



# 시황저격

## KOSDAQ 바이오와 민스키 모멘트

### 셀트리온 3형제를 위시한 KOSDAQ 바이오 단기 버블화 가능성에 대한 경계가 필요

‘금융시장은 자기들이 항상 옳다는 것은 신봉한다. 심지어 미래에 전개될 사실들을 예상할 수 없는 때라 할지라도, 시장 가격은 언제나 그것들을 정확하게 반영하는 경향이 있다’ 신뢰하는 것이다. 그러나 나는 그 반대의 관점에서 출발한다. 시장 가격은 미래 편견을 표상한단 의미에서 본질적으로 잘못된 것이라고 믿는다. 시장의 왜곡은 두 가지 방향에서 비롯된다. 하나는 시장 참여자들이 각자의 관념에 기대서 편견에 의거해 활동한다는 것이고, 둘째는 그들의 편견이 사건의 경로에 다시금 영향을 미칠 수 있다는 점이다. 시장 가격은 언제나 미래를 정확히 예상한단 인상을 주지만, 실제 이는 미래 사건들에 대응하는 현재의 예상이 아니라 현재의 예상들에 의해 주도되는 가공된 미래의 단편에 지나지 않는다.’

—‘금융의 연금술(The Alchemy of Finance)’, 조지 소로스(George Soros)—

‘셀트코인’(셀트리온+비트코인)이란 조소가 여의도를 가득 채우고 있다. 아쉬움 섞인 한탄인지, 인지부조화 현실이 야기한 불편함인지는 정확히 알긴 어렵다. 문득, 하이만 민스키가 떠올랐다. ‘민스키 모멘트’는 경제적 안정에 도취돼 리스크에 크게 둔감해졌던 이들이 투기적 차입을 늘려가다 어느 순간 이를 감당할 수 없어 우량자산 투매와 함께 나락으로 떨어지고 마는 현상을 지칭한다. 금융투기 역사를 수놓았던 대부분의 버블들은 민스키 순간을 경험하며 파국을 맞이했다. 현대, 민스키 일반모델과 현재 KOSDAQ 바이오 주가 경로가 크게 다르지 않다는 사실은 아득함을 넘어 두려움마저 환기시킨다. 최근 일련의 셀트리온 3형제(셀트리온/셀트리온헬스케어/셀트리온제약) 주가조정이 KOSDAQ 바이오 ‘민스키 모멘트’의 현실화 가능성을 암시하는 전조가 아닐까 하는 의구심만 깊어질 뿐이다. KOSDAQ 바이오 진영에 대한 각별한 리스크 관리를 주문하는 세가지 근거를 제시한다.

첫째, MSCI BM 기준으로 보면 한국 바이오가 전세계에서 가장 비싸다. 합당한 자격이 있다면 상관이 없겠으나, 기술력과 재무적 성과 모두 글로벌 Peer와 견줄 수 있는 그 어느 지점도 발견되지 않는다. 정부측 KOSDAQ 시장 활성화 대책과 이를 선반영했던 패시브 수급 논리에 휘둘리기 앞서, 베일에 감춰진 민낯을 직시할 때다. KRX300 통합 벤치마크 신설의 시장 함의 역시, 패시브 일변도였던 시장 수급 주도권이 연기금/공제회발 액티브 수급으로 분화됨을 의미한다. 액티브 펀더멘탈리스트의 동의를 얻을 수 없는 주가라면 그 끝은 명약관화하다.

둘째, 4분기 실적시즌이 일단락되고 난 뒤, 시장 초점은 다시금 연준 금리인상 변수에 집중될 전망이다. 현재 CME FedWatch 추정 연준 3월 금리인상 확률은 73.7%에 달하고 있다. 그간의 학습효과에 의거할 경우 이미 기정사실화 수순에 접어든 연준 금리인상 리스크는 국내외 증시 전반에 걸쳐 사전적 스트레스 반응으로 파급될 공산이 크다. 이는 글로벌 스타일 및 섹터 주도권의 경기민감 대형 가치주로의 이동 가능성을 암시한다. 고밸류 성장주가 계속해서 꿈만 노래하기엔 현실은 여전히 엄혹하다.

셋째, 셀트리온의 KOSPI 이전상장과 KOSPI200 BM 편입 이후를 고민할 때다. KOSPI에선 시총 상위 4등, KOSPI200에선 유동시총 기준 7위에 해당할 것인데, 과연 셀트리온이 SK하이닉스, 현대차, POSCO, KB금융 등과 어깨를 나란히 할 수 있는 기업인가에 대한 의문이 남게 된다. 이는 비단 셀트리온에 국한된 문제가 아니라 KOSDAQ 바이오 전체에 해당하는 문제일 수 있다. 결국, 셀트리온 이전상장의 진의는 삼성바이오로직스, 한미약품을 넘어 KOSPI 대표기업과의 직간접적인 대결구도가 본격화됨을 의미한다 할 수 있겠다. Long/Short 페어 구성 여지를 고려할 경우 향후 수급여건은 꽃길보단 가시밭길이 될 공산이 크다.

### Investment Idea

### Equity



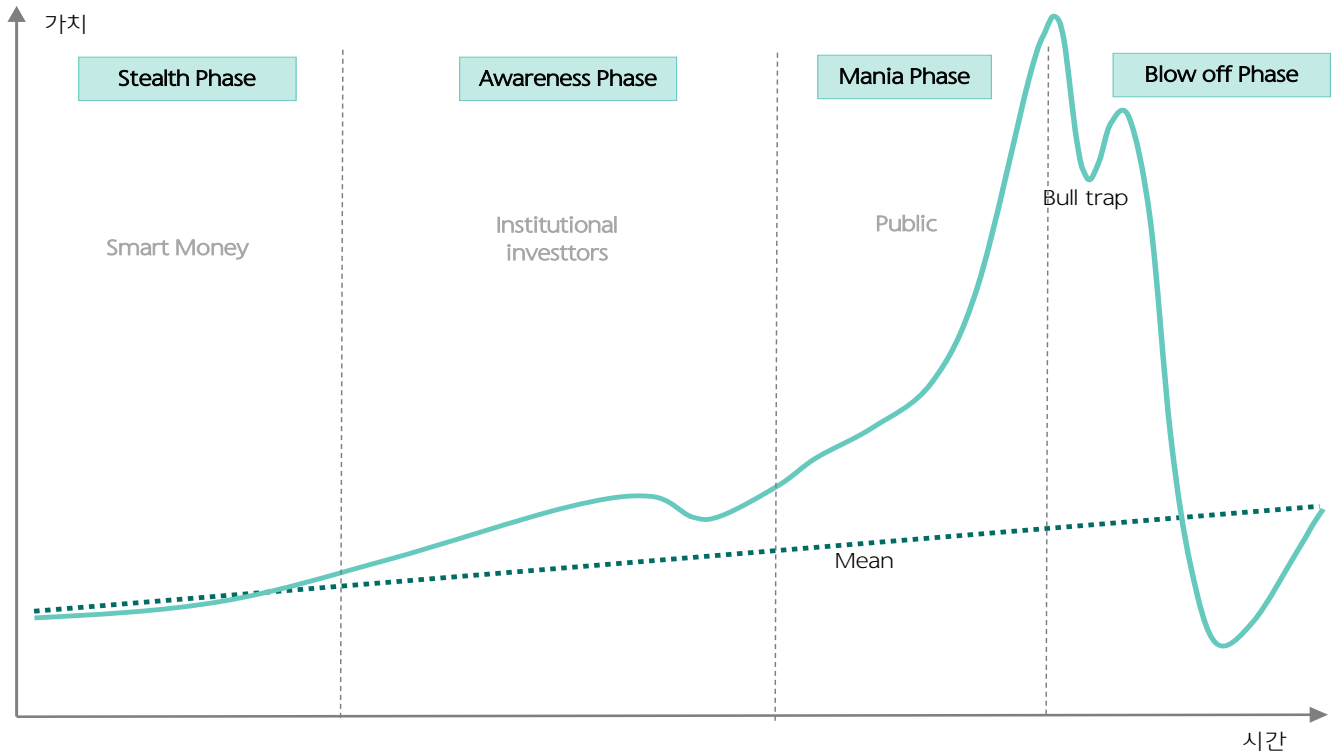
주식시황/파생 금융구  
02-3771-7526  
sniper@hanafn.com

RA 김민수  
02-3771-7735  
kms1110@hanafn.com

### Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

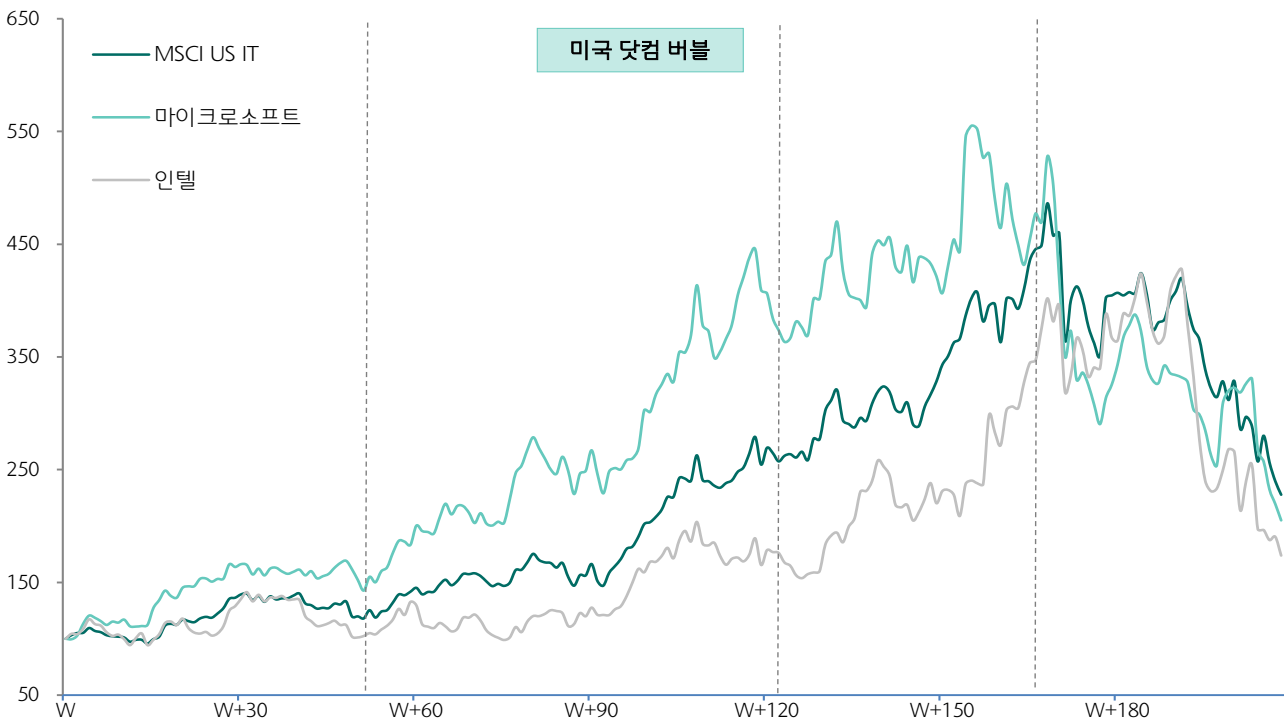
그림 1. 민스키 모멘트(Minsky Moment) 일반모형



자료: 하나금융투자

그림 2. 미국 닷컴 버블 당시 미국 IT 및 주요기업 주가 추이

(1997.01 = 100, 지수)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 미국 서브프라임 모기지 금융위기 당시 미국 금융주 및 주요기업 주가 추이

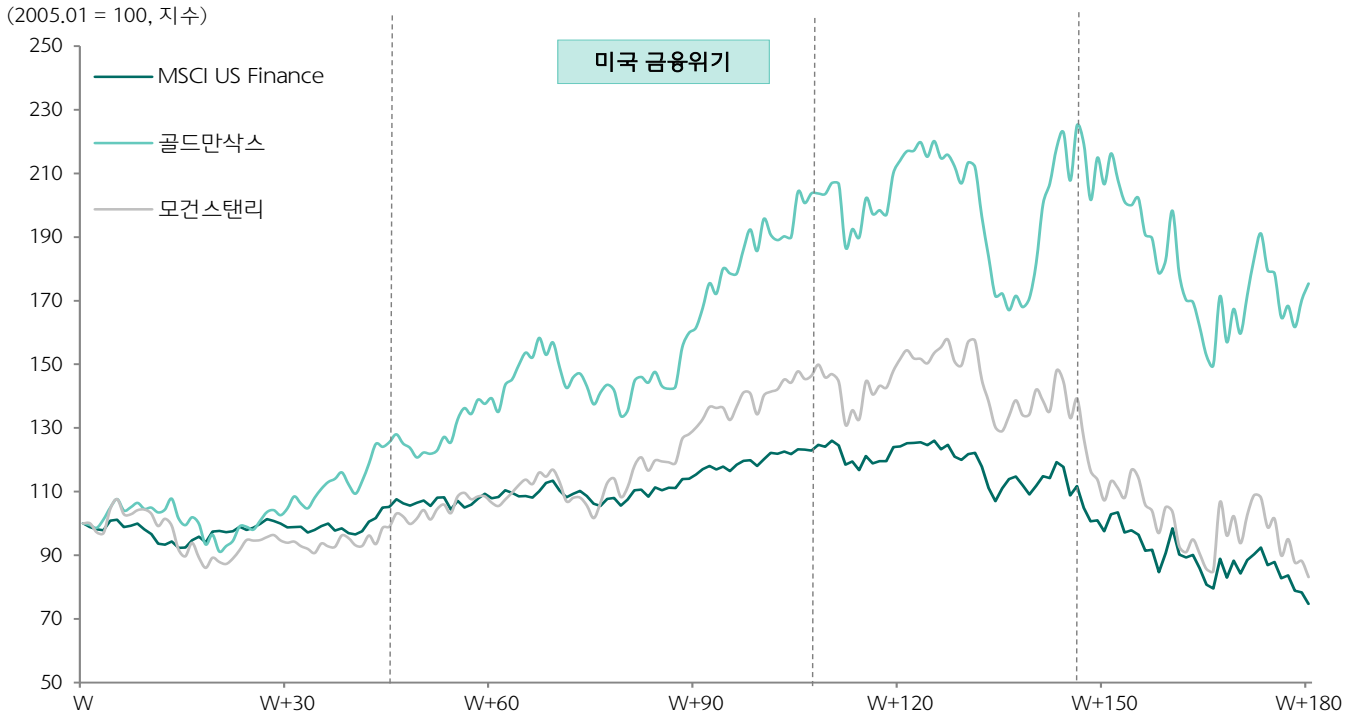


그림 4. 금융위기 이후 국제유가(WTI) 추이

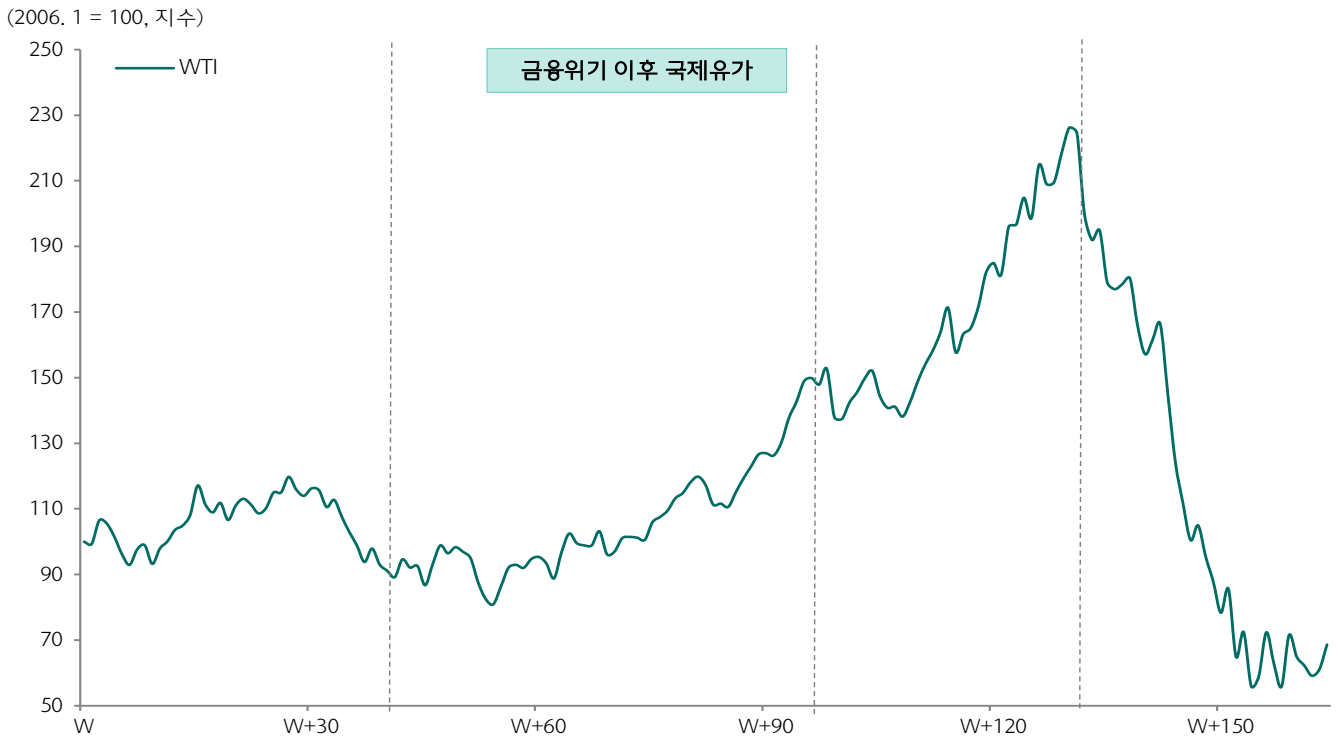


그림 5. 유로존 재정위기 당시 EURIBOR-OIS 3개월 스프레드

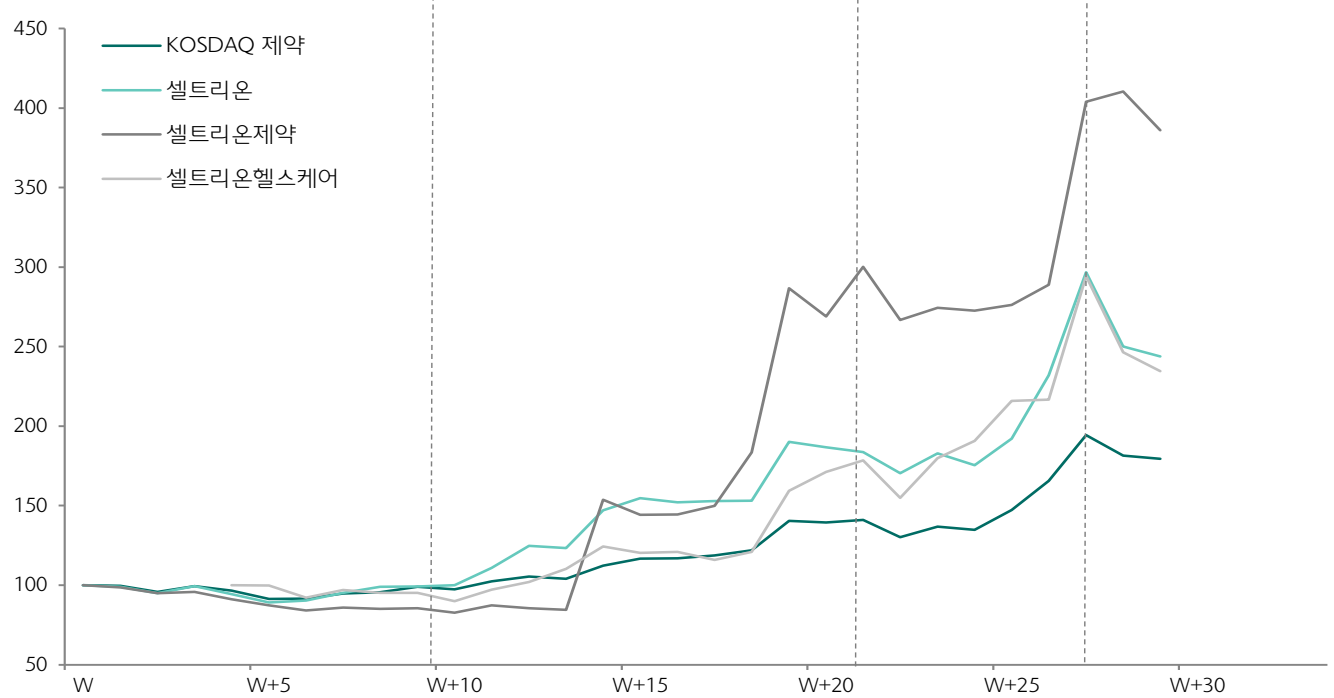
(2010.05 = 100, 지수)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

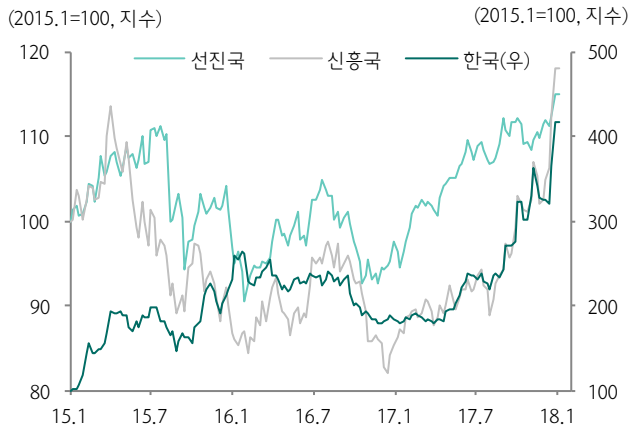
그림 6. 최근 KOSDAQ 제약 및 셀트리온 3형제 주가 추이

(2017.07 = 100, 지수)



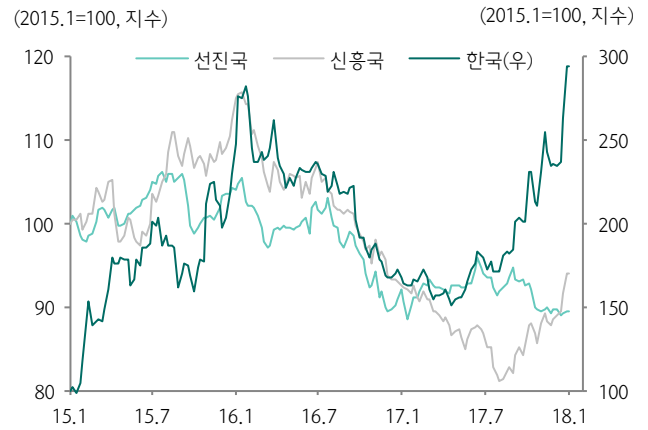
자료: KRX, 하나금융투자

그림 7. MSCI 선진, 신흥, 한국 바이오 주가 추이



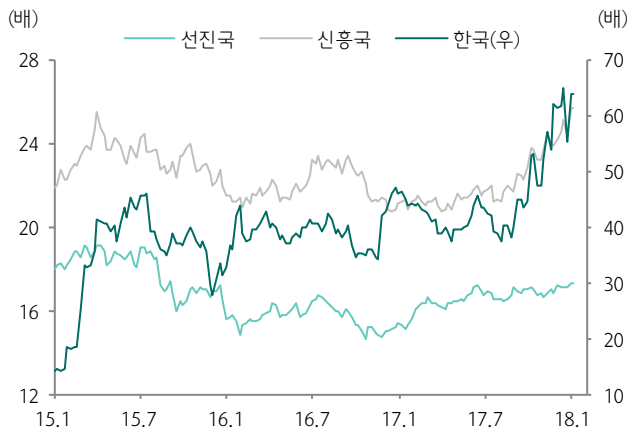
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 8. 선진, 신흥, 한국 시장대비 바이오 상대주가



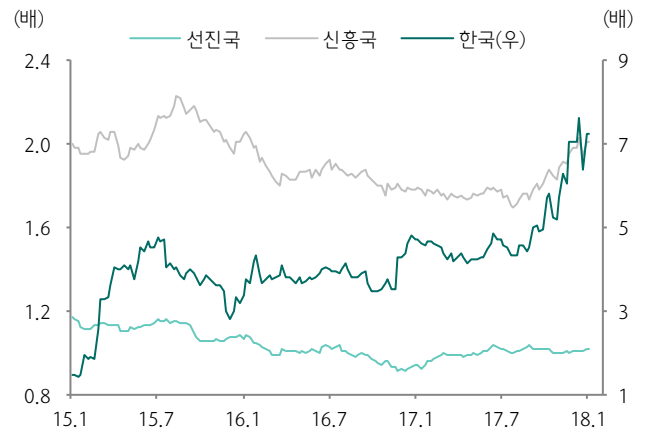
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 9. MSCI 선진, 신흥, 한국 바이오 12개월 선행 P/E



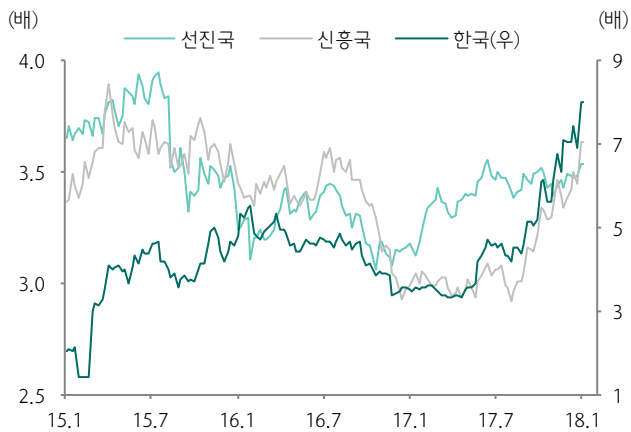
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 10. 선진, 신흥, 한국 바이오 시장대비 상대 P/E



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 11. MSCI 선진, 신흥, 한국 바이오 12개월 선행 P/B



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 12. 선진, 신흥, 한국 바이오 시장대비 상대 P/B



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

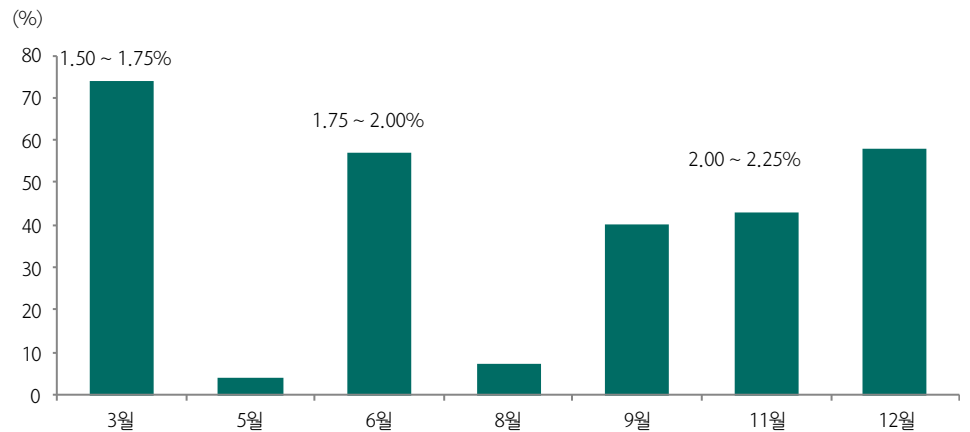
표 1. 글로벌 바이오 Peer 그룹 비교

구분	기업명	시가총액 (백만달러)	18년 예상 EPS 증가율(YoY, %)	ROE(%)		PER(배)		PBR(배)	
				17E	18E	17E	18E	17E	18E
미국	존슨앤존슨	395,885.6	8.0	27.5	27.8	20.2	18.7	5.3	4.8
	화이자	220,188.5	6.7	26.4	28.5	14.2	13.3	3.8	3.8
	머크	166,953.5	3.7	23.0	25.9	15.5	15.0	4.6	4.6
	암젠	137,400.4	0.2	29.6	26.6	14.9	14.9	4.4	3.8
	길리어드사이언스	105,781.7	-21.8	50.8	32.1	9.4	12.0	4.8	4.1
	셀진	80,818.1	19.5	82.3	59.7	13.9	11.6	8.4	5.4
유럽	노바티스	227,238.7	9.7	15.5	17.0	18.0	16.4	2.8	2.7
	로슈홀딩	212,444.3	5.0	51.8	46.5	15.2	14.5	7.2	6.1
	노보 노디스크	143,223.4	5.6	80.9	75.5	22.4	21.2	17.4	15.5
한국	셀트리온	32,840.7	39.5	17.7	20.7	87.6	62.8	14.3	12.2

자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 13. FOMC별 연준 금리인상 확률

3월 Fed 금리인상 확률은 이제 기정사  
실화 수준에 진입. 금리인상에 대한 사  
전적 경계감은 시장 내 스트레스 반응  
과 함께 경기민감 대형 가치주 우위의  
스타일 주도권 전개 가능성을 암시



자료: CME FedWatch, 하나금융투자

표 2. 셀트리온 KOSPI 이전상장 및 KOSPI200 신규편입 감안한, KOSPI200 Top 10

구분	유동비율 (%)	현 시총 (십억원)	유동시총 (십억원)	K200 예상 편입비중(%)	2018년 예상 영업이익 (십억원)	12M Fwd P/E (배)	12M Fwd P/B (배)
삼성전자	73	311,385.6	227,311.5	25.0	65,293.1	7.2	1.3
SK하이닉스	77	51,761.0	39,855.9	4.4	16,675.4	4.0	1.1
POSCO	80	32,913.0	26,330.4	2.9	5,067.7	10.3	0.6
현대차	66	35,794.9	23,624.7	2.6	5,406.7	8.9	0.6
KB금융	86	27,469.9	23,624.1	2.6	4,297.7	8.2	0.7
NAVER	79	29,435.7	23,254.2	2.6	1,411.3	29.3	4.6
셀트리온	62	34,420.2	21,340.5	2.4	728.7	59.6	11.4
신한지주	86	24,563.5	21,124.6	2.3	4,262.9	7.7	0.7
LG화학	65	29,507.6	19,179.9	2.1	3,082.4	14.8	1.8
현대모비스	68	26,234.2	17,839.2	2.0	2,796.7	8.9	0.8

자료: Quantwise, 하나금융투자