacific Equities	487	481	-3	-3	Matthews / Principal / Bernstein / Capital International	USD	Lux
Plato Institutional Index Fund Pacific Equity	159	153	-5	-6	KBC Asset Management	JPY	Belgium
IST Pacific Index	61	53	-6	-7	Pictet Asset Management	CHF	Switzerland
Robeco Asia-Pacific Equities Fund (EUR)	646	622	-19	-8	Robeco Asset Management	EUR	Lux
Vanguard FTSE Pacific ETF	2,802	2,786	-16	-44	Vanguard Group	USD	USA

자료: EPFR, Factset, 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 자금 유출입 상하위 5개 펀드(Korea)

(백만달러, %)

펀드명	자산 (주 초반)	자산 (주 후반)	자산 변동	자금 변동	운용사명	펀드 통화	설정국
Samsung KODEX Leverage ETF	1,218	1,321	111	107	Samsung Asset Management	KRW	Korea (South)
KINDEX200 ETF	672	698	31	28	Korea Investment Management Co., Ltd	KRW	Korea (South)
Matthews Korea Fund	198	208	10	10	Matthews International Capital Management	USD	USA
Kyobo AXA Power LVHD ETF	24	33	10	9	Kyobo AXA Investment Managers	KRW	Korea (South)
Kyobo AXA Power K100 Equity ETF	52	59	8	8	Kyobo AXA Investment Managers	KRW	Korea (South)
iShares MSCI Korea UCITS ETF (Dist)	435	426	-8	-3	BlackRock	USD	Ireland
Mirae Asset GDF SICAV - Korea Equity Fund	38	32	-5	-5	Mirae Asset Global Investments	USD	Lux
Mirae Asset MAPS TIGER Consumer Staples ETF	352	343	-7	-12	Mirae Asset Global Investments	KRW	Korea (South)
iShares MSCI South Korea Capped ETF	3,550	3,363	-187	-146	BlackRock	USD	USA
Samsung KODEX 200 ETF	4,116	3,885	-207	-212	Samsung Asset Management	KRW	Korea (South)

자료: EPFR, Factset, 미래에셋대우 리서치센터

이머징 국가 외국인 매매 동향

표 9. 한국증시에서 외국인들은 순매도 전환

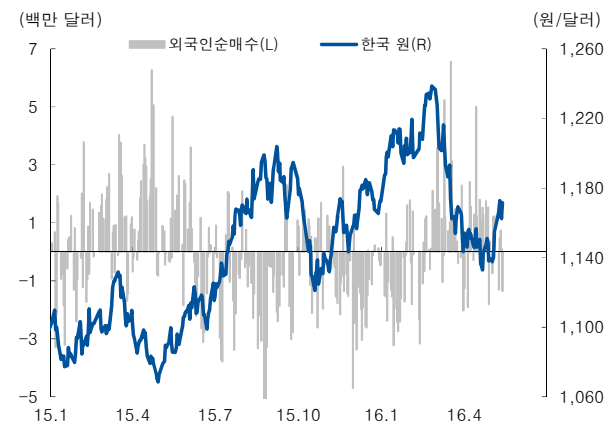
(백만달러)

날짜	한국	대만	인니	태국	필리핀	인도	남아공	베트남
4.18~4.22	625.8	397.6	106.8	89.8	-20.4	296.7	-3,993.5	18.7
4.25~4.29	258.8	-156.2	-147.5	-77.8	47.2	223.2	-2,669.3	-25.8
5.2~5.6	168.8	-1,558.5	-114.5	-26.4	-16.6	-114.2	-7,554.3	13.0
5.9~5.13	-132.1	-1,098.2	-32.2	-28.2	39.0	61.1	1,092.6	-10.4
4주 합계	921.3	-2,415.2	-187.5	-42.6	49.3	466.8	-13,124.5	-4.5

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

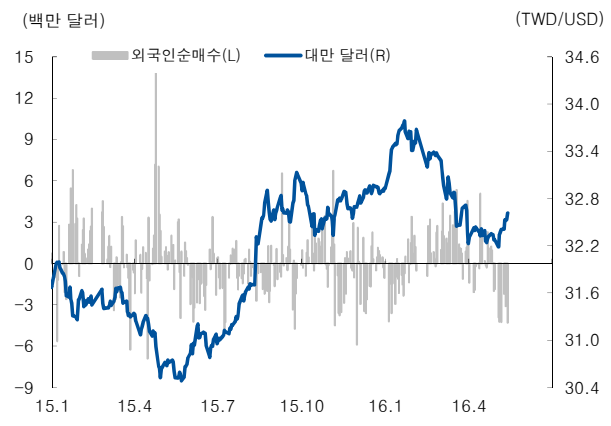
주요 이머징 아시아 국가 외국인 순매수 및 환율 추이

그림 7. 한국 외국인 일간 순매수 및 환율



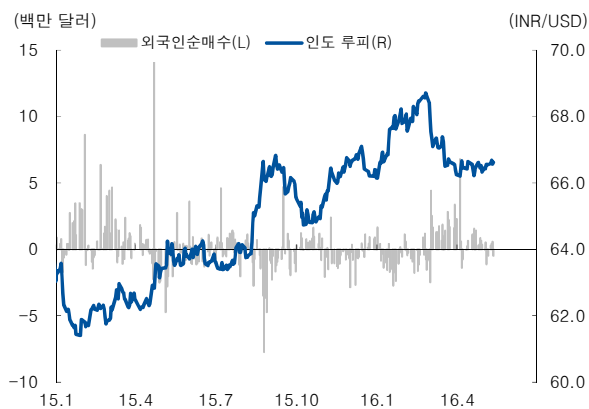
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 대만 외국인 일간 순매수 및 환율



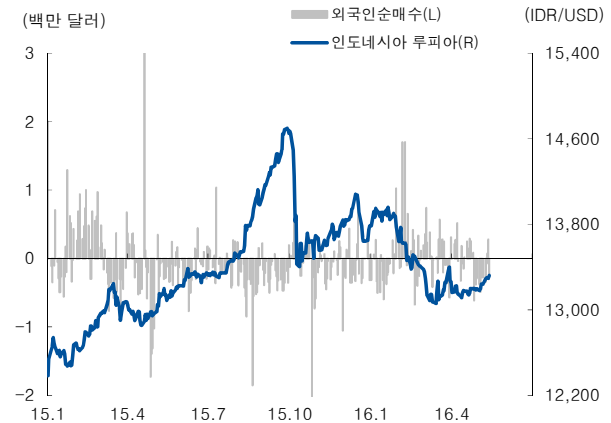
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 인도 외국인 일간 순매수 및 환율



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 인도네시아 외국인 일간 순매수 및 환율

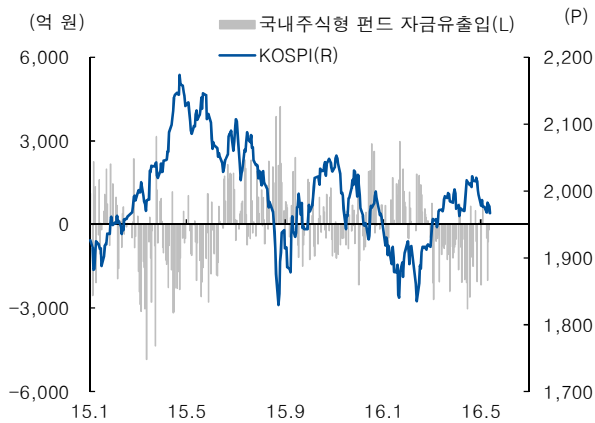


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

국내 수급 동향

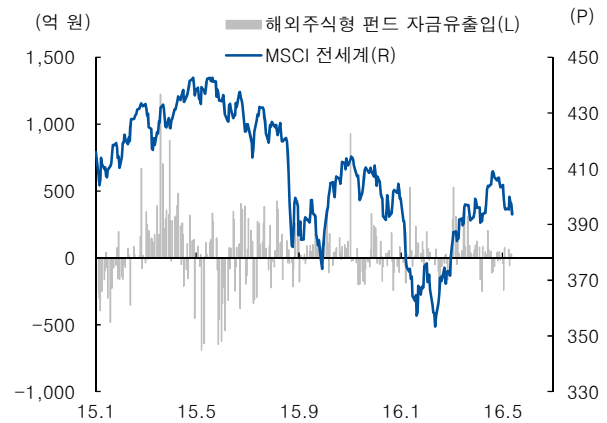
지난주(5.9~12) 국내 주식형 펀드에서 약 3,307억원 자금 순유출

그림 11. 국내 주식형 펀드 자금 유출입 및 KOSPI



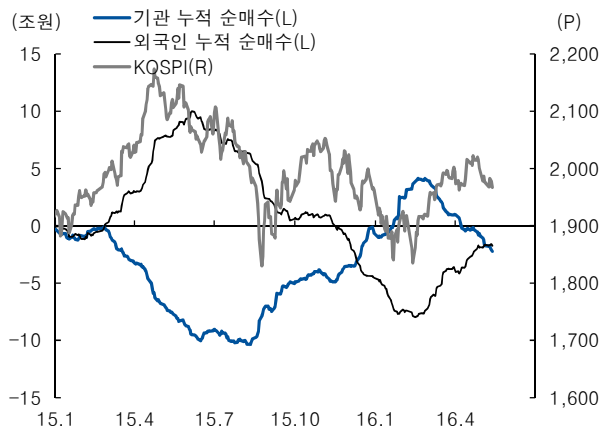
자료: 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 해외 주식형 펀드 자금 유출입 및 MSCI 전세계 지수



자료: 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. KOSPI와 기관, 외국인 누적 순매수



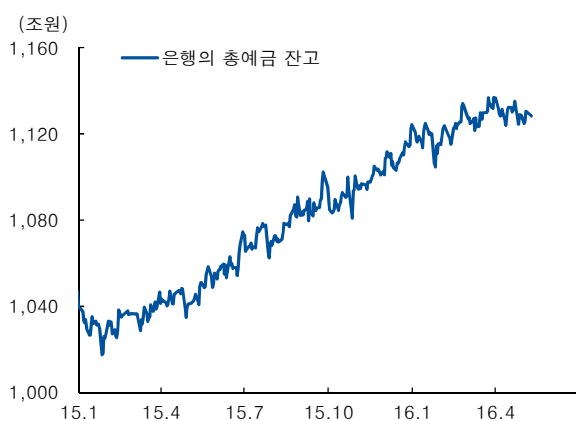
자료: KRX, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 증권 고객예탁금 및 개인 누적 순매수



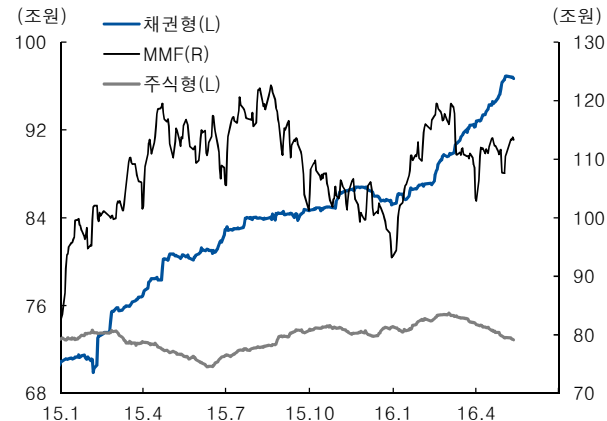
자료: 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 은행의 총 예금 잔고



자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. MMF 및 채권형/주식형 펀드 수신고

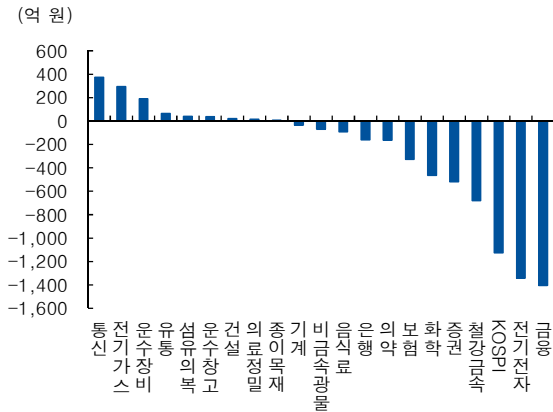


자료: 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

외국인 및 기관 순매수 업종 및 종목

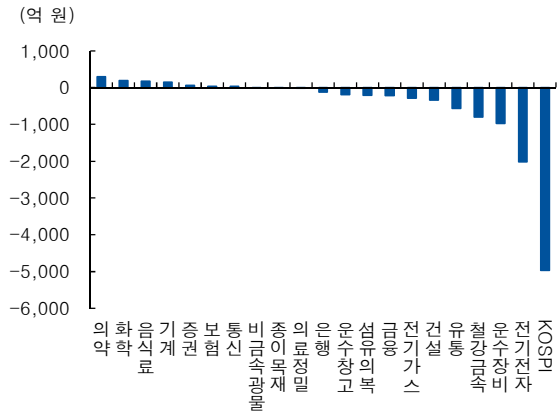
외국인들은 통신, 전기가스, 운수장비 업종을 중심으로 순매수한 반면 금융, 전기전자, 철강금속 업종은 순매도 기관은 의약, 화학, 음식료 업종을 중심으로 순매수한 반면 전기전자, 운수장비, 철강금속 업종을 순매도

그림 17. 외국인 순매수 업종



자료: KRX, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 기관 순매수 업종



자료: KRX, 미래에셋대우 리서치센터

표 10. 외국인 순매수 및 순매도 종목

(백만원, %)

순매수			순매도		
종목명	금액	등락률	종목명	금액	등락률
POSCO	94,444	-7.52	NAVER	95,064	-0.44
엔씨소프트	49,385	1.92	BGF리테일	43,627	14.47
삼성전자	44,219	-2.87	아모레퍼시픽	40,653	0.00
롯데쇼핑	39,837	-10.40	SK	32,392	3.94
현대차	39,628	-2.88	LG유플러스	32,324	2.26
LG전자	39,038	-9.75	SK이노베이션	32,207	0.66
롯데케미칼	38,416	-0.86	CJ CGV	29,433	6.25
효성	34,035	-0.43	CJ제일제당	28,263	5.41
셀트리온	26,977	1.11	코스맥스	24,597	14.23
기업은행	25,936	-2.6	한국전력	23,116	-0.16

자료: KRX, 미래에셋대우 리서치센터

표 11. 기관 순매수 및 순매도 종목

(백만원, %)

순매수			순매도		
종목명	금액	등락률	종목명	금액	등락률
삼성전자	99,977	-2.87	엔씨소프트	47,840	1.92
SK하이닉스	64,352	-2.06	CJ E&M	42,191	6.06
NAVER	45,973	-0.44	롯데케미칼	34,305	-0.86
아모레퍼시픽	43,240	0.00	CJ	30,543	5.69
LG화학	36,871	-2.43	카카오	26,536	3.80
삼성물산	33,107	-1.56	KT	25,565	-0.95
현대제철	33,107	-8.04	한미사이언스	19,952	6.69
삼부토건	32,529	1,651.38	LIG넥스원	19,564	3.33
한국항공우주	30,813	-3.57	농심	19,534	5.21
SK	30,347	3.94	신세계	18,980	4.11

자료: KRX, 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.

음식료

Company Report
2016.5.15

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	1,400,000
현재주가(16/05/13, 원)	979,000
상승여력	43%

영업이익(16F, 십억원)	357
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	351
EPS 성장률(16F, %)	29.2
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.7
P/E(16F, x)	27.9
MKT P/E(16F, x)	10.6
KOSPI	1,966.99
시가총액(십억원)	5,851
발행주식수(백만주)	6
유동주식비율(%)	59.4
외국인 보유비중(%)	37.4
베타(12M) 일간수익률	0.70
52주 최저가(원)	857,000
52주 최고가(원)	1,374,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.6	-5.6	-25.0
상대주가	7.4	-5.3	-19.4



[음식료/담배]

백운목

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

오리온 (001800)

해외 시장 성장으로 주가 저점 계속 높아진다

16년 1Q, 중국 실적에 대한 해석

오리온의 16년 1Q 연결 실적은 매출액 5.5% 증가, 영업이익 11.3% 증가했다. 시장 예상을 상회한 실적으로 본다. 영업이익의 호조는 중국, 베트남, 러시아, 쇼박스의 영업이익의 증가 때문이다.

중국이 핵심인데, 중국은 매출액 7.0%(위안화 2.9%) 증가, 영업이익 19.7% 증가(OPM 18.0%로 1.9%p 상승)했다. 매출액 증가 둔화는 15년 1Q 기고 효과가 있는데다 과자 시장 부진으로 춘절 수요가 기대보다 낮았기 때문이다. 품목별로는 스낵은 29.2% 증가했지만 파이는 정제, 비스킷과 껌은 감소했다. 영업이익의 증가는 원가 하락과 환율 효과 때문이다.

중국 매출액 증가율이 낮았지만 주요 제품의 점유율(파이 43.7%, 스낵 29.5%, 비스킷 6.9%)은 상승했다. 오리온이 중국 과자 시장보다 성장률이 높다는 의미이다. 따라서 1Q 매출액 증가율만으로 중국 성장/둔화를 단정하기에는 아직 이르다.

베트남은 감자칩 판매 증가, 수출 증가, 신제품 호조, 환율 효과, 원가 하락으로 매출액 18.0% 증가, 영업이익 34.1% 증가했다. 러시아는 초코파이와 비스킷 판매 호조로 매출액 10.4% 증가, 영업이익 98.3% 증가하는 양호한 실적을 냈다.

국내에는 과자 시장 부진, 공장 화재 등으로 매출액 12.4% 감소, 영업이익 21.0% 감소했다.

해외는 꾸준한 성장, 국내는 정상 매출로 회귀 예상

중국 매출액은 2Q에 두자리수 증가할 전망이다. 춘절 재고 해소가 4월에 어느 정도 마감되고 5월부터 정상 매출로 돌아오기 때문이다.

오리온의 16~17년 중국 매출은 과자 시장의 회복, 유통망 확대(전통 유통 채널 확대), 판매 지역 확대, 신제품 출시 효과 등으로 각각 8.6%, 9.7% 증가할 전망이다. 시장의 기대치(두자리수 성장)를 따라가지 못하지만 중국 과자 시장 상황을 고려하면 양호한 성장이다.

국내에는 1Q에 공장 화재로 매출 차질이 있었으나 공장 정상화가 5~6월에 가능할 전망이다. 또 바나나초코파이 판매 호조, 신제품 출시 등으로 16년 하반기에는 매출이 증가세로 돌아설 전망이다. 1Q에 화재 손실 170억원이 발생했으나 하반기에 보험 처리될 전망이다.

투자의견 매수, 목표가 140만원 유지

오리온은 중국 매출이 둔화되지만 중국 자체 과자 시장 성장보다 높게 성장 중이며, 베트남과 러시아도 빠르게 성장하고 있다. 인도네시아(최근 합작사 설립)도 제4시장으로 장기 성장에 중요하다. 해외 성장이 꾸준하여 주가의 저점은 계속 높아질 것으로 본다. 투자의견 매수, 목표주가 140만원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	2,485	2,200	2,382	2,553	2,744	2,942
영업이익 (십억원)	259	249	299	357	385	427
영업이익률 (%)	10.4	11.3	12.6	14.0	14.0	14.5
순이익 (십억원)	146	163	162	210	241	268
EPS (원)	24,407	27,363	27,164	35,099	40,255	44,925
ROE (%)	13.8	13.8	12.4	14.3	14.5	14.2
P/E (배)	38.9	37.1	42.9	27.9	24.3	21.8
P/B (배)	5.0	4.7	4.9	3.7	3.3	2.9

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

오리온

해외 시장 성장으로 주가 저점 계속 높아진다

표 1. 오리온의 16년 1Q 실적 발표

(십억원, %)

	1Q15	4Q15	1Q16			증감률	
			발표치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	626.4	604.0	660.6	667.7	664.9	5.5	9.4
영업이익	106.9	66.4	118.9	109.0	107.7	11.3	79.2
세전이익	108.9	38.3	99.2	102.8	101.2	-8.9	159.0
순이익	77.1	30.9	69.0	71.8	73.4	-10.5	123.3
영업이익률	17.1	11.0	18.0	16.3	16.2	-	-
순이익률	12.3	5.1	10.4	10.8	11.0	-	-

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 오리온의 계열사별 16년 1Q 실적

(십억원, %)

	매출액			영업이익			영업이익률	
	1Q15	1Q16	증가율	1Q15	1Q16	증가율	1Q15	1Q16
Orion	189.0	173.8	-8.0	30.2	23.9	-21.0	16.0	13.7
China	353.7	378.4	7.0	56.9	68.1	19.7	16.1	18.0
OFC	353.7	378.4	7.0	25.5	41.6	63.1	7.2	11.0
OSC	40.8	0.0	-	9.3	0.0	-	22.8	-
OAC	0.0	0.0	-	-0.3	-0.1	-	-	-
OFS	45.8	50.2	9.6	9.8	12.1	23.5	21.4	24.1
OFG	32.7	33.1	1.2	8.0	8.2	2.5	24.5	24.8
OFSY	20.2	22.1	-	5.1	5.8	13.7	25.2	26.2
OBC	0.0	2.0	-	-0.1	0.0	-	-	-
China I-Pak	0.0	6.3	-	0.0	0.5	-	-	-
Pan Orion(China)	0.0	0.0	-	-0.3	0.0	-	-	-
Vietnam	49.9	58.9	18.0	8.5	11.3	34.1	17.0	19.3
Russia	12.4	13.7	10.4	0.7	1.3	98.3	5.4	9.7
OIE	12.4	13.7	10.4	1.8	1.3	-27.8	14.5	9.5
OFR	3.8	0.0	-	-0.8	0.0	-	-21.1	-
OFN	3.5	0.0	-	-0.4	0.0	-	-11.4	-
Sports ToTo	72.0	0.3	-	10.5	-0.6	-	14.6	-
쇼박스	23.7	43.6	84.2	2.1	6.8	226.1	8.9	15.6
연결	626.4	660.6	5.5	106.9	118.9	11.3	17.1	18.0

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 오리온의 과자류 지역별 16년 1Q 실적

(십억원, %)

	매출액			영업이익			영업이익률	
	1Q15	1Q16	증가율	1Q15	1Q16	증가율	1Q15	1Q16
Korea	176.8	154.8	-12.4	30.2	23.9	-21.0	16.0	13.7
China	353.7	378.4	7.0	56.9	68.1	19.7	16.1	18.0
Vietnam	44.7	52.0	16.3	8.5	11.3	34.1	17.0	19.3
Russia	12.4	13.7	10.4	0.7	1.3	98.3	5.4	9.7
Others	14.2	18.1	27.0	0.0	0.0	-	0.0	0.0
Total	601.8	616.9	2.5	96.2	104.7	8.8	16.0	17.0

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 오리온의 16~17년 수익예상 변경

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	16F	17F	16F	17F	16F	17F	
매출액	2,560	2,756	2,553	2,744	-0.3	-0.4	중국 원가 하락 반영
영업이익	337	364	357	385	5.9	5.7	중국 판관비 통제
세전이익	286	327	303	348	6.0	6.5	
순이익	205	233	210	241	2.3	3.2	
영업이익률	13.2	13.2	14.0	14.0	-	-	
순이익률	8.0	8.5	8.2	8.8	-	-	

자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

오리온

해외 시장 성장으로 주가 저점 계속 높아진다

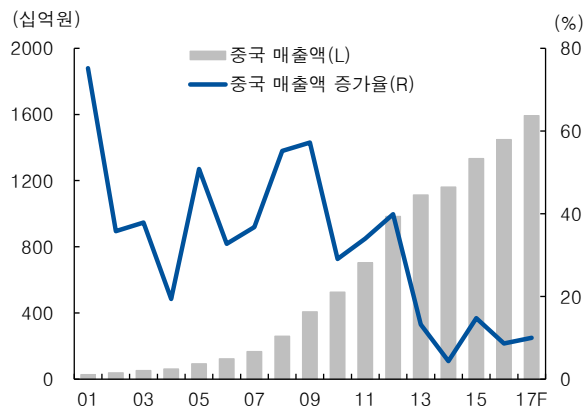
표 5. 오리온의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	15				16				15	16F	17F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	연간	연간	연간
매출액	626	513	639	604	661	556	687	649	2,382	2,553	2,744
영업이익	107	47	79	66	119	65	95	78	299	357	385
세전이익	109	45	55	38	99	53	92	60	252	303	348
순이익	77	19	35	31	69	35	61	44	162	210	241
영업이익률	17.1	9.3	12.3	11.0	18.0	11.6	13.9	12.0	12.6	14.0	14.0
순이익률	12.3	3.7	5.5	5.1	10.4	6.4	8.9	6.8	6.8	8.2	8.8
매출액증가율	-4.3	3.3	15.2	-	5.5	8.5	7.4	7.5	8.3	7.2	7.5
영업이익증가율	13.1	19.1	7.2	-	11.3	36.2	21.3	17.4	20.3	19.2	8.0
세전이익증가율	33.0	52.9	-9.7	16.2	-8.9	17.1	67.7	55.9	11.7	20.2	14.7
순이익증가율	44.1	-20.2	-29.0	-15.0	-10.5	86.8	72.1	43.9	-0.7	29.2	14.7

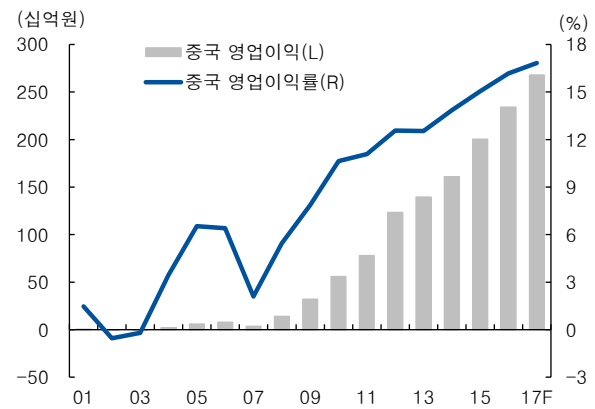
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 오리온의 중국 매출액 증가율, 꾸준한 성장



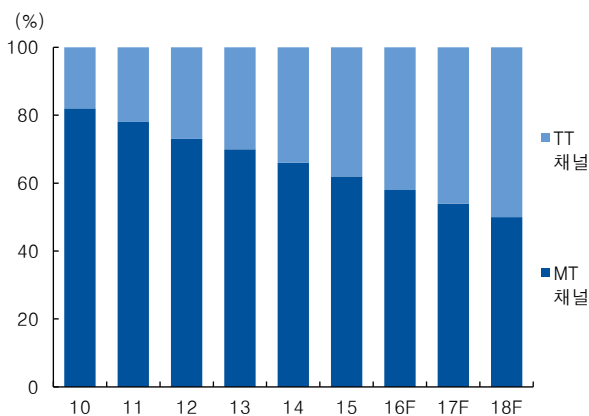
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 오리온의 중국 영업이익률, 지속 상승



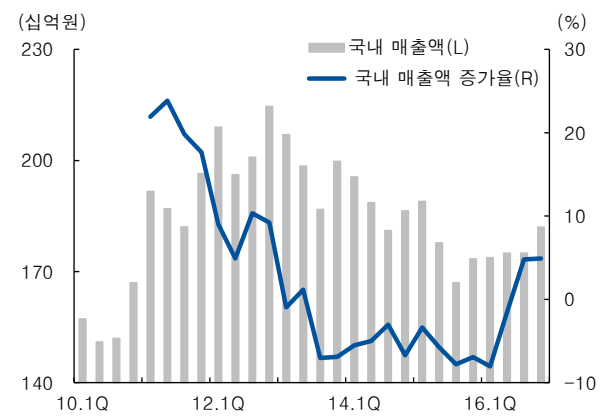
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 중국 판매 채널 변화, TT(전통) 채널 비중 확대 중



자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 국내(내수+직수출) 매출액, 16년 하반기부터 반등 전망



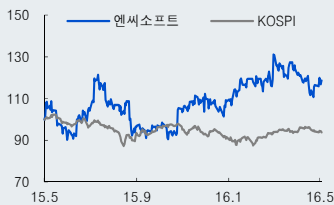
자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

게임

Results Comment
2016.5.16

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	420,000
현재주가(16/05/13, 원)	238,500
상승여력	76%

영업이익(16F, 십억원)	337
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	346
EPS 성장률(16F, %)	64.5
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.7
P/E(16F, x)	19.2
MKT P/E(16F, x)	10.6
KOSPI	1,966.99
시가총액(십억원)	5,230
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	83.8
외국인 보유비중(%)	32.5
베타(12M) 일간수익률	0.97
52주 최저가(원)	181,500
52주 최고가(원)	263,500
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-3.0 11.4 9.9
상대주가	-2.3 11.8 18.1



[인터넷/게임/엔터테인먼트]

김창권
02-768-4321
changkwon.kim@dwsec.com

박정엽
02-768-4124
jay.park@dwsec.com

엔씨소프트 (036570)

재차 확인된 독점 고령화 수혜주

PC 온라인게임 시장 독식 현상 재확인

1분기 매출액과 영업이익은 전년동기와 비교해 각각 28.0%, 68.9% 증가한 2,408억원과 758억원을 기록했다. 당사 영업이익의 전망치 749억원과 유사한 수준이었다.

금번 1분기에도 리니지, 아이온, 블레이드앤소울 등 기존 게임 매출액의 꾸준한 증가세를 재확인했다. 매출이 많이 증가한 게임은 1월에 미국과 유럽에서 서비스를 시작한 블레이드 앤소울이다. 1분기 블소 매출액은 전년동기보다 101.8% 증가한 540억원으로 2012년 6월 게임출시 이후 최대 분기 매출액을 기록했다.

2015년 1분기와 대비 게임별 매출액 증가율은 리니지 19.5%, 리니지2 55.1%, 아이온 10.2%, 길드워2 52.6% 였다. 기존 게임 매출액이 점진적으로 감소할 것이라는 일반적인 시장 기대치와는 반대되는 모습이다.

외형 성장과 함께 비용도 빠르게 증가했다. 인센티브 지급, 하반기 집중된 모바일 게임 출시 대비, 게임개발 환경 진화(AI 및 VR) 대응을 위한 인력 충원이 있었다.

3분기 리니지 RK, 4분기 리니지 엠 모바일 출시

3분기 예정된 리니지RK, 리니지2:던오브아덴(개발사 넷마블)과 4분기 출시를 준비중인 리니지M, 리니지2:혈맹(개발사 중 스네일), 아이온레기온즈 등 동사 게임 IP를 이용한 모바일 게임 출시 일정은 변화가 없다.

국내외 PC온라인 RPG 시장에서 새로운 진입자가 실질적으로 없는 상황에서, 동사는 콘텐츠 업데이트 등 새로운 흥행 요소를 찾아내고 있다. 리니지 매출액이 2008년과 비교해 약 3배까지 증가한 것에 이어, 기타 기존 게임들 매출액도 향후 수년간 증가할 가능성도 있다.

모바일게임 시장이 PC 온라인게임 시장을 빠르게 잠식하고 있지만 키보드, 마우스 등 기존 PC게임의 인터페이스에 익숙한 30~50대 게이머나 장시간 게임을 플레이하는 하드코어 유저는 여전히 PC게임을 선호한다. 작은 화면이나 인터넷 속도와 비싼 통신요금 등으로 인해 완전한 시장 대체는 불가능하다.

확인된 기존게임, 다가오는 모바일게임 모멘텀

건조한 기존 게임들의 실적 흐름이 재확인되었다. 2016년 하반기 신규 모바일게임 출시에 이어 2017년에는 대작 게임 리니지이터널 매출액이 추가될 예정이다. ‘매수’ 투자의견과 목표주가 42만원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	757	839	838	1,012	1,164	1,280
영업이익 (십억원)	205	278	237	337	417	480
영업이익률 (%)	27.1	33.1	28.3	33.3	35.8	37.5
순이익 (십억원)	159	230	165	272	330	376
EPS (원)	7,245	10,487	7,542	12,406	15,053	17,162
ROE (%)	14.8	18.4	10.6	14.5	15.7	15.9
P/E (배)	34.3	17.4	28.2	19.2	15.8	13.9
P/B (배)	4.4	2.7	2.6	2.6	2.3	2.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망

표 1. 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F
매출액	188	218	196	237	241	228	251	292	839	838	1,012
리니지1	66	85	78	83	79	85	77	82	263	313	324
리니지2	11	16	16	20	17	16	17	18	59	63	68
아이온	18	20	17	19	20	19	20	20	94	74	79
블레이드 앤 소울	27	30	25	32	54	39	35	36	83	114	164
길드워2	20	22	21	37	31	26	21	25	86	101	103
와일드스타	3	2	2	3	1	1	1	1	50	9	5
MXM	0	0	0	0	0	0	14	21	0	0	35
로열티	26	21	23	29	29	27	27	22	137	99	106
기타	18	20	15	14	10	14	39	67	67	67	129
매출비중											
리니지1	35.1	39.3	40.0	35.1	32.7	37.5	30.8	28.2	31.4	37.3	32.0
리니지2	5.9	7.5	8.0	8.5	7.1	7.1	6.8	6.1	7.1	7.5	6.7
아이온	9.7	9.2	8.6	7.8	8.4	8.3	8.0	6.7	11.3	8.8	7.8
블레이드 앤 소울	14.2	13.7	12.7	13.7	22.4	17.1	13.7	12.3	9.9	13.6	16.2
길드워2	10.6	10.3	10.6	15.8	12.7	11.6	8.5	8.6	10.2	12.0	10.2
와일드스타	1.4	1.0	0.9	1.1	0.5	0.5	0.4	0.4	5.9	1.1	0.5
MXM	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.6	7.2	0.0	0.0	3.5
로열티	13.6	9.6	11.7	12.3	12.2	12.0	10.9	7.5	16.3	11.8	10.5
기타	9.5	9.4	7.6	5.7	4.0	5.9	15.3	23.0	8.0	7.9	12.7
영업비용	143	150	145	162	165	160	163	188	561	601	676
영업이익	45	67	51	75	76	68	89	104	278	237	337
영업이익률	23.9	30.8	25.9	31.6	31.5	29.9	35.2	35.6	33.2	28.3	33.2
당기순이익	36	58	31	42	66	57	69	81	227	166	274
순이익률	18.9	26.6	15.7	17.8	27.5	25.0	27.6	27.8	27.1	19.8	27.0
YoY 증감률											
매출액	5.6	1.7	-7.5	0.8	28.0	4.8	28.5	23.3	10.8	-0.1	20.8
리니지1	61.0	50.3	14.2	-14.0	19.5	-0.1	-1.1	-0.9	-8.6	18.9	3.6
리니지2	-5.0	19.9	5.2	3.0	55.1	-1.2	9.3	-10.8	4.1	5.8	8.2
아이온	-17.8	9.5	-49.1	-11.2	10.2	-5.3	20.6	6.0	-1.4	-21.9	7.3
블레이드 앤 소울	39.2	55.6	26.1	31.9	101.8	31.1	38.5	11.0	20.1	37.7	43.6
길드워2	-20.3	1.2	5.1	93.7	52.6	17.3	3.2	-32.7	-30.6	17.4	2.9
와일드스타	-	-92.6	-89.3	-51.4	-50.6	-45.4	-40.2	-58.0	-	-81.7	-49.6
로열티	-42.5	-44.2	3.1	-10.1	14.5	30.4	19.2	-25.1	107.5	-27.9	7.3
기타	23.9	13.1	-16.1	-16.4	-46.3	-33.6	160.9	393.6	15.9	-0.6	93.4
영업이익	0.8	3.3	-37.8	-14.3	68.9	1.7	75.1	38.7	35.5	-14.6	41.7
당기순이익	-2.7	9.3	-59.5	-32.2	86.1	-1.7	126.4	92.0	43.4	-26.9	64.5

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 2016~2017년 실적 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
매출액	960	1,097	1,012	1,164	5.4	6.1
영업이익	323	396	337	417	4.3	5.3
순이익	256	313	272	330	6.3	5.4
EPS (원)	11,685	14,264	12,406	15,053	6.2	5.5
영업이익률	33.6	36.1	33.3	35.8	-0.3	-0.3
순이익률	26.7	28.5	26.9	28.4	0.2	-0.2

주: K-IFRS 연결 기준

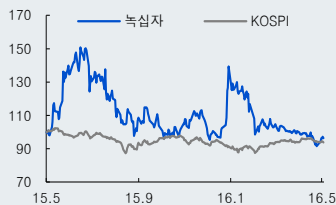
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

제약

Results Comment
2016.5.16

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	231,000
현재주가(16/05/13, 원)	172,500
상승여력	34%

영업이익(16F, 십억원)	90
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	91
EPS 성장률(16F, %)	-16.7
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.7
P/E(16F, x)	25.5
MKT P/E(16F, x)	10.6
KOSPI	1,966.99
시가총액(십억원)	2,016
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	46.0
외국인 보유비중(%)	23.1
베타(12M) 일간수익률	1.32
52주 최저가(원)	164,000
52주 최고가(원)	270,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-2.3 -7.0 -4.4
상대주가	-1.6 -6.7 2.7



[헬스케어]

김현태
02-768-3251
hyuntae.kim@dwsec.com

김승민
02-768-4157
sm.kim@dwsec.com

녹십자 (006280)

하반기 혈액제제의 미국 상업화 구체화 기대

1분기 영업이익의 예상 상당히 하회

연결 기준 녹십자의 1분기 실적은 매출액 2,458억 원(+14.7% YoY), 영업이익 109억 원(-14.4% YoY), 당기순이익 64억 원(-51.4% YoY), 지배 순이익 53억 원(-57.6% YoY)을 실현했다. 매출액, 영업이익, 순이익 등 모두 우리의 예상을 상당히 하회했다.

주요 제제들 중 처방의약품, OTC(일반 의약품) 등이 두 자리수 성장을 달성했다. 처방의약품, OTC 등은 전년 동기대비 각각 53.9%, 14.2% 증가했다. 혈액제제는 전년 동기대비 8.5% 성장한 데 반해, 백신제제는 전년 동기 대비 12.3% 감소했다.

영업이익이 우리의 예상을 하회한 것은 남미항 독감 백신 납품이 2분기로 이연된 것, 상품 매출 증가에 따른 제품믹스 악화, 연구개발비용의 증가 등 때문이다. 특히 바라크루드(B형 간염) 상품 매출 확대는 처방의약품의 외형 성장을 견인했지만, 상품매출원가율을 전년 동기대비 3.8%p 오른 83.4%로 이끌었다. 연구개발비는 전년 동기대비 9.4% 증가한 215억 원에 이르렀다.

2분기 영업이익 개선, 하지만 16년 이익 감소 전망

우리는 2분기에 매출액 3,264억 원(+21.6% YoY), 영업이익 313억 원(+3.7% YoY), 지배 순이익 263억 원(-7.0% YoY)에 이를 것으로 예상한다. 혈액제제, 처방의약품, OTC, 수출 등의 두 자리수 증가가 외형 성장을 견인할 것으로 추정한다.

특히 남미항 독감 백신 및 수두 백신 매출 확대에 수출은 전년 동기대비 33.0% 증가한 1,027억 원에 달할 것으로 전망한다. 높은 외형 성장에도 상품 매출 증가에 따른 낮아진 수익성 및 연구개발비 증가로 영업이익은 낮은 한 자리수 성장에 그칠 것으로 보인다.

한편 우리는 2016년에 동사의 매출액, 영업이익은 각각 12,134억 원(+15.8% YoY), 899억 원(-1.9% YoY)로 전망한다. 바라크루드 등 상품 매출증가에 따른 원가부담이 늘어난 점과 연구개발비 증가 등 때문에, 영업이익이 전년 대비 감소할 것으로 보인다. 우리는 16년 매출원가 8,311억 원(+17.2% YoY), 연구개발비 1,205억 원(+22.7% YoY) 등을 실적 추정에 반영하고 있다.

목표주가 231,000원으로 하향

우리는 목표주가를 종전 252,000원에서 231,000원으로 내린다. 목표주가는 영업가치와 혈액제제 가치를 합한 것이다. 투자 의견은 종전과 동일하게 매수를 유지한다.

동사에 대한 투자포인트는 혈액제제 IVIG SN의 미국 상업화 진전에 따른 미래가치 부각이다. 16년 하반기 IVIG SN의 미국 허가 여부가 구체화될 것으로 기대된다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	888	975	1,048	1,213	1,314	1,381
영업이익 (십억원)	79	97	92	90	105	111
영업이익률 (%)	8.9	9.9	8.8	7.4	8.0	8.0
순이익 (십억원)	70	84	95	79	86	80
EPS (원)	6,177	7,183	8,126	6,766	7,337	6,839
ROE (%)	9.4	9.8	10.3	8.0	8.2	7.2
P/E (배)	20.2	19.1	22.5	25.5	23.5	25.2
P/B (배)	1.7	1.8	2.2	2.0	1.8	1.7

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

독십자

하반기 혈액제제의 미국 상업화 구체화 기대

표 1. 1분기 실적

(십억원, %)

	1Q15	4Q15	1Q16		성장률	
			확정치	미래에셋대우	YoY	QoQ
매출액	214.3	270.0	245.8	281.5	14.7	-9.0
매출총이익	65.2	78.7	69.2	80.6	6.1	-12.1
영업이익	12.7	0.6	10.9	16.9	-14.4	1,800.0
세전 순이익	16.1	-1.7	8.1	15.7	-49.5	흑전
순이익	13.2	-4.9	6.4	11.6	-51.4	흑전
지배 순이익	12.4	-3.0	5.3	11.3	-57.6	흑전

자료: 독십자, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 분기 실적 예상

(십억원, % 원)

구분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	214.3	268.4	295.0	270.0	245.8	326.4	348.8	292.4	1,047.8	1,213.4	1,313.7
YoY	7.6	13.9	4.5	4.7	14.7	21.6	18.2	8.3	7.4	15.8	8.3
혈액제제	69.7	64.8	71.5	66.7	75.6	76.5	79.6	78.5	272.7	310.2	323.7
처방의약품	45.1	47.0	50.4	60.9	69.4	63.1	64.1	65.1	203.3	261.8	270.8
백신제제	28.2	27.0	77.0	34.3	24.7	26.0	81.3	39.3	166.4	171.3	173.5
OTC제제	14.5	19.3	18.2	16.5	17.1	21.5	19.7	18.0	68.5	76.2	83.6
기타상품	0.3	0.2	1.0	0.3	0.2	0.5	0.4	0.4	1.8	1.5	1.6
수출	25.3	77.2	45.9	59.4	21.3	102.7	67.1	53.9	207.8	245.0	297.6
자회사	30.7	34.9	33.7	35.7	37.4	38.4	39.4	40.4	134.9	155.5	171.7
영업이익	12.7	30.2	48.2	0.6	10.9	31.3	47.6	0.2	91.7	89.9	104.8
영업이익률	5.9	11.3	16.3	0.2	4.4	9.6	13.6	0.1	8.7	7.4	8.0
YoY	-8.5	55.3	-6.6	-95.3	-14.4	3.7	-1.3	-73.7	-5.5	-1.9	16.6
세전순이익	16.1	39.8	74.7	-1.7	8.1	35.7	51.9	11.6	128.9	107.3	116.4
YoY	-53.6	134.8	25.5	적전	-49.5	-10.3	-30.5	흑전	10.5	-16.7	8.4
지배주주지분 순이익	12.4	28.3	57.3	-3.0	6.4	26.3	38.2	8.2	95.0	79.1	85.7
YoY	-55.9	130.8	27.5	적지	-48.6	-7.0	-33.2	흑전	13.1	-16.7	8.4
조정 지배주주지분 순이익	11.7	22.0	17.1	-0.8	5.3	26.3	38.2	9.3	49.9	79.1	85.7
YoY	43.0	79.3	-58.6	적지	-54.8	19.7	123.5	흑전	-17.8	58.4	8.4
EPS									8,126.2	6,766.3	7,337.2
YoY									13.1	-16.7	8.4
조정 EPS									4,270.6	6,766.3	7,337.3
YoY									-17.8	58.4	8.4

자료: 독십자, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 수익 예상 변경

(십억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률			변경사유
	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	
매출액	1,218.9	1,284.4	1,365.1	1,213.4	1,313.7	1,380.8	-0.5	2.3	1.2	- 상품 매출 확대에 따른 매출원가 상향 조정 - 연구개발 비용 상향 조정 - 환 손익 업데이트
영업이익	117.4	131.3	141.1	89.9	104.8	110.7	-23.4	-20.2	-21.5	
세전순익	112.3	113.6	126.9	107.3	116.4	108.5	-4.5	2.5	-14.5	
순이익	81.4	82.3	92.0	79.1	85.7	79.9	-2.8	4.1	-13.2	
EPS(원)	6,962	7,042	7,870	6,766	7,337	6,839	-2.8	4.2	-13.1	
영업이익률	9.6	10.2	10.3	7.4	8.0	8.0				
순이익률	6.7	6.4	6.7	6.5	6.5	5.8				

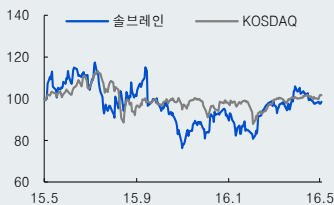
자료: 미래에셋대우 리서치센터

전자재료

Results Comment
2016.5.16

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	60,000
현재주가(16/05/13, 원)	43,050
상승여력	39%

영업이익(16F,십억원)	134		
Consensus 영업이익(16F,십억원)	113		
EPS 성장률(16F,%)	23.4		
MKT EPS 성장률(16F,%)	16.7		
P/E(16F,x)	7.1		
MKT P/E(16F,x)	10.6		
KOSDAQ	704.37		
시가총액(십억원)	713		
발행주식수(백만주)	17		
유동주식비율(%)	51.7		
외국인 보유비중(%)	25.6		
베타(12M) 일간수익률	0.47		
52주 최저가(원)	33,350		
52주 최고가(원)	51,300		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.0	24.8	-1.0
상대주가	-6.4	18.8	-2.7



[디스플레이/IT소재]

류영호

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

김철중

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

솔브레인 (036830)

꾸준함에 성장성을 더하다

비수기에도 시장 예상을 뛰어넘는 실적 기록

1Q16 Review: 솔브레인의 1분기 연결기준 매출액은 1,724억원(+22.0% YoY, -1.5% QoQ), 영업이익 315억원(+47.4% YoY, +5.1% QoQ)으로 매출액과 영업이익 모두 시장 예상 수준을 넘는 호실적을 달성했다. 1분기는 통상적인 비수기이나 반도체/디스플레이 관련 소재 사업이 안정적인 실적을 기록하면서 전사 매출이 전분기와 유사한 수준이 유지되었다. Thin-Glass 사업부도 고객사 가동률이 유지됨에 따라 안정케도에 진입한 것이 다시 한번 확인되었다.

2Q16 Preview: 2분기는 전분기 대비 소폭 증가한 매출액 1,744억원 (+20.1% YoY, +1.2% QoQ), 영업이익 321억원(+41.0% YoY, +1.8% QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. TV 신제품 출시에 따른 고객사 가동률 상승으로 디스플레이 부분 매출이 소폭 증가할 것으로 예상된다. 반도체 부분은 1분기와 유사한 수준을 기록할 것으로 예상되며 본격적인 공정전환이 시작되는 하반기부터 물량 증가가 가시화 될 것으로 예상된다. 전반적으로 2분기 도 1분기와 같이 안정적인 실적이 유지되며 하반기로 넘어갈수록 성장성이 부각될 것으로 예상된다.

기다려지는 하반기

디스플레이: 디스플레이 부분은 식각액 사업의 추가적인 성장을 기대해 본다. 지난 2015년 말 완공된 중국 공장이 금년 하반기부터 본격적으로 가동될 것으로 예상되기 때문이다. Thin-glass는 안정적인 실적이 지속될 것으로 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.

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

투자 의견 '매수', 목표주가 60,000원 유지

솔브레인에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 60,000원을 유지한다. 2016년에도 반도체/디스플레이 부분이 안정적인 실적을 기록할 것으로 예상된다. 하반기부터는 1) 반도체 공정전환에 따른 소재 수요 증가와, 2) 중국 디스플레이 공장의 본격적인 가동과 함께 신규업체 진입이 예상되기 때문에 추가적인 성장도 기대해 본다. 안정적인 실적과 성장성을 고려할 때 2016년 P/E 7.1배에 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	726	776
영업이익 (십억원)	107	88	48	101	134	145
영업이익률 (%)	16.1	13.9	8.9	16.1	18.5	18.7
순이익 (십억원)	74	62	38	81	100	108
EPS (원)	4,631	3,844	2,336	4,878	6,021	6,529
ROE (%)	26.4	17.3	9.4	17.6	18.5	17.0
P/E (배)	10.1	11.6	13.8	8.3	7.1	6.6
P/B (배)	2.3	1.8	1.2	1.3	1.2	1.0

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, %, %p)

	1Q15	4Q15	1Q16P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	141.2	174.9	172.4	162.1	165.3	22.0	-1.5
영업이익	21.4	30.0	31.5	26.0	24.8	47.4	5.1
영업이익률	15.1	17.1	18.3	18.3	15.0	3.1	1.1
세전이익	21.9	32.5	31.5	28.5	27.4	44.1	-2.9
순이익	16.1	23.4	22.9	20.7	20.7	42.3	-2.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 솔브레인, WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 솔브레인 실적 추이 및 전망

(십억원, 원, %)

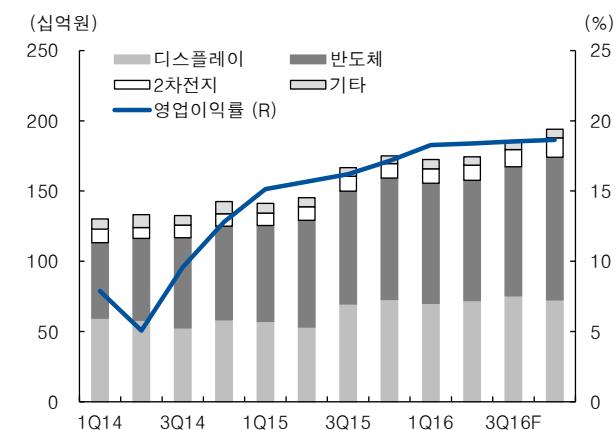
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	141.2	145.2	166.6	174.9	172.4	174.4	185.3	193.9	628.0	726.0	776.5
디스플레이	57.2	53.3	69.6	72.8	70.1	72.2	75.5	72.5	253.0	290.2	282.2
케미칼	28.6	29.7	34.0	31.7	30.4	33.2	35.4	33.8	124.0	132.8	136.7
Thin Glass	28.6	23.6	35.7	41.1	39.8	39.0	40.1	38.7	129.0	157.5	145.4
반도체	68.3	75.9	80.2	86.3	85.5	85.5	91.8	101.6	310.8	364.4	407.8
식각액	52.7	59.5	63.2	69.4	68.5	68.5	74.1	83.2	244.8	294.4	330.4
전구체	6.2	6.6	6.6	6.5	6.9	6.9	7.3	7.6	25.9	28.7	32.2
CMP 슬러리	9.4	9.8	10.4	10.4	10.0	10.0	10.4	10.8	40.1	41.3	45.2
2차 전지	8.7	9.6	10.7	10.4	10.2	10.7	12.3	13.8	39.4	47.0	62.6
기타	6.9	6.4	6.0	5.4	6.6	6.0	5.7	6.0	24.7	24.3	23.9
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	40.7	41.4	40.7	37.4	40.3	40.0	36.3
반도체	48.4	52.3	48.2	49.3	49.6	49.0	49.5	52.4	49.5	50.2	52.5
2차 전지	6.2	6.6	6.4	5.9	5.9	6.2	6.6	7.1	6.3	6.5	8.1
기타	4.9	4.4	3.6	3.1	3.8	3.5	3.1	3.1	3.9	3.4	3.1
영업이익	21.4	22.7	27.0	30.0	31.5	32.1	34.3	36.2	101.1	134.1	145.0
세전이익	21.9	27.0	28.9	32.5	31.5	33.5	35.3	37.2	110.3	137.5	148.8
당기순이익	16.1	20.9	20.3	23.4	22.9	24.3	25.7	27.0	80.7	99.9	108.1
영업이익률	15.1	15.7	16.2	17.1	18.3	18.4	18.5	18.6	16.1	18.5	18.7
순이익률	11.4	14.4	12.2	13.4	13.3	14.0	13.8	13.9	12.9	13.8	13.9
QoQ/YoY 증감률											
매출액	-1.0	2.8	14.7	5.0	-1.5	1.2	6.3	4.7	16.6	15.6	7.0
디스플레이	-2.2	-6.8	30.7	4.6	-3.7	2.9	4.6	-3.9	10.6	14.7	-2.8
반도체	2.7	11.1	5.7	7.6	-1.0	0.0	7.4	10.7	28.1	17.2	11.9
2차 전지	0.0	9.9	11.5	-3.0	-2.1	5.7	14.5	12.4	12.3	19.3	33.1
기타	-21.5	-7.7	-6.5	-9.8	22.1	-8.7	-4.9	5.0	-22.6	-1.5	-2.0
영업이익	17.1	6.4	18.6	11.2	5.0	1.8	7.1	5.3	110.8	32.6	8.2
세전이익	29.4	23.4	6.8	12.5	-2.9	6.2	5.4	5.3	107.4	24.7	8.2
당기순이익	11.9	29.8	-2.8	15.3	-2.1	6.2	5.4	5.3	111.9	23.8	8.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

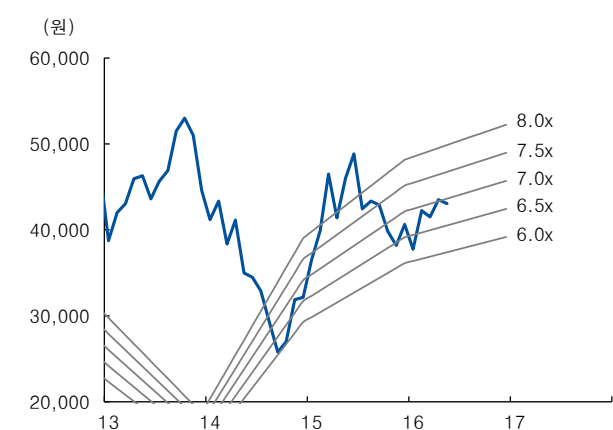
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 솔브레인 매출액 및 영업이익률 추이

그림 2. 솔브레인 12M Fwd P/E



자료: 미래에셋대우 리서치센터



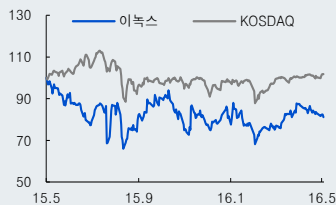
자료: 미래에셋대우 리서치센터

전자재료

Results Comment
2016.5.16

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	18,000
현재주가(16/05/13, 원)	12,900
상승여력	40%

영업이익(16F, 십억원)	18
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	27
EPS 성장률(16F, %)	48.9
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.7
P/E(16F, x)	10.5
MKT P/E(16F, x)	10.6
KOSDAQ	704.37
시가총액(십억원)	159
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	66.1
외국인 보유비중(%)	3.6
배타(12M) 일간수익률	1.44
52주 최저가(원)	10,500
52주 최고가(원)	15,650
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-6.5 9.8 -16.2
상대주가	-8.0 4.5 -17.7



[디스플레이/IT소재]

류영호

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

김철중

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

이녹스 (088390)

체질 개선의 시간

1Q16 Review: 영업이익 16.5억원

1Q16 Review: 연결 기준 매출액은 521억원(-3.1% YoY, +22.8% QoQ), 영업이익 16.5억원(-76.2% YoY, 흑자전환 QoQ)을 기록했다. 매출액과 영업이익 모두 컨센서스를 하회하였다. 이녹스 1분기 개별 매출액은 381억원(+5.9% YoY, +5.5% QoQ), 영업이익 36억원(-25.2% YoY, +118.0% QoQ)을 기록했다. 실적 부진은 신규 제품 출시에도 FPCB 산업 부진으로 매출이 약세를 보였으며, Digitizer 관련 제품도 비수기에 따라 매출이 감소하였기 때문이다. 알톤스포츠의 1분기 개별 매출액은 140억원(-21.1% YoY, +132.1% QoQ), 영업이익은 -14억원으로 적자가 지속되었다. 실적 부진은 1) 비수기 영향과 2) 아직까지 내부적인 체질개선으로 일부 추가적인 비용이 발생되고 있기 때문이다.

2Q16 Preview: 2분기 연결 매출액은 전 분기 대비 +29.0% 증가한 672억원(이녹스 개별 매출액 425억원, +11.6% QoQ), 영업이익은 +271.0% 증가한 61억원(이녹스 개별 영업이익 47억원, +29.3% QoQ)을 기록할 전망이다. 안정적인 실적이 예상되는 이유는 1) 주요 고객사 제품 판매가 양호한 수준을 유지할 것으로 예상되고, 2) OLED, 반도체 등 신규 제품 판매가 꾸준히 증가함에 따라 실적에 긍정적으로 작용될 것으로 판단되기 때문이다. 알톤스포츠의 경우에도 내수 경기 부진에 따른 우려는 있으나 작년 메르스로 야외활동이 제한되었기 때문에 기저효과를 기대할 수 있을 것으로 전망된다.

변화의 시기

실적 부진이 지속되면서 동사에 대한 우려의 시각이 있다. 하지만 큰 그림에서 긍정적으로 볼 수 있는 부분도 있다. 과거 전체 매출에서 차지하는 비중이 70%를 넘어 의존도가 높았던 FPCB 사업부의 매출 비중이 50% 이하로 감소하고 있다는 것이다. 그리고 그 부분을 2-Layer, 반도체, OLED와 같은 수익성 있는 신제품의 매출 비중이 빠르게 올라오며 채워주고 있다. 향후 알톤 스포츠의 회복과 함께 반도체 부문과 OLED와 같은 신규 제품들의 성장이 기대된다. 과거 FPCB 부문이 동사를 이끌어 왔다면, 2016년부터는 신제품들이 본격적으로 성장하며 동사의 새로운 성장동력으로 자리 잡아 가는 중요한 시기라고 판단된다.

투자의견 매수, 목표주가 18,000원 유지

이녹스에 대한 투자의견 매수와 목표주가 18,000원을 유지한다. 동사는 과거와 같이 FPCB 제품에 의존하던 비즈니스 구조에서 고부가 가치 제품과 신규제품을 중심으로 사업을 다각화하고 있다. 이러한 부분은 실적 안정성에 긍정적일 것으로 판단된다. 알톤스포츠가 아직까지 내부적인 체질개선으로 인수 효과를 보여주지 못하고 있는 것은 사실이나, 향후 실적 안정성이 확보된다면 동사의 실적과 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	142	186	145	213	243	277
영업이익 (십억원)	19	34	21	11	18	33
영업이익률 (%)	13.4	18.3	14.5	5.2	7.4	11.9
순이익 (십억원)	13	28	16	10	15	26
EPS (원)	1,144	2,387	1,269	824	1,227	2,128
ROE (%)	18.3	27.5	12.0	7.4	10.5	15.9
P/E (배)	13.8	9.2	11.6	15.8	10.5	6.1
P/B (배)	2.3	2.1	1.3	1.1	1.0	0.8

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

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

(십억원, %, %p)

	1Q15	4Q15	1Q16P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	53.8	42.4	52.1	68.2	56.1	-3.1	22.8
영업이익	7.0	-3.5	1.7	7.9	4.0	-76.3	흑전
영업이익률	12.9	-8.3	3.2	11.5	7.1	-9.8	11.5
세전이익	7.3	-4.3	2.3	8.0	3.8	-68.7	흑전
순이익	5.0	-1.2	2.2	7.4	2.9	-55.2	흑전

주: K-IFRS 연결 기준,

자료: 이녹스, WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터,

표 2. 이녹스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

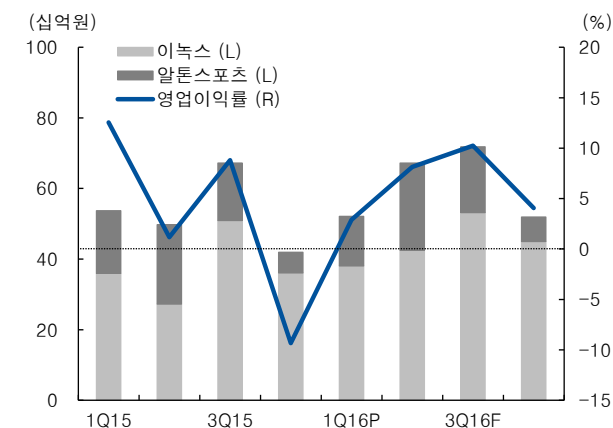
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2016F	2017F
매출액	53.8	49.8	67.3	42.4	52.1	67.2	71.8	52.0	243.0	276.4
이녹스	36.0	27.3	51.0	36.1	38.1	42.5	53.2	45.0	178.7	208.9
FPCB	25.3	17.2	21.7	16.2	18.1	18.1	20.5	17.3	74.0	74.4
반도체	7.1	6.7	7.0	7.8	7.6	7.8	7.8	9.4	32.6	47.2
신규사업	3.6	3.3	22.3	12.1	12.4	16.6	24.9	18.3	72.2	87.3
알톤스포츠	17.7	22.4	16.2	5.8	14.0	24.7	18.6	7.0	64.3	67.5
매출비중	100	100	100	100	100	100	100	100	100.0	100.0
이녹스	67	55	76	85	73	63	74	87	73.6	75.6
FPCB	47	35	32	38	35	27	29	33	30.4	26.9
반도체	13	14	10	18	15	12	11	18	13.4	17.1
신규사업	7	7	33	28	24	25	35	35	29.7	31.6
알톤스포츠	33	45	24	14	27	37	26	13	26.4	24.4
영업이익	6.7	0.7	6.3	-4.1	1.7	6.1	7.8	2.2	17.8	32.7
이녹스	4.8	1.1	7.3	1.7	3.6	4.7	6.5	5.4	20.3	29.3
알톤스포츠	1.9	0.7	-0.5	-5.2	-1.4	2.0	1.9	-2.6	-0.0	5.8
세전이익	7.1	0.3	6.2	-4.4	2.3	6.1	7.9	2.3	18.5	33.7
당기순이익	5.6	0.0	4.8	-4.2	1.7	4.4	5.8	1.7	13.5	24.7
영업이익률	12.6	1.2	8.8	-9.3	2.9	8.1	10.3	4.1	7.3	11.8
순이익률	10.4	0.0	7.1	-9.9	3.2	6.6	8.0	3.2	5.6	8.9
증감률(QoQ/YoY)										
매출액	58.0	-7.4	35.1	-36.9	22.8	29.0	6.9	-27.7	13.9	13.8
영업이익	39.6	-90.0	844.4	적전	흑전	271.0	28.0	-72.0	85.0	83.5
세전이익	103.4	-95.6	1,891.3	적전	흑전	165.6	29.5	-71.3	100.6	82.1
당기순이익	129.5	-99.9	96,000.0	적전	흑전	165.6	29.5	-71.3	118.0	82.1

주: K-IFRS 연결 기준

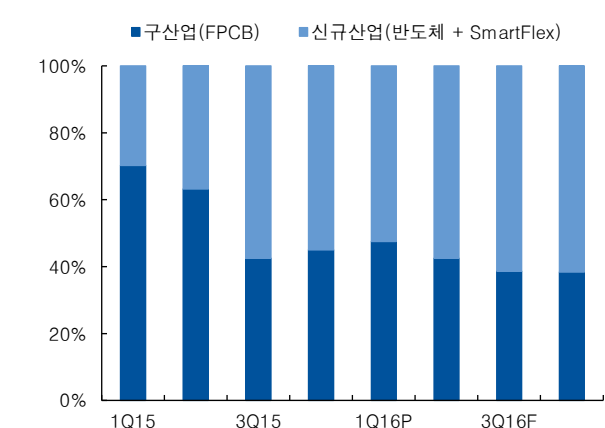
자료: 이녹스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 이녹스와 알톤스포츠 실적 추이

그림 2. 이녹스 구사업과 신사업 비중 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터



주: SmartFlex는 2-Layer FCCL, OLED, Digitizer 포함

자료: 미래에셋대우 리서치센터

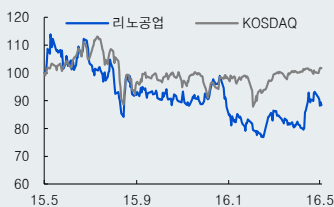
IT 중소형

Results Comment
2016.5.16

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	54,000
현재주가(16/05/13, 원)	41,900
상승여력	29%

영업이익(16F, 십억원)	42
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	41
EPS 성장률(16F, %)	17.0
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.7
P/E(16F, x)	16.7
MKT P/E(16F, x)	10.6
KOSDAQ	704.37
시가총액(십억원)	639
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	64.5
외국인 보유비중(%)	18.9
베타(12M) 일간수익률	0.70
52주 최저가(원)	36,450
52주 최고가(원)	54,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.5	-1.1	-12.0
상대주가	6.9	-5.8	-13.5



[IT 중소형]

장준호

02-768-3241

joonho.jang@dwsec.com

리노공업 (058470)

명불허전(名不虛傳)

시장의 우려를 불식시키다

리노공업은 1Q16 매출액 266억원(+16% YoY, 22% QoQ), 영업이익 99억원(+15% YoY, +44% QoQ, 영업이익률 37.4%)을 기록했다. 매출액과 영업이익 모두 당사 예상치와 컨센서스를 소폭 상회했다. 영업이익률은 37.4%로 독보적인 수익성을 보여줬다.

최근 스마트폰을 주축으로 한 IT 산업의 전반적인 수요 부진에 대한 우려가 증가하고 있다. IT수요 부진에 따른 반도체 업황의 둔화 또한 지속되고 있다. 때문에 반도체 업황과 직결되는 동사의 실적에 대한 의구심이 많았던 것으로 판단된다. 동사는 이러한 우려 속에서도 또 한번 견조한 실적을 달성하며 시장의 우려를 불식시켰다. 명불허전(名不虛傳)이다.

1Q16 실적이 좋았던 이유는 크게 2가지 이다.

1) 해외 고객사향 매출 증가: 동사는 매월 약 500여개의 고객사를 확보하고 있다. 1Q16 전체 매출에서 수출 비중은 약 65%로, 2015년 60% 대비 5%p 증가했다. 가장 주요한 해외 고객사향 매출이 늘어난 것으로 추산된다. 반도체 Pitch 미세화에 따라 주요 고객사 내에서 기술력이 높은 동사 테스트 소켓 비중이 증가한 것으로 판단된다.

중국 고객향 매출도 꾸준히 늘어나고 있다. 중국 업체들은 전통적으로 가격 경쟁력을 최우선으로 여겨왔다. 그러나 최근 중국 IT 제품의 완성도가 높아지고 있다. 때문에 가격은 상대적으로 비싸지만 기술력이 우수한 동사 제품에 대한 수요가 증가하고 있는 것으로 판단된다. 중국이 IT 강국으로 급부상 하면서 중국향 매출이 새로운 성장 동력이 될 전망이다.

2) 반도체 Pitch(볼 사이 간격) 미세화 지속: 반도체 Pitch가 미세화 되면서 테스트 소켓의 기술적 난이도가 높아지고 있다. 동사는 1Q16 뛰어난 기술력으로 주요 고객사향 0.35pitch 비중을 확대했다. Pitch 미세화로 ASP(평균판매가격)도 상승하면서 전체 매출이 증가했다.

2Q16 사상 최대 실적 달성 전망

동사의 2Q16 실적은 매출액 308억원(+17% YoY, +16% QoQ), 영업이익 116억원(+18% YoY, +17% QoQ, 영업이익률 37.7%)이 예상된다. 분기 사상 최대 실적이다. 주요 고객사의 신제품 출시에 따른 계절적 영향으로 테스트 소켓 매출이 증가할 전망이다. 중국 고객향 매출의 지속적인 확대도 예상된다. 동사는 보통 2~3분기가 계절적 성수기이다.

투자의견 '매수', 목표주가 '54,000원' 유지

동사의 2016~2017년 연간 실적은 기존 추정을 유지했다. 최근 반도체 업황 우려 지속으로 동사의 주가도 적정한 평가를 받지 못하고 있는 모습이다. 그러나 1Q16 실적은 이러한 우려를 불식시키기에 충분하다고 판단된다. 투자의견과 목표주가를 유지하는 이유이다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	81	93	99	116	137	164
영업이익 (십억원)	29	33	36	42	50	61
영업이익률 (%)	35.8	35.5	36.4	36.2	36.5	37.2
순이익 (십억원)	26	31	33	38	45	50
EPS (원)	1,718	2,025	2,141	2,504	2,971	3,309
ROE (%)	20.1	20.9	19.5	20.0	20.5	19.8
P/E (배)	13.6	18.9	21.9	16.7	14.1	12.7
P/B (배)	2.5	3.6	3.9	3.1	2.6	2.3

주: K-IFRS 개별 기준

자료: 리노공업, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 1Q16 Review

(십억원, %, %p)

	1Q15	4Q15	1Q16P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	22.8	21.8	26.6	24.4	24.9	16.4	21.7
영업이익	8.6	6.9	9.9	9.0	9.3	15.4	43.8
영업이익률	37.7	31.7	37.4	37.0	37.3	-0.3	5.7
세전이익	9.3	8.0	10.2	10.5	10.2	9.7	28.1
순이익	7.5	6.3	8.2	8.5	8.3	9.7	31.2

자료: 미래에셋대우 리서치센터, WISEfn 컨센서스

표 2. 실적 추이 및 전망

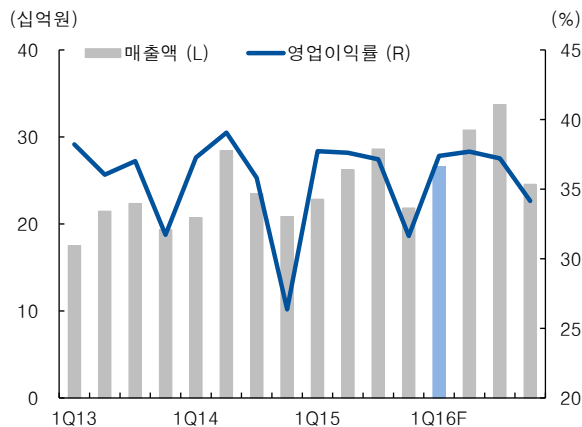
(십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16F	3Q16F	4Q16F	15	16F	17F
매출액	22.8	26.2	28.6	21.8	26.6	30.8	33.7	24.6	99.5	115.6	136.5
리노핀	13.3	12.2	11.1	10.9	15.0	14.1	12.7	12.6	47.5	54.4	64.3
IC 테스트 소켓	9.1	13.1	16.1	8.2	10.2	15.7	19.3	9.0	46.5	54.3	64.6
기타	0.5	0.9	1.4	2.7	1.3	1.0	1.7	2.9	5.5	7.0	7.5
매출 비중	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
리노핀	58	47	39	50	56	46	38	51	48	47	47
IC 테스트 소켓	40	50	56	38	38	51	57	37	47	47	47
기타	2	3	5	12	5	3	5	12	6	6	6
영업이익	8.6	9.9	10.6	6.9	9.9	11.6	12.5	8.4	36.0	42.5	50.0
영업이익률	37.7	37.6	37.2	31.6	37.4	37.7	37.2	34.2	36.2	36.7	36.6
순이익	7.5	9.4	9.5	6.3	8.2	10.6	11.4	8.0	32.6	38.2	45.3
순이익률	32.8	35.8	33.2	28.6	30.9	34.4	33.7	32.6	32.8	33.0	33.2
증가율 (QoQ/YoY, %)											
매출액	9.5	14.8	9.1	-23.7	21.7	15.9	9.4	-27.1	6.5	16.2	18.0
리노핀	8.5	-7.6	-9.7	-1.1	37.2	-6.1	-9.7	-1.1	-6.4	14.5	18.3
IC 테스트 소켓	43.6	43.7	23.2	-48.9	24.4	53.2	23.2	-53.1	25.3	16.8	19.1
기타	-79.0	87.7	60.2	84.7	-49.9	-22.4	60.2	76.7	-1.6	26.8	8.3
영업이익	56.7	14.5	7.8	-35.0	43.8	16.9	8.0	-33.1	10.1	18.0	17.6
순이익	19.3	25.5	1.2	-34.2	31.2	29.3	7.1	-29.5	5.7	17.0	18.6

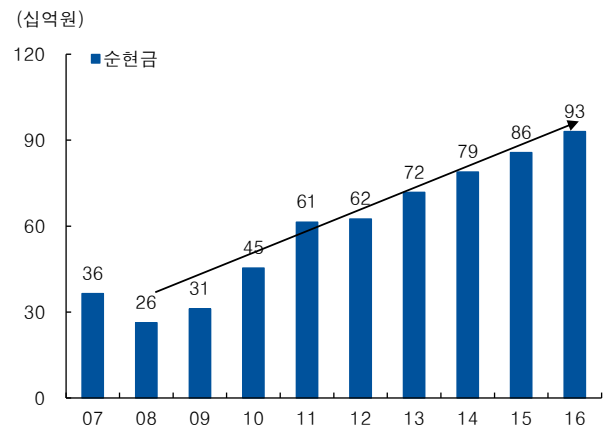
자료: 미래에셋대우 리서치센터.

그림 1. 분기별 매출액 및 영업이익률 추이

그림 2. 순현금 증가 지속 예상 (1Q16기준 870억원 수준)



자료: 미래에셋대우 리서치센터



자료: 미래에셋대우 리서치센터

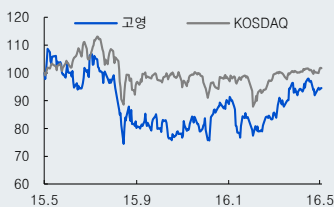
IT 중소형

Results Comment
2016.5.16

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	53,000
현재주가(16/05/13, 원)	40,900
상승여력	30%

영업이익(16F, 십억원)	33
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	33
EPS 성장률(16F, %)	25.6
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.7
P/E(16F, x)	18.8
MKT P/E(16F, x)	10.6
KOSDAQ	704.37
시가총액(십억원)	558
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	78.6
외국인 보유비중(%)	36.3
베타(12M) 일간수익률	0.57
52주 최저가(원)	32,200
52주 최고가(원)	47,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.4	16.5	-6.1
상대주가	-0.2	10.9	-7.7



[IT 중소형]

장준호

02-768-3241

joonho.jang@dwsec.com

고영 (098460)

캐조의 스타트

컨센서스에 부합하는 호실적

고영은 1Q16 매출액 370억원(+17% YoY, -8% QoQ), 영업이익 59억원(-4% YoY, +8% QoQ, 영업이익률 16%)을 기록했다. 매출액은 당사 예상치와 컨센서스에 부합했다. 반면 영업이익률은 당사 예상치와 컨센서스(각각 18.7%, 19.3%)를 소폭 하회했다.

영업이익률 부진의 주요 원인은 연구개발비와 인건비의 증가였다. 2Q15 이후 신사업 진출을 위한 동사의 R&D비용이 꾸준히 증가하고 있다. 또한 의료기기, 반도체 등 고부가 가치 산업 진출을 위한 고급 인력의 채용이 늘어났다. 아직 신사업 매출이 본격적으로 발생하기 전이기 때문에 영업이익률 둔화로 이어지고 있다. 그러나 이는 미래 성장을 위한 투자이다. 또한 올해부터 신사업 매출 발생이 예상되므로 부정적으로만 볼 부분은 아니라고 판단된다.

1Q16 실적의 핵심은 3D AOI 매출이 크게 확대 됐다는 점이다. 1Q16 전체 매출에서 3D AOI 매출은 약 160억원, 비중으로는 43%에 달한다. 2015년 연간 3D AOI 매출 비중 33% 대비 10%p가량 성장했다. 동사는 기존 주력 사업인 3D SPI 시장에서 50%에 가까운 점유율을 유지하고 있다. 다만 3D SPI 시장은 연간 약 1,000억원 수준밖에 되지 않는다. 반면 3D AOI 시장은 약 2,000억원 수준으로 3D SPI대비 2배 수준이다. 동사가 지속적인 성장을 보여주기 위해서는 3D AOI 매출 확대가 가장 주요한 요인이다.

1Q16 전방 산업별 매출 비중은 자동차 전장 25%, 모바일 15%, 컴퓨터/통신장비 24%, 군수/의료 16%, 기타 20%였다. 자동차 전장 비중이 낮아진 이유는 아직 해외 주요 고객사들 향 매출이 발생하지 않았기 때문으로 판단된다. IT 업황 둔화에도 모바일과 컴퓨터/통신장비 비중은 오히려 늘어났다. 고객이 전세제로 다변화 돼있는 동사의 강점이 나타나는 부분이다. 중국 IT 기술 발달에 따라 중국 고객향 매출이 늘어나고 있는 점도 긍정적이다.

실적 성장 + Valuation Rerating도 기대

동사의 2Q16 실적은 매출액 464억원(+23% YoY, +25% QoQ), 영업이익 95억원(+45% YoY, +60% QoQ, 영업이익률 20.4%)이 예상된다. 중국 고객향 매출 증가 및 3D AOI 매출 증가로 2Q16에도 견조한 실적을 달성할 전망이다. 주요 자동차 전장 고객향 매출은 3Q16부터 발생할 것으로 예상된다. 통상 자동차 전장향 매출은 하반기에 증가해 왔다. 3Q16~4Q16 내 의료기기 시장 진입이 가시권에 들어오면 Valuation rerating도 기대된다.

투자의견 '매수', 목표주가 '53,000원' 유지

동사의 2016~2017년 연간 실적은 기존 추정을 유지했다. 2016년은 동사의 본격적인 성장의 원년이 될 전망이다. 동사는 높은 Valuation(현재 12MF P/E 17.3배 수준)에 대한 논란이 많다. 그러나 글로벌 자동화 관련 업체 대비 여전히 저평가 상태이다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	112	143	146	178	216	270
영업이익 (십억원)	17	28	23	33	41	56
영업이익률 (%)	15.2	19.6	15.8	18.5	19.0	20.7
순이익 (십억원)	14	22	23	30	37	46
EPS (원)	1,036	1,645	1,728	2,171	2,684	3,379
ROE (%)	15.4	20.7	19.0	20.6	21.2	22.1
P/E (배)	18.0	26.0	22.4	18.8	15.2	12.1
P/B (배)	2.6	4.8	3.7	3.3	2.8	2.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 1Q16 Review

(십억원, %, %p)

	1Q15	4Q15	1Q16P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	31.6	40.1	37.0	37.1	36.1	17.2	-7.7
영업이익	6.2	5.5	5.9	7.0	7.0	-3.5	7.9
영업이익률	19.5	13.7	16.0	18.7	19.3	-3.4	2.3
세전이익	5.2	4.0	6.0	8.0	7.3	14.8	48.5
순이익	4.0	5.7	5.3	6.4	6.4	34.3	-6.2

자료: 미래에셋대우 리서치센터, WISEfn 컨센서스

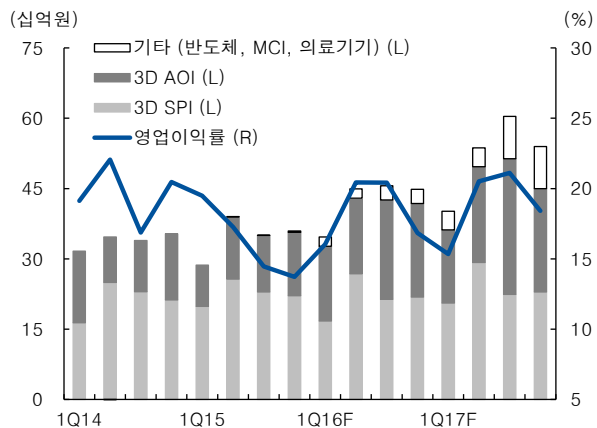
표 2. 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16F	3Q16F	4Q16F	15	16F	17F
매출액	31.6	37.8	36.5	40.1	37.0	46.4	47.0	47.3	145.9	177.7	216.1
3D SPI	19.9	25.7	22.9	22.1	16.8	26.8	21.4	21.9	90.6	86.8	95.2
3D AOI	8.8	13.3	12.1	13.5	15.9	16.1	21.2	20.0	47.7	73.2	87.0
기타(반도체, MCI, 의료기기)	0.0	0.0	0.0	0.3	2.0	2.0	3.0	3.0	0.3	10.0	26.0
내부거래 상계	2.9	-1.2	1.5	4.2	2.3	1.4	1.5	2.4	7.3	7.7	7.9
매출 비중	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
3D SPI	63	68	63	55	45	58	45	46	62	49	44
3D AOI	28	35	33	34	43	35	45	42	33	41	40
기타(반도체, MCI, 의료기기)	0	0	0	1	5	4	6	6	0	6	12
내부거래 상계	9	-3	4	10	6	3	3	5	5	4	4
영업이익	6.2	6.5	5.3	5.5	5.9	9.5	9.6	8.0	23.4	33.0	41.3
영업이익률	19.5	17.3	14.5	13.7	16.0	20.4	20.4	16.8	16.1	18.6	19.1
순이익	4.0	7.3	6.5	5.7	5.3	8.5	8.6	7.3	23.4	29.6	36.6
순이익률	12.6	19.3	17.9	14.1	14.4	18.2	18.2	15.4	16.1	16.7	17.0
증가율 (QoQ/YoY, %)											
매출액	-18.5	19.6	-3.4	9.9	-7.7	25.3	1.5	0.5	2.1	21.8	21.6
3D SPI	-6.6	29.4	-10.7	-3.5	-24.3	60.1	-20.4	2.3	5.9	-4.2	9.7
3D AOI	-37.6	51.2	-9.3	12.3	17.5	1.2	31.7	-5.9	-4.5	53.5	18.9
기타(반도체, MCI, 의료기기)	-	-	-82.3	110695.7	684.8	0.0	50.0	0.0	흑전	3,800.8	160.0
내부거래 상계	-14.4	적전	흑전	179.7	-43.9	-39.2	3.0	66.6	0.6	4.3	3.0
영업이익	-22.4	6.0	-19.1	4.2	7.9	59.7	1.4	-17.2	-16.7	40.6	25.3
순이익	-44.5	83.7	-10.5	-12.9	-6.2	59.0	1.3	-14.9	6.0	26.5	23.7

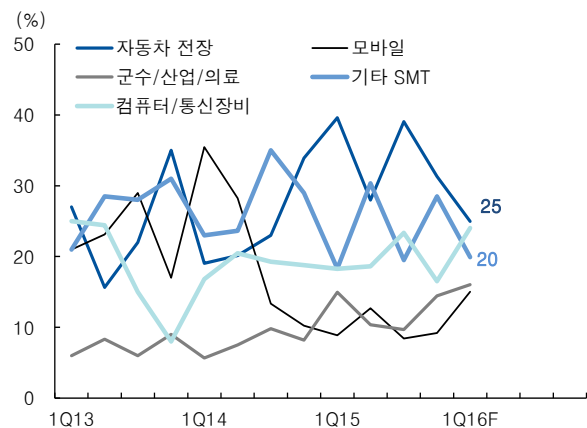
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 산업별 매출 비중 추이



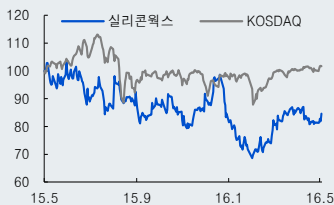
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

반도체

Company Report
2016.5.16

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	48,000
현재주가(16/05/13, 원)	33,050
상승여력	45%

영업이익(16F,십억원)	58		
Consensus 영업이익(16F,십억원)	55		
EPS 성장률(16F,%)	7.5		
MKT EPS 성장률(16F,%)	16.7		
P/E(16F,x)	10.3		
MKT P/E(16F,x)	10.6		
KOSDAQ	704.37		
시가총액(십억원)	538		
발행주식수(백만주)	16		
유동주식비율(%)	62.7		
외국인 보유비중(%)	32.7		
베타(12M) 일간수익률	0.27		
52주 최저가(원)	26,800		
52주 최고가(원)	40,500		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.4	4.6	-15.9
상대주가	-3.9	-0.4	-17.4



[반도체/장비]

황준호
02-768-4140
j.hwang@dwsec.com

실리콘웍스 (108320)

우려를 잠재운 어닝 서프라이즈

1Q16 실적: 매출 1,590억원(+83% YoY), 영업이익 150억원(+52% YoY)

1분기 매출액은 예상치(1,520억원)에 부합했지만 영업이익은 당사 예상치(104억원)와 시장 컨센서스(117억원)를 모두 크게 상회했다. 올해 디스플레이 패널 업황 부진으로 동사의 매출 성장에도 불구하고 수익성이 크게 악화될 것이라는 우려가 팽배했다. 루셈과 LG전자 System IC 사업 통합으로 임직원 수가 지난해 1분기 461명에서 현재 661명으로 43% 증가했고 인건비도 55억원에서 86억원으로 56% 상승했다. OLED 및 자동차 전장용 반도체 등의 미래 성장 사업을 위한 R&D 지출도 140억원으로 전년동기 대비 88% 증가했다.

이번 1분기 수익성이 시장 예상치를 뛰어넘은 이유가 비용 통제 효과가 아닌 외형 증가에 따른 랩리스 업체의 영업 레버리지 효과로 구조적인 개선이라고 보는 이유다. 당사는 실리콘웍스의 단기적인 수익성 변동보다는 외형 성장에 더 주목할 필요가 있다고 판단된다.

1분기 COG D-IC 매출액이 708억원(+8% QoQ, +122% YoY)으로 크게 증가했다. 통상적으로 1분기는 COG D-IC의 비수기로 전기대비 매출액이 감소하지만 올해는 전략 고객사 내 점유율 증가와 스마트폰용 COG D-IC 비중 증가로 매출액이 늘어났다. COF D-IC 매출액은 549억원(-15% QoQ, +126% YoY)으로 루셈과 LG전자 System IC 사업 통합에 따른 TV향 COF D-IC 매출 증가 효과가 있었다. 고부가가치 제품인 T-Con과 PMIC 매출액이 각각 167억원(+17% YoY), 96억원(+13% YoY)으로 전년대비 성장한 점도 긍정적이다.

스마트폰용 모바일 COG와 OLED Driver-IC가 실적 성장 견인할 전망

LG그룹에 인수된 이후 스마트폰, TV 등 기존 제품의 Driver-IC, T-Con, PMIC 내재화가 진행되고 있다. 이번 1분기 매출에서 의미 있게 늘어난 제품이 스마트폰용 모바일 COG D-IC 매출이다. 지난해 미미했던 모바일 COG 비중이 1분기에는 전체 COG D-IC 매출의 35%를 차지한 것으로 추산되며 내년에는 50% 이상으로 증가할 전망이다. 지난 1분기 LG 디스플레이 OLED TV 패널 출하량은 20만대 수준이었으며 올해 연간 100만대를 목표로 하고 있다. 당사는 LG디스플레이 OLED Driver-IC에서 90% 이상의 점유율을 가지고 있다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 48,000원으로 14% 상향 조정

실리콘웍스에 대한 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 42,000원에서 48,000원으로 14% 상향 조정한다. 디스플레이 패널 업황 부진에도 양호한 수익성을 달성하고 있으며 중장기 성장을 위한 R&D 지출 확대도 향후 성장 가시성을 높여주고 있다. 이를 반영해 16~17F EPS를 각각 18.9%, 19.4% 상향 조정했다. 당사는 1분기말 현재 순현금 2,329억원을 보유하고 있어 매년 50억원의 금융수익이 발생하며 30% 이상의 배당 성향을 유지하고 있다. 현 주가는 12M-fwd P/E 9.6배이며 현금을 제외한 ex-cash P/E는 5.5배이다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	410	391	536	634	709	752
영업이익 (십억원)	34	36	56	58	75	82
영업이익률 (%)	8.3	9.2	10.4	9.1	10.6	10.9
순이익 (십억원)	32	32	48	52	63	69
EPS (원)	1,970	1,979	2,979	3,202	3,868	4,254
ROE (%)	12.1	11.2	15.0	14.2	15.5	15.2
P/E (배)	12.2	12.6	12.9	10.3	8.5	7.8
P/B (배)	1.4	1.3	1.8	1.4	1.2	1.1

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

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

(십억원, %, %p)

	1Q15	4Q15	1Q16			성장률	
			공시실적	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	86.8	165.3	159.0	152.0	147.4	83.0	-3.8
영업이익	9.9	15.0	14.9	10.4	11.7	51.6	-0.4
영업이익률	11.3	9.1	9.4	6.8	7.9	-1.9	0.3
세전이익	11.6	15.8	16.9	11.4	13.4	46.0	6.8
순이익	9.1	14.0	15.4	9.1	10.3	68.5	10.3

자료: 미래에셋대우 리서치센터, WISEIn 컨센서스

표 2. 실리콘웍스 실적 추정 변경 내역

(십억원, %)

	수정 전		수정 후		% 변경률		변경 이유
	16F	17F	16F	17F	16F	17F	
매출액	637	669	634	709	-0.4	5.9	수익성 상황 조정
영업이익	51	62	58	75	13.8	20.7	
순이익	44	53	52	63	18.9	19.4	
EPS(원)	2,694	3,238	3,202	3,868	18.9	19.4	
영업이익률	8.0	9.2	9.1	10.5	1.1	1.3	
순이익률	6.9	7.9	8.2	8.9	1.3	1.0	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

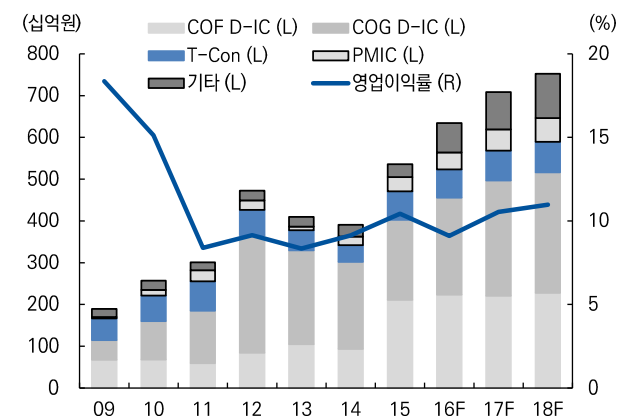
표 3. 실리콘웍스의 분기별 영업 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)

구분	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	15	16F	17F
매출액	159	152	156	167	167	169	177	195	536	634	709
COF D-IC	55	62	55	52	51	60	57	53	211	223	221
COG D-IC	71	46	52	63	75	57	64	80	192	232	276
T-Con	17	16	18	18	17	17	18	18	68	68	71
PMIC	10	10	10	11	12	13	13	14	34	41	51
기타	7	17	22	24	12	22	26	29	31	70	90
영업이익	15.0	13.9	13.9	15.1	17.6	18.3	20.8	18.0	55.9	57.8	74.6
영업이익률	9.4	9.1	8.9	9.0	10.5	10.8	11.7	9.2	10.4	9.1	10.5
순이익	15.4	11.9	11.9	12.9	14.9	15.4	17.4	15.2	48.5	52.1	62.9
순이익률	9.7	7.8	7.6	7.7	8.9	9.1	9.8	7.8	9.0	8.2	8.9
증가율 (QoQ/YoY)											
매출액	-3.8	-4.6	3.0	7.2	-0.2	1.2	4.9	9.9	37.2	18.4	11.7
영업이익	-0.2	-7.3	0.2	8.4	16.8	3.9	13.8	-13.5	56.7	3.4	29.2
순이익	10.5	-22.9	0.2	7.8	15.7	3.7	13.1	-12.9	49.6	7.5	20.8

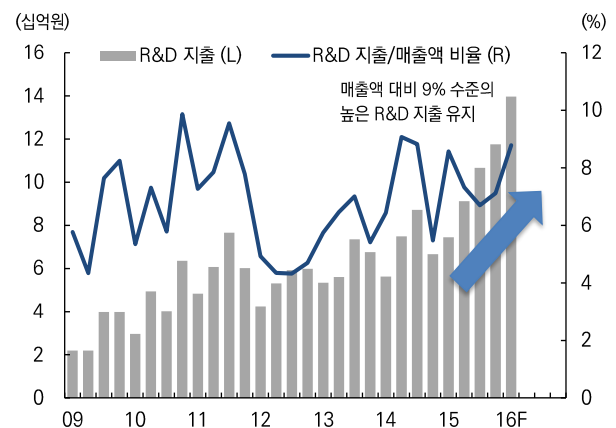
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 실리콘웍스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 실리콘웍스 R&D 지출 및 매출액 대비 비율 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

단말기/부품

Company Report
2016.5.16

(Maintain) **Trading Buy**

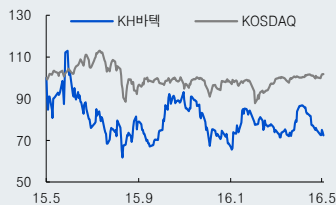
목표주가(원, 12M) **19,000**

현재주가(16/05/13, 원) **16,400**

상승여력 **16%**

영업이익(16F, 십억원)	31
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	48
EPS 성장률(16F, %)	8.0
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.7
P/E(16F, x)	14.6
MKT P/E(16F, x)	10.6
KOSDAQ	704.37
시가총액(십억원)	328
발행주식수(백만주)	20
유동주식비율(%)	69.5
외국인 보유비중(%)	9.8
베타(12M) 일간수익률	0.86
52주 최저가(원)	14,000
52주 최고가(원)	25,600

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.3	-15.2	-14.6
상대주가	-17.6	-19.3	-16.1



[통신장비/전자부품]

박원재

02-768-3372

william.park@dwsec.com

김영건

02-768-4063

younggun.kim.a@dwsec.com

KH바텍 (060720)

1Q16 실적 부진. 하반기 ADC 기술 적용 기대

1Q16 Review: 부진한 실적(영업 적자 -17억원) 기록

KH바텍의 1Q16 실적은 매출액 1,042억원(-55.6% YoY, -44.5% QoQ), 영업적자 -17억원(적자전환 YoY/QoQ)을 기록하였다. 당사 추정 매출액 1,211억원, 영업이익 32억원에 미치지 못하는 부진한 실적이다. 시장 기대치는 각각 1,193억원 및 28억원이었다.

실적 부진은 최대 고객사의 모델 변경이 진행되었고, 국내 생산 비중도 감소한 것이 부정적인 영향을 미쳤다. 동사의 매출액은 구미에서 40% 수준이 발생하는데 최대 고객사는 베트남 생산을 확대하고 있기 때문이다. 4Q15에 반영되었던 미국 스마트폰 업체의 제품 출시 효과가 감소한 것도 부정적인 영향을 미쳤다.

2Q16 실적도 대폭적인 실적 개선을 기대하긴 어려운 상황이다. 최대 고객사향 매출액이 회복되는데 시간이 필요하기 때문이다. 환율도 1Q16보다는 부정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 2Q16 추정 실적은 매출액 1,296억원(+2.6% YoY, +24.4% QoQ), 영업이익 66억원(흑자전환 YoY/QoQ)이다. 다만, 현재 분기 손익분기점 매출액이 1,200억원 수준이라는 점을 고려하면 수익성 하향 가능성은 존재한다. 당사는 비용 절감 노력을 긍정적으로 반영하였다.

소형 금속 기술은 세계적. 매출처 다변화 필요. ADC 기술 확보는 긍정적

동사의 소형 금속 기술은 세계적인 수준이다. 동사의 매출처는 삼성전자, 애플, 노키아, 모토로라/레노버, 소니, 블랙베리, HTC, 애플, 화웨이, 아마존 등 전세계 대부분의 스마트폰 업체들이다. 다변화 성공은 동사의 최대 경쟁력이다. 노키아, 모토로라, 블랙베리의 성공과 함께 성장해 왔다. 문제는 최근 발생하고 있는 스마트폰 시장의 쏠림 현상이다.

애플의 경우 경쟁사가 대부분 생산을 진행하고 있어 동사가 판매를 확대하기는 어려움이 있다. 최대 고객사의 역할이 중요해 질 수 밖에 없는 구조이다. 최대 고객사의 비중이 60%를 넘으면서 높은 수익성을 확보하기가 쉽지 않다.

ADC(Anodizable Die-Casting) 기술 확보는 긍정적이다. 경쟁 방식보다 비용은 30~40% 낮고, 디자인 측면에서는 유리하기 때문이다. 하반기 매출액이 발생하게 되면 긍정적인 영향이 기대된다.

투자의견 'Trading Buy' 유지. 12개월 목표주가는 19,000원으로 변경

동사의 12개월 목표주가를 실적 부진을 반영하여 기존 20,500원에서 19,000원으로 7.3% 하향 조정한다. 목표주가는 12개월 Forward BPS 15,960원에 PBR 배수(Multiple) 1.25배(과거 5년 평균)를 적용하여 산정하였다. 투자의견은 기존 'Trading Buy'를 유지한다. 하반기 ADC 기술 적용이 확인될 때까지는 보수적인 접근이 필요하다고 판단된다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	824	590	738	598	724	795
영업이익 (십억원)	67	35	31	31	43	48
영업이익률 (%)	8.1	5.9	4.2	5.2	5.9	6.0
순이익 (십억원)	58	26	21	23	34	39
EPS (원)	2,907	1,309	1,043	1,127	1,713	1,935
ROE (%)	26.9	10.2	7.6	7.7	10.9	11.3
P/E (배)	7.0	25.7	16.2	14.6	9.6	8.5
P/B (배)	1.6	2.5	1.2	1.1	1.0	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: KH바텍, 미래에셋대우 리서치센터

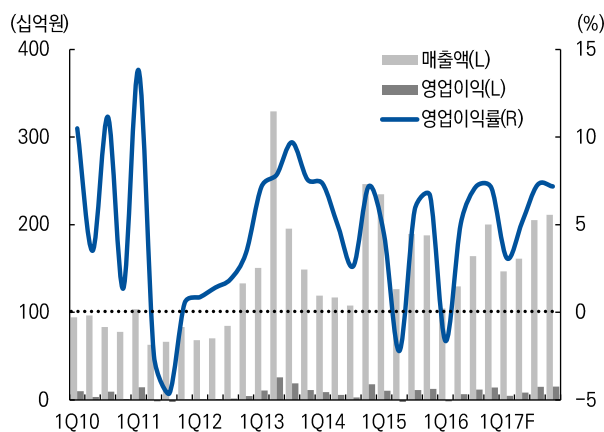
주요 차트 및 테이블

그림 1. KH바텍 주가 관련 그래프



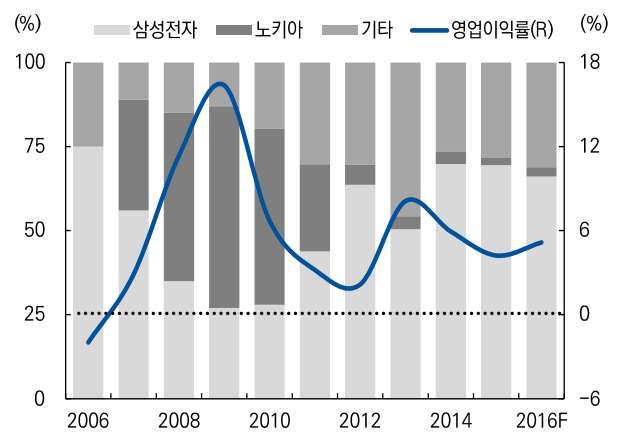
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. KH바텍 분기별 실적 추이



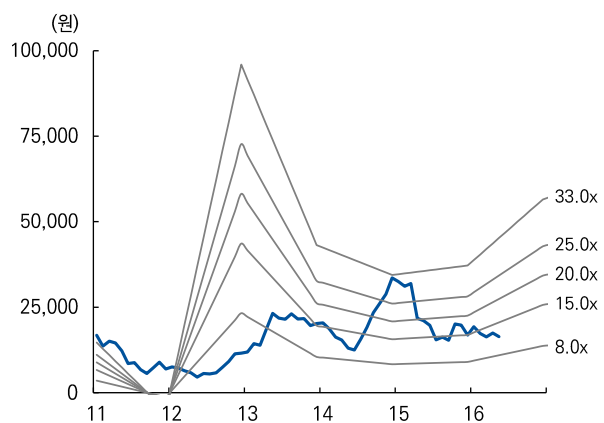
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. KH바텍 매출처별 비중 추이



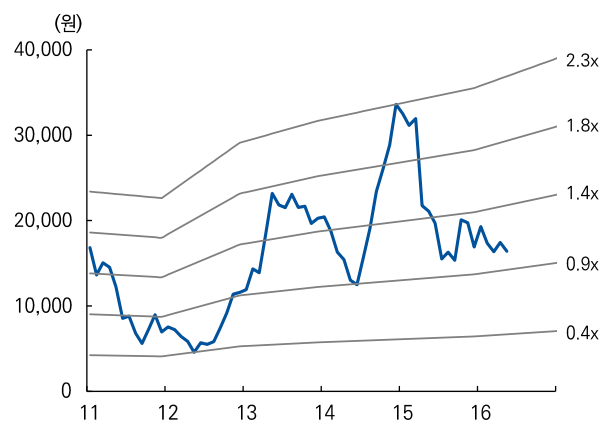
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. KH바텍 12 M Fwd PER 밴드차트



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. KH바텍 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 1. KH바텍 1Q16 실적

(십억원, %, %p)

구분	1Q15	4Q15	1Q16			증감률	
			공시 실적	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	234.6	187.7	104.2	121.1	119.3	-55.6	-44.5
영업이익	10.4	12.5	-1.7	3.2	2.8	적전	적전
영업이익률	4.4	6.6	-1.6	2.6	2.3	-6.1	-8.3
세전이익	12.1	9.1	-2.4	2.4	2.4	적전	적전
순이익	8.8	8.3	-2.5	1.9	1.9	적전	적전

자료: KH바텍, WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. KH바텍 분기별 실적 추이 및 1Q16 실적 내역

(십억원, 원, %, %p)

구분	2015				2016F				1Q16			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ	기존	차이
매출액	234.6	126.3	189.3	187.7	104.2	129.6	164.1	200.1	-55.6	-44.5	121.1	-14.0
영업이익	10.4	-2.8	11.1	12.5	-1.7	6.6	11.8	14.2	적자전환	적자전환	3.2	적자전환
세전계속사업이익	12.1	-1.5	11.9	9.1	-2.4	5.7	10.9	13.4	적자전환	적자전환	2.4	적자전환
당기순이익	8.8	-2.8	6.5	8.3	-2.5	4.8	9.1	11.2	적자전환	적자전환	1.9	적자전환
EPS	440	-139	325	417	-127	238	457	559	적자전환	적자전환	93	적자전환
영업이익률	4.4	-2.2	5.9	6.6	-1.6	5.1	7.2	7.1	-6.1	-8.3	2.6	-4.3
세전계속사업이익률	5.1	-1.2	6.3	4.8	-2.3	4.4	6.7	6.7	-7.4	-7.1	2.0	-4.3
순이익률	3.8	-2.2	3.4	4.4	-2.4	3.7	5.6	5.6	-6.2	-6.9	1.5	-4.0

주: 당기순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: KH바텍, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. KH바텍 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

구분	변경 전			변경 후			변경률			변경사유
	16F	17F	18F	16F	17F	18F	16F	17F	18F	
매출액	691.2	824.9	840.8	598.0	724.5	795.3	-13.5	-12.2	-5.4	경쟁 심화 보수적 반영
영업이익	40.7	55.4	56.7	30.8	42.9	47.8	-24.3	-22.6	-15.7	외형 감소 효과
세전계속사업이익	37.7	52.7	54.4	27.6	39.7	44.8	-26.9	-24.7	-17.6	
당기순이익	29.1	40.7	42	22.5	34.3	38.7	-22.6	-15.7	-7.9	
EPS	1,455	2,033	2,098	1,127	1,713	1,935	-22.6	-15.7	-7.8	
영업이익률	5.9	6.7	6.7	5.2	5.9	6.0	-0.7	-0.8	-0.7	
세전계속사업이익률	5.5	6.4	6.5	4.6	5.5	5.6	-0.8	-0.9	-0.9	
순이익률	4.2	4.9	5	3.8	4.7	4.9	-0.4	-0.2	-0.1	

주: 당기순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: KH바텍, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 메탈케이스 제조 방식별 비교

제조 방식	장점	단점	ASP		KH바텍 기술활용 방안
			Ring	Unibody	
Full CNC	· Anodizing으로 뛰어난 심미적 효과	· 긴 제작 시간(ST: 83분) · 높은 제조 원가/투자비용	\$18 ~ \$20	\$25 ~ \$30	
Die-Casting + 도장(ALP)	· 캐스팅 기반 높은 생산성 및 CNC 대비 40 ~ 50% 낮은 ASP 가능 · 삼성 A/J 시리즈 레퍼런스 (KH바텍 품질/수율 탁월) · Anodizing과 외관 유사	· 메탈 질감 저조 · 메탈 질감 구현을 위한 다이아컷 등 추가 공정 필요	Full CNC 대비 50% ↓	Full CNC 대비 40% ↓	· 중저가 모델 공략에 활용
ADC + Anodizing	· Anodizing 표면처리로 뛰어난 심미적 효과, 캐스팅 기반 높은 생산성 및 CNC 대비 원가경쟁력 탁월	· Full CNC 소재 대비 강도 다소 약함	Full CNC 대비 30 ~ 40% ↓	Full CNC 대비 30 ~ 40% (개발중, 16년 하반기)	· 세계 최초 상반기 내 양산 진행 예정 · Global 고객사 대상 양산 검증 중
Stamping + Anodizing	· Full CNC 대비 ST 감소 → CNC 대비 가격경쟁력 확보	· 표면 밀도 차이에 의한 Anodizing 효과 반감 · 대단위 CNC CAPA 필요 (ST: 30분 내외)	Full CNC 대비 20 ~ 30% ↓	불가능	

주: ADC = Anodizable Die-Casting

자료: KH바텍, 미래에셋대우 리서치센터

보험

Results Comment
2016.5.16

(Maintain) **Trading Buy**

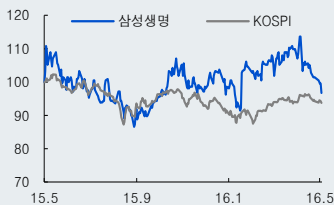
목표주가(원, 12M) **128,000**

현재주가(16/05/13, 원) **103,000**

상승여력 **24%**

세전이익(16F, 십억원)	2,880
Consensus 세전이익(16F, 십억원)	2,392
EPS 성장률(16F, %)	83.8
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.6
P/E(16F, x)	9.3
MKT P/E(16F, x)	10.7
KOSPI	1,966.99
시가총액(십억원)	20,600
발행주식수(백만주)	200
유동주식비율(%)	41.4
외국인 보유비중(%)	15.9
베타(12M) 일간수익률	0.58
52주 최저가(원)	92,200
52주 최고가(원)	121,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.8	-5.5	-12.7
상대주가	-10.2	-5.2	-6.2



[증권/보험]

정길원

02-768-3256

gilwon.jeong@dwsec.com

김주현

02-768-4149

juhyun.kim@dwsec.com

삼성생명 (032830)

깊어지는 역마진의 근심

순이익 1.24조 원, 일회성 제외해도 기대 이상, 그러나 역마진 확대는 심각

삼성생명의 1분기 순이익(지배주주 기준)은 1.24조 원을 기록했다. 삼성카드 지분 확대에 따른 일회성 요인(염가매수 차익 등 7,420억 원 가량)을 제거하면 예상치 4,981억 원을 10% 가량 상회한다. 실적의 특징은 다음과 같다.

1) 손해율이 1.3%p 상승하였으나 일시적(메르스 사태 이후의 보험금 지급 이연 반영)으로 보인다. 2) 신계약 역시 일시적이거나 양호하다. 예정이율 인하를 앞두고 절판 효과가 작용하면서 보장성 APE는 11.1% 증가하였다.

3) 관계사 배당이 크게 유입되어 투자이익률은 4.0%로 양호하다. 삼성카드 지분 확대로 인한 일회성 요인 포함 시 5.9%이다. 삼성카드의 지분 확대는 상호 시너지가 있는 사업이 아니니 단순 투자 관점에서 보아야 한다. 현재 자산운용 수익률을 상회하는 6~7%의 가져다 줄 뿐 아니라, 초과자본이 많으므로 배당 등으로 환원된다면 좋은 투자 안이 된다.

4) 현재의 성과는 양호하지만 미래의 이익을 잠식하는 이차역마진 수준은 크게 악화되었다. 역마진 Spread는 65bp로 지난 분기 대비 3bp나 확대되었다. 보유이율이 하락(-9bp)이 부채부담금리의 개선(-6bp)을 압도한다.

무심한 금리 환경 → 최저보증이율, 새로운 역마진 이슈 부상

수익성 개선을 위한 여러 노력이 무색하게 금리 환경은 악화일로에 있다. 장기채도 2%를 하회(현재 국고 10년 1.77%) 하게 되면 기존의 금리 고정형 부채의 역마진이 심화되는 것과 동시에 최저보증이율에 따른 새로운 역마진 부담을 외면할 수 없게 된다.

동사는 상대적으로 최저보증 수준이 낮은 하지만, 2~3% 구간에 금리연동형 부채의 55%가 집중되어 있다. 개념을 단순화하면 해운 업종의 사례와 다르지 않다. 호황기에 높은 용선료를 부담하기로 장기간 배를 빌린 것이 생보사의 고금리 부채이고, 물동량 감소로 운임이 떨어진 것을 현재의 자산운용 환경에 빚낼 수 있다. 보험사의 역마진이 다소 천천히, 매우 오래 전부터, 금융감독당국의 관찰 하에 전개되어 대응할 시간이 남아있다는 점이 차이이다.

자본규제의 부담 심화

금융지주 전환 등 지배구조 변화 가능성이 최근 주가의 변동성을 높이고 있다. 주식의 가치는 이익의 크기와 할인율로 결정된다. 동사의 경우 이익이 개선되려면, 1) 신계약이 늘어나든지, 2) 역마진이 줄든지, 3) 해외 진출 등을 통해 잉여자본이 회전되어야 한다. 지배구조의 변화는 예측의 영역도 아닐 뿐 더러, 이러한 전체들을 충족시킬 수 있을지 의문이다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
수입보험료 (십억원)	19,601	28,239	27,457	28,095	29,279	30,570
세전이익 (십억원)	776	1,603	1,372	2,880	1,906	1,999
순이익 (십억원)	586	1,337	1,211	2,226	1,387	1,465
EPS (원)	2,932	6,687	6,056	11,131	6,936	7,325
BPS (원)	98,183	111,424	118,609	136,194	143,214	150,652
P/E (배)	35.5	17.4	18.2	9.3	14.9	14.1
P/B (배)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
ROE (%)	2.8	6.4	5.3	8.7	5.0	5.0
배당수익률	0.8	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5
자기자본 (십억원)	19,637	22,285	23,722	27,239	28,643	30,130

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터

이차역마진이 심화됨과 동시에 자본규제에 대한 우려가 엄습한다.

IFRS 2단계와 솔벤시2의 도입 모두 ‘부채의 시가평가’라는 고리로 연결되어 있다. 부채 평가에 적용하는 할인율이 시가에 근접해야 하므로 현재의 낮은 금리 수준을 반영하여야 한다. 전반적인 부채 규모는 늘어나고, 자본은 줄어든다. RBC 역시 1차적으로는 올해 끝나지만, 부채 듀레이션의 확대, 장수리스크의 반영 등 2차 규제가 언급되고 있다. 연금보험의 판매가 적고, 보험 부채가 짧은 손보사와는 큰 상관 없지만, 생보사에게는 또 다른 부담이다. Trading Buy, 목표주가 128,000원을 유지한다.

표1. 삼성생명 FY16 1분기 실적

(십억원, %)

	1Q FY15	4Q FY15	1Q FY16P			증감률	
			잠정실적	미래에셋대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
수입보험료	6,481	7,957	6,353	6,762		-2.0	-20.2
세전이익	579	60	1,501	551	1,389	159.1	2,407.3
순이익	464	33	1,240.1	427.9	1,311	167.4	3,681.8

자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터

표2. 삼성생명 수익 예상 변경

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	FY16F	FY17F	FY16F	FY17F	FY16F	FY17F	
수입보험료	28,706	30,017	28,095	29,279	-2.1	-2.5	- 1분기 실적과 삼성카드 연결 반영
세전이익	1,904	1,768	2,880	1,906	51.3	7.8	
순이익	1,481	1,379	2,226	1,387	50.4	0.6	

자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터 예상

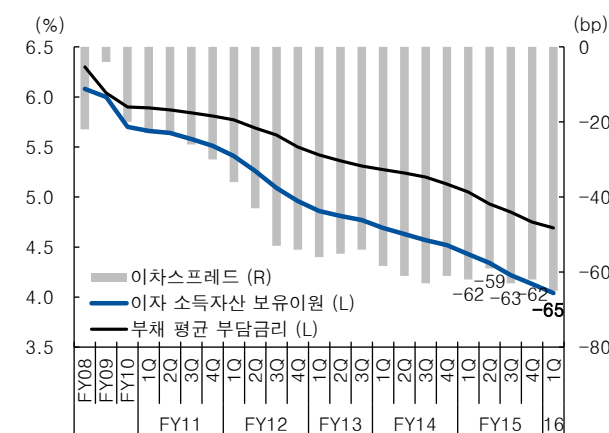
표 3. 삼성생명 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %, %p)

	FY15				FY16F				1Q FY16P 증감률		FY15	FY16F	FY17F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ			
보험영업수익	6,541	6,812	6,322	8,040	6,418	7,057	6,553	8,354	-1.9	-20.2	27,715	28,382	29,579
수입보험료	6,481	6,755	6,264	7,957	6,353	6,986	6,487	8,270	-2.0	-20.2	27,457	28,095	29,279
보험영업비용	3,547	3,462	3,409	3,697	3,622	3,720	3,631	3,512	2.1	-2.0	14,115	14,485	14,307
보험영업이익	1,034	955	871	569	573	847	794	895	-44.6	0.6	3,430	3,109	3,940
투자손익	1,766	1,548	1,453	1,662	2,819	1,664	1,841	1,685	59.6	69.6	6,428	8,008	6,761
세전이익	579	407	325	60	1,501	479	679	221	159.1	2,407.3	1,372	2,880	1,906
당기순이익	464	443	272	33	1,240	341	494	152	167.4	3,681.8	1,211	2,226	1,387
효율성지표													
수입보험료 대비 실제사업비용	13.4	13.4	13.4	13.4	13.4	12.8	13.4	10.5	0.0	0.0	13.4	12.4	12.3
위험보험료 대비 사고보험금	79.6	75.8	73.5	78.2	80.9	80.5	79.5	78.0	1.3	2.7	76.8	79.7	76.8
투자이익률	4.07	3.53	3.29	3.69	5.93	3.30	3.60	3.25	1.85	2.24	3.68	4.17	3.20
예정이자율	5.05	4.93	4.85	4.75	4.69	4.66	4.63	4.60	-0.35	-0.06	4.75	4.60	4.48

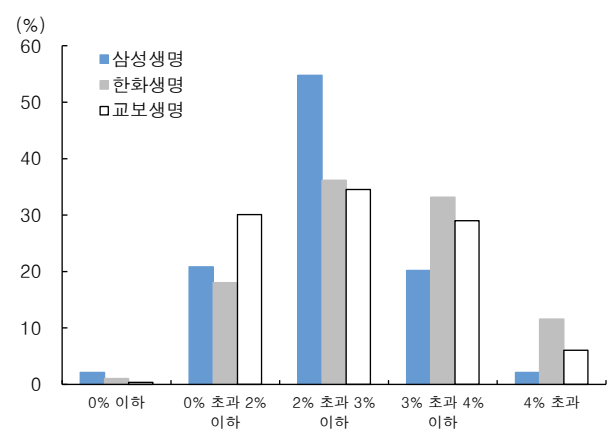
자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 역마진 Spread 확대 심화



자료: 삼성생명, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 최저보증이율 구간별 준비금 비중



주: 15.12월 말 기준 / 자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

증권

Results Comment
2016.5.16

(Maintain) **Trading Buy**

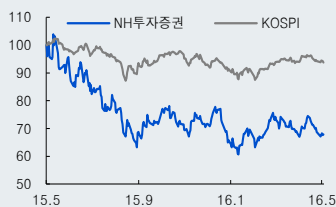
목표주가(원, 12M) **11,500**

현재주가(16/05/13, 원) **9,470**

상승여력 **21%**

영업이익(16F, 십억원)	322
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	345
EPS 성장률(16F, %)	10.8
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.7
P/E(16F, x)	11.9
MKT P/E(16F, x)	10.6
KOSPI	1,966.99
시가총액(십억원)	2,665
발행주식수(백만주)	300
유동주식비율(%)	49.8
외국인 보유비중(%)	9.9
베타(12M) 일간수익률	1.86
52주 최저가(원)	8,470
52주 최고가(원)	14,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	-2.7	-31.1
상대주가	0.7	-2.4	-26.0



[증권/보험]

정길원

02-768-3256

gilwon.jeong@dwsec.com

김주현

02-768-4149

juhyun.kim@dwsec.com

NH투자증권 (005940)

기대 이상의 실적, 남은 과제는?

1Q 순이익 642억 원(QoQ 흑자전환) : 상품이익과 IB수익 선방으로 기대 이상

NH투자증권의 1Q 순이익은 642억 원으로 우리의 기존 추정(668억 원)에 부합하였다.

우려했던 ELS 헤지 손실은 미미할 뿐 아니라, 금리가 지속적으로 하락하면서 상품운용이익이 오히려 선방하였다. 이는 업종 공통의 사항이다. 주식을 제외하면 상품이익은 최근 2년간의 분기 평균 수준을 크게 벗어 나지 않는다. 지난 분기 컷던 대출채권 관련 손실도 미미하다.

IB 수수료 수익은 전년 분기 평균 보다 40% 가량 많은 445억 원을 거두었다. 수수료 이외에 인수 금융 등 book을 사용하는 이익도 160억원 가량 꾸준히 발생하고 있다. 인수, 자문, 운용 등의 균형이 고르게 잡혀있는 셈이다.

Brokerage수익과 ELS 발행 수익은 시장의 위축 정도에 비례하여 감소한 것으로 보인다.

추가 상승의 세가지 전제 요건

지배구조의 할인은 많이 해소되었고, 타사와의 Valuation Gap도 현저히 축소되었다. 그러나 주가가 추가적으로 상승하기 위해서는 세가지 요건이 갖추어져야 한다.

먼저 단기적으로는 비용효율성의 확보이다. 지난 해 합병 과정에서 발생했던 일회성 물건비는 사라졌지만, 인건비 부담은 여전히 상대적으로 높다. IB 수익을 비롯한 균형적인 순영업수익 상의 강점을 상쇄시킨다.

두 번째는 교과서적이지만 합병의 시너지 창출이다. 위탁중개 중심의 수익구조를 탈피하기 위해서는 자본도 커야 하고, 고객 기반과 채널의 확장이 수반되어야 한다. 고객자산을 흡수하여 트레이딩, Pooling, 구조화 등을 통해 수익성을 고도화해야 하기 때문이다. 동사는 인수합병을 통해 이러한 필요조건을 이미 달성하였다. 자본도 커졌고, 은행 채널과 자산을 켜어 수익성을 높이면 주가 상승의 충분조건은 완성된다. 아직은 필요조건만 충족한 셈이다.

마지막은 안정적인 배당여력의 확보이다. 지난 해 배당성향과 수익률은 56%, 4.0%로 증권업종뿐 아니라 금융업종 내에서도 돋보인다. 문제는 지속성이다. 최근 다른 증권사들의 M&A가 확산되면서 자본 규모의 우위가 사라져 버렸다. 특히나 동사의 경우 IB와 상품운용 등 비교우위의 부문을 더 강화하기 위해서는 자본을 유지, 확대하는 것이 필요하다.

투자 의견 Trading Buy, 목표주가 11,500원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
순영업수익 (십억원)	419	709	1,077	1,000	1,044	1,085
영업이익 (십억원)	22	125	314	322	351	380
순이익 (십억원)	16	81	215	238	258	279
EPS (원)	74	270	716	793	858	929
BPS (원)	15,770	14,550	15,127	15,483	15,987	16,612
P/E (배)	130.5	38.0	14.1	11.9	11.0	10.2
P/B (배)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
ROE (%)	0.5	2.1	4.8	5.2	5.4	5.7
배당수익률	0.5	1.6	4.0	3.7	3.2	2.6
자기자본 (십억원)	3,447	4,378	4,551	4,658	4,810	4,998

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NH투자증권, 미래에셋대우 리서치센터

NH투자증권

기대 이상의 실적, 남은 과제는?

표 1. NH투자증권 FY16 1분기 실적

(십억원, %)

	1Q FY15	4Q FY15	1Q FY16P			증감률	
			잠정실적	미래에셋대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
순영업수익	318.6	139.0	251.5	264.5		-21.1	80.9
영업이익	123.3	-10.4	85.7	90.8		-30.5	흑전
세전이익	113.2	-19.2	82.5	87.8	78.3	-27.2	흑전
순이익	84.4	-11.0	64.2	66.8	57.0	-24.0	흑전

주: 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NH투자증권, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. NH투자증권 수익 예상 변경

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	FY16F	FY17F	FY16F	FY17F	FY16F	FY17F	
순영업수익	1,031	1,071	1,000	1,044	-3.0	-2.5	- 1Q 실적 반영
영업이익	338	348	322	351	-4.8	0.9	
세전이익	326	336	311	339	-4.6	0.9	
순이익	248	255	238	258	-4.1	0.9	

주: 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NH투자증권, 미래에셋대우 리서치센터 예상

표 3. NH투자증권 분기 및 연간 실적 전망

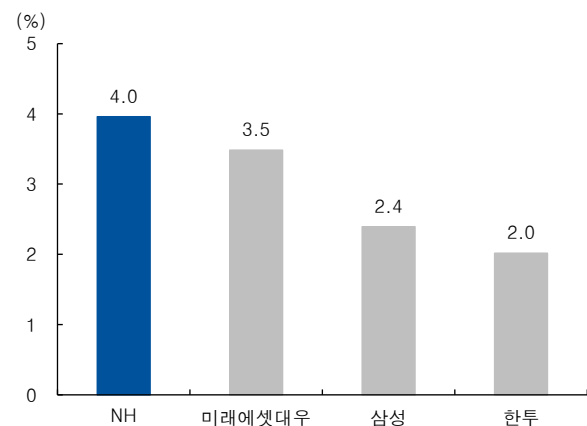
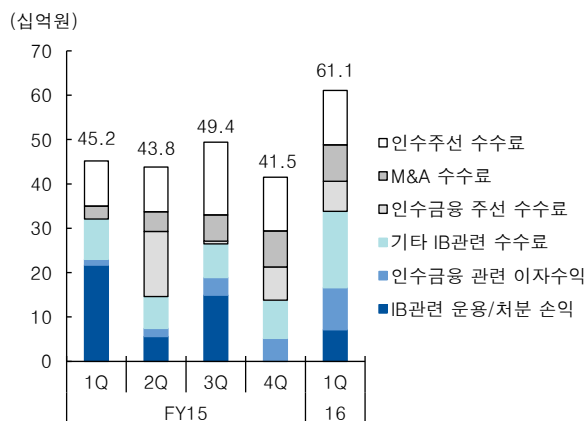
(십억원, %, %p)

	FY15				FY16F				1Q FY16P 증감률		FY15	FY16F	FY17F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ			
순영업수익	318.6	313.6	305.6	139.0	251.5	251.1	255.6	241.4	-21.1	80.9	1,076.8	999.6	1,044.2
수수료순수익	117.5	151.0	146.2	126.7	132.9	130.4	129.8	129.2	13.1	4.8	541.4	522.2	523.5
순수탁수수료	66.3	80.4	82.6	58.9	60.2	66.2	66.2	66.3	-9.2	2.3	288.1	258.9	259.3
자산관리수수료	13.8	18.4	16.6	14.7	16.3	16.4	16.6	16.7	18.6	11.1	63.5	66.0	67.8
IB관련수수료	13.1	14.5	22.3	20.2	20.5	19.7	19.1	18.2	56.1	1.4	70.2	77.5	78.3
순이자수익	156.9	157.5	172.2	156.4	155.4	154.1	159.7	163.8	-1.0	-0.6	643.0	633.2	647.4
상품운용순수익	68.5	-39.9	-163.9	-22.3	-6.0	-28.2	-28.6	-46.3	적전	적축	-157.5	-109.1	-104.5
기타이익	-24.4	45.0	151.1	-121.8	-30.8	-5.2	-5.3	-5.4	적확	적축	49.9	-46.7	-22.2
판매비와관리비	195.3	207.7	210.2	149.4	165.8	171.1	169.3	171.2	-15.1	10.9	762.6	677.4	693.2
영업이익	123.3	105.9	95.4	-10.4	85.7	79.9	86.3	70.3	-30.5	흑전	314.2	322.2	351.0
영업외이익	-10.1	-4.8	-8.1	-8.8	-3.2	-2.5	-2.5	-2.5	적축	적축	-31.9	-10.7	-12.0
세전이익	113.2	101.1	87.2	-19.2	82.5	77.4	83.8	67.8	-27.2	흑전	282.3	311.5	339.0
법인세비용	28.8	23.8	22.6	-7.2	18.5	18.7	20.3	16.4	-36.0	흑전	67.9	73.9	82.0
당기순이익	84.4	77.3	64.7	-12.0	64.0	58.7	63.5	51.4	-24.2	흑전	214.3	237.6	256.9
당기순이익(지배주주)	84.4	77.1	64.5	-11.0	64.2	58.9	63.7	51.5	-24.0	흑전	215.1	238.2	257.6

자료: NH투자증권, 미래에셋대우 리서치센터 예상

그림 1. IB관련 수익 추이

그림 2. 배당수익률 비교 (FY15 기준)



자료: NH투자증권, 미래에셋대우 리서치센터

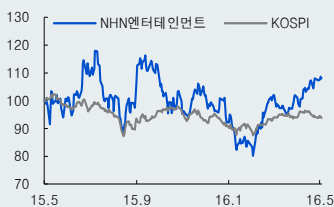
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

게임

Results Comment
2016.5.16

(Maintain)	중립
목표주가(원, 12M)	—
현재주가(16/05/13, 원)	60,900
상승여력	—

영업이익(16F,십억원)	-9		
Consensus 영업이익(16F,십억원)	-17		
EPS 성장률(16F,%)	-75.7		
MKT EPS 성장률(16F,%)	16.7		
P/E(16F,x)	28.4		
MKT P/E(16F,x)	10.6		
KOSPI	1,966.99		
시가총액(십억원)	1,192		
발행주식수(백만주)	20		
유동주식비율(%)	63.0		
외국인 보유비중(%)	12.2		
베타(12M) 일간수익률	1.62		
52주 최저가(원)	45,200		
52주 최고가(원)	66,500		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.1	12.8	9.1
상대주가	9.9	13.1	17.3



[인터넷/게임/엔터테인먼트]

김창권
02-768-4321
changkwon.kim@dwsec.com

박정엽
02-768-4124
jay.park@dwsec.com

NHN엔터테인먼트 (181710)

상승과 하락 리스크가 공존

1분기 흑자 전환

M&A로 연결 대상 법인이 증가했고, 모바일게임부문이 성장하면서 1분기 매출액은 전년도 다 47.4% 증가한 2,036억원을 기록했다. 영업이익은 마케팅비용을 비롯한 영업비용 증가가 외형증가보다 완만하게 나타나면서 92억원으로 흑자전환했다. 전분기와 비교해서는 연결대상법인에 발생하는 기타 매출액이 감소해 전체 매출액은 -6.5% 감소했다. 게임 출시가 제한적이었고 페이코 마케팅활동도 초기보다 줄어 영업비용은 -14.5% 감소하였다.

‘LINE디즈니즈푸즈’가 분기 최대 매출 기록을 경신하고, ‘요괴워치푸니푸니’도 좋은 성과를 보이면서 모바일게임 매출액은 전분기보다 5.8% 증가했다. PC게임 매출 역시 지난 4분기보다 1.7% 늘었다. 3월 규제환경 변화로 웹보드게임 게임성이 개선됐기 때문이다. 전체 게임 매출액 중에서 모바일게임이 차지하는 비중은 59.8%(지난 1분기 46.3%)로 높아졌다.

비용 중 가장 큰 변동이 나타나는 항목은 마케팅비다. 1분기에 집행된 페이코 마케팅비용은 52억원으로 지난해 1분기보다 121억원이 줄었다. 전체 마케팅비용도 전년도동기와 비교해 -71억원(-34.7%), 전분기 대비 -154억원(-53.5%) 감소했다.

간편결제 페이코는 4월말 기준 이용자 360만명, 본인인증가입자 500만명을 기록 중이다. 최근 갤러리아면세점, 에스엠면세점, 대명리조트, 이디야커피, 아티제 등 오프라인 가맹점과 요기요, 라이엇게임즈, 네오위즈 등 온라인가맹점과 추가로 제휴했다.

2분기 킹덤스토리 등 모바일 게임 출시 지속

2분기에는 웹보드게임 규제 완화 영향이 온기 반영될 전망이다. 현재 웹보드게임 매출액은 규제가 강화된 2013년 2분기 이전의 1/3 수준으로 줄어있다. 웹보드게임 매출액 정상화 정도가 2분기와 2016년 실적 전체에 가장 중요한 실적 변수 중 하나이다.

4월에 소프트 런칭한 킹덤스토리는 구글 플레이스토어에 피쳐드되며 좋은 초기 성과를 보이고 있다. 갓오프하이스쿨, 앵그리버드 IP게임, LINE 러쉬, 피쉬 아일랜드2 등 모바일게임 출시는 2분기에도 이어질 전망이다.

웹보드 규제 완화 영향에 주목, 중립 투자 의견 유지

1분기 흑자 전환에도 불구하고 동사의 2016년 영업이익 전망치를 기존 흑자에서 적자로 변경했다. 1분기 줄었던 마케팅비용이 출시 게임 수 증가와 페이코 마케팅 활동 강화 시 큰 폭 늘어날 개연성이 확인되었다. 2분기 실적에 큰 변화를 가져올 변수는 웹보드게임 규제 완화 영향이다. 규제 강화로 감소폭이 컸던 만큼 다시 규제 완화로 외형이 빠르게 회복할 수 있다. 긍정적인 웹보드 규제 완화 영향이 확인되기 전까지는 중립 투자 의견을 유지한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	265	557	645	912	1,022	1,095
영업이익 (십억원)	52	12	-54	-9	29	41
영업이익률 (%)	19.6	2.2	-8.4	-1.0	2.8	3.7
순이익 (십억원)	18	51	164	42	40	51
EPS (원)	1,179	3,236	8,836	2,148	2,036	2,582
ROE (%)	1.8	5.0	13.4	2.9	2.7	3.3
P/E (배)	79.1	26.1	6.4	28.4	29.9	23.6
P/B (배)	1.5	1.3	0.8	0.8	0.8	0.8

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

실적 전망

표 1. 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F
매출액	138	126	163	218	204	221	226	262	557	646	912
PC	58	47	49	48	49	54	54	63	306	203	220
웹보드	26	19	20	20	20	26	25	35	128	85	106
기타 PC	31	28	29	28	28	29	28	28	179	117	114
모바일	50	44	52	69	73	75	85	95	185	215	328
기타	31	35	62	101	82	92	87	103	65	228	364
지역별											
국내	66	51	59	69	88	103	105	139	296	245	434
일본	42	39	43	47	54	57	59	61	196	171	230
영업비용	152	134	186	228	194	220	235	271	545	699	920
인건비	55	52	55	60	62	63	64	65	196	223	253
지급수수료	48	42	69	104	86	109	113	142	205	263	451
광고선전비	20	13	32	29	13	13	21	25	55	95	73
감가상각비	9	8	10	11	9	10	10	11	28	38	40
기타	19	18	20	24	24	25	26	28	60	81	103
영업이익	-14	-8	-23	-10	9	1	-10	-9	12	-53	-9
영업이익률	-10.0	-6.5	-13.9	-4.5	4.5	0.4	-4.3	-3.5	2.1	-8.2	-0.9
영업외이익	13	23	249	55	30	23	26	25	110	340	104
영업외비용	10	10	18	18	7	12	10	11	49	57	40
당기순이익	-11	2	151	22	25	9	6	3	50	167	42
순이익률	-7.6	1.9	92.7	10.1	12.0	4.0	2.5	1.3	9.0	25.8	4.6
YoY											
매출액	-9.2	4.9	19.7	46.4	47.4	75.9	38.4	20.1	-13.2	16.0	41.1
PC	-43.9	-30.4	-29.2	-28.1	-15.4	15.6	9.4	31.9	-37.5	-33.6	8.2
웹보드	-42.2	-21.5	-26.7	-35.7	-23.0	36.3	27.6	74.8	-52.3	-33.4	24.9
기타 PC	-45.2	-35.3	-30.8	-21.6	-9.1	1.7	-3.0	1.5	-19.6	-34.7	-2.4
모바일	12.8	-2.5	7.1	44.7	45.7	72.4	62.3	38.6	42.5	15.8	52.9
기타	502.7	355.5	241.6	192.7	169.0	160.6	41.1	1.9	199.4	249.4	59.2
지역별											
국내	-33.3	-19.1	-12.7	4.4	33.5	100.3	78.7	100.3	-31.5	-17.1	77.2
일본	-13.7	-19.6	-16.0	-1.0	29.5	44.2	37.8	28.8	4.0	-12.7	34.7
영업이익	적전	적지	적지	적전	흑전	흑전	적지	적지	-93.4	적전	적지
당기순이익	적전	12.6	1,172.9	3.2	흑전	270.5	-96.3	-84.2	-47.3	231.3	-74.6

주: K-IFRS 연결 기준

자료: NHN엔터테인먼트, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 2016~2017년 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
매출액	640	702	912	1,022	42.5	45.6
영업이익	18	39	-9	29	적자로 변경	-25.6
세전이익	24	52	56	55	133.3	5.8
당기순이익	19	41	42	40	121.1	-2.4
EPS	965	2,085	2,148	2,036	122.6	-2.4
영업이익률	2.8	5.6	-1.0	2.8	-3.8	-2.7
순이익률	3.0	5.8	4.6	3.9	1.6	-1.9

주: K-IFRS 연결 기준

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 -1155.6 / 5일 -8718.2)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 -1427.5 / 5일 2054.8)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
증권	184.4	-285.7	화학	-308.7	-98.1	서비스업	348.3	1,947.6	전기전자	-978.2	175.2
통신업	77.2	53.8	철강금속	-296.0	-1,058.6	건설업	134.6	-217.2	금융업	-544.6	-873.8
금융업	70.4	-907.3	전기전자	-288.7	-2,622.2	유통업	89.1	-57.5	보험업	-267.8	-28.8
보험업	68.2	-60.2	건설업	-283.5	-572.4	전기가스	34.8	268.5	운수장비	-247.1	1,010.6
섬유의복	63.5	-295.0	은행	-133.6	-93.3	음식료	27.0	-116.4	화학	-174.8	-12.3
국내기관 (종목)						외국인 (종목)					
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
KODEX 인버스	446.9	1,221.1	KODEX 레버리지	-760.0	-967.9	SK	421.0	-131.4	삼성전자	-562.2	982.5
대우증권	127.7	-32.0	삼부토건	-325.3	0.0	대우건설	170.4	-67.0	현대차	-277.1	231.6
엔씨소프트	124.1	411.7	삼성전자	-277.3	-1,349.1	BGF리테일	137.2	299.9	삼성생명	-197.9	27.4
신세계	103.9	115.8	SK	-214.3	-110.9	KT&G	113.4	192.0	POSCO	-150.5	-675.6
현대차	82.6	-870.0	한화케미칼	-179.6	-99.6	삼성에스디에스	104.4	81.4	엔씨소프트	-133.0	-398.9
삼성에스디에스	80.6	30.3	현대제철	-163.1	-303.1	CJ제일제당	98.1	211.1	두산	-116.2	90.5
한세실업	69.5	-256.4	LG화학	-148.4	-352.3	NAVER	83.3	998.4	효성	-108.7	-345.9
대림산업	62.4	-179.9	우리은행	-111.9	-84.7	LG생활건강	80.6	-12.0	LG전자	-105.3	-221.4
KT	59.3	324.5	KODEX 200	-111.3	-548.3	한국전력	63.8	197.0	기업은행	-104.8	-201.4
SK텔레콤	57.6	106.5	POSCO	-82.2	-438.1	기아차	52.7	251.0	LG디스플레이	-89.9	22.5

KOSDAQ 기관 및 외국인 순매매 상/하위 업종 및 종목

(단위: 억원)

국내기관 (업종)			기관전체 (당일 141.2 / 5일 1449.6)			외국인 (업종)			외국인전체 (당일 -151.4 / 5일 -549.9)		
순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일	순매매 상위	금액	5일	순매매 하위	금액	5일
IT부품	96.9	40.2	제약	-67.7	75.1	디지털컨텐츠	80.0	87.1	제약	-49.0	-144.6
반도체	84.9	159.4	금융	-32.8	-7.9	화학	11.7	-41.3	IT부품	-33.1	-158.9
오락,문화	62.0	134.8	유통	-18.3	-115.4	반도체	5.1	-91.1	인터넷	-29.4	-83.3
통신방송	23.0	462.4	화학	-16.5	-63.0	금융	2.1	-5.2	컴퓨터서비스	-20.0	-14.6
방송서비스	19.9	476.2	인터넷	-7.4	320.3	출판,매체복제	1.1	-22.5	음식료,담배	-16.9	52.5
국내기관 (종목)						외국인 (종목)					
순매수	금액	5일	순매도	금액	5일	순매수	금액	5일	순매도	금액	5일
슈퍼겐코리아	65.1	22.3	셀트리온	-58.7	-1.9	컴투스	59.4	83.9	메디톡스	-51.4	86.1
블루콤	37.1	23.0	차바이오텍	-14.8	-31.2	게임빌	27.7	76.5	셀트리온	-25.7	-283.3
에스엠	35.3	-18.1	인바디	-14.1	147.1	오스템임플란트	26.0	58.0	카카오	-25.3	-79.9
테스	29.0	-15.7	바이오랜드	-12.2	-21.6	와이지엔터테인먼트	23.9	43.4	인바디	-18.2	20.4
동국제약	23.6	11.4	콜마비엔에이치	-11.8	28.8	이오테크닉스	22.1	-33.8	에스엠	-18.2	-35.2
와이지엔터테인먼트	21.4	103.0	대봉엘에스	-10.5	-5.5	포스코 ICT	19.0	27.1	인터넷파크홀딩스	-16.4	-69.1
메디포스트	13.2	11.0	아미코젠	-9.0	-15.8	코리아나	18.2	-3.8	솔브레인	-14.4	-8.8
컴투스	11.8	143.2	원익홀딩스	-8.9	-66.9	원익홀딩스	14.7	-71.4	에스에프에이	-12.9	-25.5
CJ E&M	11.2	454.1	큐로홀딩스	-8.8	-16.9	동국제약	11.5	6.1	휴젤	-11.0	-23.1
에스티아이	10.8	9.4	카카오	-8.7	311.7	에이티젠	10.6	7.4	바이로메드	-10.5	-48.1

※ 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
현대차	13,781.6	SK	-20,167.0	한세실업	4,689.0	삼성전자	-18,002.9
KODEX 레버리지	11,295.3	KT&G	-3,954.9	삼성에스디에스	4,642.8	우리은행	-8,539.2
엔씨소프트	8,703.4	LG화학	-3,317.3	제일기획	4,467.1	현대제철	-7,868.0
두산	6,800.0	현대제철	-2,884.4	신세계	4,270.5	LG화학	-6,724.4
삼성생명	3,707.3	삼성전자	-2,874.9	SK하이닉스	3,148.2	NAVER	-6,595.5
SK이노베이션	3,055.6	AJ렌터카	-2,775.6	아모레퍼시픽	3,027.3	POSCO	-6,471.6
신세계	2,178.1	한국전력	-2,624.7	롯데케미칼	2,716.3	기업은행	-4,378.1
KB금융	1,958.6	롯데케미칼	-2,620.6	대림산업	2,419.0	BGF리테일	-4,142.9
기업은행	1,475.6	KODEX 인버스	-2,311.8	한국콜마	2,370.2	한화케미칼	-3,959.2
한세실업	1,463.8	한화케미칼	-2,257.9	현대중공업	2,276.0	엔씨소프트	-3,281.8
은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
KODEX 레버리지	12,923.1	삼부토건	-15,892.1	TIGER 200	5,300.6	삼부토건	-14,790.0
TIGER 200	4,803.8	TIGER 경기방어	-8,384.2	엔씨소프트	3,480.7	현대제철	-5,889.7
한국가스공사	893.2	KODEX 인버스	-3,679.2	신세계	2,953.1	SK하이닉스	-3,357.3
현대차	825.9	KT&G	-1,930.0	한화테크윈	2,383.5	CJ제일제당	-2,973.0
KODEX 200	531.6	TIGER 원유선물(H)	-1,876.5	SK텔레콤	1,711.3	삼성전자	-2,942.6
TIGER 헬스케어	525.7	호텔신라	-901.9	KT&G	1,619.6	LG화학	-2,871.6
현대홈쇼핑	469.3	TIGER 중국소비테마	-732.3	코리아오토글라스	1,165.6	맥쿼리인프라	-2,252.8
한세실업	407.7	두산엔진	-606.2	KBSTAR 200	1,104.1	하나금융지주	-1,857.7
롯데케미칼	388.5	BGF리테일	-435.5	LG생활건강	1,036.3	두산	-1,843.3
LF	357.2	한국전력	-321.8	ARIRANG 고배당주	1,022.4	우리은행	-1,391.9

KOSPI 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

순매수			순매도		
종목	외국인	기관	종목	외국인	기관
삼성에스디에스	10,441.6	8,064.0	삼성전자	-56,215.8	-27,732.6
신세계	1,248.8	10,386.5	한화케미칼	-8,776.8	-17,962.9
LG생활건강	8,055.1	85.2	POSCO	-15,049.4	-8,217.3
한화테크윈	3,650.4	3,375.5	LG화학	-4,547.4	-14,842.2
한미사이언스	1,022.4	3,565.4	기업은행	-10,483.8	-2,089.3
이마트	2,853.9	1,050.9	롯데케미칼	-4,078.5	-3,146.5
LG이노텍	760.3	2,403.3	호텔신라	-2,854.1	-2,416.2
코리아오토글라스	91.0	2,998.9	SK하이닉스	-1,058.2	-4,048.0
GS건설	1,756.9	1,254.7	현대위아	-81.5	-4,834.7
대한항공	1,914.2	694.2	삼성전기	-3,463.8	-777.3

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

※ 외국인 기관 동반 순매도 금액은 (-)를 생략한 수치임

KOSDAQ 기관별 당일 매매 상위 종목

(단위: 백만원)

투신				연기금			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
슈피겐 코리아	2,106.0	셀트리온	-3,541.3	블루콤	1,442.1	아미코젠	-942.5
에스엠	1,182.4	원익홀딩스	-1,400.4	컴투스	1,187.8	에스엠	-903.4
메디포스트	1,154.8	콜마비엔에이치	-1,187.8	슈피겐 코리아	1,154.1	한국토지신탁	-698.8
동국제약	1,124.0	차바이오텍	-1,029.6	메디톡스	1,005.3	GS홈쇼핑	-643.6
GS홈쇼핑	1,016.3	인바디	-796.6	CJ E&M	960.0	바이오랜드	-553.1
제이콘텐트리	690.2	연우	-749.0	비텍	793.5	에스에프에이	-524.3
ISC	616.8	바이오랜드	-638.3	테스	563.5	셀트리온	-515.0
에프티이앤이	582.3	대봉엘에스	-562.5	에스티아이	432.1	포스코컴텍	-490.8
한양이엔지	579.4	SK머티리얼즈	-383.8	크루셜텍	413.6	위메이드	-405.6
테스	538.3	상아프론테크	-379.0	다원시스	407.2	매일유업	-376.3
은행				보험			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
고영	112.2	에스엠	-441.6	와이지엔터테인먼트	1,496.3	비에이치	-502.3
와이지엔터테인먼트	68.9	GS홈쇼핑	-138.8	블루콤	1,071.5	포스코 ICT	-497.1
한글과컴퓨터	63.6	셀트리온	-96.3	슈피겐 코리아	884.3	인트론바이오	-285.4
오로라	63.2	상아프론테크	-77.6	동국제약	629.6	셀트리온	-250.7
테스	54.9	동양이엔피	-42.9	네오팜	490.0	CJ E&M	-245.9
솔브레인	52.4	와이드온라인	-42.8	테스	460.3	상아프론테크	-243.3
연우	45.3	서한	-39.6	에스엠	426.2	휴맥스	-224.4
바디텍메드	43.5	KMH	-37.1	원익홀딩스	261.4	서울옥션	-220.5
블루콤	36.2	인바디	-29.2	유니셀	212.3	성광벤드	-208.0
CJ E&M	30.0	Simpac Metalloy	-28.4	카카오	193.8	이엔에프테크놀로지	-182.8

KOSDAQ 외국인 기관 동반 순매수/매도 상위 종목

(단위: 백만원)

순매수			순매도		
종목	외국인	기관	종목	외국인	기관
컴투스	5,943.6	1,178.5	셀트리온	-2,566.4	-5,868.6
슈피겐 코리아	294.2	6,505.6	메디톡스	-5,135.0	-238.4
와이지엔터테인먼트	2,391.7	2,136.1	카카오	-2,530.1	-865.2
게임빌	2,770.4	812.3	인바디	-1,824.5	-1,411.4
동국제약	1,147.9	2,356.9	차바이오텍	-77.2	-1,482.4
오스템임플란트	2,598.5	72.8	비아트론	-924.3	-453.7
이오테크닉스	2,205.4	339.2	아미코젠	-241.6	-903.7
메디포스트	38.6	1,321.7	성광벤드	-888.0	-169.6
DMS	619.0	692.3	디오	-999.4	-52.5
에스티아이	197.0	1,077.1	위메이드	-603.4	-352.4

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

※ 외국인 기관 동반 순매도 금액은 (-)를 생략한 수치임

KOSPI 주간 주체별 동향 (기간: 2016년 5월 9일 ~ 5월 13일)

(단위: 억원)

일자	KOSPI	투신	은행	보험	연기금	금융투자	기관계	외국인	개인	기타
16. 5. 9	1967.81 (-8.90)	-359.3	-82.5	-201.0	-69.5	322.1	-527.4	-979.0	1192.2	326.1
16. 5. 10	1982.50 (+14.69)	1.9	-99.4	112.3	305.8	-422.3	410.3	367.2	-1248.2	483.0
16. 5. 11	1980.10 (-2.40)	-452.3	-75.4	48.3	131.0	-1827.6	-2414.4	698.8	1307.9	402.3
16. 5. 12	1977.49 (-2.61)	-23.1	-42.0	-151.9	-174.0	-793.1	-1282.6	245.1	1104.9	-65.0
16. 5. 13	1966.99 (-10.50)	-224.9	-161.1	-270.6	-248.3	-124.2	-1155.2	-1427.6	2184.1	408.3
합계		-1057.6	-460.4	-462.9	-55.0	-2845.1	-4969.2	-1095.4	4540.9	1554.7
(16. 5. 2 ~ 16. 5. 6)		70.7	-106.7	-73.9	-272.1	-8710.9	-8451.9	2263.8	5466.2	715.4

KOSPI 주간 기관 및 외국인 순매도/순매수 상위 20종목

(단위: 억원)

국내기관				외국인			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
KODEX 인버스	1293.9	KODEX 레버리지	-1332.1	NAVER	951.9	POSCO	-943.2
엔씨소프트	478.4	삼성전자	-999.6	BGF리테일	436.7	엔씨소프트	-492.3
롯데케미칼	344.4	SK하이닉스	-643.5	KODEX 200	411.4	삼성전자	-432.6
CJ	305.4	KODEX 200	-552.1	아모레퍼시픽	405.3	롯데쇼핑	-397.3
KT	255.7	NAVER	-459.7	SK이노베이션	328.3	현대차	-393.8
한미사이언스	200.9	아모레퍼시픽	-432.4	SK	323.4	LG전자	-392.0
LIG넥스원	195.6	LG화학	-368.7	LG유플러스	323.4	롯데케미칼	-385.8
농심	195.3	삼성물산	-331.1	CJ CGV	296.2	효성	-340.4
신세계	189.6	현대제철	-331.1	CJ제일제당	280.2	기업은행	-258.7
하나투어	184.5	삼부토건	-325.3	코스맥스	246.7	삼성물산	-250.0
한화	171.8	한국항공우주	-308.1	한국전력	232.5	LG화학	-246.7
GS건설	158.3	SK	-303.5	기아차	204.0	삼성생명	-196.0
효성	155.6	한국전력	-296.6	KT&G	188.0	KB금융	-190.5
LG디스플레이	155.0	LG유플러스	-283.4	한화테크윈	184.4	한미약품	-190.2
두산엔진	152.6	한화케미칼	-269.0	만도	183.7	SK하이닉스	-181.9
KB금융	148.3	기아차	-266.1	현대모비스	181.5	삼성전기	-175.8
코스맥스	144.1	LG전자	-253.4	삼성SDI	173.8	두산인프라코어	-174.9
S&T모티브	115.9	현대차	-212.5	현대홈쇼핑	173.8	대우증권	-164.5
OCI	114.9	POSCO	-210.3	GS리테일	155.6	해태제과식품	-160.9
삼성에스디에스	111.3	해태제과식품	-205.8	이마트	145.0	한화	-160.5

KOSDAQ 주간 주체별 동향 (기간: 2016년 5월 9일 ~ 5월 13일)

(단위: 억원)

일자	KOSDAQ	투신	은행	보험	연기금	금융투자	기관계	외국인	개인	기타
16. 5. 9	691.82 (-2.35)	72.6	22.1	22.3	108.4	23.4	253.5	-559.3	358.3	-53.9
16. 5. 10	700.23 (+8.41)	100.4	-14.3	25.3	79.4	53.2	212.2	231.5	-445.8	1.2
16. 5. 11	703.94 (+3.71)	143.2	6.3	-47.2	70.7	168.1	366.5	160.5	-477.4	-38.1
16. 5. 12	705.04 (+1.10)	85.4	-8.9	49.4	67.6	23.6	252.6	-98.3	-117.3	-28.5
16. 5. 13	704.37 (-0.67)	32.3	3.1	42.1	58.1	-12.5	155.5	-151.4	115.7	-112.5
합계		433.8	8.2	91.9	384.3	255.7	1240.3	-417.0	-566.5	-231.8
(16. 5. 2 ~ 16. 5. 6)		228.9	-8.1	65.9	40.9	-107.2	495.7	-306.1	115.0	-309.6

KOSDAQ 주간 기관 및 외국인 순매도/순매수 상위 20종목

(단위: 억원)

국내기관				외국인			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
CJ E&M	421.9	파라다이스	-77.6	CJ E&M	184.7	셀트리온	-267.1
카카오	265.4	원익홀딩스	-61.0	컴투스	92.2	카카오	-110.1
와이지엔터테인먼트	142.5	셀트리온	-60.3	게임빌	85.7	유지인트	-101.5
컴투스	130.1	차바이오텍	-46.4	와이지엔터테인먼트	76.4	인터파크홀딩스	-97.4
게임빌	106.4	삼천리전자	-36.6	오스템임플란트	46.1	에스엠	-44.8
슈퍼겐코리아	91.9	연우	-33.2	포스코 ICT	42.8	웹젠	-43.8
인바디	83.7	코나아이	-30.9	비아트론	39.3	바이로메드	-39.6
오스템임플란트	62.8	한일진공	-27.8	나이스정보통신	32.1	인트론바이오	-36.5
AP시스템	54.9	진성티씨	-26.8	연우	31.3	에스에프에이	-32.7
제이콘텐트리	52.7	큐로홀딩스	-25.7	아이센스	30.1	코미팜	-31.1
블루콤	44.5	바이오랜드	-25.5	AP시스템	29.3	에이치엘비	-31.0
더블유게임즈	41.7	에스아이리소스	-23.8	대화제약	27.2	셀트리온제약	-27.5
로엔	35.8	아이센스	-22.1	안랩	25.2	제넥신	-26.7
동국제약	35.3	나이스정보통신	-20.5	인터파크	21.5	이지바이오	-23.5
한양이엔지	33.8	성광밴드	-20.4	모두투어	21.1	원익홀딩스	-23.4
휴젤	32.9	디지털유통	-19.6	메디포스트	20.2	아트라스BX	-22.7
쇼박스	32.6	디에이치피코리아	-19.4	바이넥스	17.9	솔브레인	-22.6
에머슨퍼시픽	32.0	SK머티리얼즈	-19.0	셀바이오텍	17.0	성광밴드	-20.1
에이치엘비	30.7	파나진	-17.3	동국제약	16.4	코나아이	-19.7
네오팜	30.7	아미코젠	-17.1	CMG제약	15.3	NICE평가정보	-19.3

주가지표

리서치센터

02-768-4161

Minkyung.kim@dwsec.com

유가증권시장			05/13 (금)	05/12 (목)	05/11 (수)	05/10 (화)	05/09 (월)
가격 및 거래량 지표	코스피지수		1,966.99	1,977.49	1,980.10	1,982.50	1,967.81
	이동평균	20일	1,997.77	1,998.48	1,998.13	1,997.73	1,997.29
		60일	1,971.97	1,970.23	1,967.86	1,965.88	1,964.80
		120일	1,955.48	1,955.54	1,955.67	1,955.81	1,955.93
	이격도	20일	98.46	98.95	99.10	99.24	98.52
		60일	99.75	100.37	100.62	100.85	100.15
	거래대금(억원)		45,451.6	41,442.0	44,517.9	48,574.6	53,030.4
시장지표	투자심리도		40	40	40	40	40
	ADR		90.53	91.51	89.80	86.18	88.07
	VR		40.86	42.35	43.70	59.36	50.44
코스닥시장			05/13 (금)	05/12 (목)	05/11 (수)	05/10 (화)	05/09 (월)
가격 및 거래량 지표	코스닥지수		704.37	705.04	703.94	700.23	691.82
	이동평균	20일	699.19	698.65	698.04	697.70	697.55
		60일	683.74	682.36	680.75	679.81	679.50
		120일	678.24	677.95	677.69	677.38	677.02
	이격도	20일	100.74	100.92	100.84	100.36	99.18
		60일	103.02	103.32	103.41	103.00	101.81
	거래대금(억원)		31,023.5	28,555.4	30,595.3	29,018.4	29,692.8
시장지표	투자심리도		60	70	70	60	50
	ADR		95.34	93.92	91.73	86.82	90.35
	VR		136.69	134.31	135.86	108.47	98.68
자금지표			05/13 (금)	05/12 (목)	05/11 (수)	05/10 (화)	05/09 (월)
국고채 수익률(3년, %)			1.44	1.42	1.42	1.41	1.41
AA- 회사채수익률(무보증3년, %)			1.88	1.86	1.85	1.84	1.84
원/달러 환율(원)			1,171.40	1,162.60	1,167.60	1,172.60	1,165.80
원/100엔 환율(원)			1,076.95	1,067.49	1,074.15	1,077.96	1,083.86
CALL금리(%)			1.48	1.48	1.59	1.50	1.48
국내 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)			-	-179	33	-174	-63
해외 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)			-	26	29	-58	67
주식혼합형펀드 증감(억원)			-	-11	49	23	28
채권형펀드 증감(억원)			-	-1,336	-276	-226	-309
MMF 잔고(억원)			-	1,133,133	1,137,549	1,132,963	1,134,036
고객예탁금(억원)			-	228,693	220,594	223,372	225,436
순수예탁금 증감(억원)			-	6,767	-1,496	-2,260	-7,530
미수금(억원)			-	1,559	1,867	1,524	1,496
신용잔고(억원)			-	71,815	71,869	71,944	71,777
해외 ETF 자금유출입			05/13 (금)	05/12 (목)	05/11 (수)	05/10 (화)	05/09 (월)
한국 관련 ETF(억원)			-	-327.1	-89.6	-38.6	-238.0
이머징 관련 ETF(억원)			-	-91.2	26.4	880.1	-1211.6
아시아 관련 ETF(억원)			-	0.7	0.7	9.3	-43.3
글로벌(선진) 관련 ETF(억원)			-	-14.5	0.1	31.2	8.9
Total(억원)			-	-432.1	-62.4	882.0	-1484.0
외국인 프로그램 비차익 순매수 (억원)			-500.7	471.1	425.3	597.8	-1362.6

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