



IBKS Strategic Insight

글로벌 순환매 장세, 다음은 한국

최근 KOSPI가 약 1년 7개월만에 2,100P선을 돌파했지만 연초 이후로는 미국을 중심으로 한 글로벌 증시의 강세 흐름에서 우리증시는 상대적으로 소외되어 왔다. 그러나 3월 FOMC를 전후로 글로벌 증시 중에서도 우리증시의 상대적 강세 흐름이 시작될 것으로 전망한다. 즉 글로벌 증시 순환매 장세의 다음 타겟은 우리나라가 될 가능성이 높다고 판단되며 이는 3분기 KOSPI 박스권 돌파의 토대가 될 것으로 예상한다.

연초 이후 글로벌 증시의 강세 흐름에서 우리증시가 상대적으로 소외되었던 이유는 트럼프와 연준으로부터 비롯된 외환시장의 변동성 확대와 이에 따른 외국인의 순매수 약화 때문이었다. 상반기 동안은 외환시장의 높은 변동성이 지속될 가능성이 높지만 트럼프 정부의 정책 기대감 약화와 3월 FOMC에서의 기준금리 동결 등 변동성 확대의 이유는 하나씩 완화될 것으로 예상되며 이에 따라 우리 기업들의 실적에 대한 기대감과 신흥국 중에서도 더욱 커지고 있는 저평가 매력에 우리증시로의 외국인 자금 유입을 이끌 것으로 전망한다.

특히 2016년 우리증시의 상승을 이끌었던 프로그램 비차익 중심의 외국인 자금이 3월부터 다시 유입될 가능성이 높다고 판단되며 이에 따라 외국인 투자자들의 대표적 벤치마크인 MSCI Korea내 주식 비중과 KOSPI200내 주식 비중의 차이를 이용한 투자전략을 제시한다.

이를 통해 선정한 종목은 SK하이닉스, KB금융, 신한지주, NAVER, POSCO, 하나금융지주, KT&G, 현대차, 현대모비스, 삼성SDI, SK이노베이션, 삼성화재 등이며 이들 종목들은 1분기 실적에 대한 기대감도 지속되고 있는 종목들로 관심을 가져볼 만 하다.

Strategist

김 정 현

02) 6915-5792

john@ibks.com

CONTENTS

Executive Summary.....	3
Macro	8
추가 상승의 선제 조건은 환율 안정	8
트럼프 정부의 정책 기대감은 약화될 것	11
3월 FOMC 기준금리 인상 가능성은 낮으나 변동성 확대 불가피.....	15
Liquidity.....	20
3월 FOMC를 전후로 외국인 순매수 확대 가능성.....	20
Earnings Momentum & Valuation	26
4분기 실적 계절성을 감안하면 상당히 양호.....	26
2017년 실적에 대한 기대감도 이어져.....	28
밸류에이션 매력은 더욱 확대.....	31
Monthly Strategy.....	34
프로그램 비차익 중심의 외국인 순매수 재개	34
MSCI Korea와 KOSPI200 주식 비중 차이를 이용한 투자전략.....	39
2017년 3월 업황 코멘트 및 추천종목.....	41
3월 IBKS 추천 종목 LIST.....	45

Executive Summary

프로그램 비차익 중심의 외국인 순매수 재개

KOSPI Trading Range 2,050~2,150P

Macro Momentum

최근 KOSPI가 2,100P선을 1년 7개월만에 돌파했지만 연초 이후 글로벌 증시 상승에 비하면 KOSPI는 상대적으로 소외된 모습이다. 여기에는 외환시장의 변동성 확대에 따른 외국인 순매수 약화가 큰 원인이 되었다고 판단되며 연초 이후 달러대비 주요국 통화 가치 변동률에서 원화가 가장 높은 수준에 포함되어 있다는 점이 원/달러 환율 변동성을 단적으로 보여주고 있다. 따라서 긍정적인 실적에 대한 기대감과 원화 강세에도 지수의 추가 상승을 위해서는 글로벌 불확실성 완화와 이에 따른 외환시장의 변동성 완화가 선행 되어야 한다고 판단된다.

하지만 상반기에는 미국의 보호무역(국경조정세)과 4월 환율보고서 발표 및 브렉시트와 프랑스 대선, 미국의 기준금리 인상 가능성 등 외환시장의 변동성 확대 요인들이 아직 산적해 있어 외환시장의 변동성 축소가 쉽지 않을 것으로 예상된다. 그러나 이런 변동성 확대 요인은 시간이 지날수록 하나씩 완화될 것으로 전망된다.

먼저 트럼프 정부의 정책 기대감은 약화될 것으로 예상된다. 지금까지는 행정명령 등으로 공격적인 정책 행보를 이어왔지만 모든 정책을 행정명령 만으로 해결할 수는 없으며 결과적으로는 의회와의 관계가 중요하다. 공화당이 의회를 장악하긴 했으나, 최근 트럼프 대통령의 독단적인 행동으로 공화당 내에서도 정책에 반감을 가지는 의원들이 생겨나기 시작했다는 점은 기존 스탠스를 더 이상 유지하긴 어려울 것임을 시사한다. 즉 대통령의 권력에 대해 당파를 넘어선 의회가 조정 압력을 행사하면서 당초 내세웠던 강한 공약들이 완화되는 결과를 낳을 가능성이 높다.

종국적으로 트럼프 정책의 방향과 그 강도, 정책 발표의 갑작스러움은 완화될 가능성이 높다. 반이민 정책뿐만 아니라 무역협정, 외교 등과 관련된 정책은 주요 동맹국의 반발이 크기 때문에 이를 고려하는 의회와의 갈등을 통해 완화될 가능성이 높다고 판단된다.

트럼프와 함께 외환시장의 변동성을 키운 또 하나의 요인은 옐런으로 대표되는 연준이다. 특히 옐런 의장과 연준 위원들이 3월 기준금리 인상 가능성을 높이는 발언을 이어가고 있는 가운데 미국 경제지표 역시 호조를 보이며 기준금리 인상 가능성을 높이고 있다.

그러나 트럼프 정부의 정책 윤곽이 분명하지 않은 상황에서 그에 따른 경제적 영향을 판단하기에 3월 FOMC (현지시간 14~15일)는 이르며 옐런 의장의 말처럼 추측을 바탕으로 통화정책을 설정하기에도 3월 FOMC는 불확실성이 너무 크다. 또한 FOMC 회의와 동일한 시기에 부채한도 협상도 예정되어 있어 그 결과를 확인하기 어렵다는 점 또한 3월 기준금리 인상을 어렵게 하는 요인이라고 판단된다.

경제지표 차원에서도 연준의 정책 결정에 큰 영향을 미칠 수 있는 경제지표, 그 중에서도 소비자물가와 같은 경우 1월 소비자물가가 연율 기준 2012년 3월 이후 최고치를 기록했지만 이는 전년동기 국제유가 및 수입가격 급락에 따른 기저효과에 기인한 것으로 기저효과는 1~2월 이 가장 크며 이후에는 축소된다. 에너지 가격에 따른 물가 압력 확대는 이미 고점을 찍고 반락하는 모습으로 물가 상승세가 지속될 것인지 또한 의구심이 들 수 있다.

마지막으로 메이 총리가 3월 말로 언급한 영국의 리스본 조약 50조 발동과 3월 네덜란드 총선, 4월과 5월 프랑스 대선과 6월 중 실시 가능성이 제기되고 있는 이탈리아 총선 등 유럽의 정치적 불확실성 확대를 앞두고 있다는 점도 연준의 3월 기준금리 인상을 어렵게 하는 요인이다.

결론적으로 3월 FOMC에서의 기준금리 인상 가능성은 낮다고 판단되며 트럼프 정책 기대감 약화와 더불어 연준의 점진적 기준금리 인상 기조 재확인도 연초 이후 확대되었던 환율 변동성을 한 단계 완화시킬 것으로 전망한다.

Liquidity

최근 외국인의 순매수를 보면 2016년 증시 상승을 이끌었던 외국인 순매수와는 다른 점이 있다는 것을 알 수 있다. 2016년 증시 상승을 이끌었던 외국인 순매수는 대부분 프로그램 비차익을 통해 유입된 반면 올해 들어 외국인의 순매수는 연초 비차익 중심의 프로그램 매매가 일부 유입되긴 했지만 전체 외국인 순매수를 이끈 것은 비프로그램 매매이다.

프로그램 비차익과 비프로그램 순매수를 어떤 특정 외국인이라고 단정지을 수는 없다. 하지만 보통 프로그램 비차익은 우리 시장 자체를 긍정적으로 보고 지수 전체를 바스켓으로 매수하는 뮤추얼 펀드 혹은 국부펀드와 같은 장기 성향의 외국인 자금이고 비프로그램 순매수는 개별 종목에 대한 외국인 순매수로 비교적 단기 성향인 것으로 알려져 있다.

즉 2017년 연초 이후 유입되며 KOSPI의 2,100P선 돌파를 가능하게 만든 외국인은 대내외 불확실성에 따른 지수 변동성 확대에 급격하게 유출될 수 있는 가능성이 높은 자금이라고 판단된다.

따라서 최근의 KOSPI 2,100P선 돌파를 마냥 긍정적으로만 바라볼 수 없는 부분이며 3월의 네덜란드 총선, 미국 FOMC 회의, 리스본 조약 50조 발동 및 4월의 프랑스 대선 등 향후 산적해있는 변동성 확대 요인들을 앞두고 2,100P대 안착을 낙관할 수 만은 없다.

그러나 FOMC 이후로는 대형주 중심의 외국인 순매수 유입이 예상되며 우리 기업들의 실적 기대감 및 우리 증시의 저평가 매력을 바탕으로 프로그램 비차익을 중심으로 장기성향의 자금의 유입 가능성이 높다고 판단된다.

지금까지 행정명령으로 공격적인 모습을 보여왔던 트럼프의 정책은 의회 승인 과정을 거치며 완화될 것으로 예상되고 3월 FOMC에서의 기준금리 동결은 시장에 올해도 많아야 2차례의 기준금리 인상만이 가능할 것이란 인식을 심어주며 2016년의 학습효과를 강화시킬 것으로 판단되기 때문이다.

이런 프로그램 비차익을 통한 장기 성향의 외국인 자금은 3월 FOMC 이후 유입되기 시작해 10월 초까지 순매수 규모를 확대하며 3분기 KOSPI의 박스권 돌파를 이끌 주요 투자주체가 될 것으로 전망한다.

Earnings Momentum & Valuation

2016년 4분기 실적시즌이 거의 마무리 되어가고 있는 가운데 현재까지 발표된 KOSPI 기업들의 영업이익은 31.1조, 순이익은 16.3조를 기록하고 있다. 현재까지 발표된 실적만으로도 지난 2011년 이후 4분기 기준 최고 실적을 기록하고 있으며 4분기 영업이익이 32.5조원을 넘게 되면 연간 영업이익은 150조를 넘어서고 순이익은 4분기가 21.5조 이상을 기록하면 연간 100조를 넘어설 것으로 예상돼 계절성을 감안하면 상당히 양호한 실적으로 판단된다.

2017년 1분기 이익 추정치는 우상향 추세를 이어가고 있는데 삼성전자를 제외한 KOSPI 기업들의 이익 추정치도 증가하고 있는 모습이다. 업종별로는 연초 이후 디스플레이와 반도체, IT하드웨어, 화학, 철강 등 IT와 시클릭얼 업종을 중심으로 이익 개선에 대한 기대감이 이어지고 있다.

최근 들어 다소 주춤한 모습을 보이고 있으나 2017년 1분기 뿐만 아니라 2017년 전반에 걸친 이익에 대한 기대감은 여전히 지속되고 있으며 12개월 선행 EPS 역시 가파른 우상향 추세를 이어가고 있다.

밸류에이션 차원에서도 우리증시의 저평가 매력은 더욱 확대되고 있다. 먼저 선진국과 신흥국의 상대적 개념에서 보면 신흥국은 선진국 대비 12개월 선행 EPS가 2016년 초를 저점으로 우상향 추세를 이어가고 있으나 선진국 대비 신흥국 주가는 여전히 낮은 수준에 머물고 있으며 밸류에이션 역시 여전히 저평가 상태에 머물고 있다.

MSCI Korea의 12개월 선행 ROE 역시 반등세를 이어가고 있고 우리증시의 12개월 선행 EPS는 신흥국 대비로도 우상향 추세를 이어가며 신흥국 중에서도 이익 개선에 대한 기대감이 높다는 점을 반영하고 있다.

특히 신흥국 대비로도 양호한 이익 개선세가 이어지고 있는 가운데에도 주가 상승은 신흥국 전체 상승에 못 미치며 12개월 선행 PER는 2011년 이후 평균을 큰 폭으로 하회하는 모습을 보이며 신흥국 중에서도 우리나라의 저평가 매력이 더욱 확대되고 있음을 보여주고 있다.

Monthly Strategy

3월 국내증시는 월초 트럼프의 세제개편안 발표에 따른 미국증시 중심의 차익매물 혹은 실망 매물이 출회되며 글로벌 증시의 투자심리를 악화시키는 가운데 3월 FOMC회의를 앞두고 기준금리 인상에 대한 경계감과 3월 말 영국의 리스본 조약 50조 발동 및 4월 프랑스 대선 등 유럽의 정치적 불확실성 확대가 전반적인 글로벌 증시의 변동성 확대로 이어지며 월초 약세 흐름이 이어질 것으로 전망한다. 따라서 환율 변동폭이 큰 모습을 이어갈 가능성이 높은 FOMC 이전까지는 대형주보다는 내수주를 중심으로 한 순환매 장세가 이어질 가능성에 무게를 둔다.

반면 트럼프의 정책에 대한 기대감 약화는 미국증시의 차익매물로 이어지며 미국증시 중심의 상승세가 신흥국으로 이어지는 순환매 장세를 유발할 가능성이 높다. 특히 최근 미국증시 상승과 함께 동반 강세를 보여왔던 여타 신흥국 증시보다는 실적에 대한 기대감이 지속되고 밸류에이션 매력이 한층 더 부각되고 있는 우리증시로 외국인 순매수 유입이 예상되며 FOMC 이후로 연내 3차례 기준금리 인상은 역시 어려울 것이라는 인식이 시장에 확산되면서 국내증시로의 자금 유입은 좀 더 확대될 것으로 판단된다. 따라서 FOMC 이후로는 우리 기업들의 실적 기대감 및 우리 증시의 저평가 매력을 바탕으로 프로그램 비차익을 중심으로 장기성향의 자금의 유입이 재개될 가능성이 높다고 판단된다.

그 중에서도 MSCI Korea내 비중 대비 KOSPI200내 비중이 차이가 있는 종목들에 대한 관심이 필요하다는 생각이다. 우리 증시 전반에 대한 긍정적 시각으로 유입되는 장기 성향의 자금은 보통 벤치마크 지수인 MSCI Korea를 추종하기 위해 시총 상위 종목들을 비중대로 바스켓으로 매수하는 경우가 많다. 하지만 국내증시에서 유독 삼성전자의 강세가 이어져 오면서 외국인의 벤치마크인 MSCI Korea내의 삼성전자 비중이 늘어나게 된다. 이에 따라 외국인은 현물 시장에서는 삼성전자를 순매도하고 KOSPI200 선물을 통해 삼성전자를 매수하는 효과를 만든다. 이는 작년 하반기에도 이미 관찰된 현상이며 최근까지도 외국인의 선물 누적 순매수 추이와 삼성전자의 주가는 상당히 높은 상관관계를 보이고 있다.

이런 외국인 매매의 특징을 활용해 생각해볼 수 있는 전략이 KOSPI200내 비중과 MSCI Korea내 비중 차이를 통한 외국인의 프로그램 비차익 유입 가능 종목을 예상해 보는 것이다.

즉 FOMC 이후 실적에 대한 기대감 및 저평가 매리트 부각으로 대형주 중심의 외국인 순매수 유입은 KOSPI200내 비중과 MSCI Korea내 비중 차이가 있는 이들 종목 중심으로 유입될 가능성이 높다고 판단된다. 해당 종목은 SK하이닉스, KB금융, 신한지주, NAVER, POSCO, 하나금융지주, KT&G, 현대차, 현대모비스, 삼성SDI, SK이노베이션, 삼성화재 등이다. 이들 종목들은 2017년 1분기 실적에 대한 기대감도 작용하고 있어 실적 측면에서도 관심을 가져 볼 만한 종목들이다.



Monthly Strategy

Macro

추가 상승의 선제 조건은 환율 안정

트럼프 정부의 정책 기대감은 약화될 것

3월 FOMC 기준금리 인상 가능성은 낮으나 변동성 확대 불가피

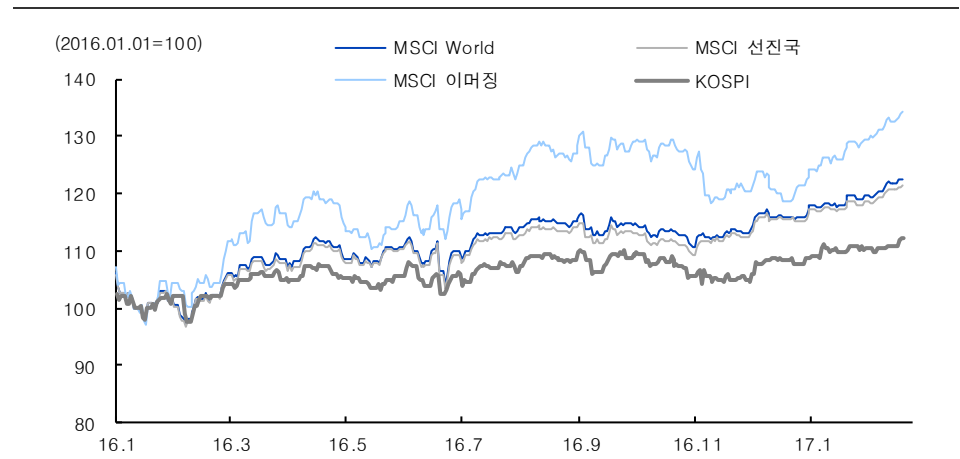
Macro

추가 상승의 선제 조건은 환율 안정

연초 이후 글로벌 증시
상승세에서 KOSPI는 소외

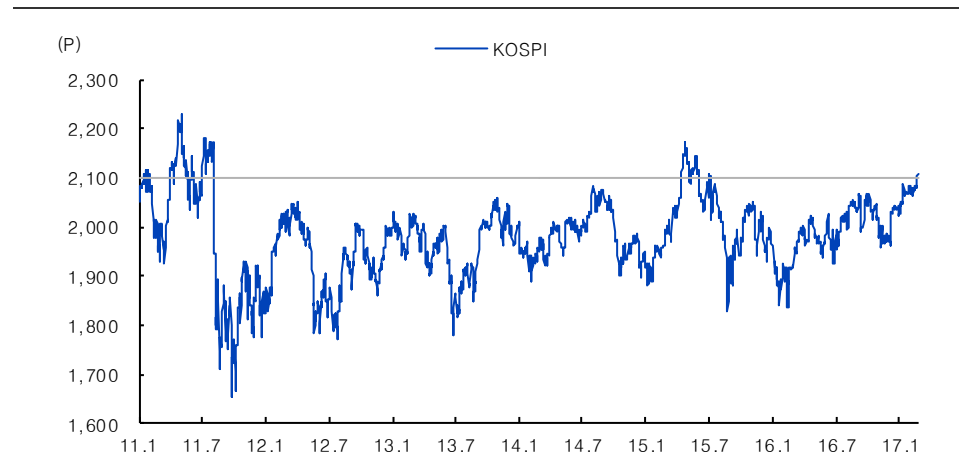
연초 이후 2월 중순까지 선진국과 신흥국 증시가 동반 상승세를 이어가고 있는 가운데에도 1월 중순 이후 KOSPI는 기간 조정 흐름을 이어가며 글로벌 증시의 상승에서 소외된 모습이었다. 그러다 지난 2월 21일 유로존 재무장관들이 교착 상태에 빠졌던 그리스의 구제금융협상 재개에 합의했다는 소식이 전해진 가운데 개장 전 발표된 우리나라의 2월 1일부터 20일까지의 수출이 기저효과와 조업일수 증가 영향이 컸지만 전년동기대비 26.2% 증가했다는 소식이 투자심리에 긍정적으로 작용하며 외국인과 기관의 동반 순매수에 KOSPI는 2015년 7월 3일(2,104.41P) 이후 약 1년 7개월만에 처음으로 종가기준 2,100P선을 돌파했다.

그림 1. 글로벌 증시 동반 강세에도 소외되었던 KOSPI



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 2. KOSPI 약 1년 7개월만에 종가 기준 2,100P선 돌파



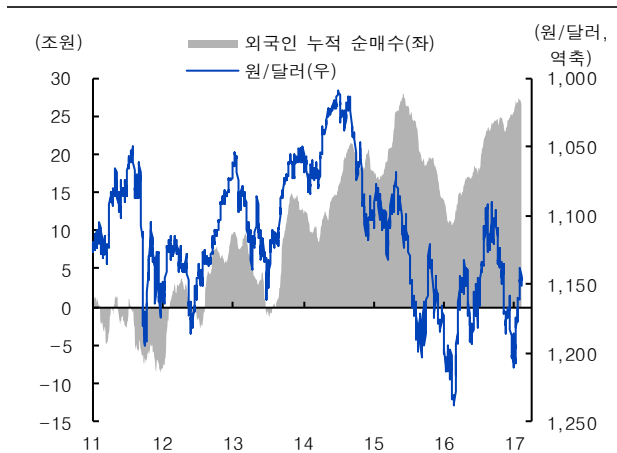
자료: Bloomberg, IBK투자증권

KOSPI의 상대적 부진의
핵심 원인은 외환시장의
변동성 확대

2월 21일 이전 글로벌 증시 대비 KOSPI의 상대적 부진과 21일의 2,100P선 돌파의 이유는 무엇일까? 여러 가지 요인들이 작용했겠지만 그 중에서도 핵심은 외환시장의 변동성이라고 판단한다.

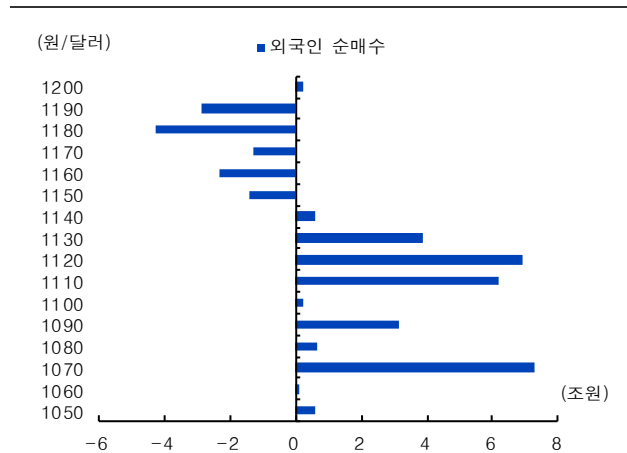
우리가 이미 잘 아는 것처럼 외국인의 순매수는 원/달러 환율과 높은 역의 상관관계를 갖는다. 특히 2011년 박스권 장세 형성 이후 원/달러 환율 1,150원 미만의 구간에서는 외국인은 대부분 순매수를 기록했고 1,110~1,140원대의 구간은 외국인의 순매수가 가장 많이 유입되는 구간이기도 하다. 이들 데이터만 보면 1월 중순 이후 2월 중순까지의 횡보 기간은 분명히 외국인의 순매수 가능성이 더 높은 구간이었다.

그림 3. 원/달러 환율과 외국인 순매수



자료: Bloomberg, Wisefn, IBK투자증권

그림 4. 원/달러 1,150원 이하 외국인 순매수 확대(2011년 이후)

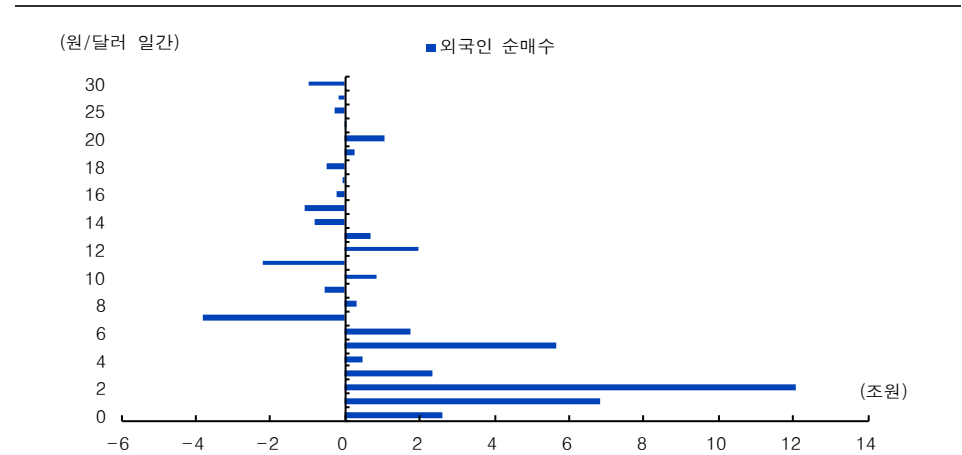


자료: Bloomberg, IBK투자증권

외국인의 순매수는 일일
환율 변동폭 7원 미만
구간에서 대부분 유입

하지만 여기서 한가지 유의해야 할 것이 있다. 원화 강세에 따른 외국인 순매수는 일일 환율 변동폭이 7원 미만인 구간에서 대부분 유입된다는 점이다. 즉 이는 환율의 방향성뿐만 아니라 변동성 역시 외국인 수급에 큰 영향을 미친다는 점을 시사한다.

그림 5. 일일 환율 변동폭 7원 미만에서 외국인 순매수 확대(2011년 이후)



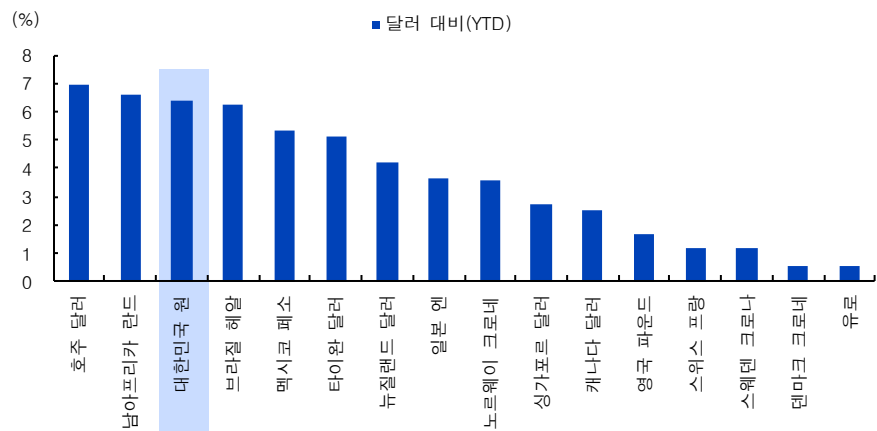
자료: Bloomberg, Wisefn, IBK투자증권

외환시장 변동성 확대가
외국인 수급을 통해
증시에도 영향

하지만 올해 들어 우리는 하루 환율 변동폭이 10원이 넘는 날을 쉽게 보았다. 특히 트럼프 취임 이후 확대되고 있는 글로벌 경제 정책 불확실성이 아직까지 증시 변동성 확대로 이어지고 있지는 않지만 외환시장의 변동성 확대로 이어지며 외국인 수급을 통해 이미 증시에도 영향을 미치고 있었다.

특히 연초 이후 달러대비 주요국 통화가치 변동률이 호주 달러와 남아프리카 란드화 등을 제외하고 우리나라의 원화가 가장 높았다는 점은 원화가 강세 추세를 보이는 가운데에도 변동성이 상당히 컸다는 점을 단적으로 보여준다.

그림 6. 연초 이후 달러대비 주요국 통화가치 변동률

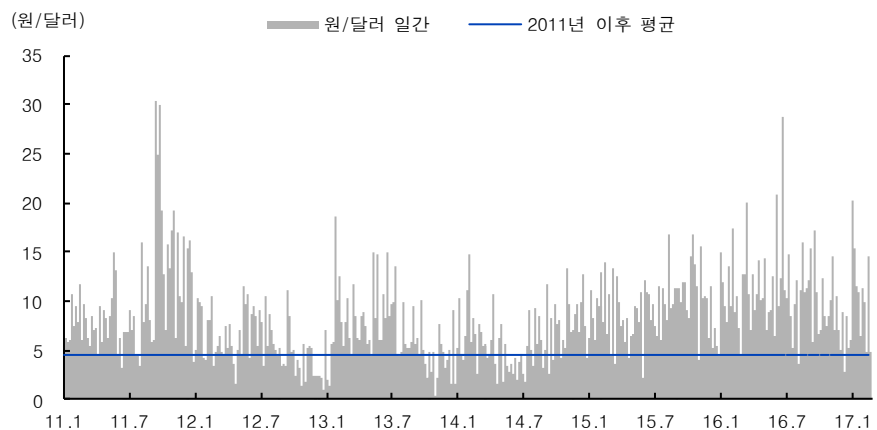


자료: Bloomberg, IBK투자증권

KOSPI의 추가 상승을
위해서는 외환시장의
변동성 완화가 선행 되어야

따라서 긍정적인 실적에 대한 기대감과 원화 강세에도 지수의 추가 상승을 위해서는 글로벌 불확실성 완화와 이에 따른 외환시장의 변동성 완화가 선행 되어야 한다고 판단되며 대내외 호재와 함께 원/달러 환율 일일 변동폭이 1.40원(0.12%)에 불과했던 21일이 외국인과 기관의 동반 순매수가 유입되며 KOSPI의 단기 박스권 돌파를 가능하게 한 단적인 예라고 판단된다.

그림 7. 원/달러 환율 일일 환율 변동폭 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

트럼프 정부의 정책 기대감은 약화될 것

상반기에는 외환시장
변동성 완화가 쉽지 않아

그렇다면 3월에는 원/달러 환율 변동성이 완화될 수 있을까? 결론부터 얘기해보면 상반기에는 외환시장의 변동성 완화가 쉽지 않을 것으로 예상된다. 미국의 보호무역(국경조정세)과 4월 환율보고서 발표 및 브렉시트와 프랑스 대선, 미국의 기준금리 인상 가능성 등 외환시장의 변동성 확대 요인들이 아직 산적해 있기 때문이다. 이것이 연간 전체로 봤을 때 상반기에는 상승폭이 제한되다 3분기에 올해 KOSPI의 박스권 돌파가 가능하다고 전망하는 중요한 이유 중 하나이다.

연초 이후 환율 변동성
확대는 트럼프와 연준의
협작품

연초 이후 원/달러 환율의 변동성 확대는 엘런으로 대표되는 연준과 트럼프의 협작품이라고 판단한다. 작년 12월 FOMC에서 연준 위원들은 기준금리를 25bp 인상하면서 점도표를 통해 올해 3차례의 기준금리 인상 가능성을 시사했고 이는 달러 강세 요인으로 작용했다. 그러나 이후 시장에서는 연준 위원들의 전망과는 달리 올해 3차례의 기준금리 인상은 어렵다는 인식을 가격에 반영하기 시작했고 달러 강세는 한 풀 꺾였다.

이 가운데 트럼프의 달러 강세 우려 발언과 미국 경제지표 호조 및 트럼프 정부의 재정정책 기대감, 3월 FOMC에서의 기준금리 인상 가능성 등 달러의 약세와 강세 요인이 혼재되며 변동성이 확대된 것으로 판단된다.

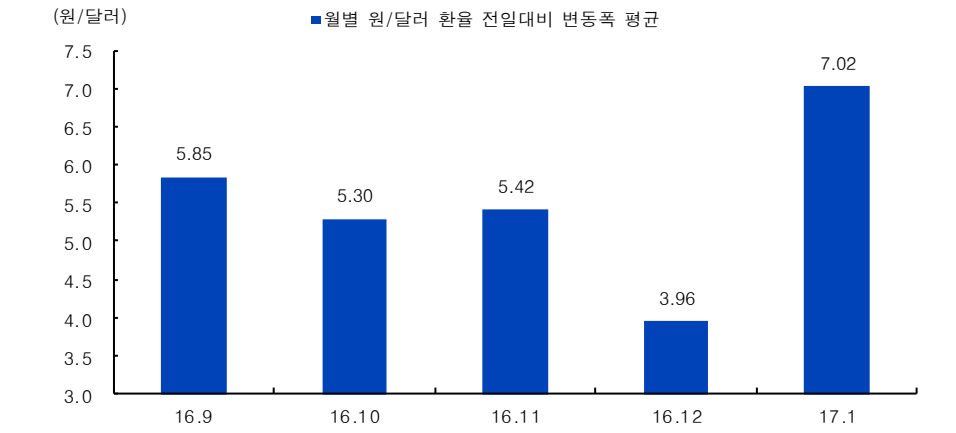
특히 우리나라 원화는 신흥국 통화 중에서도 환금성이 좋은 소규모 개방경제이고 미국과 중국에 대한 수출 의존도가 높으며 미국 환율보고서의 관찰대상국이라는 점도 변동성 확대 요인으로 작용했다.

트럼프, 달러 강세 우려

먼저 트럼프에 대해 알아보자. 정확히는 트럼프의 정책이 환율에 미치는 영향이다. 트럼프는 지난 1월 16일 당선인 신분으로 월스트리트저널과 한 인터뷰에서 “현재 달러화가 너무 비싸 중국과 경쟁하는 미국 기업들의 경쟁력을 떨어뜨리고 있다. 달러화 강세가 우리를 죽이고 있다.”고 언급했다. 그 후 1월 31일에는 제약사 임원 간담회에서 “중국이 무슨 짓을 하는 지, 일본이 수년간 무슨 짓을 해왔는지 보라. 이들 국가는 시장을 조작했고, 우리는 얼간이처럼 이를 지켜보고 있었다.”고 말했다.

같은 날 피터 나바로 백악관 국가무역위원회 위원장은 FT와 인터뷰에서 “독일이 유로화 가치를 큰 폭으로 절하해 미국과 EU 회원국을 착취하고 있다.”고 언급했다. 이와 같은 트럼프와 국가무역위원장의 발언으로 달러화는 약세 흐름을 이어갔고 원/달러 환율의 일일 변동폭은 커지게 됐다.

그림 8. 월별 원/달러 환율 전일대비 변동폭 평균



자료: Bloomberg, IBK투자증권

트럼프의 정책 방향은 완화될 전망

그렇다면 트럼프의 공격적인 태도가 향후에도 지속될 수 있을까가 의문이다. 중국적으로는 트럼프 정책 방향이 완화될 것으로 판단된다. 지금은 출범 초기로서 행정부가 추구하고자 하는 방향을 명확하게 드러내며 지지층 기반을 견고하게 할 필요가 있는 기간이다. 따라서 다소 논란의 여지는 있으나 당초 공약을 무리하게 실행하는 노력을 보여줌으로써, 낮은 지지율이나마 기존의 지지자들에게 화답할 필요가 있다.

트럼프는 취임 당일부터 총 12개의 행정명령(Executive Order)을 통해 정책을 이행하기 시작했다. 1월 20일 취임 직후 오바마케어 무력화를 시작으로 TPP 가입 탈퇴와 반(反)이민 행정명령, 멕시코 국경장벽 건설과 도드-프랭크 법 수정/재검토 지시 등이 대표적이다. 그 외에도 12개의 메모랜덤(Memorandum)과 2개의 포고(Proclamation)를 통해 무역, 국방, 이민, 규제 등 공약의 핵심 사항을 추진하고 있다.

전통적으로 행정명령(Executive Order)은 미국 대통령에게 주어지는 주요 권한 중 하나로, 행정부의 수장으로서 정부부처와 공무원에게 직접 내리는 명령이다. 따라서 의회의 승인이 없이도 그 자체로도 입법과 비슷한 효력을 지니게 된다. 법안의 발의와 의회 승인 등 시간이 소요되지 않기 때문에 논란이 될 수 있는 민감한 사안을 빠르게 통과시키려는 경우 주로 사용하게 된다. 다음 <표 1>에서 확인할 수 있듯이, 행정명령과 이하 비준하는 조치들로 시행된 법안은 총 25개로, 국제사회와 자국 내 반대를 일으켰던 각종 정책이 포함되어 있다.

표 1. 트럼프 행정부 1달간 발표된 정책

순	날짜	조치 구분	주제	세부 내용	정책 분야
1	1월 20일	행정명령	오바마케어 무력화	오바마 케어 관련 조치 보류 및 폐지 검토	보건
2	1월 20일	메모랜덤	신규 규정 동결	신 각료가 60일간 검토하기 전까지 신규 규정의 시행 동결	기타
3	1월 23일	메모랜덤	공무원 고용 동결	연방공무원의 고용 동결, 90일내 장기계획 마련	재정
4	1월 23일	메모랜덤	TPP 탈퇴	TPP 가입탈퇴, 양자 무역협상 추진	무역
5	1월 23일	메모랜덤	해외납대지원 금지	해외납대 관련 활동기관 지원 금지	보건
6	1월 24일	메모랜덤	다코타 송유관	다코타 송유관 건설 재협상	인프라
7	1월 24일	메모랜덤	키스톤 송유관	키스톤 XL 송유관 건설 재협상	인프라
8	1월 24일	행정명령	인프라 환경평가	우선되어야 할 인프라 건설 시 환경평가 점검 및 승인 단축	인프라
9	1월 24일	메모랜덤	송유관 건설	송유관 건설 시 미국산 재료, 설비 사용 계획	인프라
10	1월 24일	메모랜덤	제조업 부담완화	자국 제조업 허가 및 규제 간소화	규제 완화
11	1월 25일	행정명령	이민자 제한	불법체류 이민자 보호 지방자치단체에 재정지원 중단	이민
12	1월 25일	행정명령	멕시코 국경장벽	미국 남부 국경장벽 건설, 이민자 제한 강화	인프라/이민
13	1월 26일	포고	특정일 선포	자녀 학교선택 기회 확대를 위한 특정 주간 지정	교육
14	1월 27일	행정명령	이민자 제한	7개 이슬람국 비자, 입국 90일 제한 및 난민수용 120일 중단	이민
15	1월 27일	메모랜덤	美 군사력 강화	60 일내 미군과 미 핵능력 재검토 및 대응방안 마련	국방/안보
16	1월 28일	메모랜덤	IS격퇴	30일내 IS격퇴를 위한 종합계획 강구	국방/안보
17	1월 28일	행정명령	공직자 윤리강화	퇴임공직자 5년간 로비활동 금지 등 윤리규정 강화	기타
18	1월 30일	행정명령	규제간소화	기업 규제 1건 도입 시 기존 규제 2개 철폐	규제 완화
19	2월 2일	포고	특정일 선포	심장병 사망자 추모/예방하는 기념일 선포	기타
20	2월 3일	행정명령	금융규제 완화	재무부와 금융당국, 120일내 도드 프랭크법 등 금융규제 검토	금융/규제 완화
21	2월 9일	메모랜덤	금융규제 완화	4월 시행예정인 은퇴자금 조인 시 신의성실원칙 규정 검토	금융
22	2월 9일	행정명령	치안강화	범죄예방 및 공공안정을 위한 TF 설립	국방/안보
23	2월 9일	행정명령	치안강화	치안기관에 대한 폭력 방지 대책	국방/안보
24	2월 9일	행정명령	국제범죄	국제범죄조직 및 인신매매 대책	국방/안보
25	2월 9일	행정명령	법무부 규정	법무부 승계지위 순서 변경(오바마 행정명령 변경)	기타

자료: 언론 취합, IBK투자증권

의회의 조정 압력으로 강한
공약들이 완화되는 결과를
낼 가능성이 높아

그러나 모든 정책을 행정명령 등으로 해결할 수 없으므로, 결과적으로는 트럼프와 의회와의 관계가 중요하다. 공화당이 의회를 장악하긴 했으나, 최근 트럼프 대통령의 독단적인 행동으로 공화당 내에서도 정책에 반감을 가지는 의원들이 생겨나기 시작했다는 점은 기존 스탠스를 더 이상 유지하긴 어려울 것임을 시사한다. 즉 대통령의 권력에 대해 당파를 넘어선 의회가 조정 압력을 행사하면서 당초 내세웠던 강한 공약들이 완화되는 결과를 낼 가능성이 높다.

실제로 반(反)이민 행정명령 조치는 샌프란시스코의 제9연방항소법원에서 기각 당했다. 결국 이 행정명령은 연방대법원의 판결을 기다리고 있다. 트럼프가 새로운 행정명령을 준비하고 있으나, 연방대법원의 위헌 판결 시 본 행정명령은 무효화되므로 향후 귀추가 주목되는 사안이다(물론 위헌 판결이 난 경우는 거의 없다). 지난 13일 사임한 마이클 플린 백악관 국가안보회의(NSC) 보좌관과 관련해 공화당 역시 조사를 촉구하는 것도 비슷한 맥락이다.

따라서 중국적으로 트럼프 정책의 방향과 그 강도, 정책 발표의 갑작스러움은 완화될 가능성이 높다. 반이민 정책뿐만 아니라 무역협정, 외교 등과 관련된 정책은 주요 동맹국의 반발이 크기 때문에 이를 고려하는 의회와의 갈등을 통해 완화될 가능성이 높다고 판단된다.

세제개편안 발표 이후
미국증시의 실망매물 혹은
차익매물 출회 가능성 높아

최근 가장 이슈가 되고 있는 트럼프 정부의 세제개편안 역시 마찬가지이다. 현지시간 9일 트럼프는 향후 2~3주 안에 깜짝 놀랄 만한 세제개편안을 발표하겠다고 했다. 그의 말이 지켜진다면 세제개편안 발표는 2월 말에서 3월초가 될 가능성이 크다. 지금은 미국 증시를 중심으로 이런 트럼프의 정책 기대감이 우호적으로 작용하며 상승세를 보이고 있지만 막상 시장이 기대하고 있는 세제개편안이 발표된 이후에는 차익 매물 혹은 실망 매물이 출회될 가능성이 더 높다고 판단된다. 소문에 사서 뉴스에 팔라는 증시 격언이 있듯 세제개편안에 대한 기대를 이미 반영하고 있는 시장은 실제 발표 후에는 이에 대한 차익 매물이 출회될 가능성이 높으며 세제개편안과 같은 경우 의회의 승인을 거쳐야 하는 사안이기 때문에 실제 도입 여부 및 실효성에 대한 의문도 제기될 가능성이 높다.

이미 현지시간 23일 CNBC와의 인터뷰에서 스티븐 므누신 미국 재무장관이 오는 8월까지 세금 개혁법안 입법을 마무리 할 것이라는 발언이 오히려 비현실적이라는 불신을 불러 일으키며 주요 6개국 통화 대비 달러 가치는 이틀째 약세를 보이기도 했다.

3월 FOMC 기준금리 인상 가능성은 낮으나 변동성 확대 불가피

3월 기준금리 인상 가능성
높아져

트럼프와 함께 외환시장의 변동성을 키운 또 하나의 요인은 엘런으로 대표되는 연준이다. 특히 엘런 의장과 연준 위원들이 3월 기준금리 인상 가능성을 높이는 발언을 이어가고 있는 가운데 미국 경제지표 역시 호조를 보이며 기준금리 인상 가능성을 높이고 있다.

엘런 의장, 금리 인상
지연의 부작용 우려

먼저 엘런 의장의 최근 발언을 살펴보자. 엘런 의장은 지난 1월 18일 샌프란시스코에서 열린 강연에서 “지금 같은 미국 경기 확장세 때 금리를 너무 늦게 올리면 지나친 물가상승이나 금융시장의 불안정이 개별적 또는 동시에 발생하는 좋지 않은 돌발상황이 생길 수 있다. 그러면 금리를 급격하게 올릴 수 밖에 없고 이 때문에 경기가 새로운 침체에 빠질 우려가 있다. 2019년 말까지 해마다 수차례 금리 인상을 예상하며 그럴 경우 기준금리가 장기 중립금리 예상치인 3%에 근접하게 될 것이다”라고 경고했다.

이어 현지시간 2월 14일 미국 상원 은행위원회의 상반기 통화정책 청문회에 출석한 자리에서 엘런 의장은 “시장이 강해지고 있고 물가상승률도 2%를 향해 움직이고 있다. 앞으로 있을 FOMC를 통해 고용과 물가상승이 예상대로 진전될 경우 연방기금금리의 추가 조정이 적절하다고 본다. 통화완화 정책을 없애기 위해 너무 오래 기다린다면 결국 가파른 금리인상을 초래하고, 이는 다시 금융시장에 지장을 주고 경제를 불황 속으로 빠트리는 현명하지 못한 일이 될 것이다”라고 말했다.

연준 위원들의 매파적
발언도 이어져

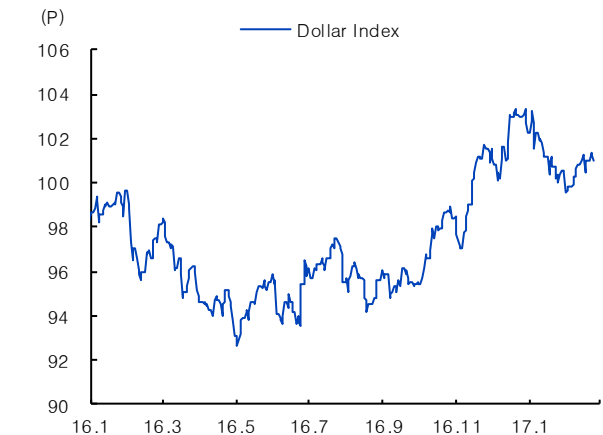
엘런 의장 외의 연준 위원들의 매파적 발언도 이어졌다. 현지시간 15일 올해 통화정책 결정권을 가지고 있는 하커 필라델피아 연은 총재는 라살 대학에서 개최한 연설을 통해 “올해 3차례의 기준금리 인상이 적절하며 다음달 FOMC에서 금리 인상을 지지할 가능성 있다.”고 언급했으며 같은 날 로젠그렌 보스턴 연은 총재는 뉴욕 기업경제협회 연설에서 세 차례보다 더 빠른 기준금리 인상이 필요할 수도 있다는 상당히 매파적인 발언을 하기도 하였다. 이런 연준 위원들의 매파적 발언은 3월 기준금리 인상 가능성을 높이며 약세 흐름을 보이던 달러 인덱스를 다시 강세로 돌려놓았다.

그림 9. FOMC 회의별 금리 인상 가능성



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 10. 달러 인덱스

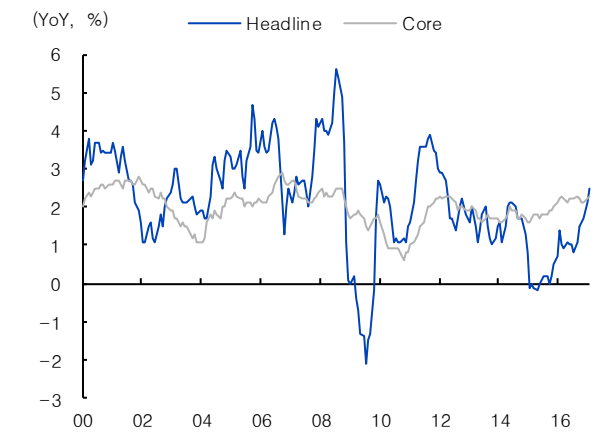


자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 경제지표도 호조

미국 경제지표도 호조를 보이고 있다. 1월 소비자물가는 전년대비 2.5% 큰 폭으로 상승하며 전월 2.1%와 시장 예상 2.4%를 상회하였다. 핵심 소비자 물가 또한 2.3%를 기록하며 연준의 물가 목표치를 달성해가고 있음을 시사하였다. 소매판매 또한 전월대비 0.4% 증가하였으며, 전년대비 기준으로는 5.5%로 2012년 3월 이후 최고 증가율을 기록하였다. 이외에 신규주택착공, NAHB 주택시장지수 등 주택지표도 점진적인 확장 국면을 이어가는 등 미국 경제는 지표상으로 상당히 견고한 모습이다.

그림 11. 미국 소비자물가



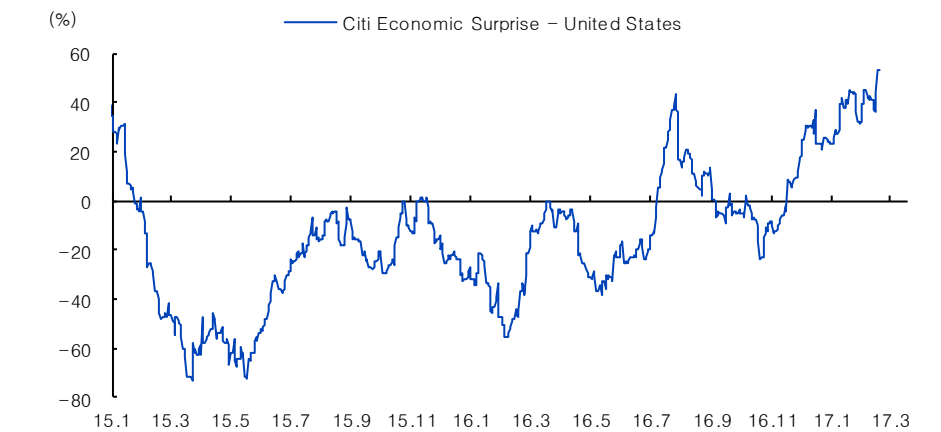
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 12. 미국 소매판매



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 13. 미국 경제지표 견고한 모습 이어가



자료: Bloomberg, IBK투자증권

3월 인상 가능성은 낮아

옐런 의장, 트럼프 정책 불확실성에 강한 우려

그럼에도 불구하고 3월 기준금리 인상 가능성은 여전히 낮다고 판단된다.

먼저 지난 2016년 12월 FOMC에서 기준금리 인상 후 기자회견을 통해 옐런 의장은 현재 미국 경제가 재정정책이 필요한 시점이 아니라는 점을 강조하면서 트럼프 정부의 정책이 야기할 불확실성에 대한 강한 우려를 나타낸 바 있다. 이는 이번 의회 증언에서도 재확인 되었는데 옐런 의장은 “재정정책이나 다른 경제정책상의 변화는 잠재적으로 경제전망에 영향을 줄 수 있다”며 트럼프 정부가 시행할 정책들이 경제전망은 물론 통화정책 방향에도 불확실성을 야기할 수 있다는 점을 분명히 했다.

또한 옐런 의장은 의회 증언에서 트럼프 정부 정책에 따른 영향을 정책에 반영하는지를 묻는 로버트 코커 공화당 의원의 질문에 “어떤 정책 변화가 이뤄질지 또는 그로 인해 어떤 경제적 영향이 나타날지에 대해 알기에는 너무 이르다. 추측을 바탕으로 정책의 기반을 설정하지는 않는다”고 답변했다.

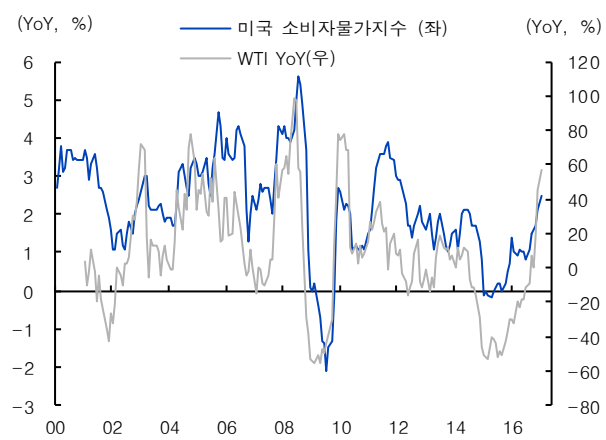
트럼프 정책의 경제적 영향을 판단하기에 3월 FOMC는 일러

즉 아직까지도 트럼프 정부의 정책 윤곽이 분명하지 않은 상황에서 그에 따른 경제적 영향을 판단하기에 3월 FOMC (현지시간 14~15일)는 이르며 옐런 의장의 말처럼 추측을 바탕으로 통화정책을 설정하기에도 3월 FOMC는 불확실성이 너무 크다. 또한 FOMC 회의와 동일한 시기에 부채한도 협상도 예정되어 있어 그 결과를 확인하기 어렵다는 점 또한 3월 기준금리 인상을 어렵게 하는 요인이라고 판단된다.

소비자물가는 기저효과 영향이 커

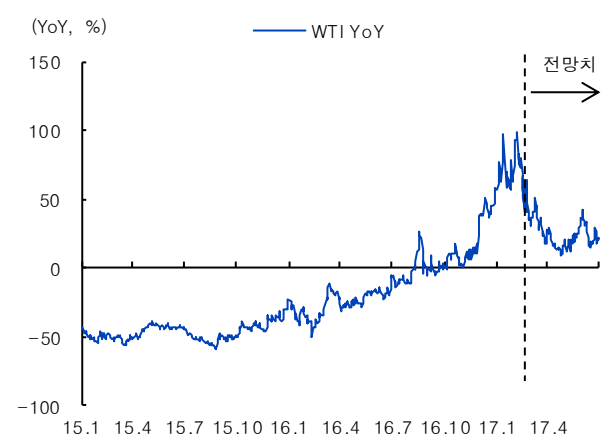
경제지표 차원에서 연준의 정책 결정에 큰 영향을 미칠 수 있는 경제지표, 그 중에서도 소비자물가와 같은 경우 1월 소비자물가가 연율 기준 2012년 3월 이후 최고치를 기록했지만 이는 전년동기 국제유가 및 수입가격 급락에 따른 기저효과에 기인한 것으로 기저효과는 1~2월 이 가장 크며 이후에는 축소된다. 에너지 가격에 따른 물가 압력 확대는 이미 고점을 찍고 반락하는 모습으로 물가 상승세가 지속될 것인지 또한 의구심이 들 수 있다.

그림 14. 미국 CPI와 WTI YoY 변화



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 15. 국제유가 YoY 변화율 및 전망

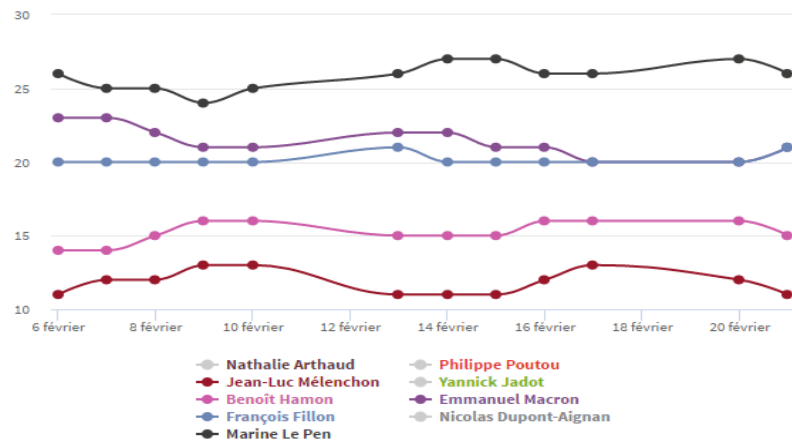


자료: Bloomberg, IBK투자증권

유럽의 정치적 불확실성도 기준금리 동결의 이유

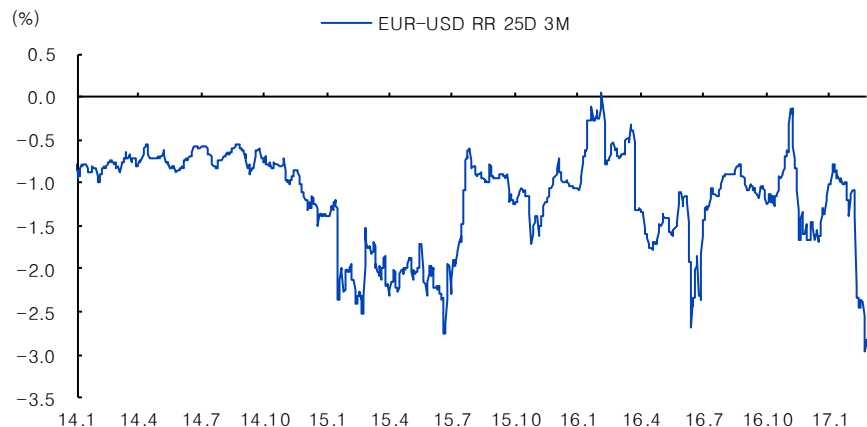
마지막으로 메이 총리가 3월 말로 언급한 영국의 리스본 조약 50조 발동과 3월 네덜란드 총선, 4월과 5월 프랑스 대선과 6월 중 실시 가능성이 제기되고 있는 이탈리아 총선 등 유럽의 정치적 불확실성 확대를 앞두고 있다는 점도 연준의 3월 기준금리 인상을 어렵게 하는 요인이다. 특히 브렉시트와 트럼프 당선 등 블랙스완의 현실화를 최근 1년간 두 번이나 겪은 상황에서 트럼프 정부의 정치적 불확실성 못지 않은 영향을 미국 경제에 미칠 수 있는 유럽의 정치적 불확실성을 앞두고 있다는 점은 옐런 의장을 비롯한 연준 위원들에게도 우려를 자극할만한 변수이다. 그 중에서도 프랑스에서는 마리 르펜 후보의 지지율 상승으로 프랑스의 EU 탈퇴에 대한 우려가 이어지고 있고 달러/유로 3개월 Risk Reversal은 이에 대한 경계감을 반영하며 브렉시트 때와 유사한 수준으로 하락했다.

그림 16. 프랑스 대선 지지율



자료: opinion-way, IBK투자증권

그림 17. 달러/유로 3개월 Risk Reversal



자료: Bloomberg, IBK투자증권

결론적으로 3월 FOMC에서의 기준금리 인상 가능성은 낮다고 판단되며 트럼프 정책 기대감 약화와 더불어 연준의 점진적 기준금리 인상 기조 재확인인 연초 이후 확대되었던 환율 변동성을 한 단계 완화시킬 것으로 전망한다.



Monthly Strategy

Liquidity

3월 FOMC를 전후로 외국인 순매수 확대 가능성

Liquidity

3월 FOMC를 전후로 외국인 순매수 확대 가능성

최근 외국인 순매수 둔화는
환율 변동성 때문

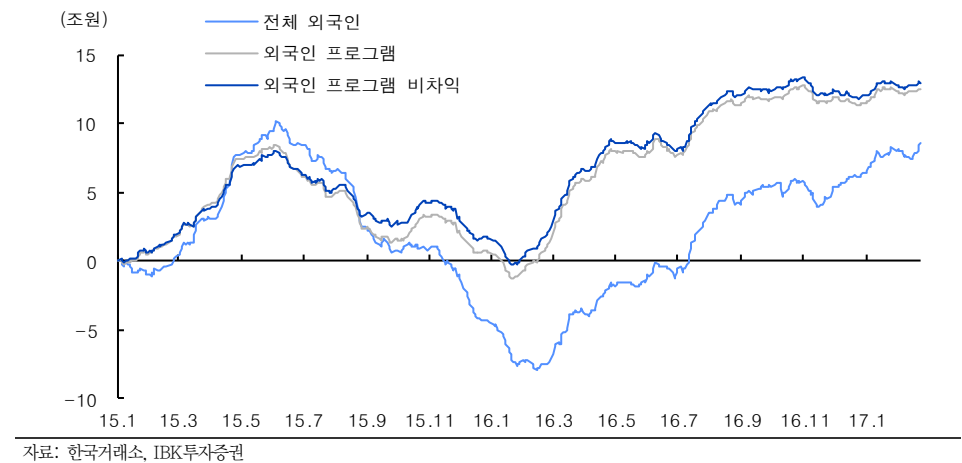
서두에서 우리는 최근 원화 강세 추세에서도 외국인의 순매수가 과거와 달리 큰 규모로 유입되지 못한 이유가 환율 변동성 확대 때문이라는 것을 확인했다. 상반기까지 산적한 대외 불확실성들로 외환시장의 변동성 축소가 쉽지 않은 상황에서 외국인의 순매수를 기대할 수 있을까? 먼저 연초 이후 최근 외국인 순매수에 대해 살펴보자.

2016년 외국인 순매수는
대부분 프로그램 비차익

최근 외국인의 순매수를 보면 2016년 증시 상승을 이끌었던 외국인 순매수와는 다른 점이 있다는 것을 알 수 있다. 2016년 증시 상승을 이끌었던 외국인 순매수는 아래 그림에서 보는 것처럼 대부분 프로그램 비차익을 통해 유입되었다.

2016년 1월 22일 외국인의 프로그램 비차익 중심의 순매수가 유입된 이후 2016년 연중 최대치였던 11월 1일까지의 기간 동안 외국인의 프로그램 순매수는 14조 868억원, 그 중 프로그램 비차익은 13조 7,227억원으로 프로그램 전체 순매수의 97.4%를 차지했다. 동기간 KOSPI 외국인 순매수 금액은 12조 9,192억원이었다. 즉 프로그램 비차익을 통해서만 순매수가 유입된 반면 비프로그램 매매를 통해서만 순매도를 보였다는 점을 알 수 있다.

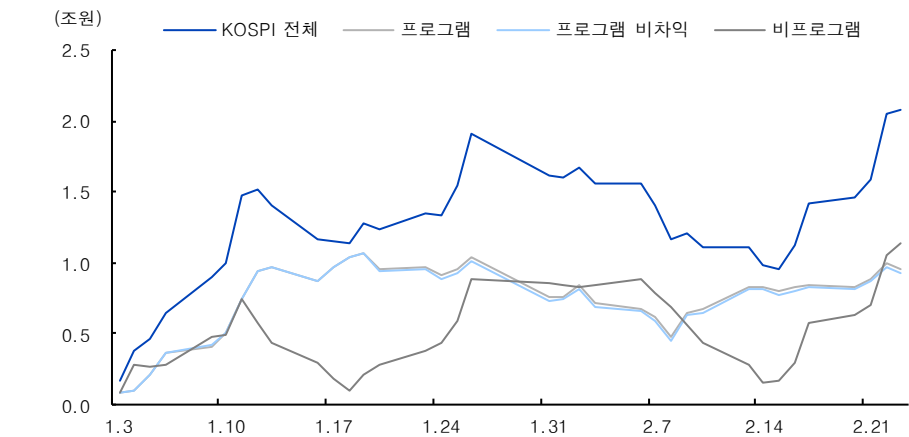
그림 18. 2016년 KOSPI 상승을 이끈 외국인 순매수는 프로그램 비차익 중심



올해 외국인 순매수는
비프로그램 중심

반면 올해 들어 외국인의 순매수를 분해해보면 연초 비차익 중심의 프로그램 매매가 일부 유입되긴 했지만 전체 외국인 순매수를 이끈 것은 비프로그램 매매이다. 특히 외국인의 순매수가 재개되며 KOSPI가 약 1년 7개월만에 2,100P선(2월 21일)을 넘어설 수 있게 한 지난 2월 16일 이후 외국인 순매수는 거의 비프로그램 중심이었다.

그림 19. 2017년 KOSPI 상승을 이끈 외국인 순매수는 비프로그램 중심



자료: 한국거래소, IBK투자증권

프로그램 비차익과 비프로그램 순매수를 어떤 특정 외국인이라고 단정지을 수는 없다. 하지만 보통 프로그램 비차익은 우리 시장 자체를 긍정적으로 보고 지수 전체를 바스켓으로 매수하는 뮤추얼 펀드 혹은 국부펀드와 같은 장기 성향의 외국인 자금이고 비프로그램 순매수는 개별 종목에 대한 외국인 순매수로 비교적 단기 성향인 것으로 알려져 있다.

2017년 유입된 외국인
자금은 변동성 확대에
급격하게 유출될 가능성
높아

즉 2017년 연초 이후 유입되며 KOSPI의 2,100P선 돌파를 가능하게 만든 외국인은 대내외 불확실성에 따른 지수 변동성 확대에 급격하게 유출될 수 있는 가능성이 높은 자금이라고 판단된다.

따라서 최근의 KOSPI 2,100P선 돌파를 마냥 긍정적으로만 바라볼 수 없는 부분이며 3월의 네덜란드 총선, 미국 FOMC 회의, 리스본 조약 50조 발동 및 4월의 프랑스 대선 등 향후 산적해있는 변동성 확대 요인들을 앞두고 2,100P대 안착을 낙관할 수 만도 없다.

3월 FOMC 이후로는
프로그램 비차익 중심의
자금 유입 가능성 높아

그러나 3월 FOMC 이후로는 대형주 중심의 외국인 순매수 유입이 예상되며 우리 기업들의 실적 기대감 및 우리 증시의 저평가 매력을 바탕으로 프로그램 비차익을 중심으로 장기성향의 자금의 유입 가능성이 높다고 판단된다.

지금까지 행정명령으로 공격적인 모습을 보여왔던 트럼프의 정책은 의회 승인 과정을 거치며 완화될 것으로 예상되고 3월 FOMC에서의 기준금리 동결은 시장에 올해도 많아야 2차례의 기준금리 인상만이 가능할 것이란 인식을 심어주며 2016년의 학습효과를 강화시킬 것으로 판단되기 때문이다.

2016년 프로그램 비차익
중심의 외국인 자금이
KOSPI 상승 이끌어

지난 2016년 2월 10일 미국 하원 금융서비스위원회 통화정책 증언에서 미국의 완만한 성장이 오직 점진적이고 신중한 금리 인상을 뒷받침한다는 옐런 의장의 발언과 이후 3월 FOMC에서 점도표를 통해 시사한 연내(2016년) 기준금리 인상 가능성이 기존 4차례에서 2차례로 낮아진 이후 국내증시에도 프로그램 비차익을 중심으로 한 외국인 자금이 유입되며 KOSPI의 상승세를 이끌었다는 점을 상기할 필요가 있다.

프로그램 비차익은 선물
순매수에 후행

또한 외국인의 프로그램 비차익이 외국인의 선물 순매수 누적 포지션에 후행하는 모습을 보인다는 점 또한 프로그램 비차익 중심의 외국인 순매수 기조가 이어질 가능성이 높음을 시사하는 부분이다.

프로그램 비차익을 통한
외국인 자금이 올해 증시
고점을 만들 것으로 전망

이런 프로그램 비차익을 통한 장기 성향의 외국인 자금은 3월 FOMC 이후 유입되기 시작해 10월 초까지 순매수 규모를 확대하며 3분기 KOSPI의 박스권 돌파를 이끌 주요 투자주체가 될 것으로 전망한다.

그림 20. 외국인 선물 누적순매수와 프로그램 비차익 순매수 추이



자료: 한국거래소, IBK투자증권

노르웨이 국부펀드 주식 투자 비중 확대 추진

여기에 최근 외국인 수급에 긍정적인 소식이 추가됐다. FT의 현지시간 17일 보도에 따르면 세계 최대 국부펀드인 노르웨이 국부펀드가 주식 투자 비중 확대를 추진한다고 한다. 노르웨이 정부는 국부펀드와 전문가 그룹의 의견을 받아들여 펀드의 주식 투자 비중을 현재 60%에서 70%로 상향 조정하는 법안을 마련해 의회의 승인 절차를 밟기로 했다.

대표적인 오일 펀드로 꼽히는 노르웨이 국부펀드는 8,850억달러 규모의 자금을 운용하는 글로벌 큰 손으로 이 펀드의 투자 전략 변화는 상당한 의미를 갖는다. 주식투자 비중을 늘린다는 것은 채권의 수익률이 떨어지며 투자 수익을 늘리는 데 한계가 있다고 판단했기 때문으로 판단되며 이는 노르웨이 국부펀드만의 일은 아니기 때문이다.

외국인의 전반적인 투자심리에 긍정적으로 작용할 가능성

FT의 보도처럼 주식 비중을 10% 늘리게 되면 약 885억달러의 자금이 주식시장에 유입되게 된다. 글로벌 주식시장에 투자하는 국부펀드이며 일시에 자금이 유입되는 것이 아니기 때문에 우리 증시에 시장 방향성을 좌우할 만한 규모는 아니지만 개별 종목의 주가에는 긍정적 영향을 미칠 수 있는 사안이며 외국인의 전반적인 투자심리에도 긍정적으로 작용할 수 있는 사안이라고 판단된다.

표 2. 전세계 주요 국부펀드

Country	Sovereign Wealth Fund Name	Assets US\$Bil	Origin
Norway	Government Pension Fund- Global	885	Oil
China	China Investment Corporation	813.8	Non-Commodity
UAE - Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	792	Oil
Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	576.3	Oil
Kuwait	Kuwait Investment Authority	592	Oil
China	SAFE Investment Company	474(E)	Non-Commodity
China - Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	456.6	Non-Commodity
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	350	Non-Commodity
Qatar	Qatar Investment Authority	335	Oil & Gas
China	National Social Security Fund	295	Non-Commodity
UAE - Dubai	Investment Corporation of Dubai	200.5	Non-Commodity
Singapore	Temasek Holdings	180	Non-Commodity
Saudi Arabia	Public Investment Fund	160	Oil
UAE - Abu Dhabi	Mubadala Investment Company	125	Oil
UAE - Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	110	Oil
South Korea	Korea Investment Corporation	108	Non-Commodity
Australia	Australian Future Fund	91.1	Non-Commodity
Russia	National Welfare Fund	72.2	Oil
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	64.7	Oil

자료: SWFI, IBK투자증권



편집상 공백입니다.



Monthly Strategy

Earnings Momentum & Valuation

4분기 실적 계절성을 감안하면 상당히 양호

2017년 실적에 대한 기대감도 이어져

밸류에이션 매력은 더욱 확대

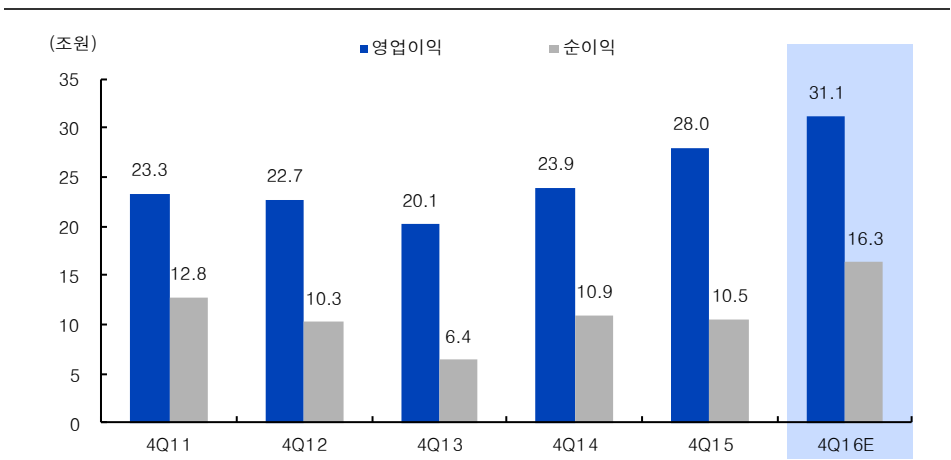
Earnings Momentum & Valuation

4분기 실적 계절성을 감안하면 상당히 양호

4분기 실적 양호

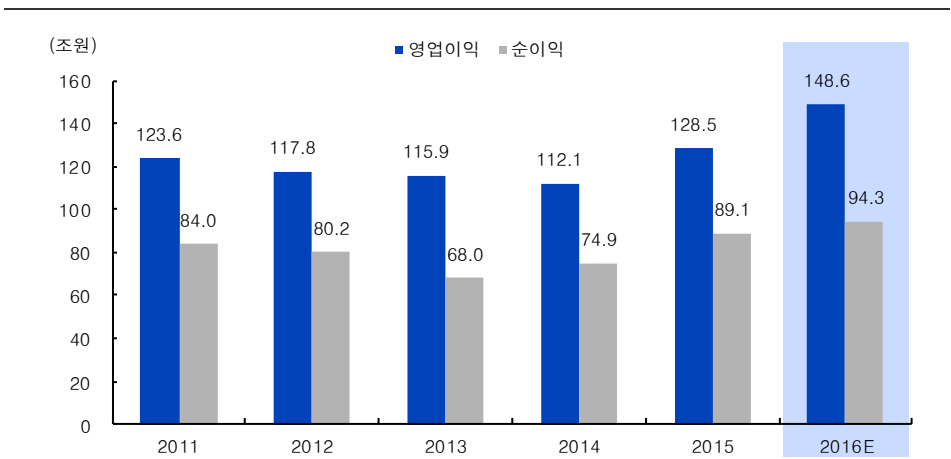
2016년 4분기 실적시즌이 거의 마무리 되어가고 있는 가운데 현재까지 발표된 KOSPI 기업들의 영업이익은 31.1조, 순이익은 16.3조를 기록하고 있다. 현재까지 발표된 실적 만으로도 지난 2011년 이후 4분기 기준 최고 실적을 기록하고 있으며 4분기 영업이익이 32.5조원을 넘게 되면 연간 영업이익은 150조를 넘어서고 순이익은 4분기가 21.5조 이상을 기록하면 연간 100조를 넘어서게 될 것으로 예상된다.

그림 21. 2011년 이후 매년 4분기 영업이익 및 순이익 추이



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 22. 2011년 연도별 영업이익 및 순이익 추이



자료: Wisefn, IBK투자증권

반도체 업종의 이익 증가 압도적

업종별로는 삼성전자와 SK하이닉스의 어닝서프라이즈 영향으로 반도체가 압도적인 이익 증가를 보였고, 상사·자본재, 기계, 에너지, 디스플레이, 화학, 조선 등 경기민감 업종 중심의 증가세를 보였다. 반면 유틸리티는 한국전력의 발전 믹스 악화와 기타비용 급증에 따른 어닝쇼크, 자동차는 내수판매 부진과 글로벌 경쟁 심화에 따른 인센티브 증가 등으로 이익 감소세를 보였다.

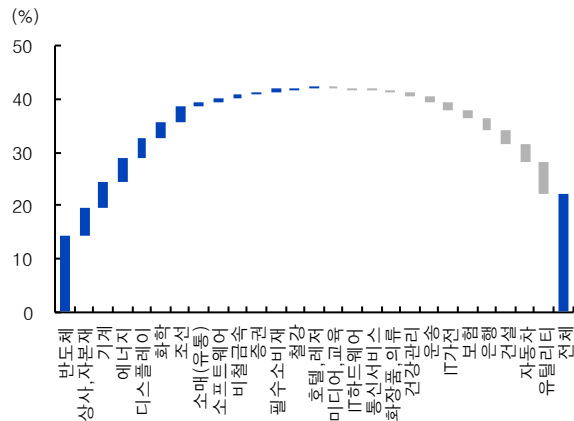
표 3. 2016년 4분기 발표 실적 점검

업종	발표 실적			2015년 4분기 대비 증감율 (YoY)			2016년 3분기 대비 증감율 (QoQ)		
	매출액 (십억)	영업이익 (십억)	순이익 (십억)	매출액 (%)	영업이익 (%)	순이익 (%)	매출액 (%)	영업이익 (%)	순이익 (%)
전체	426,592	31,449	16,613	3.5	22.3	36.1	10.7	(11.3)	(18.0)
반도체	59,849	10,920	8,567	2.1	51.6	106.7	12.7	79.4	69.0
자동차	58,106	2,906	2,250	1.3	(21.9)	(26.0)	10.3	(5.2)	(12.3)
상사.자본재	55,843	2,183	505	0.5	158.2	1,404.5	15.2	10.7	(16.2)
건강관리	4,359	339	138	7.5	(39.5)	7.3	5.3	(19.4)	(27.0)
필수소비재	13,883	793	420	14.1	19.5	126.8	0.4	(37.0)	4.0
화장품, 의류	7,584	665	244	10.6	(12.3)	(3.7)	4.7	(24.2)	(11.0)
소프트웨어	5,305	722	441	19.6	31.9	66.6	16.0	9.8	7.9
은행	n/a	1,121	1,364	n/a	(33.4)	68.9	n/a	(70.0)	(36.5)
보험	n/a	5	35	n/a	(98.7)	(52.6)	n/a	(99.7)	(96.2)
화학	21,519	1,905	853	12.5	78.2	0.8	9.5	3.9	(12.2)
유틸리티	26,369	1,548	(436)	0.8	(50.0)	(126.2)	14.6	(63.4)	(116.7)
소매(유통)	19,547	1,009	238	7.5	30.2	0.9	0.4	16.8	(21.8)
건설	23,288	235	524	3.2	(75.9)	50.7	14.6	(81.0)	18.5
통신서비스	13,623	717	608	2.3	(9.2)	79.8	7.7	(31.5)	30.3
에너지	18,393	1,814	599	2.3	183.0	728.2	6.9	90.6	(14.0)
철강	21,803	928	282	5.4	7.8	(37.6)	13.3	(38.2)	(66.7)
미디어, 교육	3,599	178	51	10.2	(11.8)	266.2	11.6	(5.5)	(54.8)
운송	11,325	492	(663)	5.1	(34.2)	(321.2)	0.1	(46.7)	(224.3)
증권	n/a	278	10	n/a	109.3	27.7	n/a	(45.0)	0.7
호텔, 레저	2,153	198	110	9.2	14.4	(8.1)	(1.8)	(22.9)	(40.7)
IT가전	16,554	(85)	(310)	(1.6)	(131.1)	11.5	11.0	(147.3)	(167.6)
비철금속	3,780	414	71	7.0	66.1	90.1	3.6	13.5	(16.0)
조선	14,783	378	(253)	(9.9)	218.0	29.6	10.3	(15.3)	(184.4)
기계	11,629	706	54	11.4	228.9	126.4	19.8	26.3	7.7
디스플레이	9,143	1,028	847	11.0	799.7	7,227.8	18.4	142.9	314.0
IT하드웨어	4,158	51	64	13.8	(46.6)	7,917.5	12.6	(7.3)	300.8

주) W126 업종 기준, 실적 발표 종목 합산

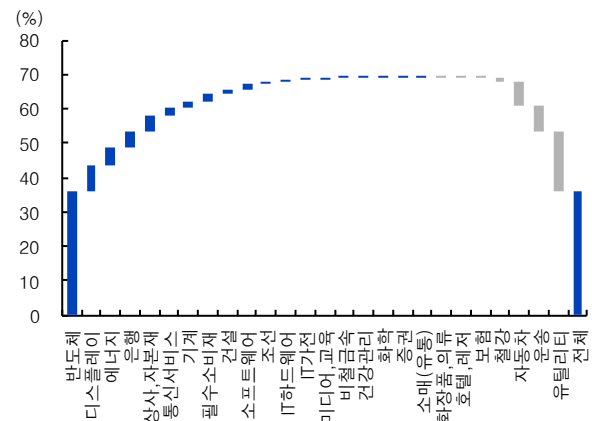
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 23. 4분기 실적 발표 종목 영업이익 기여도 (YoY)



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 24. 4분기 실적 발표 종목 순이익 기여도 (YoY)



자료: Wisefn, IBK투자증권

2017년 실적에 대한 기대감도 이어져

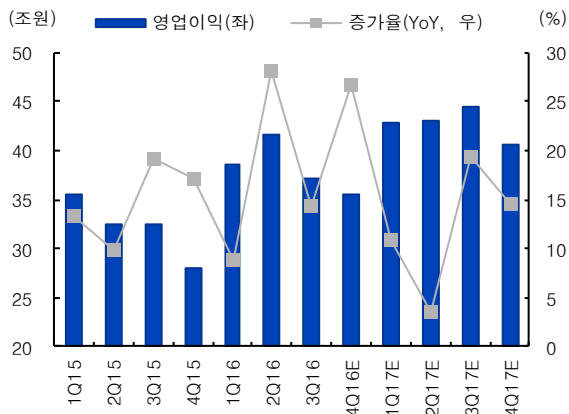
1분기 이익 증가율은 둔화
전망

2017년 1분기 KOSPI 기업들의 영업이익은 현재 42.9조원 수준으로 추정되며 QoQ 20.95%, YoY 10.95% 증가가 예상된다. 2016년 4분기 대비 YoY 증가율은 둔화되며 둔화세는 2분기까지도 이어질 것으로 예상되고 있다.

1분기 이익 추정치는
우상향 추세 이어가

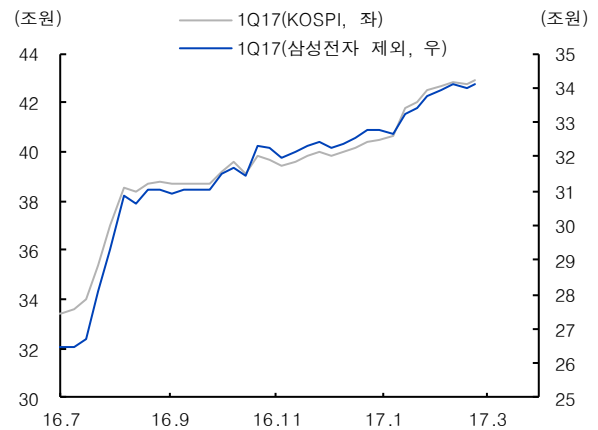
2017년 1분기 이익 추정치는 우상향 추세를 이어가고 있는데 삼성전자를 제외한 KOSPI 기업들의 이익 추정치도 증가하고 있는 모습이다. 업종별로는 연초 이후 디스플레이와 반도체, IT하드웨어, 화학, 철강 등 IT와 시클리컬 업종을 중심으로 이익 개선에 대한 기대감이 이어지고 있다.

그림 25. 분기 영업이익 및 증가율 추이와 전망



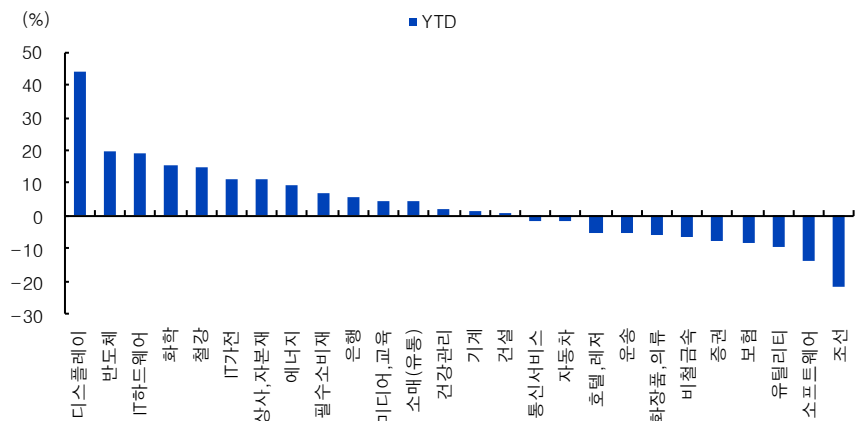
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 26. 1Q17 이익 추정치 변화



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 27. 연초 이후 업종별 이익 추정치 변화율

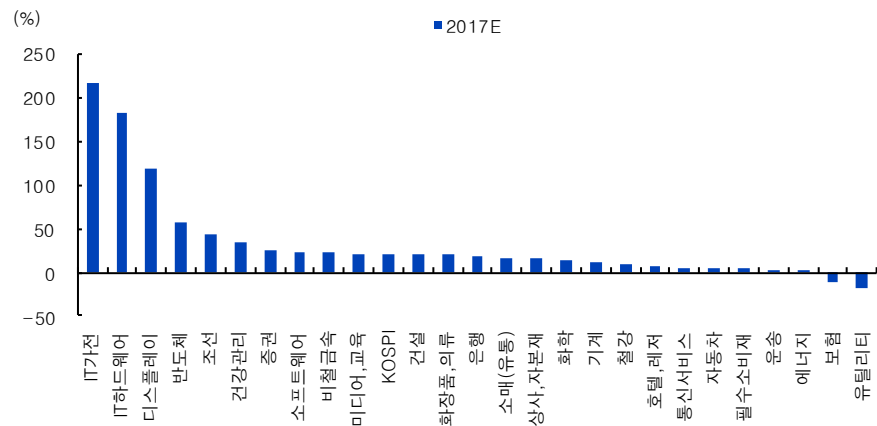


자료: Wisefn, IBK투자증권

2017년 IT업종의 이익
증가율 클 것으로 예상

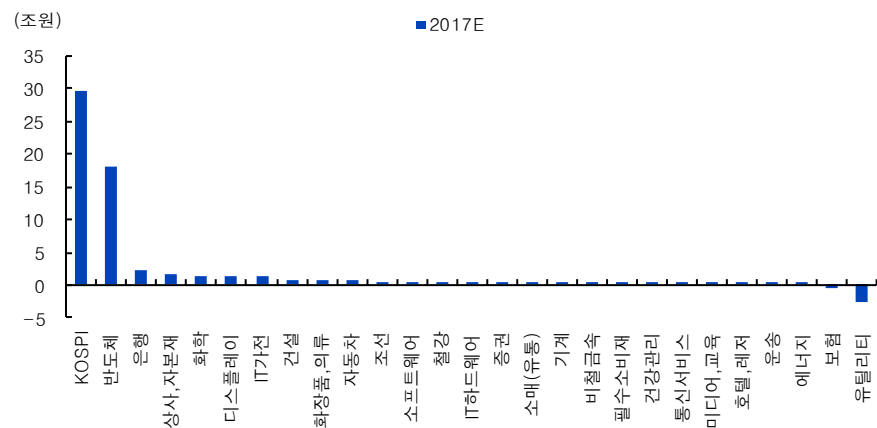
2017년 전체적으로도 IT가전, IT하드웨어, 디스플레이, 반도체 등 IT업종이 전년대비 이익 증가율이 클 것으로 예상되는 가운데 이익 증가분의 60% 가량을 반도체 업종이 차지하고 있다.

그림 28. 2017년 업종별 영업이익의 전년대비 증가율



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 29. 2017년 업종별 영업이익의 전년대비 증가분



자료: Wisefn, IBK투자증권

12개월 선행 EPS 가파른
증가세

최근 들어 다소 주춤한 모습을 보이고 있으나 2017년 1분기 뿐만 아니라 2017년 전반에 걸친 이익에 대한 기대감은 여전히 지속되고 있으며 12개월 선행 EPS 역시 가파른 우상향 추세를 이어가고 있다.

그림 30. 2017년 분기 및 연간 이익 추정치 변화

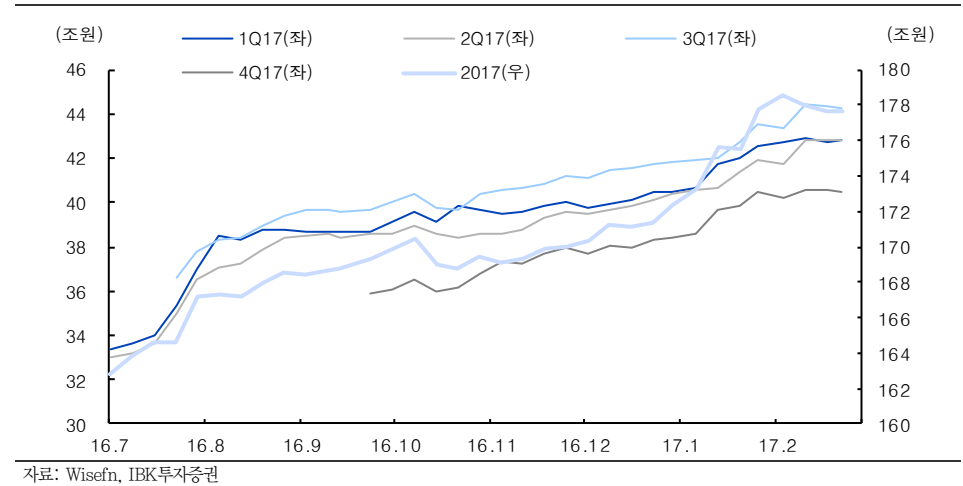
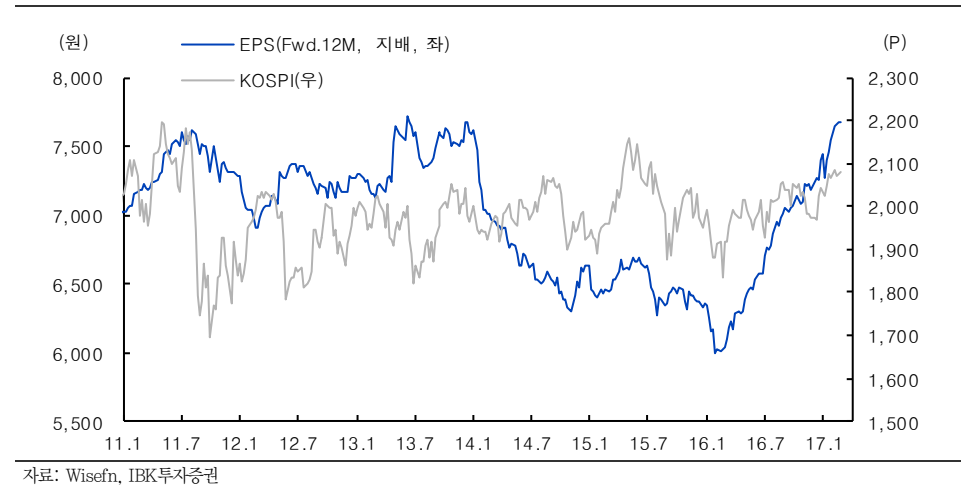


그림 31. KOSPI 12MF EPS 추이



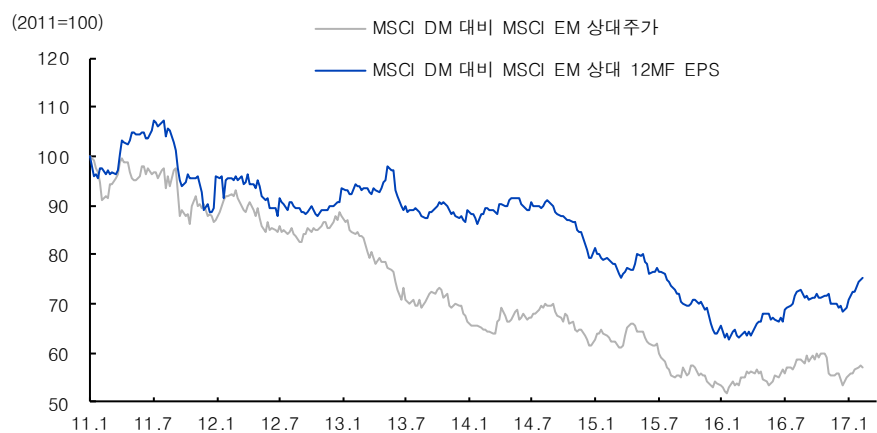
밸류에이션 매력은 더욱 확대

우리증시의 저평가 매력은 더욱 확대

밸류에이션 차원에서도 우리증시의 저평가 매력은 더욱 확대되고 있다.

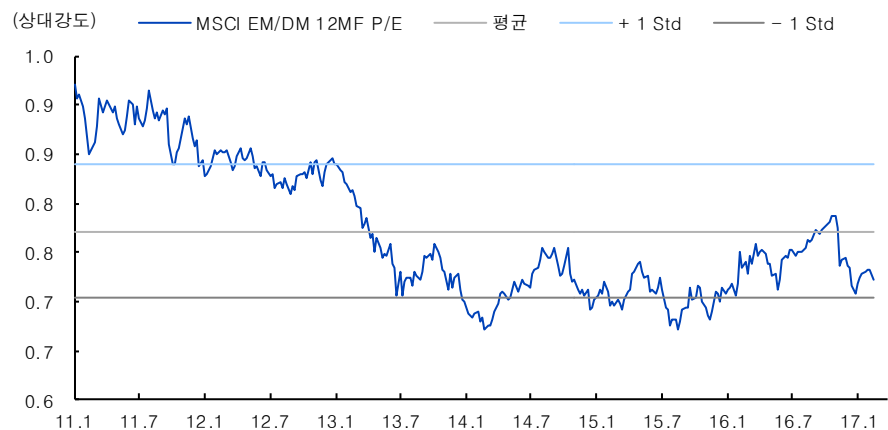
먼저 선진국과 신흥국의 상대적 개념에서 보면 신흥국은 선진국 대비 12개월 선행 EPS가 2016년 초를 저점으로 우상향 추세를 이어가고 있으나 선진국 대비 신흥국 주가는 여전히 낮은 수준에 머물고 있으며 밸류에이션 역시 여전히 저평가 상태에 머물고 있다.

그림 32. 신흥국의 EPS 개선 대비 선진국과의 상대 주가는 여전히 바닥권



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

그림 33. 선진국 대비 신흥국의 밸류에이션 매력은 여전



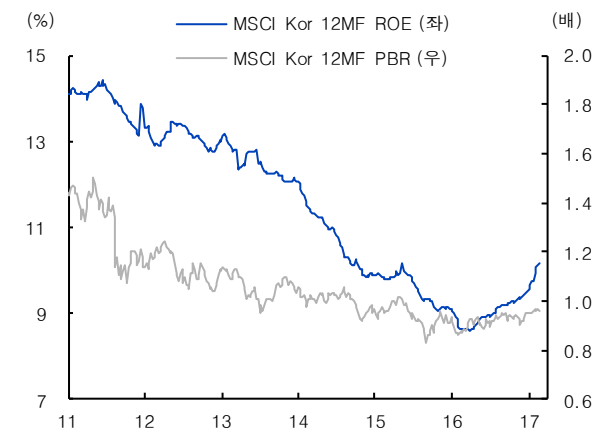
자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

신흥국 중에서도
우리나라의 이익 개선
기대감 높아

MSCI Korea의 12개월 선행 ROE 역시 반등세를 이어가고 있고 우리증시의 12개월 선행 EPS는 신흥국 대비로도 우상향 추세를 이어가며 신흥국 중에서도 이익 개선에 대한 기대감이 높다는 점을 반영하고 있고 있다.

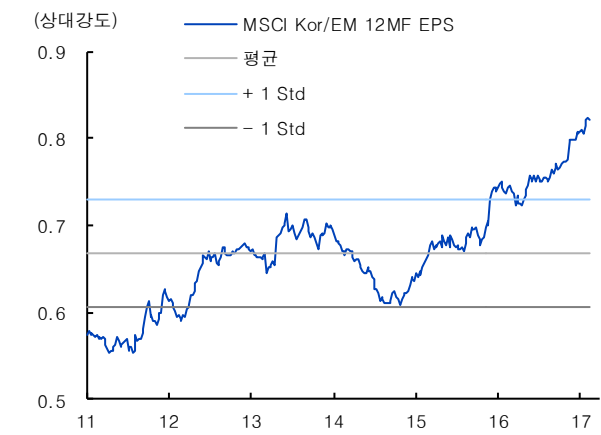
특히 신흥국 대비로도 양호한 이익 개선세가 이어지고 있는 가운데에도 주가 상승은 신흥국 전체 상승에 못 미치며 12개월 선행 PER는 2011년 이후 평균을 큰 폭으로 하회하는 모습을 보이고 있어 신흥국 중에서도 우리나라의 저평가 매력에 더욱 확대되고 있음을 보여주고 있다.

그림 34. MSCI Korea 12MF ROE 반등세 지속



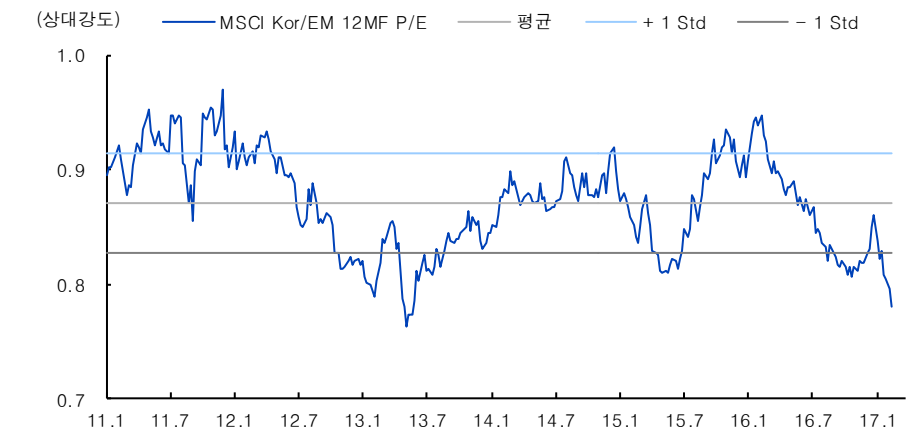
자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

그림 35. 이머징 중시 대비 우리증시의 이익 추정치 상향세 지속



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

그림 36. 이머징 중시 대비 우리증시의 저평가 매력 더욱 확대



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권



Monthly Strategy

Monthly Strategy

프로그램 비차익 중심의 외국인 순매수 재개

MSCI Korea와 KOSPI200 주식 비중 차이를 이용한 투자전략

Monthly Strategy

프로그램 비차익 중심의 외국인 순매수 재개

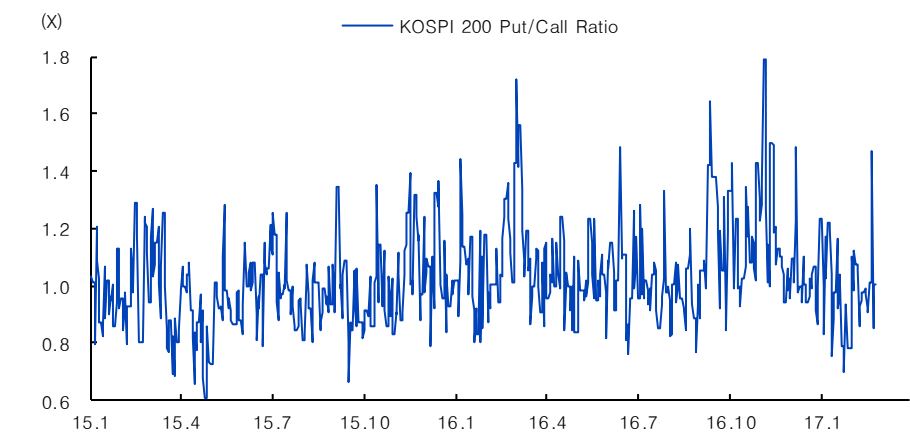
KOSPI Trading Range 2,050~2,150P

3월 국내증시 월초 약세
전망

3월 국내증시는 월초 트럼프의 세계 개편안 발표에 따른 미국증시 중심의 차익매물 혹은 실망 매물이 출회되며 글로벌 증시의 투자심리를 악화시키는 가운데 3월 FOMC 회의를 앞두고 기준금리 인상에 대한 경계감과 3월 말 영국의 리스본 조약 50조 발동 및 4월 프랑스 대선 등 유럽의 정치적 불확실성 확대가 전반적인 글로벌 증시의 변동성 확대에 이어지며 월초 약세 흐름이 이어질 것으로 전망한다.

최근 미국증시의 사상 최고치 행진에도 변동성 지수(VIX)가 동반 상승하는 날이 많아지고 있다는 점은 미국 증시를 중심으로 한 글로벌 증시의 약세 전환 가능성을 시사하고 있다고 판단된다. 또한 우리증시에서도 최근 Put-Call Ratio가 다시 상승하는 모습을 보이고 있다.

그림 37. KOSPI 200 Put/Call Ratio

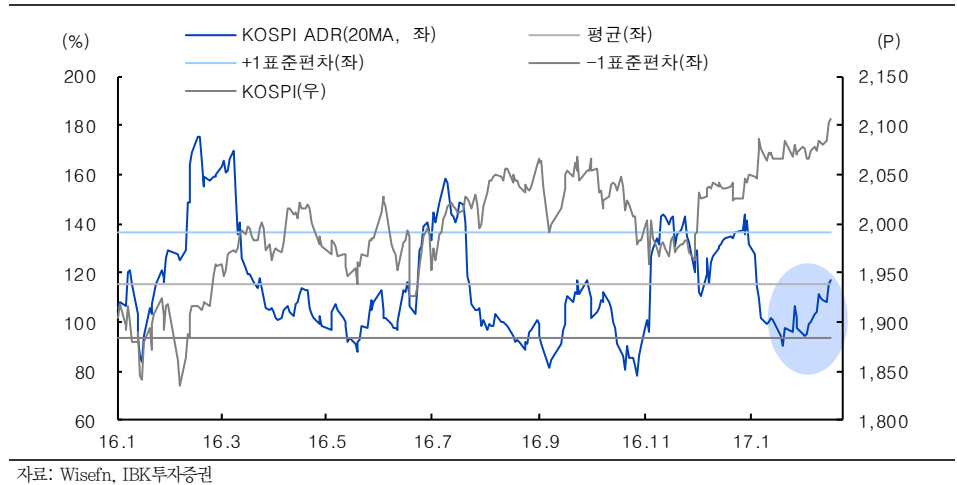


자료: Bloomberg, IBK투자증권

FOMC 이전까지는 내수주
중심의 순환매 장세 이어질
가능성

따라서 환율 변동폭이 큰 모습을 이어갈 가능성이 높은 FOMC 이전까지는 대형주보다는 내수주를 중심으로 한 순환매 장세가 이어질 가능성에 무게를 둔다. 아래 그림에서 볼 수 있듯 최근 KOSPI가 약 1년 7개월만에 2,100P선을 돌파한 가운데 KOSPI ADR이 -1표준편차 부근에서 반등하며 평균 수준을 넘어서고 있다는 점은 기존의 삼성전자와 SK하이닉스 등 반도체 업종 중심의 상승세에서 KOSPI 기업 전반으로 상승세가 확산되고 있음을 보여주며 단기적으로 업종별 순환매 장세 지속 가능성을 시사하고 있다.

그림 38. KOSPI ADR (20MA) 추이



최근 외국인 순매수 종목들
차익매물 출회 가능성 높아

그러나 유럽의 정치적 불확실성이 커질 수 있다는 점에서 최근 비프로그램 중심으로 외국인의 순매수가 유입되었던 종목들에 대해서는 단기적으로 차익매물 출회 가능성이 높다고 판단된다. 비프로그램 순매수는 프로그램 비차익을 통해 유입되는 자금과는 달리 비교적 단기적인 자금의 성향이 강하며 대외 불확실성 확대에 따라 증시 변동성이 확대될 경우 차익 매물이 빠르게 출회될 가능성이 높다.

따라서 최근 외국인의 비프로그램 중심의 순매수가 유입된 지난 2월 16일 이후 시가총액 대비 외국인의 주요 순매수 종목인 롯데쇼핑, LG이노텍, 동부하이텍, 호텔신라, 팬오션, 삼성전기, 일진디스플레이 등 종목들에 대해서는 단기적인 리스크 관리가 필요한 시점이라고 판단된다.

그림 39. 비프로그램 순매수는 지수 상승의 지지력이 낮아

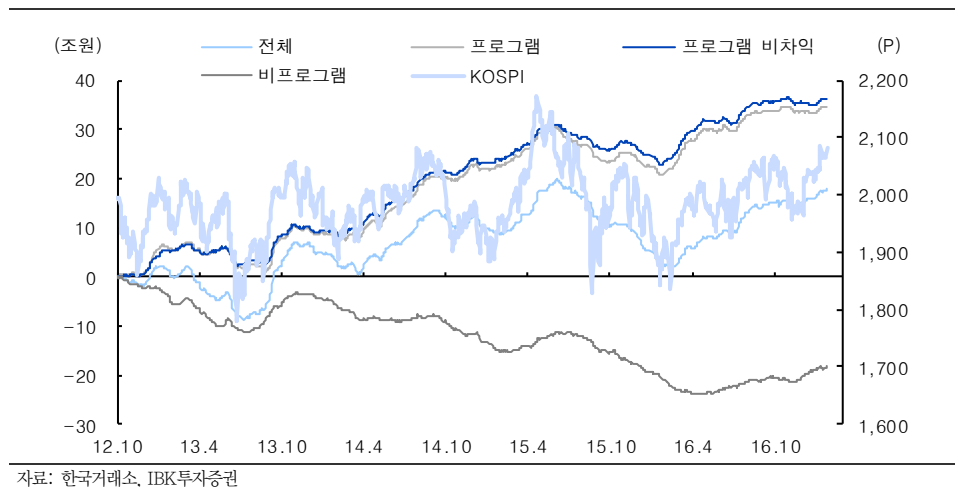


그림 40. 2017년 KOSPI 상승을 이끈 외국인 순매수는 비프로그램 중심

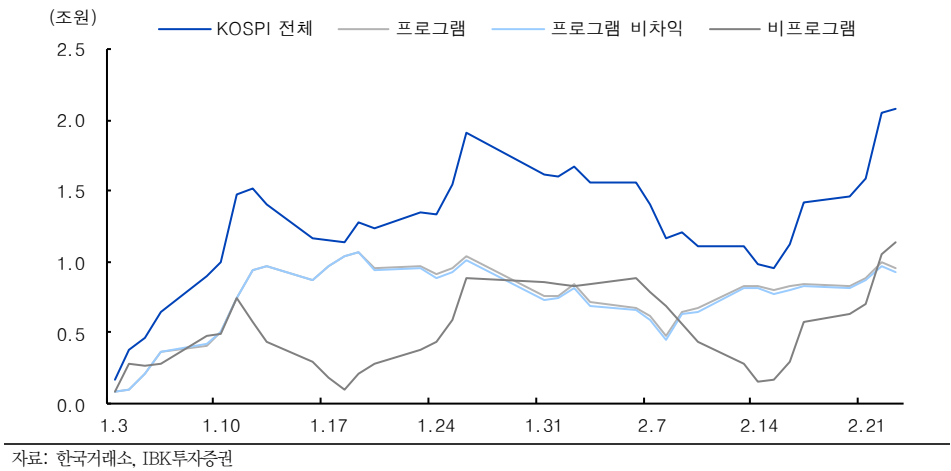
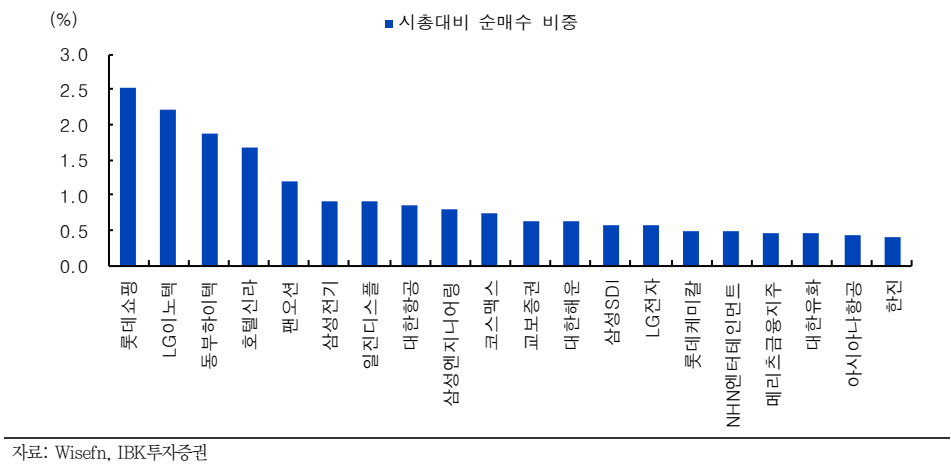


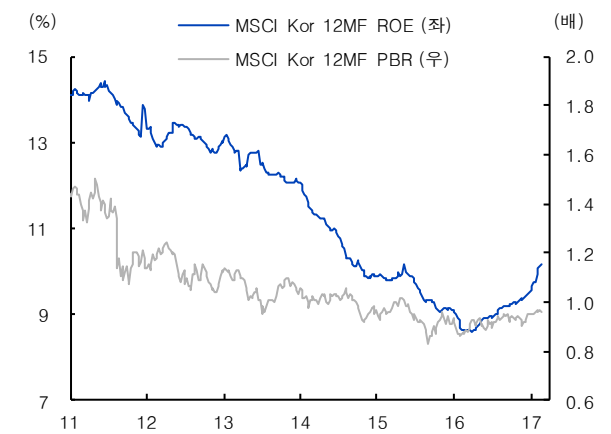
그림 41. 최근 외국인 비프로그램 순매수 종목 (시총대비)



우리증시로의 순환매 장세
이어질 가능성 높아

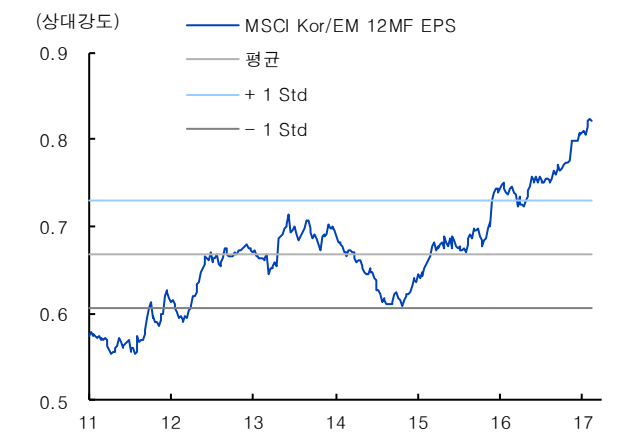
반면 트럼프의 정책에 대한 기대감 약화는 미국증시의 차익매물로 이어지며 미국증시 중심의 상승세가 신흥국으로 이어지는 순환매 장세를 유발할 가능성이 높다. 특히 최근 미국증시 상승과 함께 동반 강세를 보여왔던 여타 신흥국 증시보다는 실적에 대한 기대감이 지속되고 밸류에이션 매력이 한층 더 부각되고 있는 우리증시로 외국인 순매수 유입이 예상되며 FOMC 이후로 연내 3차례 기준금리 인상은 역시 어려울 것이라는 인식이 시장에 확산되면서 국내증시로의 자금 유입은 좀 더 확대될 것으로 판단된다.

그림 42. MSCI Korea 12MF ROE 반등세 지속



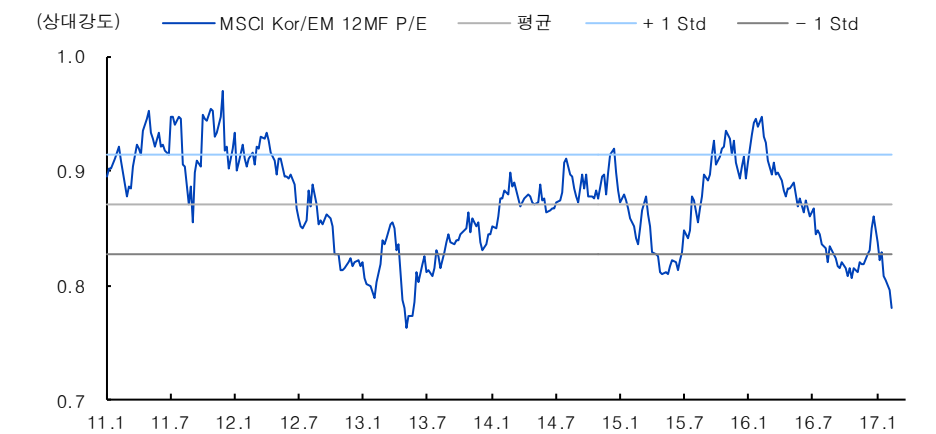
자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

그림 43. 이머징 증시 대비 우리증시의 이익 추정치 상향세 지속



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

그림 44. 이머징 증시 대비 우리증시의 저평가 매력 더욱 확대



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

그러나 여전히 미국과 유럽 발 불확실성은 완전히 해소된 것이 아니다. 3월 FOMC 이후에도 여전히 영국의 리스본 조약 50조 발동 이후의 브렉시트에 대한 불확실성과 프랑스 대선을 앞둔 경계감으로 유럽의 정치적 불확실성이 이어질 것이며 4월 환율보고서 발표를 앞두고 미국의 보호무역에 대한 우려도 쉽게 수그러들긴 어려울 것이기 때문이다.

FOMC 이후 프로그램
비차익 중심의 자금 유입
재개 가능성 높아

따라서 FOMC 이후로는 우리 기업들의 실적 기대감 및 우리 증시의 저평가 매력을 바탕으로 프로그램 비차익을 중심으로 장기성향의 자금의 유입이 재개될 가능성이 높다고 판단된다. 외국인의 프로그램 비차익이 외국인의 선물 순매수 누적 포지션에 후행하는 모습을 보인다는 점 또한 프로그램 비차익 중심의 외국인 순매수 기조가 이어질 가능성이 높음을 시사하는 부분이다.

그림 45. 외국인 선물 누적순매수와 프로그램 비차익 순매수 추이



자료: 한국거래소, IBK투자증권

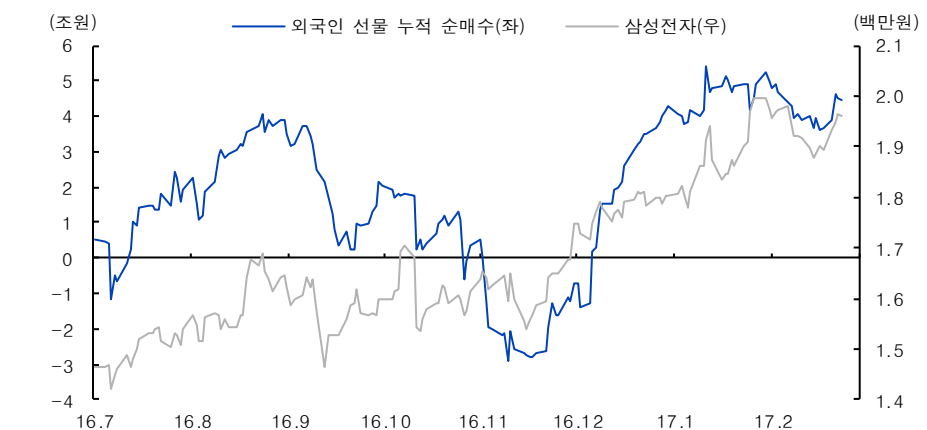
MSCI Korea내 비중 대비
KOSPI200내 비중 차이가
있는 종목에 관심

MSCI Korea와 KOSPI200 주식 비중 차이를 이용한 투자전략

그 중에서도 MSCI Korea내 비중 대비 KOSPI200내 비중이 차이가 있는 종목들에 대한 관심이 필요하다는 생각이다. 우리 증시 전반에 대한 긍정적 시각으로 유입되는 장기 성향의 자금은 보통 벤치마크 지수인 MSCI Korea를 추종하기 위해 시총 상위 종목들을 비중대로 바스켓으로 매수하는 경우가 많다. 2016년 프로그램 비차익을 중심으로 한 외국인 순매수가 대표적인 예로 볼 수 있다.

하지만 국내증시에서 유독 삼성전자의 강세가 이어져 오면서 외국인의 벤치마크인 MSCI Korea 내의 삼성전자 비중이 늘어나게 된다. 이에 따라 외국인은 현물 시장에서는 삼성전자를 순매도하고 KOSPI200 선물을 통해 삼성전자를 매수하는 효과를 만든다. 이는 작년 하반기에도 이미 관찰된 현상이며 최근까지도 외국인의 선물 누적 순매수 추이와 삼성전자의 주가는 상당히 높은 상관관계를 보이고 있다.

그림 46. 2016년 하반기 이후 외국인 선물 누적 순매수와 삼성전자 주가 추이

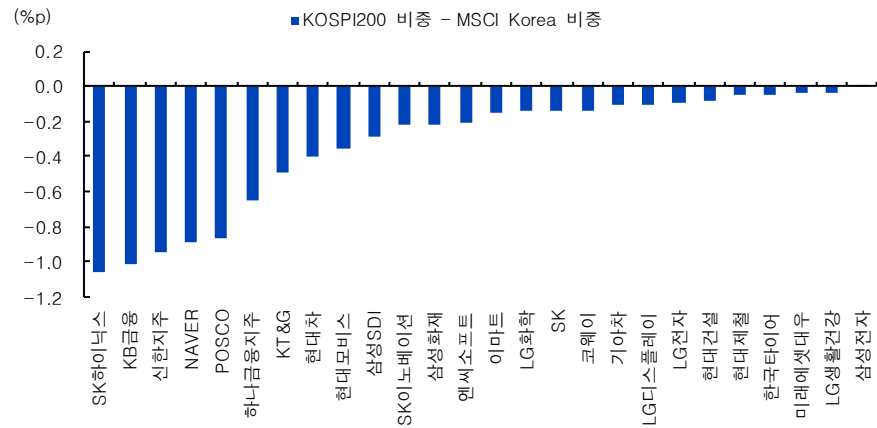


자료: Wisefn, IBK투자증권

이런 외국인 매매의 특징을 활용해 생각해볼 수 있는 전략이 KOSPI200내 비중과 MSCI Korea내 비중 차이를 통한 외국인의 프로그램 비차익 유입 가능 종목을 예상해 보는 것이다. 외국인을 하나의 투자주체라고 가정하고 외국인이 선물과 프로그램 비차익을 통해 우리 시장 전체를 매수하고 있으며 그 벤치마크가 MSCI Korea라고 생각하면 쉽다.

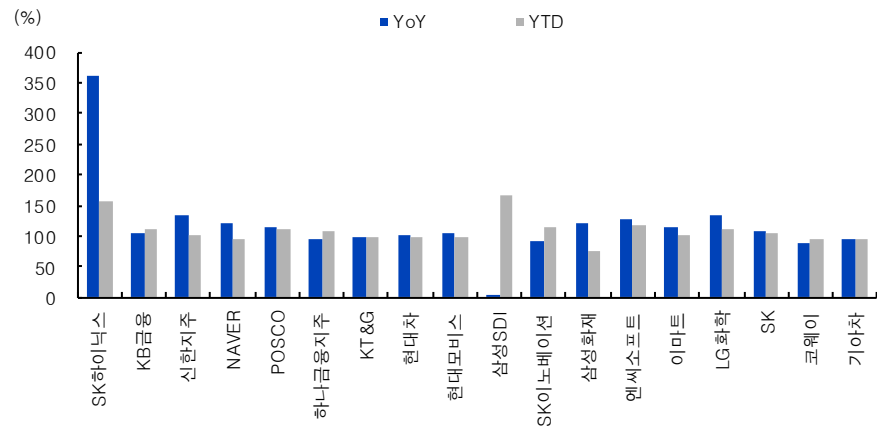
즉 FOMC 이후 실적에 대한 기대감 및 저평가 매력 부각으로 대형주 중심의 외국인 순매수 유입은 KOSPI200내 비중과 MSCI Korea내 비중 차이가 있는 이들 종목 중심으로 유입될 가능성이 높다고 판단된다. 해당 종목은 SK하이닉스, KB금융, 신한지주, NAVER, POSCO, 하나금융지주, KT&G, 현대차, 현대모비스, 삼성SDI, SK이노베이션, 삼성화재 등이다. 이들 종목들은 2017년 1분기 실적에 대한 기대감도 작용하고 있어 실적 측면에서도 관심을 가져 볼 만한 종목들이다.

그림 47. 종목별 KOSPI200 내 비중과 MSCI Korea 내 비중 차이



자료: Thomson Reuters, Wisefn, IBK투자증권

그림 48. 1Q17 영업이익의 추정치 YoY 증가율 및 연초 이후 변화율



자료: Wisefn, IBK투자증권



Monthly Strategy

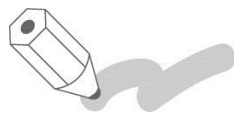
2017년 3월 업황 코멘트 및 추천종목

주요 업황 코멘트 및 추천 종목

주요 업황 코멘트 및 추천 종목

섹터	주요 내용
게임	- IP 기반 게임 출시와 MMORPG 장르 흥행에 따라 게임주 관심 확대될 것 - 올해 리니지M을 비롯해 국내 게임사들 대작 출시 릴레이 시작 될 것 - 특히 유명 게임 IP 보유한 종목 위주로 투자하는 것이 바람직 - 엔씨소프트, 웹젠 관심 확대 예상
기계	- 두산그룹주 4Q16년 실적은 전년도 사업부 매각과 구조조정 기저효과로 전반적으로 개선이 되었으나 기대치에는 다소 미흡했음. 두산밥캣의 경우 4분기 트럼프 불확실성으로 딜러 재고보유가 축소된 영향으로 기대치보다 미흡했고, 두산인프라코어의 경우 밥캣관련 IPO 비용으로 기대치보다 다소 하회하면서 두산중공업의 지배순이익 개선도 영향을 받았음. 이에 따라 주당배당금을 전년보다 축소하면서 시장의 기대에는 전반적으로 미흡하다는 평가를 받음. - 다만 2017년 두산중공업은 수주 플로우가 긍정적이어서 긍정적인 실적과 주가흐름 예상되고, 두산인프라코어의 경우 중국 굴삭기 판매가 바닥을 탈피하고 일정부분 회복기조를 보이고 있어 업황 자체는 개선되고 있는 것으로 평가되는 가운데 2017년 회사채 및 영구채 만기 1.1조원 상황을 앞두고 있으므로 여전히 주가변동성은 높을 것으로 예상됨. 두산밥캣의 경우 딜러들의 재고 축소 및 트럼프의 미국 재건사업 1조달러 투자관련 수혜 등이 실적에 반영될 것으로 전망 - 현대로템의 2016년 실적은 구조조정 등에 따른 기저효과로 개선추세. 2017년에도 국가 철도망 확충계획, 전차 수주 등 수주개선에 의한 실적 개선 이어질 것으로 전망 - 방산관련주인 한국항공우주의 경우 문제가 되었던 수리온 결빙으로 인한 지체보상금으로 4Q16 실적이 저조했는데 17년 들어서도 수리온 로터부문 결함으로 지체보상금 이슈에서 완전히 벗어나지 못하는 모습으로 조정이 이어지는 형국. 다만 2017년 하반기 T-X 미국의 고등훈련기 교체사업 수주 가능성이 높아 하반기 수주가능성에 무게를 둔 투자전략은 여전히 유효
디스플레이	- 패널 가격 상승세는 진행 중. 대형인치 중심(45인치 이상) - 2분기부터 패널 가격 하락 가능성도 제기되고 있음. - 1분기 수익성에 환율이 변수가 될 전망 - 장비 및 부품주에 대한 관심 지속적으로 필요하다고 판단함
반도체	- 인도 화폐개혁 영향으로 인도, 중국 중저가 스마트폰 업체들의 1분기 부품 오더 감소 - 이에 따라, IT 서플라이체인들의 1분기 실적이 대부분 부진 - 이 같은 영향으로 최근 PC DRAM 현물가격도 소폭의 조정 양상 나타남 - DRAM 가격 조정은 메모리 업체들에 대한 추가 조정의 빌미가 될 수 있으나, 그 정도는 제한적일 것으로 판단함 - DRAM 수급 상황 고려했을 때, 올해 중 수급 방향이 바뀔 가능성은 희박 - 실적외로나 주가상으로 메모리 업체들이 가야 할 길이 남아 있는 것으로 판단
보험	- 보험업종관련 투자이건 'Overweight'를 유지 - 비록 신계약 성장이 예전같진 않지만 2016년 손해율 개선과 비용효율성 증가에 따른 실적 개선 효과는 2017년에도 지속될 전망. 향후 금리 상승에 대한 기대도 유효한 만큼 그 동안 주가하락으로 펀더멘털 대비 저평가 되어 있던 보험사의 가치를 정상화시킬 것으로 기대됨 - Top picks: 삼성화재, 동부화재, 한화생명
유통	- 17년 1월~2월 업황은 16년 1분기대비 회복세가 확인됨 - 특히 홈쇼핑을 중심으로 온라인 유통업에서 턴어라운드 효과가 가시적 - 전년대비 소설회사들의 프로모션 축소 이슈도 판관비 개선에 긍정적 효과를 주고 있는 것으로 추정됨
은행	- 대출증가율은 둔화되나 1분기 NIM 상승으로 이자이익 증가폭 확대 - 일부 은행주 주식매각이익 예상되어 어닝 서프라이즈 가능 - 하나금융, 기업은행은 외화환산이익 발생 (현재 환율 기준) - KB금융은 이자이익 증가, 일반관리비 감소 등 실적 양호

섹터	주요 내용
자동차	- 글로벌 신차수요는 17년 1월 752만대로 전년동월비 4.3% 증가. 이는 중국(+0.4%)과 미국(-0.5%)이 전년동월과 비슷한 수준에 머물렀지만 서유럽(+10.1%)과 브라질/아르헨티나(+14.3%)와 기타(+9.3%)의 성장에 힘입었기 때문. 다만 연환산판매대수(SAAR)로는 전년동월비 0.6% 감소했는데 중국의 소비세 일부 환원 및 춘절(16년은 2월에 춘절 연휴가 있었음) 등의 영향으로 전년동월비 7.0% 감소에 기인한 것으로 파악. - 2월 SAAR이 회복세가 예상되지만 전반적으로 2017년 글로벌 신차수요는 영국의 브렉시트, 중국의 구매세 일부 환원 등에 따라 2%대로 성장세가 둔화될 것이라는 기존 예상을 유지함. - 또한 미국 트럼프 대통령의 보호무역주의 정책 기조에 따른 한미FTA 재검토, NAFTA의 멕시코 국경세 부과 등의 우려감이 상존하고 있는 상황이라서 재차 주가 하락의 빌미가 될 가능성 존재 - 전반적으로 현대기아차, 모비스, 위아 등 대형주의 4Q16 실적이 기대 이하를 기록함에 따라 주가가 조정을 받았으나, 지배구조 개선 기대감으로 일정부분 회복세를 보이고 있는 상황. 2017년 실적 방향은 기저효과 등으로 전년비로는 이익이 개선될 가능성이 높고, 패턴은 상저하고 예상되므로 하반기 개선을 염두해 둔 상반기 저점매수 전략 차원에서 접근할 것으로 권고. 만도 등 전장관련 부품업체 이외에도 실적이 개선된 중형부품주에도 관심이 필요한 상황
전자부품	- 삼성전자의 Galaxy S8 출시가 임박함에 따라 부품주에 대한 관심이 높아지고 있음 - 1분기 실적 반등 업체들을 중심으로 주목할 필요가 있음. - Sole Vendor 및 독점적 지위를 확보한 부품업체들에게 관심. 이녹스, 아모텍, 자화전자, 코리아씨키트 등
정유	- 유가는 배럴당 45~55달러 내외에서 횡보 예상 - 하향 안정화된 유가에서 석유수요 증가 본격화됨에 따른 정제마진 상승 기대 - 글로벌 CDU설비들의 대규모 정기보수 또한 불가피한 상황. 지난 3년간 대부분의 일정을 지연시켜왔기 때문 - PX는 증설 해당되는 만큼의 TPA 증설이 함께 이루어져서 연간 PX 스프레드는 전년 수준 유지 - 정기보수 종료로 판매물량 확대효과 및 화학부문에서 올레핀/아로마틱스 이익 향유가 모두 가능한 SK이노베이션 최선희주 추천
증권	- 증권업에 대해 투자자의견 'Overweight'를 유지 - 비록 거래대금이 7조원대 중반으로 의미 있는 수준은 아니지만 여전히 풍부한 유동성이 향후 주식시장으로 유입될 가능성은 유효함. 또한 최근 거래대금을 고려하더라도 IBK투자증권 Coverage 6개 증권사의 ROE가 5.5~6.0% 수준이 예상된다는 점에서 과거 밸류에이션 대비 여전히 매력적인 구간으로 판단됨. - 다만, 일평균 거래대금이 기대보단 낮은 수준인 만큼, 증권주 주가 상승시 추격매수 보다는 주가 하락시 매수 및 보유 전략이 유효하다고 판단됨. - Top picks: 한국금융지주, 키움증권, 긍정적: 메리츠증권증권
철강	- 중국 2017년 구조조정 추가적으로 시행 중에 있음 - 2016년 4,500만톤 구조조정 목표 초과 달성한 8,000만톤 기록 / 2017년에도 4,000만톤 수준 구조조정 예상 - 조업일수 330일 완화 영향으로 원료단 가격 안정화 - 2017년 3월 중국 양회에서 추가 규제 대책 나올 가능성 높음 - 국내 철강 재고 수준은 비수기 영향으로 소폭 증가했으나, 성수기 진입과 함께 타이트한 재고 유지할 전망 - 국내 고로업체 2017년 상당기간 보수 계획으로 공급 조절과 함께 가격지지 요인으로 작용할 것으로 예상
통신서비스	- 가입자 시장은 스마트폰의 신모델 출시를 앞두고 구매력이 크게 떨어져 안정세 유지 - IoT 전용망을 SK텔레콤은 지난해 구축했고, KT와 LGU+는 금년 상반기에 구축하여 IoT 성장동력 부각 - 1분기 수익성은 가입자 시장 안정과 비용 절감 노력으로 개선 전망
화장품	- 대형주의 모멘텀이 약화된 가운데 지난해 말 신규 상장한 클리오, 코스메카코리아에 대한 외국인 수급이 집중되고 있음 - 그 이유는 양사 모두 기존 업체들대비 고성장 구간에 있어 밸류에이션 메리트가 충분하며 내수 성장이 뚜렷한 입장에 있어 대외 악재에 대해서도 상대적으로 안정적이기 때문



편집상 공백입니다.



Monthly Strategy

3월 IBKS 추천 종목 LIST

SK하이닉스 (000660 / TP 70,000원)
POSCO (005490 / TP 320,000원)
KB금융 (105560 / TP 65,000원)
SK이노베이션 (096770 / TP 260,000원)
삼성화재 (000810 / TP 340,000원)
엔씨소프트 (036570 / TP 400,000원)
만도 (204320 / TP 330,000원)
두산 (000150 / TP 140,000원)
이녹스 (088390 / TP 35,000원)

반도체/IT

Analyst

이 승 우

02) 6915-5771

swleesw@ibks.com

SK하이닉스 (000660 / TP 70,000원)

가야 할 길이 더 남아 있다

4차 산업혁명에 대비한 필수 포트폴리오

인공지능과 빅데이터 기술을 기반으로 하는 4차 산업혁명이 우리의 현실로 다가오면서, 데이터센터 및 스토리지에 대한 수요가 증가하고 있다. 특히, 리얼타임 분석을 요구하는 서비스와 어플리케이션이 늘어나면서, 고속의 입출력을 요하는 스토리지와 이를 구성하기 위한 SSD, DRAM, 컨트롤러 등 핵심 반도체 수요가 지속적인 증가할 전망이다. 그렇기 때문에 세계 최대의 퓨어 메모리 업체인 SK하이닉스는 4차 산업혁명에 대비한 필수 포트폴리오로 판단된다.

사상 최대 실적에도 최근 주가 조정 양상

DRAM 가격 강세와 NAND 공급부족으로 1분기 실적은 매출 6조원, 영업이익 2.3조원을 상회하는 역대 최고의 실적을 기록할 것으로 기대된다. 올해 연간 실적도 매출 24조원, 영업이익 9조원대 이상을 기록할 전망이다. 그럼에도 최근 PC DRAM 현물가격이 정체 또는 소폭의 조정양상을 보이면서 주가도 조정 흐름을 보이고 있다. 물론, 제품 가격 상승세가 꺾였다는 것은 주식을 팔 빌미가 될 수 있을 것이다.

가야 할 길이 더 남아 있다

1분기 IT 비수기에 따른 PC 및 스마트폰 업체들의 재고조정은 이미 감안하고 있었던 변수였다. 4차 산업혁명에 따른 메모리 수요 증가와 공급 사이드의 여러 변수들을 감안할 때, 메모리 반도체 공급이 올해 공급우위로 전환될 가능성은 매우 희박해 보인다. 도시바의 향방과 각 업체들의 캐팩스 변수에 따른 변화 가능성을 배제하고 있지는 않으나, 아직은 실적으로나 주가상으로나 가야 할 길이 더 남아 있다고 판단한다. 투자의 건 매수와 목표주가 70,000원을 유지한다.

(단위:십억원,%,배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	17,126	18,798	17,198	24,242	25,102
영업이익	5,109	5,336	3,277	9,392	9,332
세전이익	5,048	5,269	3,216	9,266	9,324
지배주주순이익	4,195	4,322	2,951	7,263	7,278
EPS(원)	5,842	5,937	4,053	9,977	9,998
증가율(%)	42.5	1.6	-31.7	146.2	0.2
영업이익률(%)	29.8	28.4	19.1	38.7	37.2
순이익률(%)	24.5	23.0	17.2	30.0	29.0
ROE(%)	27.0	21.9	14.0	27.4	22.9
PER	8.2	5.2	11.0	5.1	5.1
PBR	1.9	1.0	1.4	1.2	0.9
EV/EBITDA	4.1	2.3	4.2	2.3	1.9
차입금/EBITDA	0.5	0.4	0.6	0.3	0.3
현재가 (2/23)		50,200원	시가총액		36,546 십억원
목표주가		70,000원	발행주식수		728,002 천주
상승여력		39.4%	60일 평균거래대금		159 십억원
52주 최고가/최저가		54,600원 / 25,750원	외국인 지분율		50.1%

주: K-IFRS 연결 기준

철강

POSCO (005490 / TP 320,000원)

Analyst

한 유 건

02) 6915-5669

leaderhan@ibks.com

중국 구조조정의 최대 수혜주

2017년 중국 구조조정은 지속되고 있음

2016년 13차 5년 계획에서 중국이 목표했던 철강 감산 목표는 2020년까지 1.5억톤이었다. 2016년 4,500만톤 구조조정을 예상했으나 이를 초과한 8,000만톤 수준을 달성했다는 점이 긍정적이다. 2017년에는 4,000만톤의 감축을 이행할 것으로 판단됨에 따라 5년을 목표로 잡은 시기가 3년으로 앞당겨 질 수 있는 가능성이 높아졌다.

국내유입 중국 철강제품 감소

중국의 철강 수출은 미국의 반덤핑 영향과 자체 구조조정의 노력 일환으로 수출 물량이 감소하고 있다. 한국이 중국으로부터 수입하는 판재류는 3분기 220만톤 수준에서 4분기 188만톤으로 15% 감소했다. 이러한 영향은 2017년에도 지속될 가능성이 크며 중국산 철강제품 유입감소는 국내제품 판매량에 긍정적 영향으로 작용할 것으로 판단된다.

국내 고로사들의 2017년 고로 보수가 대대적으로 계획되어 있어 공급물량 조절에 따른 가격 지지가 이루어질 것으로 예상되며, 수입산 제품과의 가격 격차가 좁혀짐에 따라 국내산 제품 구매 반사수혜를 볼 가능성이 높다.

투자의견 '매수', 목표주가 320,000원

투자의견 매수, 목표주가 320,000원을 유지한다. 목표가는 Fwd 2Y ROE 5.2%, COE 8.2%를 적용해 산출했으며, PBR 0.63 수준은 글로벌 철강업체 대비해서도 저평가 된 수준이라 합당하다는 판단이다.

(단위: 억원%, 배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	650,984	581,923	530,835	586,151	587,538
영업이익	32,135	24,100	28,444	29,249	36,578
세전이익	13,781	1,808	14,325	22,361	27,519
지배주주순이익	6,261	1,806	13,633	18,984	24,454
EPS(원)	7,181	2,072	15,637	21,774	28,048
증가율(%)	-54.5	-71.1	654.7	39.2	28.8
영업이익률(%)	4.9	4.1	5.4	5.0	6.2
순이익률(%)	0.9	-0.2	2.0	2.7	3.4
ROE(%)	1.5	0.4	3.3	4.6	5.7
PER	38.4	80.4	16.5	13.5	10.5
PBR	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.8	6.2	7.2	7.4	6.4
차입금/EBITDA	4.3	4.5	4.0	3.8	3.4
현재가 (2/23)		292,000원	시가총액		25,459 십억원
목표주가		320,000원	발행주식수		87,187 천주
상승여력		9.6%	60일 평균거래대금		94 십억원
52주 최고가/최저가		293,500원 / 194,000원	외국인 지분율		54.8%

주: K-IFRS 연결 기준

은행

Analyst

김은갑

02) 6915-5660

egab@ibks.com

KB금융 (105560 / TP 65,000원)

Strong again

뚜렷한 이익증가

본문에 언급한 은행주 수익성 개선모습에 가장 부합한다. 이자이익의 증가, 매매이익 실현가능한 주식 보유, 충당금과 일반관리비의 감소 모두 기대가능하다. 특히 은행의 일반관리비 감소는 가장 뚜렷할 전망이다. 합병 증권사의 실적개선도 기대된다.

금융그룹 구조변화, 자본정책 확대

증권사 인수합병, 손보/캐피탈 자회사 지분확대 등 금융그룹의 자산규모나 이익규모를 증가시킬 변화가 진행 중이며, 높은 자본비율을 바탕으로 자사주 취득이나 배당증가 등 주주친화정책도 병행할 수 있는 여력이 있다.

은행업종 Top pick, 목표주가 65,000원

KB금융을 은행업종 Top pick으로 제시하고, 목표주가는 65,000원으로 제시한다. 목표주가 65,000원은 2017년말 BPS 전망치 87,458원 기준 PBR 0.74배에 해당하는 수준이다. 2017년 ROE 전망치가 7.7%인 점을 감안하면 무리없는 수준으로 판단된다. KB금융 PBR은 과거 장기간 은행업 평균 대비 할인되어 왔으나 이제 업종 대비 할증되기 시작했고, 향후 점차 할증율이 높아질 전망이다. 금융그룹의 구조변화, 자본정책, 이익증가율 등 할증율이 확대될 자격이 충분하다.

(단위: 억원, %, 배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
순영업이익	7,197	7,382	7,445	8,655	8,818
이자이익	6,416	6,203	6,403	6,986	7,171
비이자이익	781	1,179	1,042	1,669	1,647
영업이익	1,959	1,821	1,677	3,298	3,354
연결순이익	1,403	1,699	2,144	2,470	2,515
ROE(%)	5.3	6.1	7.2	7.7	7.4
NIM(%)	2.5	2.3	2.2	2.2	2.2
ROA(%)	0.44	0.51	0.59	0.64	0.62
EPS(원)	3,633	4,397	5,549	6,394	6,508
BPS(원)	70,700	74,234	82,077	87,458	92,706
현재가 (2/23)		47,650원	시가총액		19,923 십억원
목표주가		65,000원	발행주식수		418,112 천주
상승여력		36.4%	60일 평균거래대금		41 십억원
52주 최고가/최저가		48,000원 / 29,700원	외국인 지분율		63.8%

주: K-IFRS 연결 기준

정유

Analyst

전 유 진

02) 6915-5665

yujinjn@ibks.com

SK이노베이션 (096770 / TP 260,000원)

우호적인 영업환경 속에 밸류에이션도 최고 수준!

정기보수 종료 효과가 견조한 수요를 만나다

석유부문에서 대규모 정기보수 종료에 따른 판매물량 확대가 예상된다. 글로벌 정유사들은 지난 2~3년간 미루어 온 정기보수를 올해 대거 계획하고 있는 것으로 파악된다. 경쟁사들이 가동을 중단하는 동안 동사는 물량 확대와 견조한 마진효과를 동시에 온전히 누릴 수 있어 긍정적이다.

화학부문 또한 NCC 정기보수 종료 효과와 스프레드 확대에 따른 이익 상승이 기대된다. 2017년 신규로 유입되는 약 800만톤의 글로벌 에틸렌 설비 중 650만톤이 하반기에 가동될 예정이다. 글로벌 제조업 PMI 상승세 지속이 보여주듯, 화학제품 수요는 여전히 견조한 수준으로 전망되어 상반기 중 스프레드는 더욱 확대 예상된다. 동사는 올레핀 설비를 함께 갖추고 있어 경쟁사 대비 이익 기여도가 더 높을 것으로 기대한다.

밸류에이션 매력도 최고!

글로벌 정유업체들과 비교했을 때 동사의 밸류에이션 매력도는 매우 높다. 2017년 블룸버그 컨센서스 기준 동사의 EPS는 18.2달러에 육박하지만 PER은 7.0배로 정유사들 중 가장 낮다. PBR 또한 11%에 달하는 높은 ROE에도 불구하고 0.8배에 불과한 수준이다.

동사의 우호적인 영업환경과 글로벌 정유사 대비 최고 수준의 밸류에이션 매력으로 인해 정유업종 Top pick으로 제시한다.

(단위: 억원, %, 배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	658,607	483,563	395,205	460,585	475,673
영업이익	-1,828	19,796	32,286	28,703	31,180
세전이익	-4,367	16,541	29,388	29,353	31,918
지배주주순이익	-5,888	8,149	16,952	20,197	21,864
EPS(원)	-6,283	8,696	18,089	21,552	23,330
증가율(%)	적전	흑전	108.0	19.1	8.3
영업이익률(%)	-0.3	4.1	8.2	6.2	6.6
순이익률(%)	-0.8	1.8	5.7	4.4	4.6
ROE(%)	-3.8	5.3	10.3	11.3	11.3
PER	-13.5	14.9	8.1	7.2	6.7
PBR	0.5	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	28.0	5.7	3.8	4.6	4.2
차입금/EBITDA	18.2	2.8	1.6	2.1	2.0
현재가 (2/23)		156,000원	시가총액		14,537 십억원
목표주가		260,000원	발행주식수		93,714 천주
상승여력		66.7%	60일 평균거래대금		39 십억원
52주 최고가/최저가		178,000원 / 136,500원	외국인 지분율		40.4%

주: K-IFRS 연결 기준

보험

Analyst

김 지 영

02) 6915-5670

Pooha279@ibks.com

삼성화재 (000810 / TP 340,000원)

2016년 당기순이익 8,409억 YoY 7.4% 증가

2016년 당기순이익 8,409억원 YoY 7.4% 증가

삼성화재의 2016년 당기순이익은 8,409억원으로 전년대비 7.4% 증가했고, IBK투자증권 예상을 12.9% 하회했다. 실적이 예상을 하회한 이유는 IBNR 적립 등 일회성 비용 증가와 일반보험 손해율 상승에 기인한다.

전년대비 이익이 증가한 이유는 비록 일반보험 손해율은 상승했지만, 자동차 및 장기보험 손해율 하락으로 전체 손해율이 84.0%로 전년대비 0.8%p 개선되었기 때문이다. 사업비율은 19.2%로 전년대비 0.4%p 상승했는데, 명예퇴직금(약135억원) 발생에 기인하며 예년 수준이다.

목표주가 340,000원 하향, 업종내 Top picks 유지

삼성화재에 투자의견 매수를 유지하며, 업종내 Top picks도 유지한다. 다만 목표주가는 340,000원으로 하향 하는데, 손해율 및 금리 가정치 조정으로 2017년 예상 당기순이익을 19.2% 하향조정했기 때문이다. 2017년 예상 BPS에 적정 PBR 1.4배를 적용한 것으로 2월 15일 종가 273,500원 대비 24.3% 상승여력이 있다고 본다.

업종내 Top picks로 삼성화재를 유지하는데 1) 규모의 경제 효과와 효율적인 비용관리로 안정적인 이익 시현이 기대되며, 2) 자동차보험 인하에 따른 점유율 확대가 전망되며, 3) 현재 업계에서 가장 높은 RBC를 보유하고 있다는 점에서 자본적정성도 긍정적이다.

(단위: 십억원배,%)	2014	2015	2016	2017E	2018E
경과보험료	16,555.7	16,956.3	17,405.8	17,536.5	17,727.9
보험영업이익	-592.5	-606.3	-567.9	-651.6	-766.5
투자영업이익	1,682.8	1,677.0	1,688.3	1,815.6	2,023.9
수정당기순이익	796.6	782.7	840.9	969.1	942.0
수정EPS(원)	15,045.6	14,783.0	15,882.2	18,303.0	17,791.3
증가율(%)	57.7	-1.7	7.4	15.2	-2.8
손해율(%)	85.5	84.8	84.0	84.4	84.8
사업비율(%)	18.1	18.8	19.2	19.3	19.5
합산비율(%)	103.6	103.6	103.3	103.7	104.3
PER(배)	18.8	21.3	16.9	14.9	15.4
PBR(배)	1.4	1.5	1.1	1.1	1.0
ROE(%)	8.4	7.2	7.1	7.6	6.9
현재가 (2/23)		252,500원	시가총액		12,513십억원
목표주가		340,000원	발행주식수		50,567 천주
상승여력		34.7%	60일 평균거래대금		24 십억원
52주 최고가/최저가	313,500원 / 252,500원		외국인 지분율		46.3%

주: K-IFRS 연결 기준

인터넷/게임

엔씨소프트 (036570 / TP 400,000원)

Analyst

김 한 경

02) 6915-5653

khk5994@ibks.com

4Q16 Review : 선인식분 제거해도 양호한 실적

엔씨소프트 4Q16, 선인식분 제거해도 양호한 실적으로 추정

엔씨소프트 4분기 실적은 매출액 2,846억원 (yoy +19.8% qoq +30.8%) 영업이익 1,017억원 (yoy +34.8% qoq +56.0%)으로 컨센서스를 상회했다. 호실적의 배경은 리니지1의 '드래곤 보물상자' 프로모션 매출(250억원 추정)이 작년 4분기 실적에 선인식된 영향이다. 선인식 효과를 제거한 4분기 실적은 컨센서스에 부합(매출액 2,596억원, 영업이익 799억원 추정)한 것으로 추정되며, 리니지1 매출은 930억원으로 파악된다.

신작 부재에 따른 공백은 리니지2 레볼루션이 메꿔줄 것

1분기 실적은 매출액 2,624억원, 영업이익 1,004억원으로 예상된다. 올해 1분기 리니지1 매출은 선인식분 만큼의 감소할 것으로 보이지만 레볼루션 로열티 매출 온기 반영에 따라 상당부분 상쇄될 전망이다. 리니지M 출시는 게임의 완성도 향상 작업에 따라 예정보다 2~3개월 연기된 5~6월 출시를 예상된다. 단기적으로는 신작 공백기가 예상되지만 리니지2:레볼루션의 흥행 지속을 고려한다면 이에 따른 주가 조정은 제한적일 것으로 예상된다. 리니지2:레볼루션은 '포켓몬 고'의 메가 히트(이용자 수 700만명)에도 불구하고 매출 1위를 고수하고 있다. 또한 2월 중 최고 레벨 상향을 포함한 대규모 업데이트가 예정되어 있어 로열티 매출 확대 가능성도 충분히 존재한다.

투자의견 매수, 목표주가 400,000원 유지

엔씨소프트에 대해 투자의견 매수와 목표주가 400,000원을 유지한다. 리니지1 매출 선인식 및 출시 일정 연기에 따라 연간 EPS를 하향조정하였지만 그 폭이 크지 않아 목표주가는 유지한다. 리니지2 레볼루션의 흥행이 지속되고 있으며, 블소 모바일 MMO 개발 등 공격적 IP 확장이 진행되고 있다는 점에서 기존의 긍정적 시각을 유지한다.

(단위:십억원,%,배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	839	838	984	1,226	1,485
영업이익	278	237	329	466	587
세전이익	289	240	346	477	623
지배주주순이익	230	165	272	364	475
EPS(원)	10,487	7,542	12,422	16,587	21,656
증가율(%)	44.7	-28.1	64.7	33.5	30.6
영업이익률(%)	33.2	28.3	33.4	38.0	39.5
순이익률(%)	27.1	19.8	27.6	29.6	31.9
ROE(%)	18.4	10.6	15.2	18.4	20.4
PER	17.4	28.2	19.9	18.4	14.1
PBR	2.9	2.6	3.0	3.1	2.6
EV/EBITDA	10.5	15.2	13.8	12.4	9.4
차입금/EBITDA	0.0	0.0	0.4	0.3	0.2
현재가 (02/23)	305,000원		시가총액	6,688 십억원	
목표주가	400,000원		발행주식수	21,929 천주	
상승여력	31.1%		60일 평균거래대금	47 십억원	
52주 최고가/최저가	316,000원 / 218,000원		외국인 지분율	39.8%	

주: K-IFRS 연결 기준

자동차/기계

Analyst

이 상 현

02) 6915-5662

coolcat.auto@ibks.com

만도 (204320 / TP 330,000원)

높아진 실적 가시성과 미래 성장동력 긍정적

분할 이후 분기 영업이익률 처음으로 6%대 진입

14년 3분기 분할 이후 분기 영업이익률이 처음으로 4Q16 기준 6%대를 기록했다(분할 전에는 분기 최고 8%대 영업이익률 기록). 주된 이유는 1)완성차의 가동률 상승, 고객 다변화 가속화로 4분기 외형이 기대이상으로 성장했다. 16년 신규수주 9.1조원 중 비현대차그룹 비중이 51%, 전장품 비중이 55%를 차지하고 있을 정도로 글로벌 부품업체와 비슷한 수준의 고객 다변화, 전장화가 진행되고 있다. 2)ADAS(첨단 운전자 주행보조 시스템)의 매출비중이 16년 연간으로 4.9%를 차지했고, 4분기만 보면 5.2%를 차지했다. 당초 BEP 목표를 초과한 1.5% 영업이익률을 달성했기 때문이다.

중국과 인도에서의 고객다변화를 통한 성장

중국과 인도에서의 고객다변화, 전장화, 현지화 등을 통해 높은 성장세를 이어나갈 것으로 기대된다. 중국과 인도에서 16년 각각 1,76조원/4,020억원의 매출을 기록했으며, 21년까지 연평균 10%/15% 성장할 것으로 기대하고 있다. 이는 현대기아차 이외 메이커로 고객다변화가 이뤄지고 있기 때문이다. 중국에서는 현대기아차 이외 GM/SGM, Geely, Changan, Great Wall, South East, Huachen 등의 메이커로 확대되고 있고, 인도에서는 Tata, Mahindra, Maruti Suzuki, Ford, Nissan, Honda 등으로 납품업체가 확대되고 있다. 이에 따라 16년 고객별 중국 매출비중은 현대기아차/글로벌합작사/로컬메이커 각각 43%/16%/38%를 차지하고 있는데 21년에는 35%/13%/52%로 변화될 전망이고, 인도에서는 16년 현대기아차/비현대 비중이 각각 88%/12%에서 21년 현대기아/글로벌메이커/로컬메이커 비중이 각각 61%/24%/16%로 다변화 될 것으로 전망된다.

매수의견과 목표주가 330,000원 유지

투자의견 매수와 목표주가 330,000원을 유지한다. 가이던스 이상의 실적을 기록하면서 향후 실적에 대한 신뢰도가 높아지고 있고, 고객다변화와 ADAS 장착률 상승 등 미래 성장에 대한 기대감이 높아지고 있다는 측면에서 긍정적이다.

(단위: 억원, %, 배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	17,214	52,992	58,664	61,326	64,812
영업이익	793	2,656	3,051	3,318	3,623
세전이익	601	2,012	2,793	3,042	3,380
지배주주순이익	475	1,258	2,001	2,138	2,377
EPS(원)	15,268	13,395	21,305	22,765	25,310
증가율(%)	na	-12.3	59.1	6.9	11.2
영업이익률(%)	4.6	5.0	5.2	5.4	5.6
순이익률(%)	2.8	2.4	3.6	3.7	3.9
ROE(%)	4.5	10.6	14.5	14.1	14.0
PER	12.0	12.4	11.0	11.9	10.7
PBR	1.6	1.2	1.5	1.6	1.4
EV/EBITDA	18.6	5.4	6.6	6.9	6.4
차입금/EBITDA	8.7	2.5	2.6	2.5	2.4
현재가 (2/23)	270,500원		시가총액	2,540 십억원	
목표주가	330,000원		발행주식수	9,391 천주	
상승여력	22.0%		60일 평균거래대금	13 십억원	
52주 최고가/최저가	287,000원 / 142,000원		외국인 지분율	41.1%	

주: K-IFRS 연결 기준

지주회사

두산 (000150 / TP 140,000원)

Analyst

김 장 원

02) 6915-5661

jwkim@ibks.com

자체사업 및 자회사 실적 개선 기대

2016년 고마진제품의 비중 증가로 자체사업 수익성 개선

두산그룹의 지주로 자체사업을 갖고 있는 두산은 자체사업의 2016년 매출이 2015년대비 2.9% 증가했고, 영업이익은 9.2% 증가했으며, 영업이익률은 7.8%로 0.5%p 상승했다. 자체사업중 전자부품은 매출이 전년대비 13.2% 증가했는데, 영업이익은 31.7% 증가해 영업이익률이 1.9%p 상승하였다. 전방산업의 수요 증가와 고마진 제품의 비중이 늘었기 때문이다. 굴삭기의 부품을 생산하는 모트롤도 2015년 영업이익이 10억원이었으나, 2016년에는 113억원으로 크게 늘었다.

2017년 수익 개선 전망

전자부품은 전방산업에서의 수요 증가와 매출처 다변화로 금년에도 외형 증가와 함께 수익성이 개선될 전망이다. 모트롤도 전방산업이 안정세를 유지함으로써 매출이 늘어나고, 낮은 비용 구조로 인해 수익성도 개선될 전망이다. 연료전지는 4천억원 규모의 수주 물량과 국내 생산시설 확보로 개선 폭이 두드러져 보일 것 같다. 자체사업의 수익이 지난해에 이어 좋은 모습이 이어질 것으로 예상하는 가운데 종속기업도 수익이 개선되어 연결 실적이 개선될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 140,000원

자사주를 지난해에 이어 5% 소각할 예정이며, 배당금을 5,100원으로 전년대비 550원 증액하는 적극적인 주주친화적 정책이 앞으로도 지속될 것으로 전망하기에 매수 의견을 유지한다.

(단위:억원%,배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	203,124	189,604	164,107	170,251	176,347
영업이익	9,979	2,646	9,172	11,140	12,203
세전이익	-1,374	-14,462	-1.5	7,058	7,986
지배주주순이익	653	-3,912	1,960	3,395	4,019
EPS(원)	2,478	-14,671	13,324	13,259	15,695
증가율(%)	-47.3	적전	흑전	-0.5	18.4
영업이익률(%)	4.9	1.4	6.2	6.5	6.9
순이익률(%)	0.2	-9.0	3.9	3.1	3.4
ROE(%)	2.2	-14.3	14.1	13.4	14.9
PER	41.8	-6.0	7.9	7.7	6.5
PBR	1.0	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.3	19.8	10.8	10.1	9.5
차입금/EBITDA	7.6	14.3	6.9	6.5	6.0
현재가 (2/23)		102,000원	시가총액		2,422 십억원
목표주가		140,000원	발행주식수		25,604 천주
상승여력		37.2%	60일 평균거래대금		4 십억원
52주 최고가/최저가		119,500원 / 74,800원	외국인 지분율		7.9%

주: K-IFRS 연결 기준

전자부품

Analyst

김 운 호

02) 6915-5656

Unokim88@ibks.com

이녹스 (088390 / TP 35,000원)

2017년에는 새로운 역사를 쓸 것!

1분기 실적 기대 이상일 전망

이녹스의 1분기 매출액은 사상 최대 실적이 예상된다. 삼성전자 Galaxy S8 출시와 함께 이전 제품 물량도 증가할 것으로 예상하고, LG디스플레이 AMOLED 봉지 필름 매출액이 전 분기 대비 증가할 것으로 전망하기 때문이다. 삼성디스플레이가 애플로 패 널을 공급함에 따라 물량 증가효과도 기대된다. 신제품 매출도 1분기부터 본격화될 것으로 기대하는데 이 부분이 2017년 실적 개선의 가장 큰 변수가 될 전망이다.

신제품 개발 능력이 독보적 경쟁력 발판

이녹스는 반도체, 모바일, AMOLED를 전방 산업으로 확보하고 있다. 제품 영역을 확대함으로써 성장 동력을 매년 확보하고 있다는 점이 동사의 가장 큰 경쟁력인 것으로 판단한다. LGD향 AMOLED 대형 봉지재 시장 내 점유율이 개선될 것으로 예상하고 Mobile 관련 신제품 출시를 통해서 2017년 사상 최대 실적을 달성할 것으로 기대한다. 반도체도 신규 거래선 확보를 통해서 2017년 200억원 이상의 매출 증가를 기대한다.

투자의견 '매수', 목표주가 35,000원 유지

이녹스에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 1분기부터 사상 최대 실적을 갱신할 것으로 기대하고, Mobile, Display, Memory 업황 개선에 모두 노출된 유일한 부품업체이고, 전방산업의 업황이 상당기간 호조세를 보일 것으로 기대하고, 신제품, 신규 고객으로의 매출이 가파르게 성장할 것으로 기대하고, 현재 수준의 주가에서도 투자 매력도가 높다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 35,000원을 유지한다.

(단위: 억원%, 배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	141,651	171,256	188,436	179,926	177,817
영업이익	33,798	51,095	53,267	37,252	27,217
세전이익	30,749	50,477	52,681	36,736	26,904
지배주주순이익	28,725	41,955	42,422	29,185	21,412
EPS(원)	4,099	5,842	5,827	4,009	2,941
증가율(%)	흑전	42.5	-0.3	-31.2	-26.6
영업이익률(%)	23.9	29.8	28.3	20.7	15.3
순이익률(%)	20.3	24.5	22.5	16.2	12.0
ROE(%)	25.2	27.0	24.5	13.6	8.8
PER	9.0	8.2	5.3	7.6	10.4
PBR	2.0	1.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.3	4.1	2.4	2.6	2.9
차입금/EBITDA	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
현재가 (2/23)		26,800원	시가총액		330 십억원
목표주가		35,000원	발행주식수		12,318 천주
상승여력		30.6%	60일 평균거래대금		6 십억원
52주 최고가/최저가		29,550원 / 11,250원	외국인 지분율		3.7%

주: K-IFRS 연결 기준

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당사항없음												

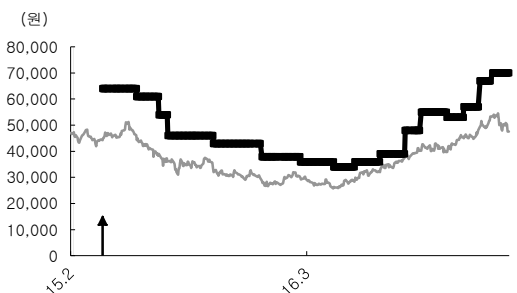
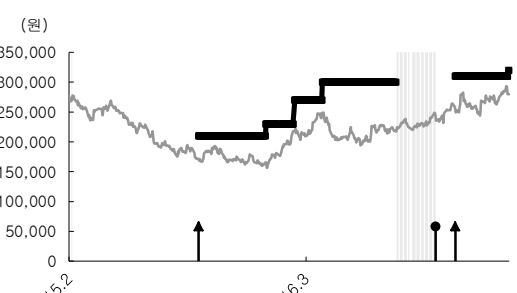
투자의견 안내 (투자기간 12개월)

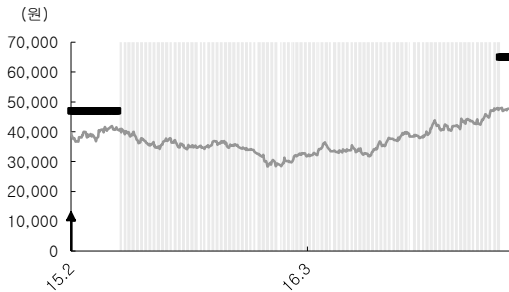
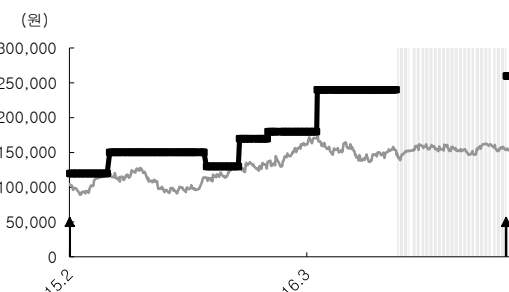
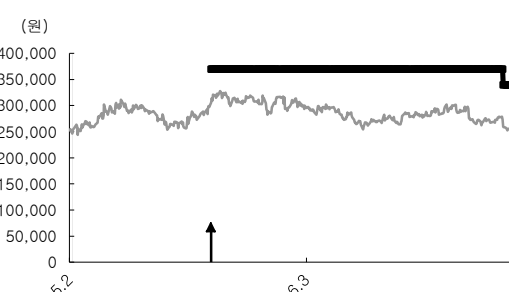
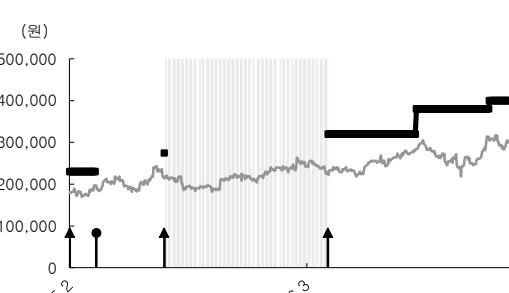
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

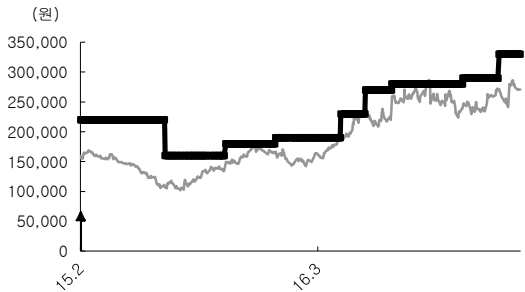
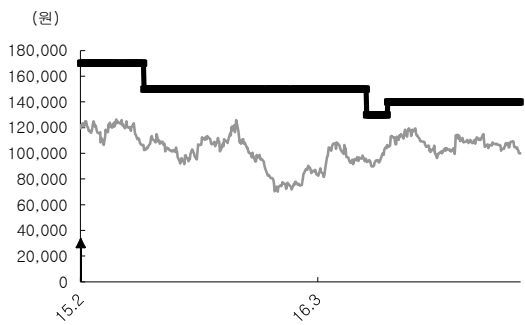
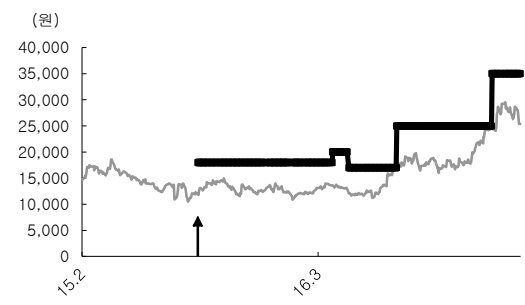
투자등급 통계 (2016.01.01~2016.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	134	88.2
중립	18	11.8
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

SK하이닉스 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2015.06.16	매수	61,000원	2016.10.03	매수	55,000원
	2015.07.23	매수	54,000원	2016.11.15	매수	53,000원
	2015.08.07	매수	46,000원	2016.12.13	매수	57,000원
	2015.10.22	매수	43,000원	2017.01.09	매수	67,000원
	2016.01.11	매수	38,000원	2017.01.30	매수	70,000원
	2016.03.15	매수	36,000원	2017.02.26	매수	70,000원
	2016.05.10	매수	34,000원			
	2016.06.14	매수	36,000원			
	2016.07.26	매수	39,000원			
	2016.09.06	매수	48,000원			
POSCO 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2015.09.29	매수	210,000원			
	2015.09.30	담당자변경				
	2016.01.19	매수	230,000원			
	2016.03.07	매수	270,000원			
	2016.04.22	매수	300,000원			
	2016.10.27	중립	-			
	2016.11.29	담당자변경				
	2016.11.29	매수	310,000원			
	2017.02.26	매수	320,000원			

KB금융 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2017.02.10	담당자변경				
	2017.02.10	매수	65,000원			
	2017.02.26	매수	65,000원			
SK이노베이션 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2015.05.04	매수	150,000원			
	2015.10.12	매수	130,000원			
	2015.12.06	매수	170,000원			
	2016.01.22	매수	180,000원			
	2016.04.13	매수	240,000원			
	2017.02.21	담당자변경				
	2017.02.21	매수	260,000원			
	2017.02.26	매수	260,000원			
삼성화재 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2015.10.19	매수	370,000원			
	2017.02.16	매수	340,000원			
	2017.02.26	매수	340,000원			
엔씨소프트 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2015.04.12	중립	-			
	2015.08.03	매수	275,000원			
	2016.05.01	담당자변경				
	2016.05.01	매수	320,000원			
	2016.09.25	매수	380,000원			
	2017.01.24	매수	400,000원			
	2017.02.26	매수	400,000원			

만도 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
 (원) 350,000 300,000 250,000 200,000 150,000 100,000 50,000 0 15.2 16.3	2015.07.17	매수	160,000원			
	2015.10.26	매수	180,000원			
	2016.01.17	매수	190,000원			
	2016.05.04	매수	230,000원			
	2016.06.14	매수	270,000원			
	2016.07.28	매수	280,000원			
	2016.11.23	매수	290,000원			
	2017.01.22	매수	330,000원			
	2017.02.26	매수	330,000원			
두산 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
 (원) 180,000 160,000 140,000 120,000 100,000 80,000 60,000 40,000 20,000 0 15.2 16.3	2015.06.12	매수	150,000원			
	2016.06.16	매수	130,000원			
	2016.07.21	매수	140,000원			
	2017.02.26	매수	140,000원			
이녹스 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
 (원) 40,000 35,000 30,000 25,000 20,000 15,000 10,000 5,000 0 15.2 16.3	2015.09.07	매수	18,000원			
	2016.04.19	매수	20,000원			
	2016.05.16	매수	17,000원			
	2016.08.04	매수	25,000원			
	2017.01.10	매수	35,000원			
	2017.02.26	매수	35,000원			