

2018년 10월 23일 | 글로벌 주식

Global Equity *G.R.E.A.T.*
Global Research & Attractive Theme

#1. USA!

미국 10년 국채금리 상승에 따라 올해 가장 수익률이 좋았던 미국 시장마저 최근 조정을 받고 있다. 대세하락장의 시작인지, 단순한 단기 조정인지 의구심이 팽배하다. 우리의 판단은 아직 미국 경제와 기업이익은 확장 진행 중이며, 최근의 조정은 단기적 조정으로, 이는 아주 큰 투자 기회를 만들어주고 있다고 판단한다. #1. USA에 적극 투자하는 전략을 지속 유지하자!



| 키움증권 리서치센터 글로벌주식팀

| Global Strategist/Economist 유동원

02) 3787-4766 / danielyoo@kiwoom.com

| China Strategist 이석원

02) 3787-4733 / darren.lee@kiwoom.com

| Developed Market Strategist 김진영

02) 3787-4870 / jykim@kiwoom.com

| RA정나영

02) 3787-0327 / lydia.ny.jeong@kiwoom.com

| RA지은송

02) 3787-4932 / jesky95@kiwoom.com



목차

Kiwoom 글로벌 투자 MP 점검	3	해외 기업/ETF 분석	41
		IT	
I. 미국 10년 국채 금리 상승, 대세하락장의 시그널인가?	5	PowerShares QQQ ETF (QQQ.US)	42
미 10년 국채 금리는 향후 안정적 모습을 보일 것	5	iShares US Technology ETF (IYW.US)	43
파월이 쏟아올린 금리	5	Invesco S&P 500 EW Tech ETF (RYT.US)	44
미 금리 상승의 원인과 향후 움직임	7	Apple (AAPL.US)	45
달러 안정적 흐름 예상	9	Amazon (AMZN.US)	46
저 인플레이션 테마, 아직도 진행형	11	Microsoft (MSFT.US)	47
신흥국 흔들기에 따른 원자재 가격 하향 안정화	12	Cisco Systems (CSCO.US)	49
무점포 매출 비중이 확대되는 시대	14	Nvidia (NVDA.US)	50
트럼프가 바라는 3가지 요소	16		
		Bio	
II. 미국 기업 실적, 진정 고점을 찍은 것인가?	18	iShares NASDAQ Bio ETF (IBB.US)	51
미 증시 밸류에이션 점검	20	FT NYSE Arca Biotech ETF (FBT.US)	53
		Abbvie (ABBV.US)	55
III. 미국 3대 지수의 고점은 아직 멀었다	23	Allergan (AGN.US)	59
미국 3대 지수의 고점은 아직 멀었다!	23	Amgen (AMGN.US)	62
미국 대표 지수들의 적정가치 변화 (Worst Scenario)	23	Biogen (BIIB.US)	66
미국 대표 지수들의 적정가치 (Best Scenario)	26	Bristol-Myers Squibb (BMY.US)	68
장기 Secular Cycle(추세적 주기)과 고점시기 판단	27	CVS Health (CVS.US)	70
장기 Secular Cycle(추세적 주기) GAP 분석	28	Danaher (DHR.US)	73
1998~2000년 닷컴 버블 시대와 비교 분석	30	Eli Lilly (LLY.US)	77
잔존가치모델(RIM)을 활용한 글로벌 주요 지수 상승여력 점검	36	Johnson & Johnson (JNJ.US)	80
미국 바이오/헬스케어 업종의 매력도는 높다	38	Medtronic (MDT.US)	83
잔존가치모델(RIM) 상 개별 종목 상승여력	39	Merck & Co. (MRK.US)	87
		Novartis (NVS.US)	91
		Pfizer (PFE.US)	94
		UnitedHealth Group (UNH.US)	98

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물입니다. 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사, 배포, 전송, 변형, 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

본 자료에 제시된 업종이나 종목의 상승여력은 당사 글로벌주식팀의 잔존가치 모델(Residual Income Model)을 활용하여 계산한 것으로 당사 투자전략팀과 기업분석팀의 지수 전망, 목표주가 산정과 다를 수 있음을 공지합니다.

Kiwoom 글로벌 투자 MP 점검

투자 포인트

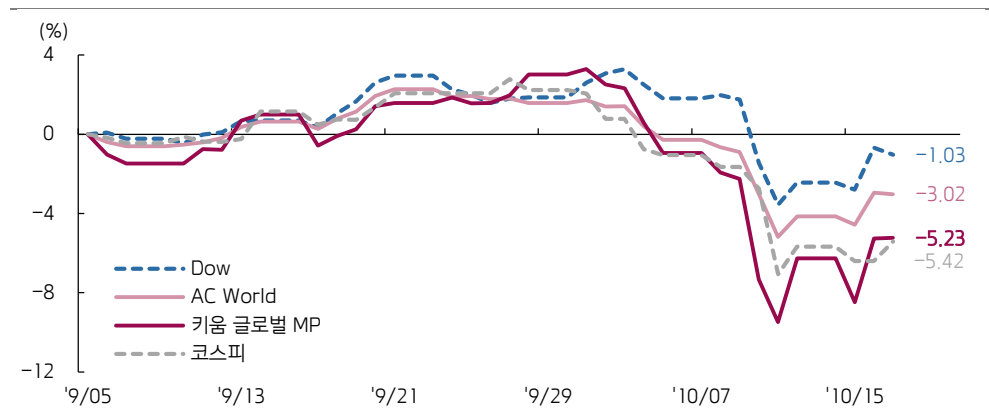
올해 9월부터 만들어진 글로벌 투자 MP의 수익률은 -5.23%로 글로벌 지수 수익률 대비 저조하다. 기본적으로 미국 성장주에 초점을 맞추고, 여기에 4차 산업혁명에 진행형이라는 판단을 반영해 만들어진 포트폴리오다. 아쉽게도, 최근 미국 장기 10년 국채 금리의 상승과 함께 성장주의 수익률이 크게 하락하는 구간이 나타나면서, 상대적 수익률이 큰 폭 하락했다. 하지만, 중장기적으로 저 인플레이션 테마와 4차 산업혁명 테마는 진행형으로 판단하고 있어 향후 1년간 다시 초과 수익률을 가져다 줄 것이라 예상한다. 향후, 미국 10년 국채 금리가 3.5%에 도달하기까지 적어도 1년의 시간이 필요해 보이고, 미국의 근원 인플레이션은 상대적으로 안정적 흐름을 나타내면서, 미 연준의 금리 인상이 더디어질 확률에 따라 투자 전략을 유지한다. 미국과 일본의 성장주 위주의 투자 포트폴리오를 유지한다.

키움 글로벌 투자 MP (성장주 위주의 포트폴리오)

이름	종목 코드	편입 비중	편입주가	현재주가	누적수익률(%)
AC World	MXWD		516.1	500.5	-3.02
미국 다우 지수	INDU		25,975.0	25,706.7	-1.03
KOSPI 지수	KOSPI		2,291.8	2,167.5	-5.42
MP 구성종목					-5.23
ProShares Ultra QQQ	QLD US	10%	98.1	91.1	-7.15
iShares US Technology ETF	IYW US	10%	192.3	184.2	-4.21
Invesco S&P 500 EW Tech	RYT US	5%	167.6	157.3	-6.14
Direxion Daily Semiconductors (3X)	SOXL US	5%	169.4	124.0	-26.81
iShares Nasdaq Biotechnology	IBB US	5%	120.6	114.7	-4.87
SPDR Select Sector - Financial	XLF US	5%	28.5	27.0	-5.16
iShares Russell 2000 Growth	IWO US	5%	218.5	198.7	-9.08
Apple	AAPL US	5%	226.9	221.2	-2.50
Amazon	AMZN US	5%	1,994.8	1,831.7	-8.18
Microsoft	MSFT US	10%	108.5	110.7	2.05
Cisco Systems	CSCO US	10%	47.3	45.9	-2.81
Nvidia	NVDA US	5%	278.4	243.1	-12.70
Alibaba	BABA US	5%	164.2	148.1	-9.80
Softbank	9984 JT	10%	88.3	87.2	-1.33
Showa Denko	4004 JT	5%	46.6	50.1	7.49

자료: 키움증권 리서치, 주) 편입일: 2018-09-05, 기준일: 2018-10-17

Kiwoom 글로벌 MP 수익률 비교



자료: 키움증권 리서치, 주) 2018년 10월 17일 결산 기준



#1. USA !

미국 10년 국채 금리 상승, 진정 대세하락장의 시그널인가?

올 10월 들어 미국의 10년 국채 금리가 3.2%를 훌쩍 넘어서는 모습을 보였다. 장기 금리의 상승은 그만큼 주식의 미래 가치를 끌어내린다. 또한, 미-중 무역전쟁이 장기화 될 가능성이 가시화 되면서 향후 미국의 경제 성장률이 꺾일 가능성에 대한 우려도 상존한다. 하지만, 지속적으로 진행되고 있는 저 인플레이션 시대는 4차 산업혁명과 함께 훨씬 장기화 될 가능성이 높다. 물론, 고용환경이 개선되면서 임금 상승 발 물가상승이 미 연준의 금리인상을 지속시킬 가능성도 상존하지만, 아직은 물가상승이 크게 확대되기 보다는 오히려 향후 아주 안정적인 모습을 보일 확률이 높다. 따라서, 미 장기 국채금리의 3.5% 이상 시대는 적어도 2019년 하반기까지 나타나지 않을 것이라 예상하며, 안정적인 장기 금리는 높은 기업 실적과 함께 미 증시를 추가 상승시키는 요소로 작용할 수 있다는 판단이다.

미국 기업 실적, 진정 고점을 찍은 것인가?

미-중 무역분쟁 우려 아래 미국 기업들의 실적이 정점을 찍었다는 의견이 확대되고 있다. 때문에 3분기 실적 확정치를 비롯해 4분기 및 내년 전망이 중요해 보인다. 실제로 2017~2018년 미 상장 기업들은 세제개편 혜택과 대규모 자사주 매입, 경기 호황 등으로 실적 호조세와 주가 상승을 경험했다. 그러나 최근의 달러 강세와 국채금리 상승, 미-중 무역분쟁 장기화에 따른 관세 부담 등이 향후 기업들의 마진 압박으로 이어질 것이 우려되는 상황이다.

다행히 애널리스트 컨센서스를 바탕으로 한, S&P 500 지수의 2018년 4분기와 2019년 1분기 매출이익률 전망치는 각각 11.9%, 12.3%로 이번 3분기의 11.6% 보다도 지속 높아질 것으로 예상되고 있다. 연간으로 봐도 결과는 마찬가지이다. S&P 500 지수의 2017년 연간 매출이익률은 8.9% 수준을 기록했는데, 이 수치가 올해와 내년 각각 12.2%, 12.5%로 큰 폭 확대될 것으로 계산된다. 물론, 이는 현재 시점의 시장 컨센서스를 바탕으로 한 추정치이나, 최근 시장의 논란과 불안에도 불구하고, 기업들의 이익 증가에 대한 전망은 지속되고 있다는 점이 긍정적이다. 최근 시장의 조정은 투자기회를 만들고 있다고 판단된다.

미국 3대 지수의 고점은 아직 멀었다!

최악의 시나리오를 가정하고 현재 미 3대 지수의 적정가치를 잔존가치 모델로 측정해 보았다. 즉, 미국 10년 국채 금리가 4%까지 상승하고, 주식 위험도(Risk Premium)가 6%로 확대되며, 또 향후 기업이익이 추가 확대되기 보다는 정점을 찍었다는 가정이다. 결과적으로 최악의 경우를 반영하더라도, 지금까지의 조정은 향후 미국의 장기 금리가 추가적으로 상승할 부분까지 대부분 반영했다고 판단된다. 따라서, 실적에 대한 믿음이 확립될 때까지 단기적으로 시장 변동성이 이어질 가능성이 있지만, 미 증시는 향후 1~2년간 큰 폭 상승을 앞두고 있다 판단한다. 한편, 최상의 시나리오로 보면, 미국 3대 지수의 최고 정점은 다우존스가 42.4%, S&P 500 17.5%, 그리고, 가장 좋게 보고 있는 나스닥 지수는 88.6% 상승여력을 내재하고 있는 것으로 계산된다. 과거 1998~2000년 닷컴버블 규모의 버블 시장이 만들어지지는 않더라도, 그 때 수준의 1/3~1/2 수준의 거품 형성은 충분히 가능해 보인다. 장기 추세적 주기(Secular Cycle)의 후반부가 가장 화려할 수 있기에 지금의 변동성 장세를 #1. USA에 적극 투자를 늘리는 시기로 판단한다. 최근의 조정을 투자 기회로 잘 살리자!

I. 미국 10년 국채 금리 상승, 대세하락장의 시그널인가?

미 10년 국채 금리는 향후 안정적 모습을 보일 것

올 10월 들어 미국의 10년 국채 금리가 3.2%를 훌쩍 넘어서는 모습을 보였다. 장기 금리의 상승은 그만큼 주식의 미래 가치를 끌어내린다. 또한, 미-중 무역전쟁이 장기화 될 가능성이 가시화 되면서 향후 미국의 경제 성장률이 꺾일 가능성에 대한 우려도 상존한다. 하지만, 지속적으로 진행되고 있는 저 인플레이션 시대는 4차 산업혁명과 함께 훨씬 장기화 될 가능성이 높다. 물론, 고용환경이 개선되면서 임금 상승 발 물가상승이 미 연준의 금리인상을 지속시킬 가능성도 상존하지만, 아직은 물가상승이 크게 확대되기 보다는 오히려 향후 아주 안정적인 모습을 보일 확률이 높다. 따라서, 미 장기 국채금리의 3.5% 이상 시대는 적어도 2019년 하반기까지 나타나지 않을 것이라 예상하며, 안정적인 장기 금리는 높은 기업 실적과 함께 미 증시를 추가 상승시키는 요소로 작용할 수 있다는 판단이다.

파월이 쏘아올린 금리

현재 미국 증시의 최대 이슈는 가파르게 올라오는 미 장기 채권 금리다. 연초에도 국채 금리가 급등하며 시장 우려를 확산시켰지만, 당시 10년 만기 국채금리는 3%대 초반에서 등락하면서 추가 상승에는 번번히 실패했다. 그러나 지금, 미 국채금리는 최근 미 파월 연준의장을 비롯한 연방은행 총재들이 추가 금리상승을 지지하는 발언을 내놓은 것과 맞물리며 심리적 저항선을 돌파하는 모습이다.

때문에 풍부한 유동성 환경 하에 경제지표와 실적 개선세로 거침없이 올라오던 미 증시 상승에도 제동이 걸렸다. S&P 500 지수는 11일(현지시간)까지 6거래일 연속 하락세를 이어갔고, 그동안 미 증시 강세를 견인했던 주요 기술주, 반도체주 역시 스파이칩 이슈와 미-중 무역분쟁 장기화에 따라 마진 증가/실적 둔화 우려가 확산되며 조정세가 짙어지는 양상이다.

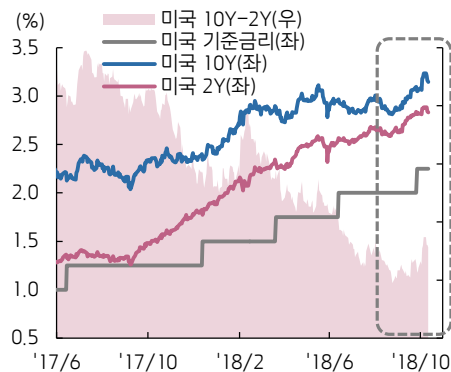
다만, 지난 7월에 작성했던 “미 기술주 조정과 투자 기회: 기간조정 vs. 가격조정” 자료에서 언급한 것처럼, 아직 미 증시가 기간 조정에 들어간 것은 아니라는 판단을 유지한다. 미 경기 모멘텀이 견조하고, 금리와 달러, 유가의 추가 강세가 심화되기 않을 것이라 보기 때문이다. 국제유가 상승세는 원유재고 증가 및 OPEC의 글로벌 원유수요 둔화 전망에 따라 진정되고 있으며, 장기 국채금리 또한 재차 반락하는 모습이다. 특히나 9월 미 헤드라인 CPI, 그리고 음식과 에너지를 제외한 근원 CPI가 각각 전년동기대비 2.2%, 2.3% 상승에 그치며 시장 예상치를 하회했고 인플레이션 심화 우려를 경감시켰다.

그러나, 금리와 달러, 유가의 추가 강세가 안정된다 하더라도, 3분기 이후 기업실적 둔화 우려가 계속해서 시장에 공포감을 조성할 수 있다. 실적 둔화 우려의 배경에는, 미-중 무역 관세에 따른 부담, 기술주 및 반도체 관련 기업들의 보안 강화에 따른 마진 축소 우려 등이 있다.

그렇기 때문에 향후 미국 주식시장은 우선 3분기 실적 시즌과 11월 중간선거 이전까지는 심리적인 압박에 따른 조정 양상이 지속될 수도 있겠다. 그러나 펀더멘털이 흔들리지 않는 한, 공포스런 매도세는 진정될 가능성이 높다. 17일에 넷플릭스의 실적이 발표됐고, 25일 아마존과 마이크로소프트, 26일 알파벳의 3분기 실적 발표가 예정돼 있는데, 이후 미 기술주 및 증시를 향한 투자자들의 심리는 개선될 여지가 있다. 밸류에이션 상 나타나는 주요 기업들의 이익 전망치가 상승을 이어가고 있고, 무역정책에 따른 관세 인상 여파가 3분기 후반에 이뤄지면서 이번 실적에 미치는 여파는 크지 않을 것으로 예상되기 때문이다. 다만 향후 무역분쟁 영향을 반영하는 가이드언스가 제시될 수 있다는 점은 염두에 둘 필요가 있다.

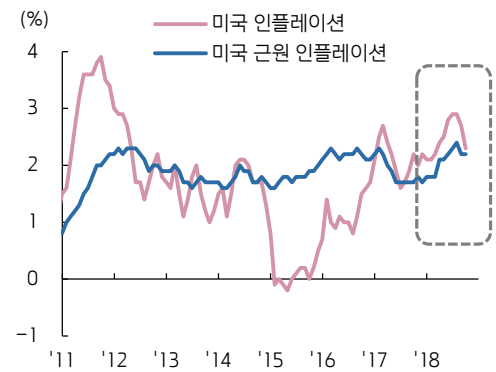
또한, 11월 중간선거 이전까지의 미-중 정상간의 대화 재개 여부에 따라 시장은 반등세를 모색할 수 있다. 양국간 타협의 실마리가 보일 듯 보이지 않는 상태가 벌써 몇 개월째 지속되는 가운데, 11일 오후 중국 상무부는 미국과의 무역협상 재개가 열려있다고 깜짝 발표했고, 이에 대해 트럼프 대통령은 시진핑과 G20 정상회담에서 만나 관련 협상을 진행할 것이라 주장했다. 또한 추가로 미 재무부는 11일(현지시간) 중국을 환율조작국으로 지정하기 않겠다고 발표했다. 너무 큰 기대도 지양하는 바이지만, 미-중 무역분쟁 이슈가 미 기업이익에 직접적인 영향이 미칠 가능성이 높았던 만큼, 관련 이슈는 지수 하단을 지지해줄 수 있을 것으로 보인다.

미국 장단기 채권금리 추이



자료: Federal Reserve, 키움증권 리서치

미 인플레이션 추이



자료: Bureau of Labor Statistics, 키움증권 리서치

미 금리 상승의 원인과 향후 움직임

금리 상승이 두려운 것은 결국 기업들의 이자 부담을 증가시키기 때문이다. 또한 채권 등 기타자산에 대한 투자 욕구가 확대될 수 있어 상대적으로 주식가치는 떨어지게 된다. 특히, 성장주의 상대적 매력도를 더 떨어뜨린다. 따라서 금리 상승세가 지속된다면 주식시장 조정은 쉽게 끝나지 않을 수 있고, 성장주의 상대적 수익률 저조현상이 이어질 수 있다. 그러나, 우려하는 국채금리 상승과 물가 급등은 더 확대되기 어렵다고 판단한다. 먼저, 미 장기금리 상승을 자극하는 요소를 정리해 보자. 크게 2가지로, 1) 비이상적으로 호황을 지속하는 미 경기와 2) 인플레이션 추가 상승 압력을 들 수 있다. 공통점은, 모두 미 연준에 추가 금리인상의 필요성을 인지시킨다는 것이다.

1) 일단 지난 2일 미 장기채 급등을 촉발한 파월의 연설 내용, 즉 “현재 기준금리가 중립금리와 거리가 멀다”는 주장은 미 경기에 대한 강한 자신감을 근거로 한다. 그는 당시 연설에서, “미 경기가 매우 좋고, 실업률도 3.5%까지 하락할 수 있을 것으로 예상된다”며, “2.75%~3.00% 사이로 추정되는 중립금리 수준에 도달하려면 추가 금리인상이 필요하다”고 지적했다. 언급한 대로, 미 경기는 호황을 지속하고 있다. 9월 ISM 서비스업 PMI는 61.6으로 2008년 금융위기 이후 최고치를 기록했고, 미 실업률은 49년래 최저치를 기록하고 있다. 즉, 미 경기 호황, 그 자체가 호조로 인식되기 보다는 추가 금리상승 압력으로 이어질 것에 대한 두려움이 더 크게 작용하는 것이다

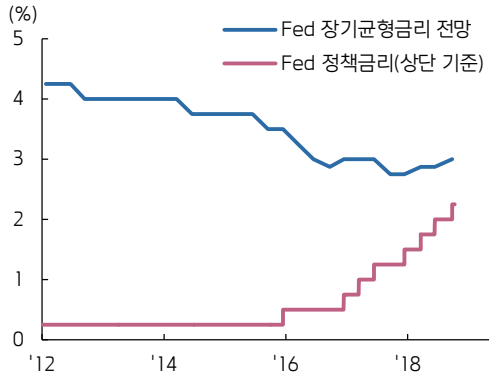
2) 인플레이 심화에 대한 우려도 연준의 추가 금리인상을 자극하는 요소다. 물가 급등 우려는 최근 국제유가가 상승세를 이어가는 가운데, 아마존의 최저임금 인상 발표에 따라 임금상승률 확대 부담이 커진 데 기인했다. 그 동안 국제유가의 상승은 미국의 대이란 제재, 지정학적 분쟁으로 공급 부족 이슈가 부각된 영향이 컸고, 아마존의 최저임금을 15달러로 인상하겠다는 발표는 미 고용 성장에 대한 기대가 높아지는 가운데 추가적으로 임금 상승률이 확대시킬 수 있음을 상기시켰다.

그러나, 파월 의장의 최근 발언대로 연준의 급격한 금리 정상화가 실현될 수 있을까? 현재로서 12월 금리인상은 단행될 수 있지만, 연준이 더 공격적으로 나서긴 쉽지 않아 보인다.

시장이 주목했던 지표 중 하나는 미국 시간당 평균 임금의 가파른 상승세였다. 8월 시간당 평균임금 증가율은 전년대비 2.9%로 나타나며 이번 경기 사이클에서 최고치를 기록했고, 9월 역시 연간 2.8% 상승률로 높은 수준을 이어가기 때문이다. 게다가, 앞서 언급한대로 아마존의 최저임금 인상까지 결정되며 우려를 더 확대시켰다. 그러나, 파월 의장의 말을 빌리자면, 현재 임금 상승은 단기간에 인플레이션을 자극할 위험이 없을 것으로 보이는 상황이다. 그는, 미 경제는 이례적으로 실업률과 인플레이션이 모두 낮은 상황이라며 ‘필립스 곡선의 기울기 완화’를 근거로 제시했다.

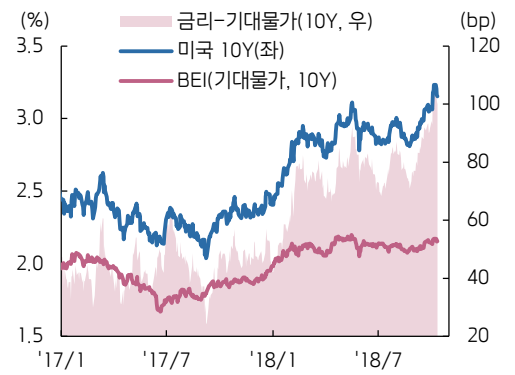
또한, 9월 미 헤드라인 CPI, 그리고 음식과 에너지를 제외한 근원 CPI가 각각 전년동기대비 2.2%, 2.3% 상승에 그치며 시장 예상치를 하회했고 인플레이 심화 우려를 경감시켰다. 실질금리 역시 최근 플러스로 돌아섰지만 여전히 낮은 수준이며, 9월 개인소비지출(PCE) 물가지수 상승률이 축소되면서 추가 하락 가능성이 높아졌다.

미 연준 장기균형금리 전망 vs. 정책금리



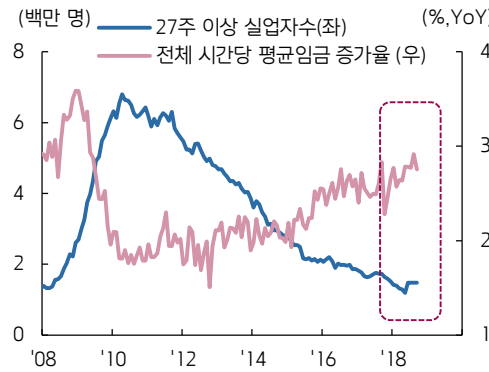
자료: Federal Reserve, 키움증권 리서치

미 10년물 국채금리 vs. 10년물 BEI(기대물가)



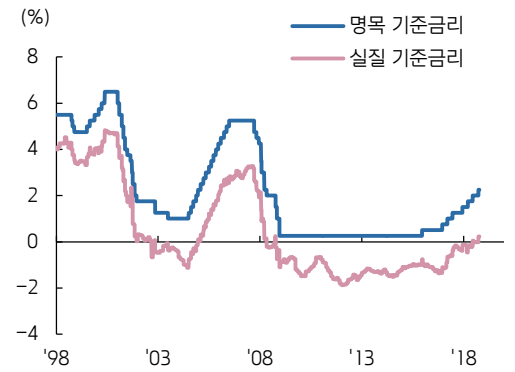
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미 실업률 및 시간당 평균임금 증가율



자료: Bureau of Labor Statistics, 키움증권 리서치

미 명목금리 vs. 실질금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미 ISM 제조업 vs. 서비스업 지수



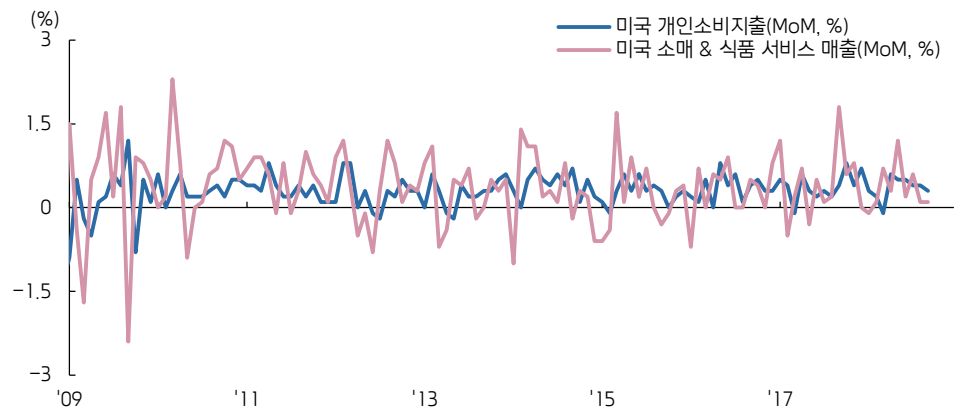
자료: ISM, 키움증권 리서치

미 컨퍼런스보드 vs. 미시간대 소비자신뢰지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 개인소비지출 및 소매판매 증감률(MoM, %)



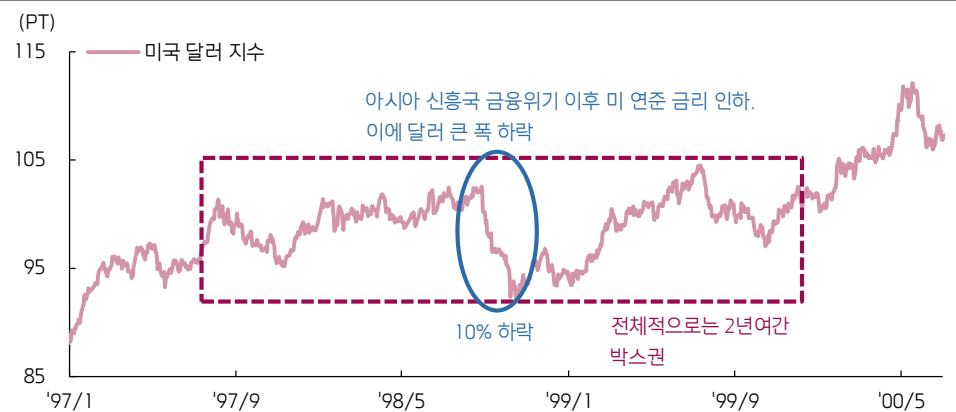
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

달러 안정적 흐름 예상

연준이 9월 FOMC 회의(25~26일)에서 금리를 인상한 이후, 예상대로 근원 인플레이션이 하향 안정화를 찾는다면, 그 후의 금리 인상 속도는 더디어질 가능성이 충분히 상존한다. 그럴 경우, 아마도 미 달러화는 소폭 약세 구간에 진입할 가능성이 있다.

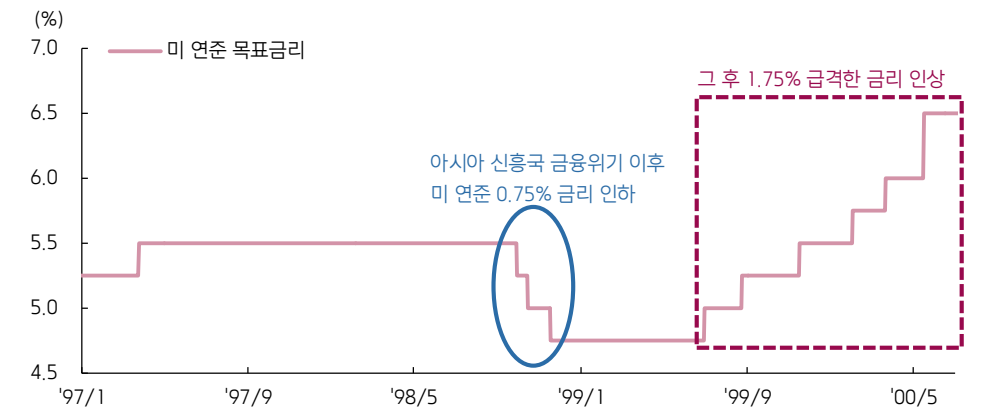
최근 들어 현재 시장 사이클을 1998~2000년 시기와 자주 비교하는데, 과거 아시아 신흥국 위기 때를 보면, 연준은 오히려 금리를 0.75% 급히 인하했고, 이 때 달러 지수는 10% 정도 급락했다. 하지만 그 이후 2000년 근원 인플레이션이 크게 상승하면서, 미 연준은 아주 단기간 금리를 1.75%나 인상했고, 이 구간 달러는 20% 이상 급등했다.

닷컴 버블 사이클 시기 미 달러 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

닷컴 버블 사이클 시기 미 연준 목표금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

현재 분석 상, 이번 4차 산업혁명 슈퍼사이클 버블이 과거 1998~2000년 닷컴 슈퍼사이클 버블 수준 정도는 아닐 것이라 판단된다. 하지만 현재 신흥국 경기상황을 감안한 때, 향후 금리 인상 속도는 더딜 것 가능성이 있어 보인다. 특히 이번 남미 지역 구제금융, 그리고 터키 구제금융 가능성을 볼 때, 1998년과 같이 급격한 세 차례의 금리 인하는 아니더라도, 향후 인상 속도는 현저하게 낮아질 수 있다. 따라서, 만약 2019년 이후 금리 인상 속도가 느려진다고 가정하면, 향후 달리는 10% 절하까지는 아니더라도 3% 정도 하락하는 움직임을 보일 가능성이 있다.

만약, 올해 4분기 달러가 안정적 또는 소폭의 약세를 보인다면, 신흥국 증시 상승이 나타날 가능성도 충분히 상존한다. 그 이유는, 현재 나타나는 변동성에 정치적 영향이 더 크게 작용하고 있기 때문이다. 미-중 무역분쟁 우려, 러시아 제재, 베네수엘라 정치적 위기 등 펀더멘털과는 상관없는 다양한 요인들로 인해 금리 급등 현상이 나타나고 있다. 따라서, 향후 달러가 강세 추세를 벗어나기만 한다면, 신흥국 증시의 큰 폭 상승도 가능해 보인다.

과거 한국의 사례를 보면, 증시는 IMF 구제금융 이후 9~10개월 후에 바닥을 다지고 그 후에 큰 폭으로 급등했다. 이를 감안했을 때, 지난 6월 아르헨티나가 구제금융을 받은 지 5달도 지나지 않았으므로, 아직 신흥국 시장에 투자를 늘리기에는 시기상조라 판단된다. 따라서, 올해 4분기에 충분히 접어들고 난 이후 신흥국 시장 비중을 점차 높이는 전략이 적절해 보인다. 너무 빠르게 신흥국 투자를 늘릴 필요는 없다.

다만, 현재 신흥국들은 풍부한 원자재 자원을 보유하고 있어, 구제금융 지원 이후 반등하는데 걸리는 기간이 과거 한국의 9개월 보다 짧아질 수 있다. 즉, 6개월 내 바닥을 다질 가능성도 상당히 높다고 판단하며, 올해 4분기 중 미국의 금리인상 속도를 지켜보며 투자비중 확대 시기를 판단하면 될 것으로 보인다. 다시 말하지만, 지금은 신흥국 투자에 조급할 필요없이 지속 미국 투자 비중을 가장 적극적으로 가져가는 전략을 추천한다.

저 인플레이션 테마, 아직도 진행형

저 인플레이션 테마의 주요 패러다임 변화 내용은 다음과 같다.

글로벌 저 인플레이션이 나타나는 이유는 크게,

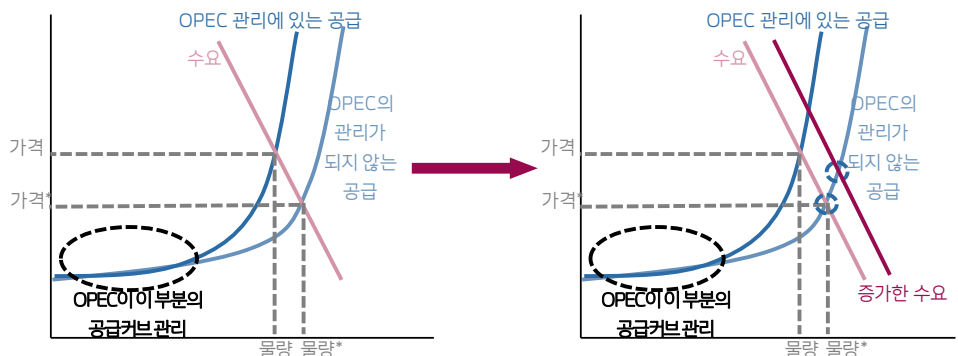
- 1) 셰일가스 혁명으로 에너지 공급이 안정적으로 나타나면서, WTI 국제유가가 장기간 70달러 선에서 유지되고 있고,
- 2) 글로벌 소비시장에서 무점포 매출 비중이 급격히 상승하면서 소비자 가격지수가 안정적으로 움직이는 중이며,
- 3) 4차 산업혁명에 따라 자동화가 가속화되면서 임금 상승률이 더디게 나타나기 때문이다.

이 중에서 최근 시장을 걱정스럽게 하는 요소는 국제유가 상승이다.

최근 유가가 일정 부분 상승하면서 유가 상승이 인플레이션을 부추길 수 있다는 내용이 나온다. 즉, Cost-Push Inflation(비용증가 물가상승) 요소가 확대되는 것이 아닌가 하는 우려다. 불안의 중심에는 이란 제재, 사우디 정치적 불확실성 등 공급측 요인도 있지만, 핵심은 수요 증가에 있다. 미국 경기가 회복하고, 4차 산업혁명이 가속화 됨에 따라 에너지 수요가 크게 증가하고 있기 때문이다. 즉, 셰일가스 혁명에 따라 미국의 석유 공급이 꾸준히 증가하되, 원유재고는 감소하고 있는 추세에서 나타난다. 다시 말해서, 석유 수요와 공급 사이클의 패러다임 변화는 그 과정이 한 단계 더 확대되고 있다.

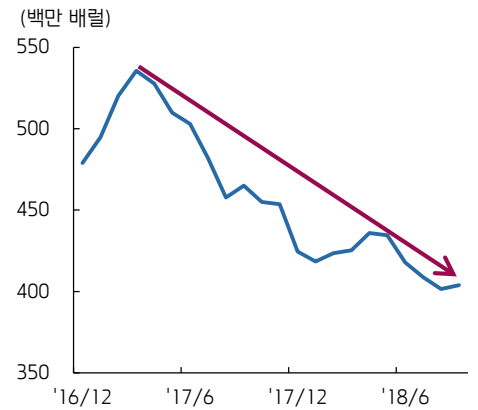
하지만, 중요한 것은 그만큼 4차 산업혁명이 에너지 수요를 증가시킨다는 점이고, 이는 기업들의 자동화가 더 확대되는 경우와도 연결된다. 따라서, 수요 증가에 따른 유가의 추가 상승도 어느 정도 예상되지만, 그 강도가 유가 100달러 시대를 다시 보는 수준은 아닐 것이라 판단한다. 향후 유가는 70달러 수준(80달러 이하)에서 안정적인 흐름을 보일 확률이 높고, 이는 올해 하반기 인플레이션이 시장 우려처럼 확대되기보다 안정적인 것을 예견해 준다 판단한다.

유가 패러다임의 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 원유재고 추이



자료: 중국 은보감회, 키움증권 리서치

원유 수요 증가의 의미



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

신흥국 흔들기에 따른 원자재 가격 하향 안정화

실제 석유 시장이 모든 금속 원자재 시장보다 그 규모가 크다. 하지만, 물가에 있어서 석유뿐만 아니라 다른 원자재도 그 영향력이 작지 않다. 원자재 가격 지수인 'CRB 지수'의 지난 10년간 데이터를 보면, 현재 가격 수준은 2008년 산업재 금융위기 이후 나타난 원자재 가격 하락시기와 비교해 큰 변화가 없다. 2011년 유럽 재정위기 발생 직전 원자재 가격 상승시기 대비, 2016년 말 현저히 낮은 가격 수준을 형성했고, 현재 가격은 2008년 거품 붕괴 후 가격대와 비슷한 상황이다.

최근 아르헨티나, 터키, 인도네시아 등 일부 원자재/중간재 강대국들의 위기로 이들 국가의 환율이 크게 절하됐다. 그리고 이는 다시 이들 국가의 원자재와 중간재 수출가격을 크게 하락시키는 요소로 작용했다. 결과적으로 대표 선진국, 특히 소비와 제조 강대국들의 물가 상승률이 현저히 더더질 확률이 높아 보인다.

실제로 이미 미국과 중국의 인플레이션이 더디게 나타나고 있다. 즉, 이 정도의 물가 상승률에서 향후 미 연준이나 중국의 중앙은행이 금리를 빠르게 올릴 이유는 없다. 오히려, 중국의 경우 경기 둔화를 막기 위해 통화정책 확대 카드를 쓸 가능성도 충분히 상존한다. 즉, 저 인플레이션 테마와 낮은 금리 시대는 아직도 4차 산업혁명과 함께 유효하다고 판단된다.

CRB 원자재가격지수 추이



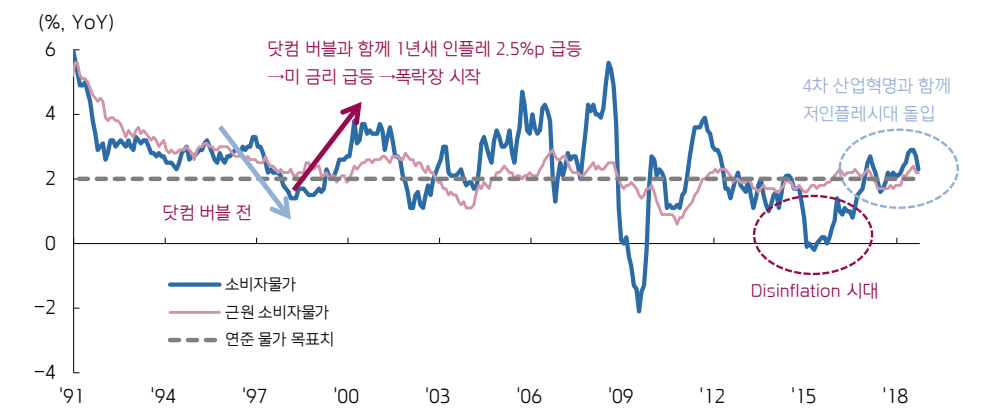
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

인터넷이 보급되기 시작한 1990년 초반부터 닷컴 버블이 고점을 찍었던 2000년대까지, 10년 간 미 근원인플레이션 추이를 살펴보면, 인터넷이 얼마나 물가 상승률을 떨어뜨렸는지 확인할 수 있다. 1991년 6% 대였던 근원인플레이션은 닷컴 버블이 터지기 전까지 현재 연준의 목표 인플레이션인 수준인 2%까지 꾸준히 하락한다.

더 중요한 것은, 2008년 금융위기 이후 2010년도부터 본격적으로 시작된 4차 산업혁명이 닷컴 버블보다도 더 다양한 면에서 물가 상승률을 낮추고 있다는 점이다. 즉, IoT 시대가 시작되면서 그 만큼 다양한 제품들의 판매가 인터넷과 연결되기 때문에, 지금의 안정적 인플레이션 시대는 장기화 될 가능성이 상당히 높다. 물론, 저임금 노동직 실업률이 크게 하락함에 따라 어느 정도의 임금 상승을 확대는 당연한 수순이다. 그래도 그 강도는 4차 산업혁명 IoT가 활성화 되면 될수록 약화될 수 밖에 없다고 판단된다.

따라서 향후 미국의 근원인플레이션이 장기적으로 안정되면서, 연준의 금리 인상 속도 역시 최근의 분기 1회 수준에서 더디어진, 연간 2회 수준으로 줄어든 가능성도 충분히 상존한다. 즉, 저 인플레이션 테마, 성장주 테마, 4차 산업혁명 테마는 현재 진행형이다.

미 인플레이션 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

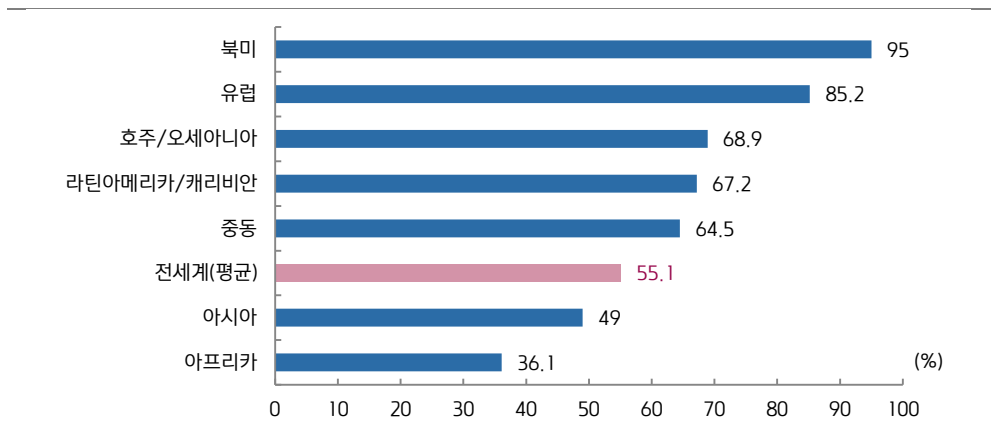
무점포 매출 비중이 확대되는 시대

과거에도 짚어본 것처럼, 글로벌 전체 소비시장에서 무점포 매출이 차지하는 비중이 지속 확대되고 있다. 미국의 경우 아직 그 비중이 상대적으로 낮지만, 인터넷 보급 및 모바일 인터넷 사용이 급격히 증가하는 현 시대에서는 향후 이 비중이 지속 높아질 수 밖에 없다.

우선, 4차 산업혁명의 기본이 되고 있는 인터넷 보급률을 보자. 세계 인터넷 통계기구(Internet World Stats)에 따르면, 작년 말 전세계 인구는 약 76억 3,500만명, 그 중 인터넷 사용자는 41억 5,700만명으로 인터넷 보급률은 이제 54.4%까지 확대됐다. 2000년 닷컴 버블 붕괴 이후 지난 18년간 인터넷 사용 인구는 무려 1,052% 증가했다. 지역별로는 아시아가 가장 많고, 그 다음이 유럽, 아프리카, 남미, 북미, 중동 순서이다. 이는 그만큼 아시아 인구가 상대적으로 많기 때문이다.

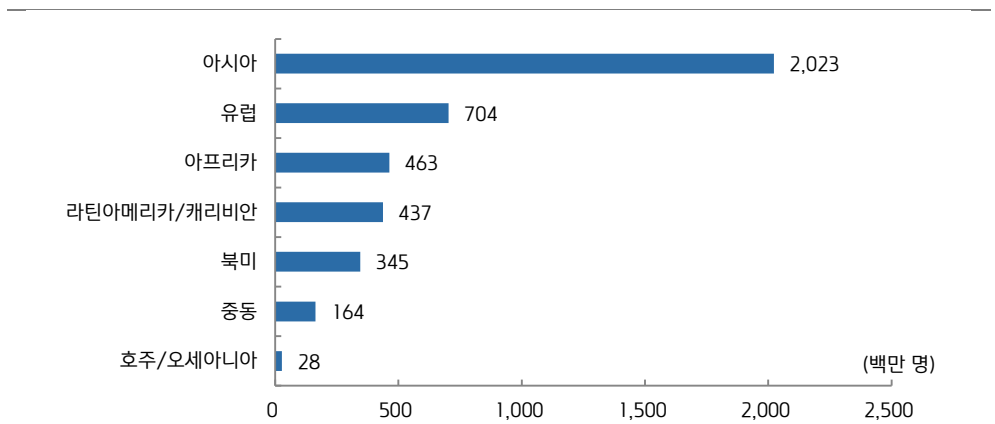
인터넷 보급률이 증가함에 따라 무점포 매출 비중 확대가 함께 나타나고 있다. 또한 글로벌 무점포 매출 비중이 확대되면서 글로벌 인플레이션이 낮게 유지되는 현상이 나타난다.

글로벌 지역별 인터넷 보급률 추이 (2018년 6월 기준)



자료: Internet World Stats, 키움증권 리서치

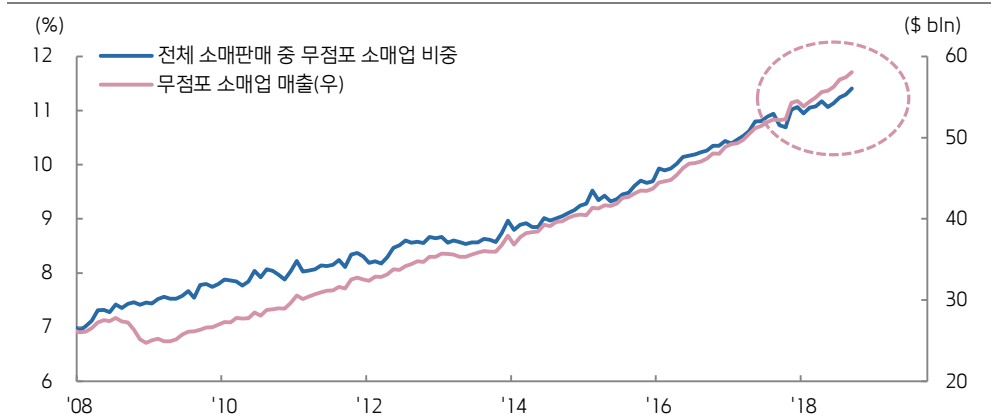
글로벌 지역별 인터넷 사용자 수 (2018년 6월 기준)



자료: Internet World Stats, 키움증권 리서치

그럼 이제 글로벌 전체 소비시장의 40%를 차지하는 미국의 무점포 매출 성장을 보자. 현재 미국 전체 소매판매 중 무점포 매출 비중은 올해 2월 말 11.2%로, 규모는 551억 달러 수준에 이르고 있다. 향후 미국 내 무점포 매출 비중은 상승세를 유지하면서 5년 내에는 20%까지 급등할 것으로 전망된다. 이 같은 현상은 인터넷 Penetration Ratio가 95%나 되는 미국뿐만 아니라, 아시아, 유럽 지역에서도 동일하게 나타날 수 있다.

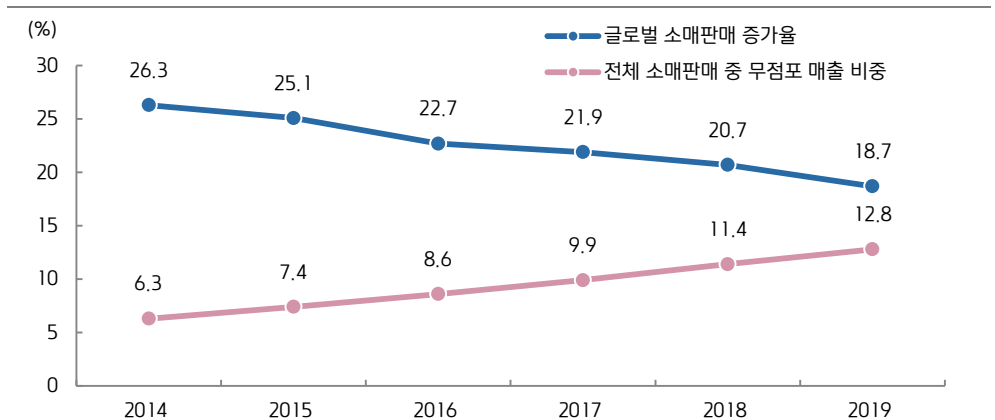
미국 무점포 매출 비중 추이



자료: U.S. Census Bureau, 키움증권 리서치

딜로이트 리서치에 따르면, 글로벌 무점포 매출 비중은 올해 말 전체의 약 11.4% 수준까지, 2019년 말에는 12.8%로 확대 예상되고 있다. 이런 속도라면, 연간 온라인 매출 비중은 연 2%p 이상 확대 되는 현상이 자연스럽게 나타날 것이고, 관련 회사들의 매출 비중 또한 급격히 확대될 가능성이 상당히 높다. 4년 뒤인 2022년에는 글로벌 무점포 매출 비중이 20% 이상으로 확대될 가능성도 높다고 추정된다.

글로벌 무점포 매출 비중 추이



자료: Deloitte Research, 키움증권 리서치

그럼 간단한 계산을 해보자. 2017년 말, 글로벌 소매판매 규모는 약 25조 달러로 추정되고 있다. 이 규모가 향후 5년 간 매년 5% 증가한다고 가정해 보자. 그럼 2022년 말 글로벌 소매판매 금액은 총 32조 달러에 도달하게 될 것이다.

그리고 그 중 온라인 비중이 20%로 확대된다고 가정해 보면, 2022년 전체 온라인 소매판매 규모는 약 6조 5,000억 달러에 이르게 될 것이다. 이 같은 속도라면, 인터넷 매출 비중이 높은 기업들의 시가총액은 지속 확대될 것이라 예상할 수 있다.

글로벌 소매판매 매출과 인터넷 매출 비중 전망

(USD 조)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
글로벌 소매판매	25.0	26.3	27.6	28.9	30.4	32.0
온라인 소매판매	2.5	3.0	3.6	4.3	5.3	6.5
온라인 비중	10%	11%	13%	15%	18%	20%

자료: 키움증권 리서치

트럼프가 바라는 3가지 요소

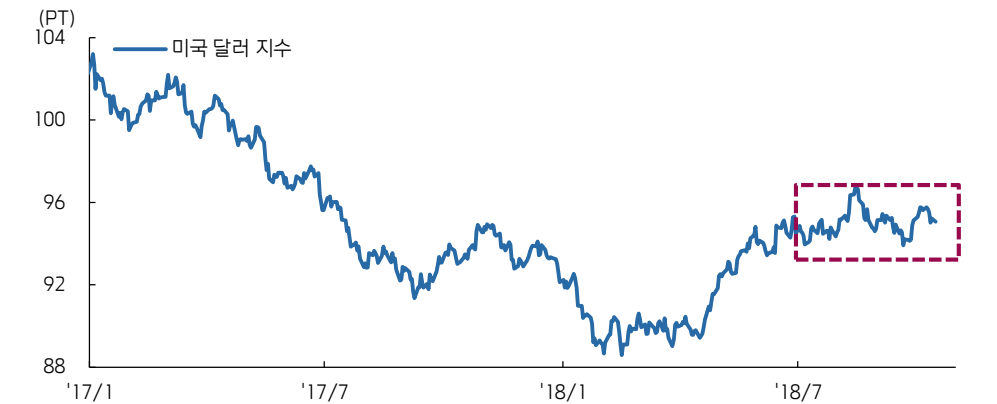
트럼프 대통령이 추진하는 '아메리카 퍼스트(America First)' 정책은 다음의 3가지를 목표로 한다.

1) 95pt 대의 안정적인 달러 지수 흐름, 2) 70달러 대 수준의 안정적인 국제유가 흐름, 3) 미 장기 금리의 안정적인 흐름이다. 최근 실시간 논란을 일으키고 있는 트럼프 대통령의 발언 내용은, 대부분 이 3가지 요소들을 포함한다.

즉, 달러가 지나치게 강세 혹은 약세로 가면 관련 내용을 바로 지적하고, 중국 등 신흥국에 대해서는 환율조작국 관련 발언도 서슴지 않는다. 또한 유가가 큰 폭 상승하면, 사우디에게 공급을 늘리라는 요구도 적극적으로 한다. 심지어, 독립 기관인 미 연준에 대해서도 금리를 빠르게 올리는 정책이 미쳤다고까지 발언하고 있다. 즉, 트럼프 정부의 정책은 위 3가지 요소를 안정적으로 잡아 놓겠다는 의지가 매우 강하고, 이 추세는 향후 적어도 1~2년간 지속될 것으로 보인다.

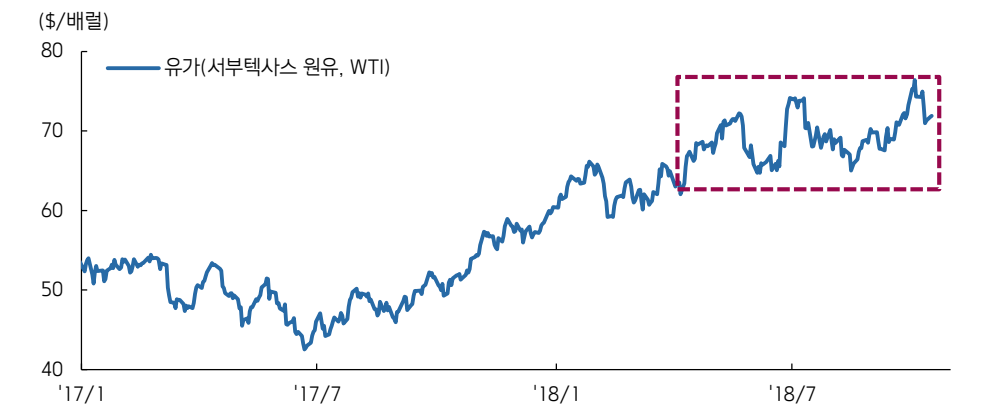
만약, 트럼프 대통령이 언급한 목표 달성에 성공한다면, 향후 미 증시 상승은 지속적으로 나타날 가능성이 높을 것으로 기대한다. 미국 경기 회복과 기업이익 확대가 지속될 수 있고, 이는 그만큼 미국 증시의 고점을 추가 확대시킬 것이다.

트럼프가 바라는 3가지 요소 – 진행형 (달러)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

트럼프가 바라는 3가지 요소 – 진행형 (유가)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

트럼프가 바라는 3가지 요소 – 진행형 (장기 10년 국채 금리)



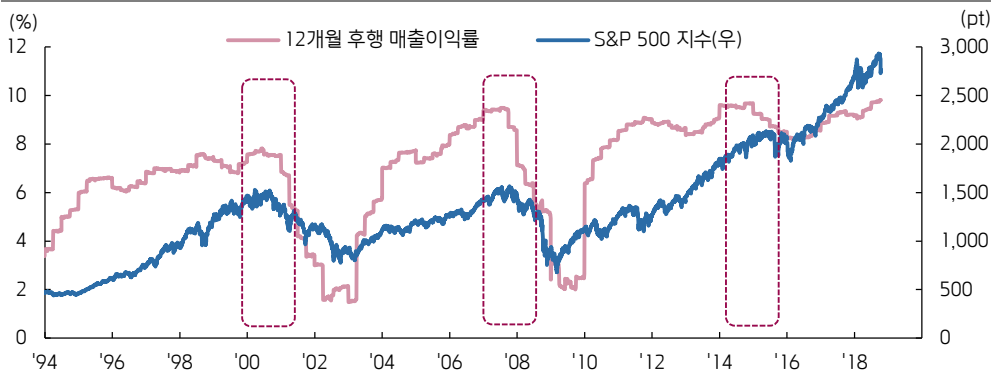
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

II. 미국 기업 실적, 진정 고점을 찍은 것인가?

향후 미 증시의 추가 상승이 지속될 수 있을 지의 여부는 금리와 유가, 달러 요인도 크게 작용하겠지만, 3분기 실적 확정치를 비롯해 4분기 및 내년 실적 전망이 더욱 핵심적일 것으로 보인다. 트럼프 대통령 집권 이후 미국 상장 기업들은 세제 개편과 기업들의 대규모 자사주 매입, 경기 호황 등에 힘입어 실적 호조세를 이어왔다. 그러나 시장은 최근 달러 강세와 미 국채금리 상승, 미-중 무역분쟁 장기화에 따른 관세 등이 향후 기업들의 마진 부담으로 이어질 것을 우려하고 있다.

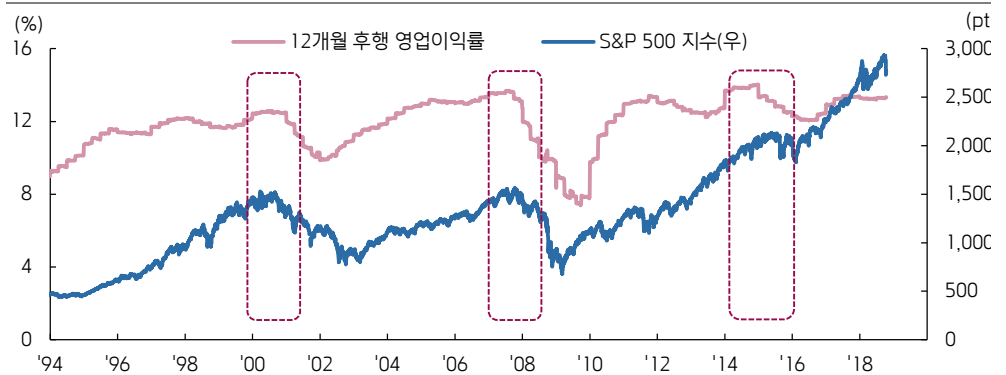
실제로 기업 이익을 대변하는 다양한 지표들이 주가와 양의 상관관계를 가지는 것을 볼 수 있는데, 그 중 하나가 매출이익률이다. 아래 첫 번째 차트를 보면, 기업들의 매출이익률이 상승하다가 고점을 찍고 하락할 때면, 지수도 이후 하락세를 시작하는 경향이 관찰되고 있다. 미 대표 지수인 S&P 500을 보면, 1990년대 이후 두 차례, 즉 닷컴 버블과 서브프라임모기지 사태 이전 매출이익률 하락폭이 확대됐고, 이후 주가는 큰 약세장을 기록했다. 물론, 이익 외의 많은 요소들이 당시 주가 하락을 견인했지만, 실적도 주가 선행지표의 하나로서 중요한 참고 사항이 되는 셈이다.

S&P 500 지수 vs. 매출이익률 추이



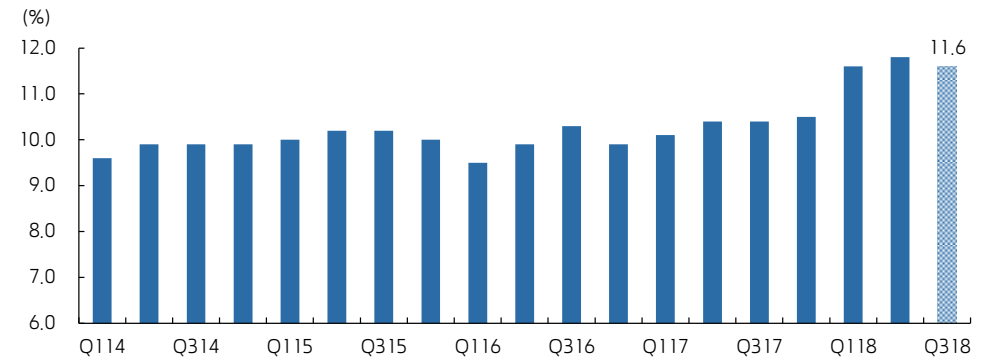
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P 500 지수 vs. 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P 500 분기별 매출이익률 추이



자료: Factset, 키움증권 리서치

우선, 최근 Factset이 발표한 분기별 S&P 500 매출이익률 통계 및 3분기 전망치를 보면, 올해 3분기 미 대표 500개 기업들의 매출이익률은 11.6%로 2008년 3분기 이후 2번째로 높은 수준에 이를 것으로 예상되고 있다. 섹터별로는 대부분 순이익률이 지난 5년 평균을 상회하거나 보합하는 수준에 이를 것으로 나타나고 있는데, 그 중에서도 부동산(34.6%), IT(22.1%), 금융(17.1%), 유틸리티(14.2%), 통신서비스(12.6%) 등이 높은 순으로 나타난다. 우려 속에서도 3분기 기업들의 실적과 매출이익률은 여전히 견고할 것으로 전망되고 있으며, 실제 확정치를 발표한 기업들의 실적은 긍정적인 출발을 보이고 있다. 10월 17일(현지시간) Nasdaq.com에 따르면, 500 기업 중 실적을 발표한 51개 기업들이 전년동기대비 19.4%의 이익 증가율을 보여주는 것으로 나타났고, 3분기 전체로도 약 19%의 높은 성장률을 이어갈 것으로 전망됐다.

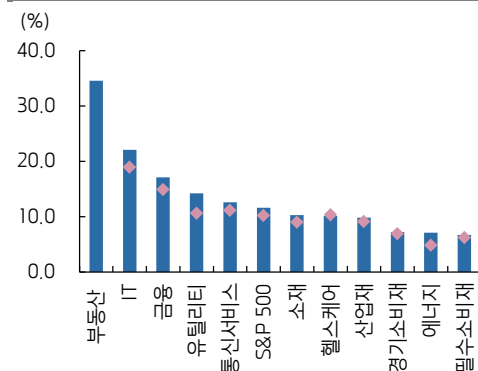
그렇다면 그 이후는 어떨까? 매출과 순이익 증가 속, 마진을 역시 상승세를 이어갈 수 있을까?

다행히도 애널리스트 컨센서스를 바탕으로 한, S&P 500 지수의 2018년 4분기와 2019년 1분기 매출이익률 전망치는 각각 11.9%, 12.3%로 이번 3분기 11.6% 보다도 지속 높아질 것으로 예상되고 있다(Bloomberg Consensus 기준, 키움증권 계산).

연간으로 봐도 결과는 마찬가지이다. S&P 500 지수의 2017년 연간 매출이익률은 8.9% 수준을 기록했는데, 이 지수는 올해와 내년 각각 12.2%, 12.5%로 큰 폭 확대될 것으로 계산됐다.

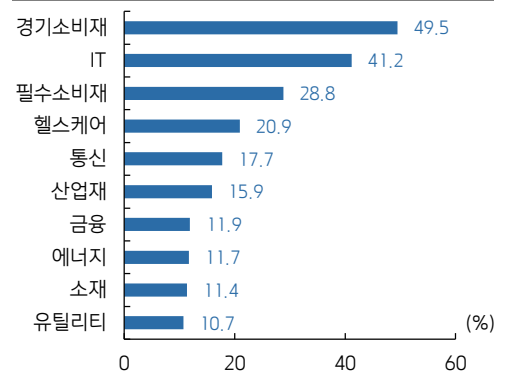
물론, 이는 현재 시점의 시장 컨센서스를 바탕으로 한 추정치이나, 최근 시장의 논란과 불안에도 불구하고, 기업들의 이익 증가에 대한 전망은 지속되고 있어 긍정적이다.

S&P 500 섹터별 매출이익률: 3Q 18 vs. 5년평균



자료: Factset, 키움증권 리서치

S&P 500 12개월 선행 ROE 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미 증시 밸류에이션 점검

더불어 현재 밸류에이션 역시 부담스럽지 않은 구간이다. 현재 S&P 500 지수의 12개월 선행 PER은 약 16.6배 수준으로 과거 5년 평균 PER이 16.5배임을 고려했을 때, 밸류에이션 상 매력도는 상존한다고 판단한다. VIX 변동성 지수는 현재 20pt 미만으로, 과거 닷컴버블 당시 고점인 45pt, 그리고 서브프라임모기지 때의 80pt와 비교 시 현저히 낮다.

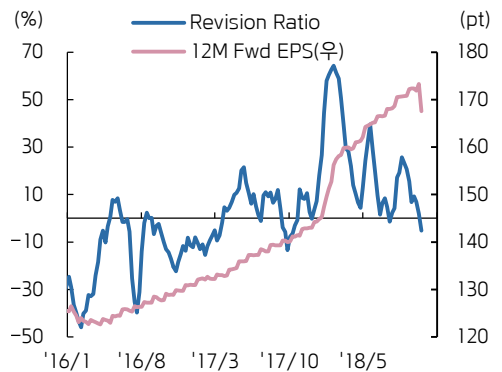
기업들의 향후 이익에 대한 전망을 대변해 줄 수 있는 EPS 추이도 양호하다. S&P500 지수의 12개월 선행 EPS는 2016년을 시작으로 우상향 흐름을 이어가고 있으며, 비록 최근 한 주간 전망치가 다소 하락세를 보이긴 했으나, 그 추세는 아직 꺾이지 않는 모습이다.

S&P500 지수 12개월 선행 P/E



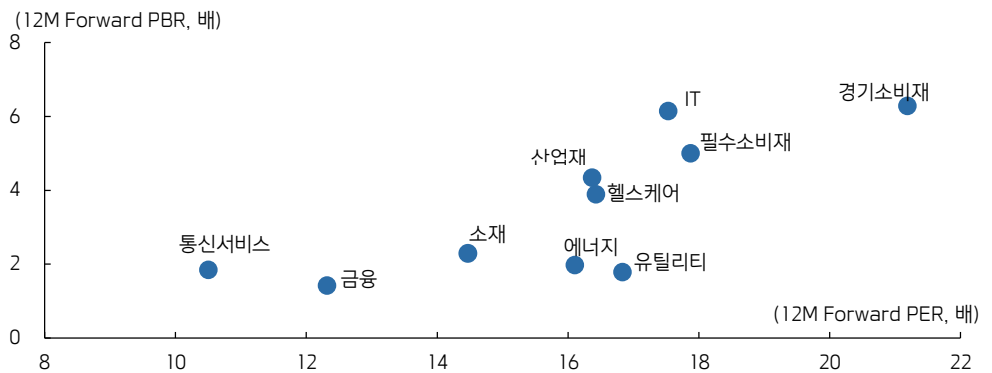
자료: Datastream I/B/E/S, 키움증권 리서치

S&P500 지수 Revision Ratio 및 12개월 선행 EPS 전망치 추이



자료: Datastream I/B/E/S, 키움증권 리서치,
주) Revision Ratio=[(12개월 선행 EPS 상향조정 기업 수-하향조정 기업 수)/총 기업 수]

미 증시 업종별 PER/PBR 점검



자료: Datastream I/B/E/S, 키움증권 리서치

이후 미국 3분기 기업실적 발표 일정

날 짜	장 전/후	기업 명 (티커)	시가총액	컨센서스 EPS	추정치 개수	2017 년 EPS	Up/Down
10 월 23 일	장 마감 전	3M Company (MMM)	\$117.6B	\$2.70	6	\$2.33	↑
	장 마감 전	Biogen (BIIB)	\$66.5	\$6.79	26	\$6.31	↑
	장 마감 전	Caterpillar, Inc (CAT)	\$80.7B	\$2.83	9	\$1.95	↑
	장 마감 후	Chubb Limited (CB)	\$58.8B	\$2.42	9	-\$0.13	↑
	장 마감 후	Illumina, Inc (ILMN)	\$47.3B	\$1.25	10	\$1.11	↑
	장 마감 전	Lockheed Martin Corporation (LMT)	\$93.4B	\$4.32	8	\$3.24	↑
	장 마감 전	McDonald's Corporation (MCD)	\$129.4B	\$1.98	13	\$1.76	↑
	장 마감 전	NextEra Energy, Inc (NEE)	\$80.9B	\$2.15	4	\$1.85	↑
	장 마감 후	Texas Instruments Incorporated (TXN)	\$96.8B	\$1.53	12	\$1.26	↑
	장 마감 전	United technologies Corp. (UTX)	\$103.2B	\$1.81	8	\$1.73	↑
	장 마감 전	Verizon Communications Inc (VZ)	\$225.8B	\$1.19	18	\$0.98	↑
10 월 24 일	장 마감 후	Advanced Micro Devices (AMD)	\$25.9B	\$0.11	8	\$0.08	↑
	장 마감 전	AT&T (T)	\$236.0B	\$0.93	16	\$0.74	↑
	장 마감 전	Boeing Company (BA)	\$206.5B	\$3.45	8	\$2.72	↑
	장 마감 전	Boston Scientific Corporation (BSX)	\$51.9B	\$0.34	12	\$0.31	↑
	장 마감 후	Ford Motor Company (F)	\$33.9B	\$0.32	4	\$0.43	↓
	장 마감 후	Microsoft Corporation (MSFT)	\$833.0B	\$0.96	13	\$0.84	↑
	장 마감 전	Thermo Fisher Scientific (TMO)	\$92.5B	\$2.55	9	\$2.31	↑
	장 마감 전	United Parcel Service (UPS)	\$98.7B	\$1.82	12	\$1.45	↑
	장 마감 후	Visa Inc (V)	\$319.4B	\$1.20	14	\$0.90	↑
10 월 25 일	장 마감 전	ABB Ltd (ABB)	\$45.2B	\$0.38	2	\$0.34	↑
	장 마감 후	Alphabet Inc (GOOGL)	\$763.8B	\$10.54	14	\$9.57	↑
	장 마감 후	Amazon.com, Inc (AMZN)	\$863.65B	\$3.29	16	\$0.52	↑
	장 마감 전	Bristol-Myers Squibb Company (BMY)	\$91.4B	\$0.91	6	\$0.75	↑
	장 마감 전	Celgene Corporation (CELG)	\$58.3B	\$2.03	2	\$1.78	↑
	장 마감 전	CME Group Inc. (CME)	\$62.0B	\$1.42	4	\$1.19	↑
	장 마감 전	Comcast Corporation (CMCSA)	\$164.7B	\$0.61	11	\$0.52	↑
	장 마감 후	Gilead Sciences, Inc. (GILD)	\$96.2B	\$1.56	8	\$2.23	↓
	장 마감 후	Intel Corporation (INTC)	\$207.4B	\$1.15	15	\$1.01	↑
	장 마감 전	Merck & Company (MRK)	\$192.0B	\$1.15	5	\$1.11	↑
	장 마감 후	Stryker Corporation (SYK)	\$64.7B	\$1.68	13	\$1.52	↑
	장 마감 전	Twitter, Inc. (TWTR)	\$22.2B	\$0.05	12	\$0.02	↑
	장 마감 전	Union Pacific Corporation (UNP)	\$109.8B	\$2.09	10	\$1.50	↑
10 월 26 일	장 마감 전	Charter Communications, Inc. (CHTR)	\$73.8B	\$1.05	14	\$0.19	↑
10 월 29 일	장 마감 전	AvalonBay Communities, Inc. (AVB)	\$24.4B	\$2.26	10	\$2.19	↑
	장 마감 전	First Data Corporation (FDC)	\$21.9B	\$0.32	10	\$0.37	↓
	장 마감 후	Mondelex International, Inc. (MDLZ)	\$60.2B	\$0.61	7	\$0.57	↑

이후 미국 3분기 기업실적 발표 일정 (계속)

날 짜	장 전/후	기업 명 (티커)	시가총액	컨센서스 EPS	추정치 개수	2017 년 EPS	Up/Down
10 월 30 일	장 마감 전	Atena Inc. (AET)	\$66.0B	\$2.84	9	\$2.45	↑
	장 마감 전	Allergan (AGN)	\$64.1B	\$4.01	19	\$4.15	↓
	장 마감 후	Amgen (AMGN)	\$131.2B	\$3.42	10	\$3.27	↑
	장 마감 후	Coca-Cola Company (KO)	\$194.0B	\$0.55	8	\$0.50	↑
	장 마감 후	eBay Inc. (EBAY)	\$31.2B	\$0.44	11	\$0.39	↑
	장 마감 후	Facebook (FB)	\$447.3B	\$1.47	16	\$1.59	↓
	장 마감 전	Mastercard Incorporated (MA)	\$225.8B	\$1.68	14	\$1.34	↑
	장 마감 전	Pfizer (PFE)	\$257.9B	\$0.76	5	\$0.67	↑
10 월 31 일	장 마감 전	Anthem, Inc. (ANTM)	\$73.1B	\$3.67	10	\$2.65	↑
	장 마감 전	Automatic Data Processing (ADP)	\$62.5B	\$1.10	10	\$0.91	↑
	장 마감 전	Baxter International Inc (BAX)	\$37.7B	\$0.74	9	\$0.64	↑
	장 마감 전	Estee Lauder Companies (EL)	\$46.5B	\$1.22	11	\$1.21	↑
	장 마감 후	NXP Semiconductors N.V. (NXPI)	\$26.8B	\$1.68	8	\$1.27	↑
	장 마감 후	Realty Income (O)	\$16.8B	\$0.79	11	\$0.77	↑
	장 마감 전	Sanofi (SNY)	\$110.8B	\$0.98	3	\$1.00	↓
11 월 01 일	장 마감 후	APPLE (AAPL)	\$1,043.4B	\$2.77	11	\$2.07	↑
	장 마감 전	Cigna Corporation (CI)	\$51.8B	\$3.45	11	\$2.83	↑
	장 마감 전	DowDuPont Inc (DWDP)	\$135.2B	\$0.71	6	\$0.55	↑
	장 마감 후	Metlife (MET)	\$43.4B	\$1.26	7	\$1.09	↑
	장 마감 전	Royal Dutch Shell PLC (RDSA)	\$198.0B	\$1.49	2	\$0.98	↑
	장 마감 전	Spotify Technology S.A. (SPOT)	\$27.4B	-\$0.52	11	N/A	↓
	장 마감 전	Teva Pharmaceutical Industries (TEVA)	\$21.7B	\$0.54	6	\$0.95	↓
	장 마감 후	The Kraft Heinz Company (KHC)	\$67.7B	\$0.81	8	\$0.83	↓
11 월 02 일	장 마감 전	AbbVie (ABBV)	\$136.1B	\$2.01	8	\$1.41	↑
	장 마감 전	Alibaba Group Holding Limited (BABA)	\$365.3B	\$0.85	6	\$1.02	↓
	장 마감 전	Chevron Corporation (CVX)	\$225.1B	\$2.07	6	\$1.03	↑
	장 마감 전	Duke Energy Corporation (DUK)	\$57.9B	\$1.53	5	\$1.59	↓
	장 마감 전	Exxon Mobil Corporation (XOM)	\$346.54B	\$1.19	6	\$0.93	↑
11 월 05 일	장 마감 후	Booking Holdings (BKNG)	\$86.0B	\$38.37	14	\$35.22	↑
	장 마감 후	Occidental Petroleum Corp. (OXY)	\$55.0B	\$1.52	9	\$0.18	↑
11 월 06 일	장 마감 전	Becton, Dickinson & Company (BDX)	\$64.2B	\$2.92	12	\$2.4	↑
	장 마감 전	CVS Health Corporation (CVS)	\$75.9B	\$1.71	19	\$1.5	↑
	장 마감 전	Eli Lilly and Company (LLY)	\$121.7B	\$1.37	5	\$1.05	↑
11 월 07 일	장 마감 전	Humana Inc. (HUM)	\$45.8B	\$4.29	11	\$3.39	↑
	장 마감 후	Prudential Financial Inc. (PRU)	\$40.7B	\$3.14	10	\$3.01	↑
	장 마감 후	Qualcomm (QCOM)	\$97.1B	\$0.7	5	\$0.82	↓
11 월 08 일	장 마감 후	Activision Blizzard, Inc (ATVI)	\$54.8B	\$0.44	9	\$0.56	↓
	장 마감 후	Walt Disney Company (DIS)	\$172.8B	\$1.31	7	\$1.07	↑
11 월 14 일	장 마감 후	Cisco Systems, Inc (CSCO)	\$207.8B	\$0.66	9	\$0.55	↑

자료: 키움증권 리서치, 10/18 기준(3Q 실적 발표 일정 명시하지 않은 기업: 과거 실적 발표 일정을 바탕으로 한 알고리즘으로 추정)

주) 현지시간 기준, 붉은색은 키움증권 글로벌주식팀 발간 종목, 분홍색은 이 외 주요 기업

III. 미국 3대 지수의 고점은 아직 멀었다!

미국 3대 지수의 고점은 아직 멀었다!

최악의 시나리오를 가정하고 현재 미 3대 지수의 적정가치를 잔존가치 모델로 측정해 보았다. 즉, 미국 10년 국채 금리가 4%까지 상승하고, 주식 위험도(Risk Premium)가 6%로 확대되며, 또 향후 기업이익이 추가 확대되기 보다는 정점을 찍었다는 가정이다. 결과적으로 최악의 경우를 반영하더라도, 지금까지의 조정은 향후 미국의 장기 금리가 추가적으로 상승할 부분까지 대부분 반영했다고 판단된다. 따라서, 실적에 대한 믿음이 확립될 때까지 단기적으로 시장 변동성이 이어질 가능성이 있지만, 미 증시는 향후 1~2년간 큰 폭 상승을 앞두고 있다 판단한다. 한편, 최상의 시나리오로 보면, 미국 3대 지수의 최고 정점은 다우존스가 42.4%, S&P 500 17.5%, 그리고, 가장 좋게 보고 있는 나스닥 지수는 88.6% 상승여력을 내재하고 있는 것으로 계산된다. 과거 1998~2000년 닷컴버블 규모의 버블 시장이 만들어지지는 않더라도, 그 때 수준의 1/3~1/2 수준의 거품 형성은 충분히 가능해 보인다. 장기 추세적 주기(Secular Cycle)의 후반부가 가장 화려할 수 있기에 지금의 변동성 장세를 #1. USA에 적극 투자를 늘리는 시기로 판단한다. 최근의 조정을 투자 기회로 잘 살리자!

미국 대표 지수들의 적정가치 변화 (Worst Scenario)

미 증시의 조정 이유를 다시 한번 점검해 보고, 잔존가치 모델을 활용해 밸류에이션 상 **Worst vs. Best Scenario** 를 예상해 본다. 이번 미 증시의 조정 원인은 다음의 2가지로 정리해 볼 수 있다.

- 1) 장기 국채금리 추가 상승과 주식 위험도(Risk Premium) 상승
- 2) 미-중 무역전쟁에 따른 2019년 글로벌 경제 성장을 하향 조정

위 요소에 다양한 변수를 대입해 보고, 각 상황 별로 미 3대 지수의 적정가치 변화를 측정해본다. 변수는 다음과 같다.

- i) 10년 장기 국채금리를 3.5%, 3.75%, 4%로 각각 다르게 반영
- ii) 주식위험도(Risk Premium)를 평균 5%에서 평균 6%로 큰 폭 상향 조정
- iii) 경제성장을 둔화 가능성을 고려해 3대 지수의 평균 ROE를 현재 전망치 대비 하향 조정

우선, 다우존스의 결과는 이미 최악의 상황을 반영하고 있는 지수대로 나타난다. 3.5%의 금리를 반영해도 경기와 기업이익이 모두 안정적이라면 다우지수의 적정 가치는 지금 지수 대비 21.9%나 높은 30,528pt가 나온다. 만약, 다우존스의 평균 ROE가 전망치를 하회하고, 10년 국채금리 4%, 주식위험도 6%라는 가정을 반영해 최악의 시나리오 상 적정가치를 구해보면, 적정지수는 26,000pt 수준이다. 현재 지수가 더 낮다. 따라서, 현재 다우존스의 조정은 과도하다고 판단된다.

다우존스 적정가치 (3년 평균 ROE 23.5%, 10년 국채금리 3.5%, 주식위험도 5% 반영)

		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	23.0%	28,634	29,406	30,178
	23.5%	29,736	30,519	31,302
	24.0%	30,864	31,658	32,452

자료: 키움증권, 2018-10-11 기준

주) 현재: 25,052 적정가치 최저: 14.3%, 적정가치 적정: 21.8%, 적정가치 최고: 29.5%, 적정가치 평균: 21.9%

적정 지수: 30,528

Worst Case:

다우존스 적정가치 (3년 평균 ROE 22.9%, 10년 국채금리 4.0%, 주식위험도 6% 반영)

		Equity Risk Premium		
		6.5%	6.0%	5.5%
Long term ROAE	22.4%	24,257	24,984	25,711
	22.9%	25,251	25,988	26,726
	23.4%	26,268	27,016	27,764

자료: 키움증권, 2018-10-11 기준

주) 현재: 25,052 적정가치 최저: -3.2%, 적정가치 적정: 3.7%, 적정가치 최고: 10.8%, 적정가치 평균: 3.8%

적정 지수: 25,996

다음으로 S&P500 지수의 적정가치를 보자.

S&P500 지수의 결과는 아직 최악의 상황을 반영하는 수준은 아닌 것으로 나타난다. 국채금리를 3.5%로 반영한 가운데 경기와 기업 이익이 지속 안정적인 모습을 보인다면 S&P 500 지수의 적정가치는 지금 지수대비 2.6% 높은 2,799pt가 나온다. 하지만, S&P 500의 평균 ROE가 전망치를 하회하고, 10년 국채금리 4%, 주식위험도 6%라는 가정을 반영해 최악의 시나리오 상 적정가치를 구해보면, 결과는 2,466pt 수준이다. 즉, 현재 지수대비 추가 9.6% 하락이 가능한 경우다. 따라서, 아직은 S&P500 지수의 변동성이 지속될 가능성이 상존한다.

최악의 시나리오 상 S&P 500지수의 적정가치가 현재보다 더 낮게 나오는 이유는, 이 지수가 추종하는 기업 수가 가장 많기 때문일 가능성이 높다. 500개 기업들의 평균 수치이기 때문에 ROE 평균이 3개 지수대비 가장 낮게 나타나는 경우라 판단된다. 하지만, 미국 경기 상황을 감안할 때, 향후 평균 ROE가 18.9% 수준보다는 높을 것이라 예상한다면, 지금 지수의 하락 또한 그 가정이 과도했다고 판단한다.

S&P500 지수 적정가치 (3년 평균 ROE 18.9%, 10년 국채금리 3.5%, 주식위험도 5% 반영)

		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	18.4%	2,588	2,678	2,768
	18.9%	2,707	2,798	2,889
	19.4%	2,828	2,921	3,014

자료: 키움증권, 2018-10-11 기준

주) 현재: 2,728 적정가치 최저: -5.1%, 적정가치 적정: 2.5%, 적정가치 최고: 10.5%, 적정가치 평균: 2.6%

적정 지수: 2,799

Worst Case: 9.6% 추가 하락 가능

S&P500 지수 적정가치 (3년 평균 ROE 18.9%, 10년 국채금리 4.0%, 주식위험도 6% 반영)

		Equity Risk Premium		
		6.5%	6.0%	5.5%
Long term ROAE	18.4%	2,267	2,354	2,440
	18.9%	2,377	2,465	2,552
	19.4%	2,490	2,579	2,668

자료: 키움증권, 2018-10-11 기준

주) 현재: 2,728 적정가치 최저: -16.9%, 적정가치 적정: -9.7%, 적정가치 최고: -2.2%, 적정가치 평균: -9.6%

적정 지수: 2,466

마지막으로 나스닥 지수의 적정가치를 보자.

나스닥 지수의 결과는 이미 최악의 상황을 반영하고 있는 것으로 나타난다. 3.5%의 금리를 반영하고, 현재 예상되고 있는 고점 ROE는 30%대 보다 훨씬 낮은 평균 21.7% 반영해 측정해 보면, 지금 지수 대비 11.4% 높은 8,165pt가 나온다. 즉, 비관적으로 들여다봐도 지금 지수보다 적정가치는 훨씬 높다.

만약, 나스닥 지수의 평균 ROE가 전망치를 하회하고, 10년 국채금리 4%, 주식위험도 6%라는 가정을 반영해 최악의 시나리오 상 적정가치를 구해보면, 적정지수는 7,213pt 수준이다. 현재 지수보다 1.6% 정도 낮다. 따라서, 나스닥의 조정은 이미 최악의 상태를 반영하고 있다는 판단이다.

Nasdaq 적정가치 (3년 평균 ROE 21.7%, 10년 국채금리 3.5%, 주식위험도 5% 반영)

		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	21.2%	7,578	7,812	8,045
	21.7%	7,924	8,162	8,400
	22.2%	8,280	8,523	8,765

자료: 키움증권, 2018-10-11 기준

주) 현재: 7,329 적정가치 최저: 3.4%, 적정가치 적정: 11.4%, 적정가치 최고: 19.6%, 적정가치 평균: 11.4%

적정 지수: 8,165

Worst Case: 1.6% 추가 하락 가능

Nasdaq 적정가치 (3년 평균 ROE 21.7%, 10년 국채금리 4.0%, 주식위험도 6% 반영)

		Equity Risk Premium		
		6.5%	6.0%	5.5%
Long term ROAE	21.2%	6,663	6,887	7,110
	21.7%	6,982	7,210	7,437
	22.2%	7,310	7,542	7,774

자료: 키움증권, 2018-10-11 기준

주) 현재: 7,329 적정가치 최저: -9.1%, 적정가치 적정: -1.6%, 적정가치 최고: -9.1%, 적정가치 평균: -1.6%

적정 지수: 7,213

미국 대표 지수들의 적정가치 (Best Scenario)

지금까지 최악의 시나리오를 가정하고 미 대표 지수들의 적정가치를 계산해 보았다. 하지만, 여기서는 반대로 최상의 시나리오를 가정해 보자. 글로벌 4차 산업혁명이 진행중이기 때문에 미 경기는 지속 확장 형이고, 향후 미 장기 국채금리 상승과 금리인상 가속화가 더 이상 일어나지 않는다는 가정을 반영해 본다. 이 경우, 미 대표 지수들의 적정가치가 어떻게 변하는지 들여다 보자. 결과는 다음과 같다.

Nasdaq의 적정가치는 현재 수준 대비 88.6% 높은 13,823이 나온다.

다우존스의 적정가치는 현재 수준 대비 42.4% 높은 35,667이 나온다.

S&P500 지수의 적정가치는 현재 수준 대비 17.5% 높은 3,206이 나온다.

결론을 내리면, 상승 매력도가 하락 리스크보다 월등히 높다고 나오는 현 지수대에서 투자 기회를 살리는 전략이 차익실현 전략보다 나은 전략으로 판단된다. 또한, 아직도 나스닥 지수 및 성장주와 저 인플레이션 관련 주, 4차 산업혁명 관련 위주의 투자포트폴리오 전략이 유효하다고 판단한다.

Best Case: 나스닥 적정가치 (3년 평균 ROE 27.7%, 10년 국채금리 3.15%, 주식위험도 5% 반영)

		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	27.2%	13,011	13,309	13,608
	27.7%	13,515	13,819	14,122
	28.2%	14,033	14,342	14,651

자료: 키움증권, 2018-10-11 기준

주) 현재: 7,329 적정가치 최저: 77.5%, 적정가치 적정: 88.5%, 적정가치 최고: 99.9%, 적정가치 평균: 88.6%

적정 지수: 13,823

Best Case: 다우존스 적정가치 (3년 평균 ROE 25.1%, 10년 국채금리 3.15%, 주식위험도 5% 반영)

		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	24.6%	33,582	34,414	35,246
	25.1%	34,813	35,657	36,501
	25.6%	36,073	36,929	37,784

자료: 키움증권, 2018-10-11 기준

주) 현재: 25,052 적정가치 최저: 34.0%, 적정가치 적정: 42.3%, 적정가치 최고: 50.8%, 적정가치 평균: 42.4%

적정 지수: 35,667

Best Case: S&P500 적정가치 (3년 평균 ROE 20.0%, 10년 국채금리 3.15%, 주식위험도 5% 반영)

		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	19.5%	2,977	3,073	3,169
	20.0%	3,107	3,205	3,302
	20.5%	3,241	3,340	3,438

자료: 키움증권, 2018-10-11 기준

주) 현재: 2,728 적정가치 최저: 9.0%, 적정가치 적정: 17.5%, 적정가치 최고: 26.0%, 적정가치 평균: 17.5%

적정 지수: 3,206

장기 Secular Cycle(추세적 주기)과 고점시기 판단

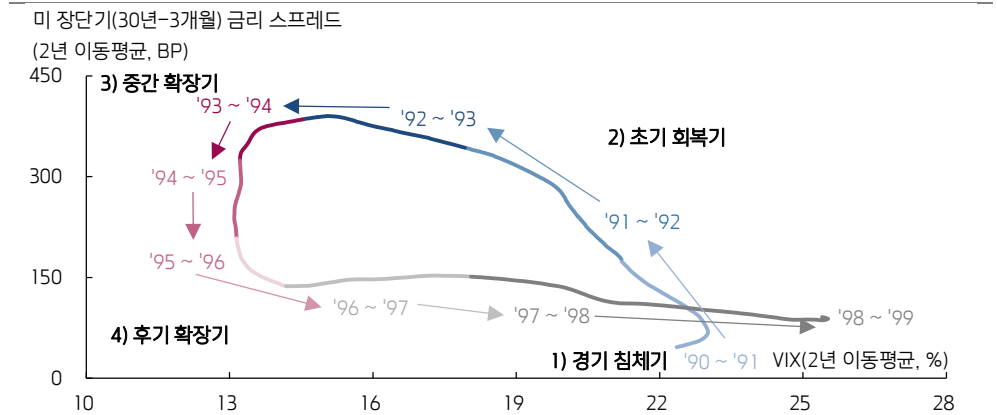
우리는 글로벌 사이클의 고점 시기를 판단하는데 있어서 장기 추세적 주기(Secular cycle)를 중요하게 생각한다.

이를 잘 반영하는 지표가 장단기 금리차(Yield Curve)와 변동성 지수(VIX)의 관계를 나타낸 차트이다. Yield Curve와 VIX cycle로 볼 때 우리는 다음과 같은 결론을 내린다.

- 장단기 금리차(Yield Curve)와 변동성(VIX)을 비교해 현재 사이클을 판단
- 현재는 과거 2005~2006년 시기에 접어드는 구간, 또는 1994~1995년에 접어드는 시기로 판단
- 즉, 지금은 중간 확장기와 후기 확장기 사이에 있다고 판단
- 2020년 거품 붕괴 가능성은 크게 낮아짐, 확률은 30% 이하로 판단
- 거품 붕괴 가능성은 2020년 30%, 2021년 50%, 2022년 80% 이상으로 예상
- 결국, 신흥국 시장의 변동성으로 향후 아주 큰 상승장이 남아 있을 것으로 예상

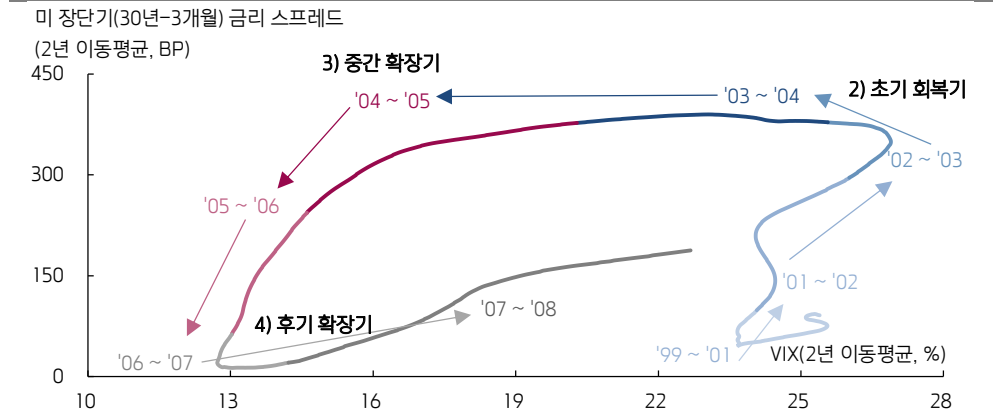
이에 맞춰서 미국 S&P 500 지수의 고점 시기를 가늠해 보면, 그 시기는 2021년~2022년일 확률이 높다고 판단한다.

1990~2000년 사이클



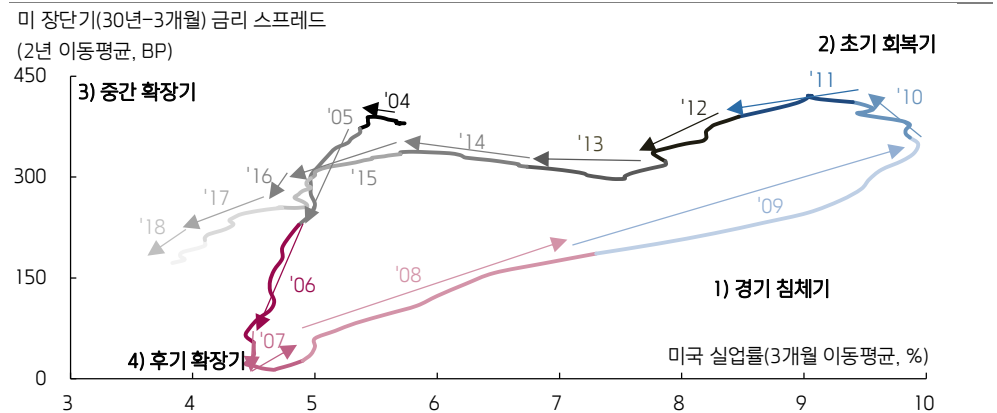
자료: CME Group, Bloomberg, 키움증권 리서치

2000~2008년 사이클



자료: CME Group, Bloomberg, 키움증권 리서치

2009~2021년 사이클?



자료: CME Group, Bloomberg, 키움증권 리서치

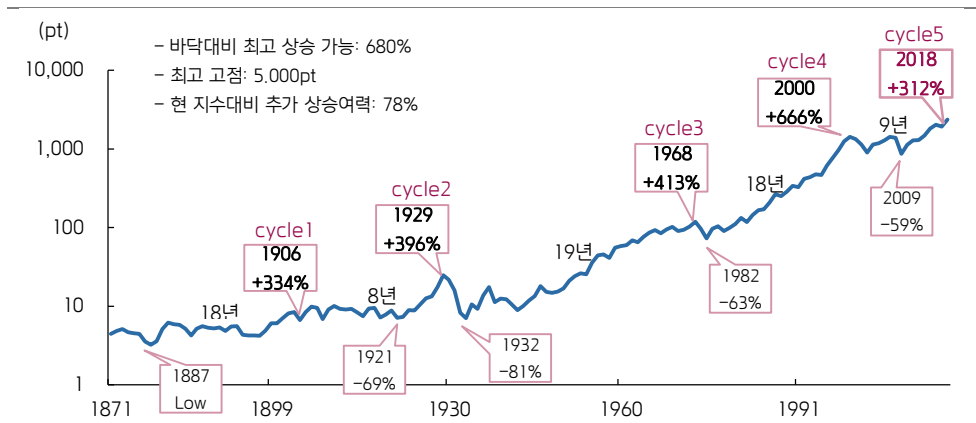
장기 Secular Cycle(추세적 주기) GAP 분석

미국 S&P 500의 장기 추세적 주기를 1870년대 이후 들여다 보면, 지금이 5번째 추세적 주기 상승 구간으로 판단된다. 우리는 다음과 같은 결론을 내린다.

- 과거 미 증시의 추세적 주기(Secular Cycle)와 그 구간에서의 상승 폭 및 상승 기간을 보면, 현 시점에서 미 증시의 고점을 논할 필요는 없다고 판단. S&P 500 지수는 1870년 이후 4번의 추세적 주기를 경험했고 지금 5번째 주기에 놓여있는 상황. 과거 4번의 추세적 주기를 지나는 동안, 시간이 지날수록 구간의 상승폭은 점차 확대됐는데, 이처럼 계속해서 상승폭이 확대될 수 있었던 것은 기업 ROE가 지속적으로 상승한 반면, 장기 국채 금리는 지속적으로 하락했기 때문
- 현 시점에서 보면, 최근 기업들의 잔존가치(잔여이익)가 크게 확대되면서 그 회사의 장기가치 또한 그 만큼 높이 평가되고 있음

- GAP은 기업들의 ROE에서 10년 만기 국채 금리를 뺀 수치인데, 지금 상황을 보면 현재 추세적 주기에서 GAP은 15.7%pt로 지난번 4번째 GAP인 5.1%pt 보다 3배 이상의 수준임. 따라서, 네 번째 추세적 주기에서 S&P 500 지수의 평균 PBR 이었던 3.2배 보다 이번 5번째 추세적 주기에서 고점 PBR이 훨씬 높게 형성될 가능성이 아주 높아 보임. 참고로 4번째 주기의 가장 고점 PBR은 5.2배
- 향후 2년 동안 전 고점 PBR 수준까지 무리 없이 상승한다는 가정하에, 현재 지수 수준보다는 최소 20% 상승 및 3,200pt를 돌파할 가능성이 상당히 높다고 예상 됨. 최상의 시나리오로는 현재 대비 80% 추가 상승 가능해 보임. 이는 과거 추세적 주기의 저점 대비 고점의 상승 폭이 334%, 396%, 413%, 666%로 지속 확장되었고, 이번 상승 주기도 추가 확장될 것을 감안해 680% 상승한다는 가정을 적용하면, S&P 500 지수의 고점은 5,000pt로 나타남
- 신흥국 금융위기 가능성과 함께 미 연준은 금리 인상 속도를 더디게 하고 달러 강세 구간이 나타나지 않도록 유도할 가능성 높음

추세적 주기와 S&P 500 지수 등락(현재 S&P 500 2,809.9 수준)



자료: Bloomberg, www.multpl.com, 키움증권 리서치

추세적 주기와 S&P 500 지수 등락(현재 S&P 500 2,809.9 수준)

추세적 주기	시작 연도	지수 (pt)	종료 연도	지수 (pt)	기간 (년)	기준금리(%)		10Y 국채 금리(%)	ROE (%)	PBR (배)	Gap (%p, ROE-Rf)
						최고	최저				
1	1870	4.4	1906	9.9	18	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2	1921	7.1	1929	24.9	8	NA	NA	NA	NA	NA	NA
3	1949	15.2	1968	95.9	19	NA	NA	6.16	NA	NA	NA
4	1982	120.1	2000	1,402.1	18	15.00	3.00	8.5	13.6	3.2	5.1
5	2009	735.1	2018	2,809.9	9	2.25	0.25	3.2	18.9	3.2	15.7

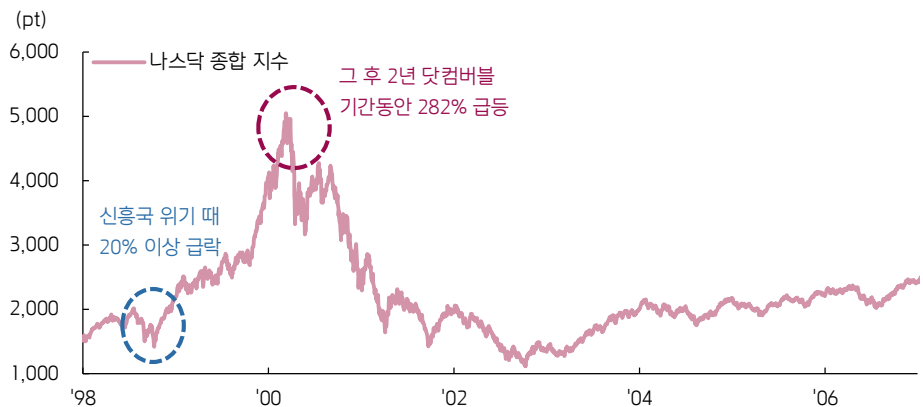
자료: Bloomberg, www.multpl.com, 키움증권 리서치

1998~2000년 닷컴 버블 시대와 비교 분석

지금과는 과거 1998년 신흥국 위기로 일시적인 주가 조정이 일어났던 시기와 비슷하며, 당시 나타난 닷컴 버블과 비슷한 4차 산업혁명 버블이 나타날 확률이 높다고 판단하고 있다. 따라서, 그 시기 나타난 미국 3대 지수의 움직임을 들여다 본다.

나스닥 지수는 1988년 10월 20%의 큰 폭 조정을 보였다. 신흥국 금융위기 우려로 결국 미국 시장도 한 번의 큰 폭 조정을 거친 셈이다. 그러나 그 후 닷컴 버블이 형성됐고, 지수는 약 2년 동안 바닥 대비 무려 282% 급등한다.

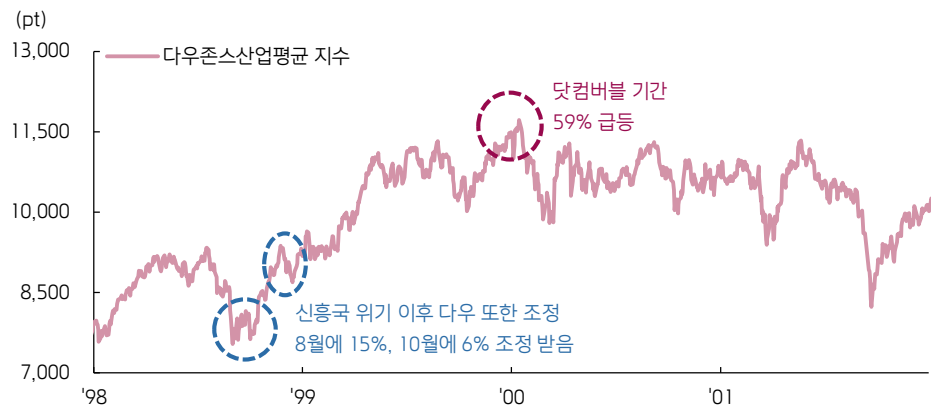
닷컴 버블 사이클 시기 - 나스닥 종합 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

다우존스는 그 변동성이 나스닥 지수 보다는 낮지만, 그래도, 신흥국 위기 속에 약 15% 하락, 그 후 59%의 급등을 보였다.

닷컴 버블 사이클 시기 - 다우존스 산업평균 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P 500 또한 15% 정도의 조정이 있었고, 1998년 10월 이후 시장은 2000년 고점까지 약 68% 급등하고 대세 상승장이 끝났다.

닷컴 버블 사이클 시기 - S&P500 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

우리는 미 증시가 단기적인 조정 과정을 거친 이후, 아주 큰 폭의 상승을 보일 것이라는 결론으로 시장을 들여다 보고 있다. 즉, 현재 시장이 베어마켓에 진입했다기 보다는, 대세 상승장 후반부에서 가장 화려한 상승을 앞두고 나타나는 변동성을 겪는 중으로 판단한다.

따라서, 지금은 가장 적극적으로 미국의 나스닥과 성장주에 투자해야 한다고 판단한다.

- 슈퍼스타 IT 회사들이 나타나면서, 임금 상승률이 높게 나오지 않는다. 과거 2008년 금융위기 전까지 노동자들의 임금은 인플레이션을 감안하고 실질적으로 연간 2.2% 증가했지만, 지금은 연간 1.2% 상승하고 있다.
- 기업들의 자동화가 적극 나타나고 있고, 소매판매의 온라인화도 빠르게 나타나면서 임금 상승률이 높지 않게 나타난다. 따라서 글로벌 인플레이션이 크게 확대될 수 없으며, 이런 환경에서는 미 연준이 금리를 빠르게 올릴 필요가 낮다.
- 모든 산업은 생산을 하기 위해서 노동자를 필요로 하지만, 자동화가 발전할수록 노동에너지 보다 전력 에너지의 필요성이 높아진다. 그 결과 4차 산업혁명이 가속화 될수록 에너지 수요는 기하급수적으로 상승한다. 따라서, 에너지 관련 회사, 특히 대체에너지 회사들은 이 과정에서 수혜를 누리게 될 것이다. 나스닥은 대표적인 IT, 그리고 대체에너지 회사들을 포함하고 있다. 또한, 자동화가 일어나고, 의료가 발달할수록 인간의 수명이 길어지고, 이는 그만큼 미국 대표 바이오 기업들의 이익을 크게 높여준다. 이들 기업 또한 나스닥에 다수 포함되어 있다.
- 따라서, 지금도 나스닥 투자에 집중해야 한다는 전략을 유지한다. 이번 사이클이 끝날 때쯤이면 나스닥은 1만pt 이상 시대를 경험하게 될 것이라 예상해 본다.
- 1998년 9월부터 2000년 상반기까지 상승폭이 가장 컸던 지수가 나스닥 이었고, 그 중에서도 IT와 바이오/헬스케어 업종의 상승폭이 가장 컸다. 반면 대표 가치주인 금융 업종의 상승률은 저조했다.
- 대체에너지 업종의 경우, 과거에는 지수에 포함되지 않았기 때문에 비교가 어렵지만, 4차 산업혁명에 가장 중요한 업종 중 하나이기 때문에 투자 비중을 높게 가져가는 것을 추천한다.

만약 향후 4차 산업혁명 거품 증시가 나타난다면, 중요한 업종 3개는 1) IT, 2) 바이오/헬스케어, 3) 대체에너지로 판단된다.

금리차 0.28% 이후 미국 시장 고점 도달까지 기간과 상승폭 (과거 추세적 주기 3차례 예)

미국 지수	금리차 0.28%p 이하로 하락		이후 각 지수 고점 도달		약 1년 8개월 간 상승률 (나스닥은 11개월)
	날짜	지수	날짜	지수	
S&P500	1988-11-16	263.82	1990-07-16	368.95	39.85%
나스닥	1988-11-16	367.79	1989-10-09	485.73	32.07%
다우	1988-11-16	2,038.58	1990-07-16	2,999.75	47.15%

미국 지수	금리차 0.28%p 이하로 하락		이후 각 지수 고점 도달		약 2년 8개월 간 상승률
	날짜	지수	날짜	지수	
S&P500	1997-07-22	933.98	2000-03-24	1,527.46	63.54%
나스닥	1997-07-22	1,563.86	2000-03-10	5,048.62	222.83%
다우	1997-07-22	8,061.64	2000-01-14	11,722.98	45.42%

미국 지수	금리차 0.28%p 이하로 하락		이후 각 지수 고점 도달		약 2년 2개월 간 상승률
	날짜	지수	날짜	지수	
S&P500	2005-06-30	1,191.33	2007-10-09	1,565.15	31.38%
나스닥	2005-06-30	2,056.96	2007-10-31	2,859.12	39.00%
다우	2005-06-30	10,274.97	2007-10-09	14,164.53	37.85%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

닷컴 버블 구간 미국 대표 지수/업종 추이와 경제지표 변화

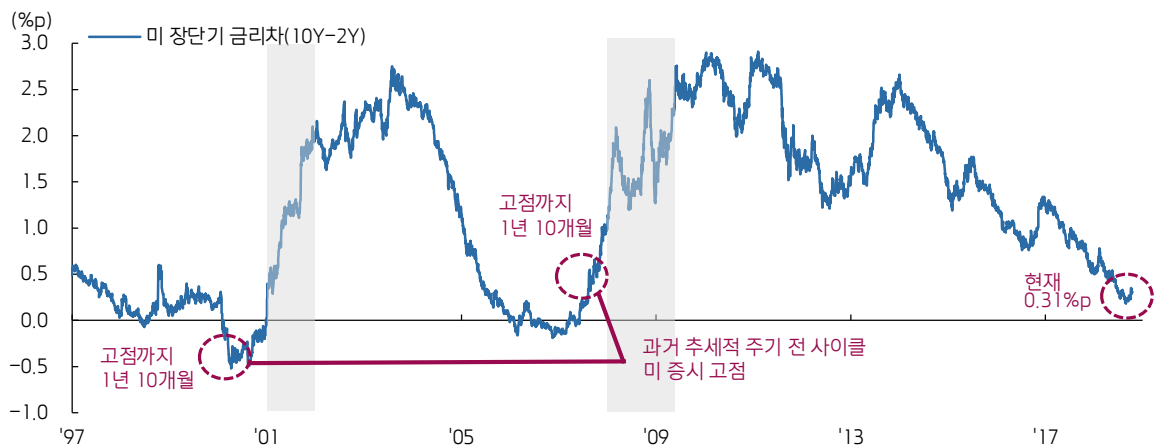
	1998년 9월	고점	고점시기	상승 구간	상승 폭
나스닥	1693.84	5132.52	2000년 3월	18개월	203.0%
나스닥 IT	319.45	1248.08	2000년 3월	18개월	290.7%
나스닥 생명공학	247.16	1619.98	2000년 3월	18개월	555.4%
S&P500	1017.01	1552.87	2000년 3월	18개월	52.7%
다우존스	7842.6	11750.3	2000년 1월	16개월	49.8%
미국 S&P 은행	560.42	735.95	1999년 4월	7개월	31.3%
미국 S&P 소매	615.73	1052	2000년 4월	19개월	70.9%
미국 S&P 헬스케어	595.23	954.2	2000년 12월	25개월	60.3%
나스닥 은행	1615.66	1962.37	2000년 12월	25개월	21.5%
나스닥 금융 지수	1590.81	2206.05	1999년 5월	8개월	38.7%
미국 10년 국채 금리	4.35	6.79	2000년 1월	16개월	2.44
미국 인플레이션	1.5	3.75	2000년 3월	18개월	2.25
미국 근원 인플레이션	2.5	2.7	2001년 7월	34개월	0.20
미 연준 금리	4.75	6.5	2000년 5월	20개월	1.75
장단기 금리차	0.06	-0.52	2000년 4월	19개월	-0.58
유가	16.14	37.8	2000년 11월	24개월	134.2%
달러 지수	95.31	121.79	2001년 7월	34개월	27.8%
예대율	94.31%	100.89%	2000년 11월	24개월	6.6%

자료: 미 연준(Fed), 키움증권 리서치

미 증시 및 글로벌 증시의 고점을 판단하는데 있어 우리는 지속적으로 5개 지표를 가장 주시한다.

1. 미국 10년 - 2년 장단기 금리차 0% 도달 (현재 31bp 수준)
2. 미국 예대율 90% 이상 돌파 (현재 77% 수준)
3. 글로벌 ROE 상승 추세의 하락 반전
(2018년 16.9%, 2019년 17.2% 전망, 그 후 하락 전망, 하지만 추가 상승 가능성 높음)
4. 미국 인플레이 3.5% 돌파 후 유지 (현재 2.3% 수준) 근원인플레이 3% 수준으로 확대 (현재 2.2% 수준)
5. 중국 은행 NIM 1.5% 이하로 하락 (현재 2.13% 수준)

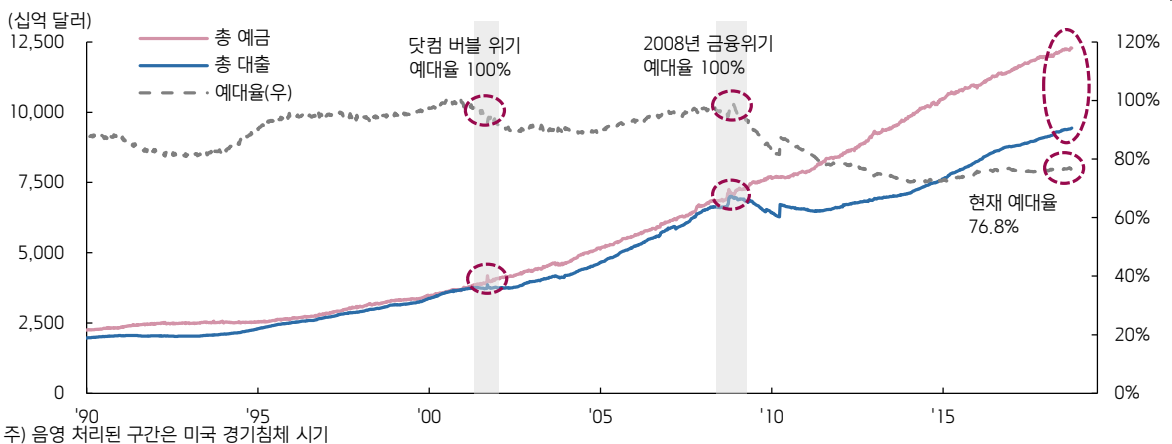
미국 장단기 금리차와 고점 시기



주) 음영 처리된 구간은 미국 경기침체 시기

자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

미국 예대율 변화와 장기 추세적 주기 비교



주) 음영 처리된 구간은 미국 경기침체 시기

자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

미국 예대율 변화와 장기 추세적 주기 비교



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

글로벌 ROE 과거 사이클

국가	지수	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10
미국	S&P 500	14.7	14.4	16.2	17.7	13.4	4.3	10.6	14.2
	DOW JONES	20.3	19.1	13.9	20.5	6.7	10.8	17.5	19.7
	NASDAQ	5.6	7.7	10.0	9.6	9.8	1.7	4.9	13.5
일본	NIKKEI 225	4.2	12.8	8.7	9.6	10.3	3.9	-0.8	7.3
유럽	STOXX 50	11.6	17.4	18.6	18.5	18.4	6.7	9.7	11.8
독일	DAX 30	4.5	9.9	12.4	15.0	16.4	3.2	7.5	12.5
영국	FTSE 100	6.7	15.1	19.3	16.2	19.8	6.5	11.7	14.2
프랑스	CAC 40	9.9	19.1	19.8	17.7	16.2	9.5	7.4	12.2
캐나다	S&P/TSX	11.9	13.9	13.7	17.7	16.6	9.9	7.6	11.9
호주	S&P/ASX 200	9.0	16.5	18.1	20.8	19.3	6.0	5.2	11.8
중국	CSI300	N/A	N/A	10.2	12.7	18.2	11.6	14.3	15.0
인도	SENSEX	21.3	24.8	25.5	26.3	32.2	22.3	17.0	18.2
브라질	IBOV	10.9	14.9	18.3	17.3	17.9	12.6	13.4	15.2
멕시코	Mexican Bolsa	10.8	20.0	23.3	24.3	26.1	14.2	15.2	14.6
러시아	MICEX	10.5	12.8	17.1	20.3	19.1	13.8	11.2	15.8
남아공	FTSE JSE	12.4	20.4	22.5	24.8	22.9	16.5	12.0	17.2
인도네시아	JCI	19.6	20.6	14.6	15.0	20.2	9.3	16.2	18.2
한국	KOSPI	14.0	15.5	14.7	11.9	12.2	5.9	8.3	12.6
전체평균		11.6	16.2	16.5	17.6	17.5	9.4	10.5	14.2
시가총액 반영 평균		12.0	14.6	15.1	16.5	14.7	6.6	10.0	14.0

저점

'06년
고점 ROE 형성'07~'08 큰 폭 변동성 장세
이후, '08에 폭락

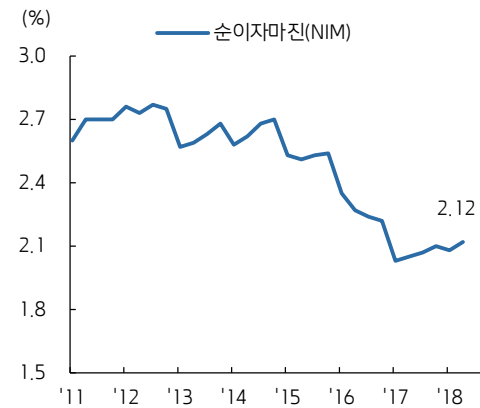
자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

글로벌 ROE 추이 컨센서스 전망

2018-10-12	지수	시가총액 (백만달러)	시총 비중 (%)	ROE 2017	ROE 2018E	ROE 2019E	ROE 2020E	PBR
선진국								
미국	Dow	7,106,449	9.66%	16.0%	24.1%	23.6%	22.9%	3.06
미국	SP500	24,250,516	32.97%	13.6%	18.9%	20.1%	17.8%	2.70
미국	Nasdaq	11,720,287	15.94%	12.2%	22.4%	21.6%	21.3%	3.74
유럽	STOXX50	3,205,363	4.36%	11.1%	9.6%	10.1%	10.7%	1.32
영국	FTSE	2,548,426	3.47%	15.0%	10.6%	10.7%	10.9%	1.51
프랑스	CAC	1,749,244	2.38%	10.5%	10.3%	10.7%	11.0%	1.35
독일	DAX	1,246,492	1.69%	12.7%	11.5%	12.2%	12.6%	1.43
이탈리아	FTSEMIB	530,728	0.72%	10.9%	8.3%	8.9%	9.7%	0.93
포르투갈	PSI	65,618	0.09%	3.2%	6.1%	7.8%	8.6%	1.17
스페인	IBEX	643,309	0.87%	10.3%	9.0%	9.2%	9.7%	1.20
일본	NIKKEI	3,380,926	4.60%	11.2%	10.7%	11.2%	11.0%	1.60
호주	S&P ASX	1,245,271	1.69%	11.3%	12.7%	12.5%	12.2%	1.80
싱가포르	STI	383,587	0.52%	11.0%	9.6%	9.8%	10.2%	0.95
캐나다	S&P TSX	1,812,677	2.46%	11.3%	12.0%	12.7%	14.8%	1.55
	Sub-Total	59,888,891	81.43%	13.1%	17.9%	18.3%	17.3%	2.59
신흥국								
중국	CSI300	3,619,911	4.92%	12.6%	12.8%	12.7%	12.8%	1.42
중국	SHCOMP	3,966,730	5.39%	10.8%	10.9%	11.4%	11.9%	1.27
중국	SZCOMP	2,378,906	3.23%	9.3%	13.0%	13.5%	14.4%	1.92
중국	HSCEI	1,350,847	1.84%	11.6%	9.9%	10.3%	10.5%	0.80
한국	KOSPI	1,226,962	1.67%	9.7%	10.0%	9.4%	9.4%	0.89
한국	KOSDAQ	207,704	0.28%	10.3%	15.2%	16.7%	17.5%	3.33
인도	SENSEX	848,298	1.15%	13.5%	16.1%	17.3%	17.5%	2.88
인도네시아	JCI	426,563	0.58%	11.5%	17.0%	17.4%	17.8%	1.90
러시아	MICEX	538,462	0.73%	10.2%	13.7%	12.9%	12.5%	0.69
러시아	RTSI	NA	NA	10.1%	12.0%	11.4%	11.2%	0.65
남아공	FTSEJSE	545,604	0.74%	14.3%	13.6%	14.2%	14.9%	1.66
브라질	IBOV	681,378	0.93%	8.9%	14.8%	16.1%	15.8%	1.62
대만	TWSE	950,352	1.29%	11.4%	11.5%	11.3%	11.5%	1.43
멕시코	MEXBOL	300,723	0.41%	12.6%	17.0%	18.0%	18.0%	1.97
아르헨티나	MEXVAL	102,255	0.14%	8.8%	20.5%	22.2%	33.1%	1.66
베트남	VN	130,926	0.18%	14.8%	19.1%	19.3%	21.2%	2.12
	Sub-Total	13,655,710	18.57%	10.8%	12.4%	12.8%	13.3%	1.50
글로벌	AC World	57,199,856	77.78%	12.0%	13.3%	13.6%	13.9%	1.87
전체		73,544,601		12.7%	16.9%	17.2%	16.5%	2.39

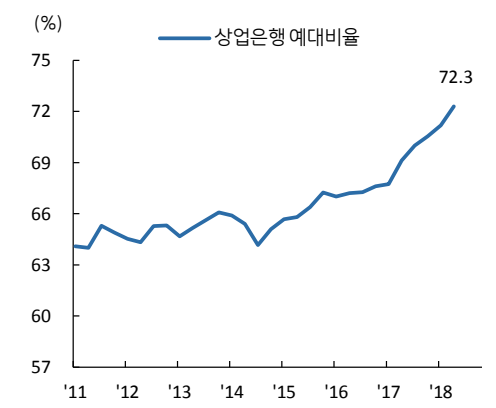
자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

중국 순이자마진(NIM)



자료: 중국 은보감회, 키움증권 리서치

중국 예대율



자료: 중국 은보감회, 키움증권 리서치

잔존가치모델(RIM)을 활용한 글로벌 주요 지수 상승여력 점검

선진국 증시 상승여력

		Market Cap (Mil USD)	% of Total Market Cap	Current Index	Target Index	Upside Potential	Expected ROE
선진국							
미국	Nasdaq	11,720,287	15.94%	7,497	9,619	28.3%	23.4%
일본	NIKKEI	3,380,926	4.60%	22,271	27,688	24.3%	11.0%
싱가포르	STI	383,587	0.52%	3,046	3,748	23.1%	9.6%
독일	DAX	1,246,492	1.69%	11,614	14,176	22.1%	11.8%
미국	Dow	7,106,449	9.66%	25,251	30,152	19.4%	23.5%
프랑스	CAC	1,749,244	2.38%	5,095	5,827	14.4%	10.5%
유럽	STOXX50	3,205,363	4.36%	3,210	3,633	13.2%	9.6%
미국	SP500	24,250,516	32.97%	2,751	3,024	9.9%	20.1%
영국	FTSE	2,548,426	3.47%	7,029	7,715	9.8%	10.9%
캐나다	S&P TSX	1,812,677	2.46%	15,414	16,895	9.6%	12.3%
포르투갈	PSI	65,618	0.09%	4,997	5,454	9.1%	7.8%
이탈리아	FTSEMIB	530,728	0.72%	19,288	21,013	8.9%	9.7%
스페인	IBEX	643,309	0.87%	8,924	9,501	6.5%	9.7%
호주	S&P ASX	1,245,271	1.69%	5,837	5,985	2.5%	12.7%
Sub-Total		59,888,891	81.43%			15.9%	18.6%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 기준일: 2018-10-12

신흥국 증시 상승여력

		Market Cap (Mil USD)	% of Total Market Cap	Current Index	Target Index	Upside Potential	Expected ROE
신흥국							
러시아	MICEX	538,462	0.73%	2,389	3,071	28.5%	12.9%
베트남	VN	130,926	0.18%	952	1,215	27.6%	20.2%
러시아	RTSI	NA	NA	1,147	1,458	27.1%	11.7%
대만	TWSE	950,352	1.29%	9,901	12,218	23.4%	11.4%
한국	KOSPI	1,226,962	1.67%	2,145	2,626	22.4%	9.6%
중국	SZCOMP	2,378,906	3.23%	1,281	1,529	19.4%	13.9%
중국	HSCEI	1,350,847	1.84%	10,144	11,973	18.0%	10.3%
한국	KOSDAQ	207,704	0.28%	719	843	17.2%	16.7%
중국	SHCOMP	3,966,730	5.39%	2,568	2,989	16.4%	11.9%
남아공	FTSEJSE	545,604	0.74%	46,295	53,706	16.0%	14.2%
중국	CSI300	3,619,911	4.92%	3,126	3,619	15.8%	12.7%
멕시코	MEXBOL	300,723	0.41%	47,739	54,375	13.9%	18.0%
인도	SENSEX	848,298	1.15%	34,865	38,183	9.5%	17.7%
인도네시아	JCI	426,563	0.58%	5,727	6,204	8.3%	17.4%
아르헨티나	MERVAL	102,255	0.14%	27,635	28,930	4.7%	25.3%
중국	SZCOMP	2,378,906	3.23%	1,281	1,529	19.4%	13.9%
Sub-Total		13,655,710	18.57%			18.1%	13.1%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 기준일: 2018-10-12

글로벌 증시 전체 상승여력 비교

		Market Cap (Mil USD)	% of Total Market Cap	Current Index	Target Index	Upside Potential	Expected ROE
글로벌	AC World	57,199,856	77.78%	493	566	14.9%	13.9%
전체		73,544,601				16.3%	17.5%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 기준일: 2018-10-12

미국 바이오/헬스케어 업종의 매력도는 높다.

이번 리포트에서는 미국 바이오/헬스케어 업종에 보다 집중해, 총 2개의 ETF와 14개의 종목을 들여다 본다.

향후 바이오/헬스케어 업종을 들여다 볼 때, IT 업종과 연결시켜 분석하는 것이 상당히 중요해 보인다. IBM의 왓슨 A.I. 기능이 헬스케어 서비스에 확연하게 자리잡기 시작했다는 뉴스는 이미 쉽게 접할 수 있다. 즉, 헬스케어 산업이 'tech disruption'에 직면하게 되면서, 관련 기업들은 기술 투자를 늘리고 이사회 후보자의 기준으로 기술 전문지식을 고려하고 있다. 중요한 것은, 일부 테크 기업들도 이미 이사회에 헬스케어 전문가들을 영입하고 있다는 점이고, 이러한 추세는 향후 두 산업 간의 공조가 더 심화될 것임을 예상하게 한다.

헬스케어 산업은 가장 최근 'tech disruption'을 경험하고 있는 분야이다. 지난 12개월 간, 규제 장벽에도 불구하고 헬스케어 산업은 'tech disruption'으로부터 안전지대에 있지 않다는 점이 드러났다. 헬스케어 산업에 신규로 진입한 기업들은 새로운 비즈니스 모델을 도입하기 위하여 기술을 이용하고 있고, 테크 기업들은 헬스케어 분야에 투자를 빠르게 확대하고 있다. 확장된 헬스케어 시장이 AI/자동화와 같은 data era 기술을 중심으로 생산성 증대 투자 사이클에 진입한 것으로 판단된다. 무엇보다, 기술에 대한 투자를 많이 하는 기업일수록 시장에서 부여 받는 밸류에이션이 높다.(P/E 프리미엄 중간값/평균 0.5배/7.7배, 인접 산업군의 PEER보다 높은 수준)

규제 및 산업의 복잡성이 헬스케어 서비스 산업 특유의 진입장벽이라는 점은 상존한다. 하지만, 중요한 점은 최근 테크 기업들의 헬스케어 관련 기업 인수 및 투자가 헬스케어 산업 및 IT 기업들의 성장과 함께 나타나고 있다는 것이다. 대형 테크 기업들은 이사회에 헬스케어 관련 경험자들을 영입하고 있다. IBM이 이사회 구성원 13명 중 8명이 헬스케어 경험자로 선두를 달리고 있고 세일즈포스(3), 마이크로소프트(3)이 그 뒤를 이어감에 따라, 향후 테크와 바이오 기업 간의 융화가 상당히 중요해 질 것이라 예상한다.

우리의 궁극적 결론은, 미국 투자에 있어 대표 성장 산업인 1) IT와 2) 바이오/헬스케어 업종 투자에 가장 적극적이어야 한다는 것이다.

2019년 IT와 바이오/헬스케어 업종이 가장 높은 성장성, 수익성을 보이며 확고히 자리매김 할 것이라 예상된다.

잔존가치모델(RIM) 상 개별 종목 상승여력

미국 성장주에 초점을 맞춘 MP에 포함된 대표 미국 IT 관련 ETF들과 종목들의 상승여력을 블룸버그 컨센서스를 적용한 잔존가치 모델을 통해 점검해 보았다. 참고로, 바이오 관련 ETF들과 종목들의 상승여력은 p.50 이하의 개별 ETF/종목 보고서 하단에 첨부되어 있다.

QQQ RIM 상 적정가치 (상승여력 28.1%, ROE 23.4% 반영)

QQQ US		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	22.9%	8,952	9,200	9,448
	23.4%	9,334	9,586	9,839
	23.9%	9,726	9,983	10,240

자료: 키움증권 리서치, 2018-10-18 기준

주) 현재: 7,475.14pt, 상승여력 최저: 19.6%, 상승여력 적정: 28.1%, 상승여력 최고: 36.8%, 상승여력 평균: 28.1%

IYW RIM 상 적정가치 (상승여력 87.0%, ROE 30.8% 반영)

IYW US		Equity Risk Premium		
		8.5%	8.0%	7.5%
Long term ROAE	30.3%	4,074	4,169	4,263
	30.8%	4,232	4,329	4,425
	31.3%	4,395	4,493	4,591

자료: 키움증권 리서치, 2018-10-18 기준

주) 현재: 2,315.12pt, 상승여력 최저: 76.0%, 상승여력 적정: 87.0%, 상승여력 최고: 98.3%, 상승여력 평균: 87.0%

RYT RIM 상 적정가치 (상승여력 95.3%, ROE 31.6% 반영)

RYT US		Equity Risk Premium		
		12.5%	12.0%	11.5%
Long term ROAE	31.1%	20,436	21,276	22,117
	31.6%	21,667	22,525	23,383
	32.1%	22,941	23,817	24,693

자료: 키움증권 리서치, 2018-10-18 기준

주) 현재: 11,540.23pt, 상승여력 최저: 77.1%, 상승여력 적정: 95.2%, 상승여력 최고: 114.0%, 상승여력 평균: 95.3%

Apple RIM 상 적정가치 (상승여력 47.9%, ROE 33.7% 반영)

AAPL US		Equity Risk Premium		
		10.5%	10.0%	9.5%
Long term ROAE	33.2%	300.5	307.4	314.3
	33.7%	312.4	319.4	326.4
	34.2%	324.5	331.7	338.8

자료: 키움증권 리서치, 2018-10-18 기준

주) 현재: 216.02 USD, 상승여력 최저: 39.1%, 상승여력 적정: 47.8%, 상승여력 최고: 56.8%, 상승여력 평균: 47.9%

Amazon RIM 상 적정가치 (상승여력 41.7%, ROE 40.9% 반영)

AMZN US		Equity Risk Premium		
		0.5%	0.0%	-0.5%
Long term ROAE	40.4%	2,391	2,423	2,454
	40.9%	2,477	2,509	2,541
	41.4%	2,565	2,598	2,630

자료: 키움증권 리서치, 2018-10-18 기준

주) 현재: 1,770.72 USD, 상승여력 최저: 35.0%, 상승여력 적정: 41.7%, 상승여력 최고: 48.6%, 상승여력 평균: 41.7%

Microsoft RIM 상 적정가치 (상승여력 36.6%, ROE 38.2% 반영)

MSFT US		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	37.7%	141.9	144.1	146.3
	38.2%	145.9	148.1	150.4
	38.7%	150.0	152.2	154.5

자료: 키움증권 리서치, 2018-10-18 기준

주) 현재: 108.5 USD, 상승여력 최저: 30.8%, 상승여력 적정: 36.5%, 상승여력 최고: 42.4%, 상승여력 평균: 36.6%

Cisco Systems RIM 상 적정가치 (상승여력 57.9%, ROE 28.6% 반영)

CSCO US		Equity Risk Premium		
		11.5%	11.0%	10.5%
Long term ROAE	28.1%	67.1	69.0	71.0
	28.6%	69.8	71.8	73.7
	29.1%	72.6	74.6	76.6

자료: 키움증권 리서치, 2018-10-18 기준

주) 현재: 45.46 USD, 상승여력 최저: 47.5%, 상승여력 적정: 57.8%, 상승여력 최고: 68.4%, 상승여력 평균: 57.9%

Nvidia RIM 상 적정가치 (상승여력 82.6%, ROE 46.6% 반영)

NVDA US		Equity Risk Premium		
		10.5%	10.0%	9.5%
Long term ROAE	46.1%	417.2	423.4	429.6
	46.6%	431.0	437.3	443.6
	47.1%	445.2	451.6	458.0

자료: 키움증권 리서치, 2018-10-18 기준

주) 현재: 239.53 USD, 상승여력 최저: 74.2%, 상승여력 적정: 82.6%, 상승여력 최고: 91.2%, 상승여력 평균: 82.6%



Global Equity *G.R.E.A.T.*
Global Research & Attractive Theme

해외 기업/ETF 분석

IT

PowerShares QQQ ETF (QQQ.US)

iShares US Technology ETF (IYW.US)

Invesco S&P 500 EW Tech ETF (RYT.US)

Apple (AAPL.US)

Amazon (AMZN.US)

Microsoft (MSFT.US)

Cisco Systems (CSCO.US)

Nvidia (NVDA.US)

Bio

iShares NASDAQ Bio ETF (IBB.US)

FT NYSE Arca Biotech ETF (FBT.US)

Abbvie (ABBV.US)

Allergan (AGN.US)

Amgen (AMGN.US)

Biogen (BIIB.US)

Bristol-Myers Squibb (BMY.US)

CVS Health (CVS.US)

Danaher (DHR.US)

Eli Lilly (LLY.US)

Johnson & Johnson (JNJ.US)

Medtronic (MDT.US)

Merck & Co. (MRK.US)

Novartis (NVS.US)

Pfizer (PFE.US)

UnitedHealth Group (UNH.US)





PowerShares QQQ ETF (QQQ.US)

미국 성장주에 투자하려면, QQQ ETF

1999년 3월 10일 출시된 PowerShares QQQ ETF는 NASDAQ-100 지수를 기초자산으로 하는 미국 상장 ETF이다. 향후 미국 기업들의 실적 개선은 지속될 것으로 예상되고 있어, 미국 대표 성장주 ETF인 PowerShares QQQ의 수혜가 기대된다.

PowerShares QQQ ETF(이하 QQQ ETF)는 NASDAQ-100 지수를 기초자산으로 하는 미국 상장 ETF이다. 향후 2년 동안 미국 기업들의 실적은 지속 개선될 것으로 기대된다. 따라서, 미국 기업들의 성장이 부각되는 동안 미국 대표 성장주 ETF인 QQQ ETF가 큰 수혜를 볼 것으로 예상된다.

수익률 동향

QQQ ETF는 최근 6개월 4.0% 상승해 글로벌 지수 수익률(-4.6%)을 크게 상회한다. 2018년 연초 이후 QQQ ETF는 11.2% 상승해 동기간 글로벌 지수 수익률(-3.6%)을 크게 상회했다.

추적오차

QQQ ETF의 기초자산인 NASDAQ-100 지수와 추적오차를 점검해 보았다. 설정 이후(1999년 3월 10일) QQQ ETF와 NASDAQ-100 지수의 일간 수익률을 비교했다. 현재까지 일간 수익률로 산출한 상관계수는 97.5%를 기록해 추적오차가 상당히 양호한 것으로 나타난다.

또한, 최근 5년과 1년 일간 수익률로 비교한 상관계수는 모두 99.8%로 높게 나타났다. QQQ ETF는 설정 이후 현재까지 NASDAQ-100 지수를 기초자산으로 추적오차가 양호하며 최근 5년과 1년 모두 추적오차는 이전대비 개선되고 있어 긍정적이다.

밸류에이션

NASDAQ-100 지수는 대표적인 미국 성장주 지수인 만큼 글로벌 주식시장과 비교해 밸류에이션이 높게 나타난다. 결국, QQQ ETF 투자는 향후 성장에 초점을 맞추어야 할 것이다. NASDAQ-100 지수의 2018년 주가순이익 비율(2018년 PER)은 19.9배로 글로벌 지수 대비 다소 높다. 또한, NASDAQ-100 지수의 2018년 주가순자산 비율(2018년 PBR)도 5.6배로 글로벌 지수의 대비 100% 이상 높다.

미 증시에 있어, 성장주의 대표 지수인 미국의 나스닥 지수는 향후 ROE의 큰 폭 성장이 예상된다. 2018~2019년 ROE 전망치가 30%를 돌파할 것이 예상되는 것을 감안하면, 아직은 미국 성장주에 적극 투자를 늘려야 하는 시기로 판단한다. 미국의 대표 성장 업종 중 우리가 가장 좋아하는 1)IT, 2)바이오/헬스케어, 3)전기차/자율주행/AI/대체에너지 업종들을 모두 포함하고 있는 대표 지수, 나스닥 투자를 적극 추천한다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Global Strategist 유동원

02-3787-4766/danielyoo@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: N/A

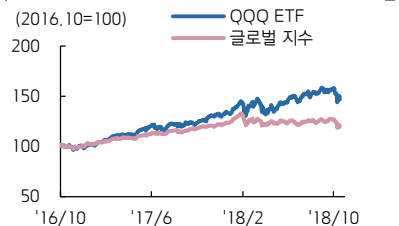
■ 현재주가(10/18): USD 173.18

Stock Data

산업분류	지수
글로벌 지수 (10/18)	494.5
시가총액 (백만 USD)	68,146.3
유통주식수 (백만)	393.5
52 주 최고/최저 (USD)	187.53 / 146.33
일평균 거래량 (3M)	39,137,352

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	11.2	-5.3	4.0	16.3
글로벌 지수	-3.6	-4.9	-4.6	-0.2

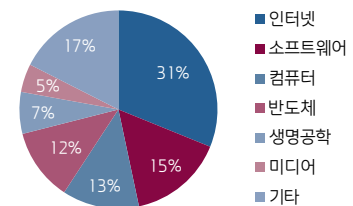


Earnings & Valuation

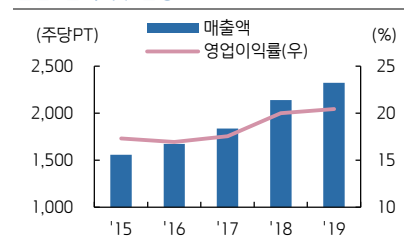
(주당 PT)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	1,672.0	1,839.3	2,141.3	2,323.3
EBIT	277.5	326.3	428.1	474.9
순이익	218.1	264.8	357.9	399.0
PER(배)	23.3	25.3	19.9	17.8
PBR(배)	4.2	5.2	5.6	4.9
ROE(%)	18.9	18.5	31.5	32.2
배당수익률(%)	1.2	1.0	1.1	1.2

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

섹터별 비중



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치



iShares U.S Technology ETF (IYW.US) 미국 IT에 투자하려면

iShares U.S Technology ETF는 2000년 5월 19일 출시된 다우존스 미국 테크놀로지 지수를 기초자산으로 하는 미국 대표 IT ETF이다. 기초자산인 다우존스 미국 테크놀로지 지수는 애플, 페이스북과 인텔 등 137개 미국 IT 기업으로 구성되어 있다.

다우존스 미국 테크놀로지 지수는 미국 성장주에 투자할 수 있는 미국 대표 IT 지수로 애플, 페이스북과 인텔 등 137개 미국 IT 기업으로 구성되어 있다. iShares U.S Technology ETF는 다우존스 미국 테크놀로지 지수를 기초자산으로 하는 ETF로 미국 성장주 내 IT업종 투자에 좋은 대안이 될 수 있다.

최근 수익률

다우존스 미국 테크놀로지 지수(이하 DJUSTCT 지수)와 iShares U.S Technology ETF(이하 IYW ETF)는 글로벌 주식시장이 본격적으로 상승한 이후 상대적으로 높은 수익률을 기록하고 있다. 최근 1년 IYW ETF는 15.9% 상승해 글로벌 지수 수익률(-0.2%) 대비 높은 수익률을 기록 중이다. 2018년 연초 이후 IYW ETF는 10.6% 상승해 동기간 글로벌 지수 수익률(-3.6%)을 크게 상회한다.

추적오차

IYW ETF의 기초자산인 DJUSTCT 지수와 추적오차를 점검해 보았다. 설정 이후(2000년 5월 19일) IYW ETF와 DJUSTCT 지수의 일간 수익률을 비교했다. 설정 이후 일간 수익률로 분석한 상관계수는 98.0%로 IYW ETF의 추적오차는 상당히 양호한 것으로 나타난다. 또한, 최근 5년과 1년 일간 수익률로 비교하면 상관계수가 각각 99.8%와 99.9%로 분석되어 상당히 높다. 설정 이후 현재까지 IYW ETF는 DJUSTCT 지수와 추적오차가 양호하고 최근 5년과 1년 모두 추적오차가 이전대비 개선되고 있다.

밸류에이션

DJUSTCT 지수는 미국 대표 IT지수로 성장주 지수이다. 따라서, 글로벌 주식시장 대비 밸류에이션은 상대적으로 높다. 결국, IYW ETF에 투자도 향후 성장이 중요하다. DJUSTCT 지수의 2018년 주가순이익 비율(2018년 PER)은 17.7배로 글로벌 지수의 대비 높다. 또한, DJUSTCT 지수의 2018년 주가순자산 비율(2018년 PBR)은 5.6배로 글로벌 지수 대비 대비 100% 이상 높다.

상대적으로 높은 밸류에이션에도 불구하고, 미국의 IT 산업의 경쟁력과 성장성을 현재 일어나고 있는 4차산업 혁명과 같이 본다면, 미국 대표 IT 업종 ETF인 IYW의 매력도는 상당히 높아 보인다. 올해 내년 예상 ROE는 38.9%, 40.4%에 이른다. 지속적으로 가장 높은 성장성과 ROE를 자랑하는 미국 IT 업종 대표 ETF IYW 투자를 적극 유지하자

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Global Strategist 유동원

02-3787-4766/danielyoo@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: N/A

■ 현재주가(10/18): USD 180.10

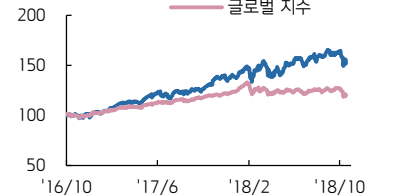
Stock Data

산업분류	지수
글로벌 지수 (10/18)	494.5
시가총액 (백만 USD)	4,052.3
유통주식수 (백만)	22.5
52 주 최고/최저 (USD)	196.97 / 153.70
일평균 거래량 (3M)	163,205

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	10.6	-5.7	2.9	15.9
글로벌 지수	-3.6	-4.9	-4.6	-0.2

(2016.10=100) IYW ETF
글로벌 지수

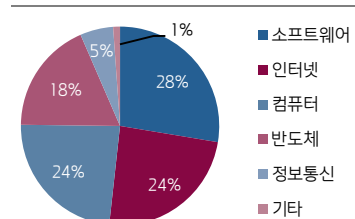


Earnings & Valuation

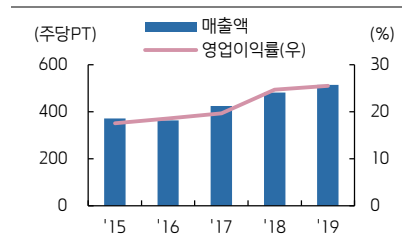
(주당 PT)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	363.8	425.2	482.0	514.0
EBIT	67.8	83.3	119.1	131.2
순이익	59.3	73.2	104.7	114.6
PER(배)	22.2	23.9	17.7	16.2
PBR(배)	4.2	5.0	5.6	4.8
ROE(%)	17.9	20.1	38.9	40.4
배당수익률(%)	1.6	1.2	1.3	1.4

자료: 블룸버그컨센서스, 키움증권 리서치

섹터별 비중



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그컨센서스, 키움증권 리서치



Invesco S&P 500 EW Tech ETF (RYT.US) 미국 대형 IT 섹터에 분산 투자가 잘된 ETF

2006년 11월 1일 출시된 Invesco S&P 500 Equal Weight Technology ETF는 S&P 500 IT 섹터를 구성하는 기업에 동일한 비중으로 투자하는 ETF이다. 2018년 들어, 4차 산업혁명에 따른 미국 IT 섹터의 강세가 지속되고 있다. 이런 4차 산업혁명 시대에, 분산 투자가 잘된 미국 대형 IT ETF는 좋은 투자 대안이 될 수 있을 전망이다.

2006년 11월 1일 출시된 Invesco S&P 500 Equal Weight Technology ETF(이하 RYT ETF)는 S&P 500 IT 섹터의 기업을 동일 비중으로 구성된 S&P 500 Equal Weight Index Technology 지수(이하 SPXEWIT 지수)를 기초자산으로 한다. 그렇다 보니 ETF 종목 배분이 소수 종목에 편중되지 않고 잘 분산되어 구성되었다. 2018년 들어, 4차 산업혁명에 따른 미국 IT 섹터의 강세가 지속되고 있다. 이런 4차 산업혁명 시대에, 분산 투자가 잘된 미국 대형 IT ETF가 좋은 투자 대안이 될 수 있을 전망이다.

수익률 동향

2016년 이후 SPXEWIT 지수는 글로벌 지수 대비 높은 초과 수익률을 기록 중이다. 2016년 글로벌 지수의 벤치마크인 글로벌지수는 5.6% 상승했는데, 동기간 SPXEWIT 지수는 19.5%로 상대적으로 높은 수익률을 기록했다. 2017년 글로벌 지수가 21.6% 상승하는 동안 SPXEWIT 지수는 33.6%로 상승했다. 2018년 RYT ETF는 연초대비 8.3%로 상승하는 동안 글로벌 지수는 3.6% 감소했다.

추적오차

RYT ETF의 추적오차는 크게 높지 않다. ETF의 추적오차는 기초자산과 ETF의 주가 수익률의 상관계수를 통해 검증한다. 통상 상관계수가 100%에 근접할 수록 추적오차가 적다고 해석할 수 있다. 또한, 추적오차 추이도 중요하다. 따라서 수익률 상관계수를 설정 이후 최근 5년과 최근 1년으로 구분해 상관계수의 추이도 확인했다.

설정 이후인 2006년 11월부터 SPXEWIT 지수와 RYT ETF의 일간 수익률을 분석한 결과, 상관계수가 87.7%로 다소 낮게 나타났다. 하지만, 최근 5년과 최근 1년 동안 SPXEWIT 지수 수익률과 RYT ETF의 상관계수를 분석하면 모두 99.8%로 추적오차가 크게 개선되었다. 최근 5년 주간 ETF 수익률 대비 NAV 초과 수익률의 변동성으로 NAV의 추적오차를 산출했다. 이렇게 산출한 연환산 NAV 추적오차는 0.57%로 양호한 수준으로 나타났다.

미국의 IT 산업 투자에 있어 IYW ETF 투자는 대표 대형종목에 투자한다면, RYT는 대형주, 중소형주에 투자 비중이 잘 분산된 ETF이다. 향후 이 산업의 성장이 대표종목에서 대형주, 중소형주로 더 확산될 것을 감안하면, 현재 RYT의 예상 ROE인 30% 대 초반 수치가 향후 더 크게 확대될 가능성이 충분히 상존한다. 좀더 적극적인 미국 IT 업종 투자를 선호한다면, RYT ETF 활용을 적극 추천한다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Global Strategist 유동원

02-3787-4766/danielyoo@kiwoom.com

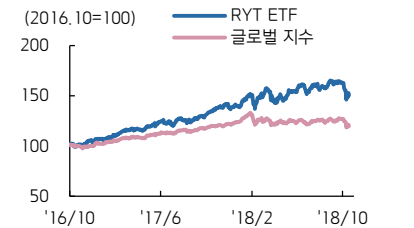
- 블룸버그 목표주가: N/A
- 현재주가(10/18): USD 154.83

Stock Data

산업분류	지수
글로벌 지수 (10/18)	494.5
시가총액 (백만 USD)	1,602.5
유통주식수 (백만)	10.4
52 주 최고/최저 (USD)	171.04 / 137.66
일평균 거래량 (3M)	78,109

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	8.3	-8.1	-0.8	11.3
글로벌 지수	-3.6	-4.9	-4.6	-0.2

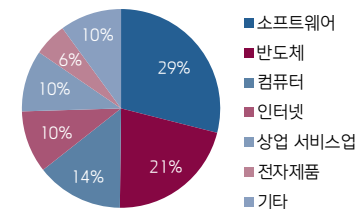


Earnings & Valuation

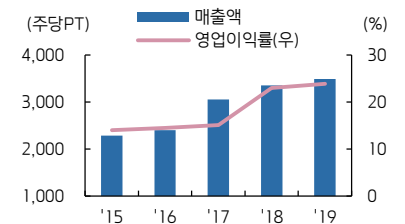
(주당 PT)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	2,403.7	3,057.1	3,357.8	3,492.2
EBIT	349.9	441.9	772.1	833.8
순이익	307.0	390.7	610.6	661.8
PER(배)	22.6	23.1	15.4	14.2
PBR(배)	3.6	4.8	4.5	3.9
ROE(%)	15.1	17.2	31.6	31.8
배당수익률(%)	1.6	1.2	1.5	1.6

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

섹터별 비중



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치



Apple (AAPL.US)

'1조 달러' 시가 총액 달성, 그 후는?

Apple(이하 애플)은 6월 실적 발표와 함께 미국 증시 역사상 최초로 시가총액 1조 달러를 달성했다. 매출 증가와 당기순이익 증가 모두 예상치를 초과 달성하면서 시장은 아주 긍정적인 반응을 보였다. 향후 3분기 기대치가 높아지고 있고, 향후 애플 주가에 대한 관심 역시 높다. 다만, iPhone 판매 수량에 대한 성장 기대가 부족한 가운데 향후 추가 성장에 대한 의구심이 상존한다.

3분기(6월 결산) 실적 발표

애플의 3분기(6월 결산) 실적은 주당 순이익 2.4 달러로 예상치 대비 0.16 달러 높게 나타났다. 동 분기 매출은 533억 달러를 기록해, 전년 동기 대비 17.4%나 성장했으며, 예상치를 87억 달러 초과 달성했다. iPhone X 판매에 대한 우려가 올해 4월까지 지속됐다. 하지만, 그 이후 실적에 대한 기대치가 높아지면서, 올해 2월 의구심이 높았던 바닥 대비 34% 이상의 높은 주가 상승을 보이고 있다. 연초 대비해서도 22.9% 상승했다.

iPhone의 ASP(평균 판매 단가)는 724달러로 컨센서스 694달러 보다 높게 나타났다. 이는 예상보다 높은 iPhone X 판매 결과다. 또한, 서비스 매출액이 YoY 31%나 증가한 95.5억 달러를 기록하며, 예상치 92억 달러를 크게 웃돌았다. 미-중 무역전쟁 이슈로 중국 시장점유율 하락이 예상되는 가운데 중국 매출은 95.5억 달러로 QoQ 27% 하락했다(YoY+19% 상승).

4분기(9월 결산)의 가이던스 매출 620억 달러(예상치 594억 달러 대비 초과 달성)와 영업마진율 38.5%로 예상치 보다 0.3% 포인트 높게 발표되었다. 출하량은 iPhone 4억 1,300만 대, iPad 1억 1,500만 대, 그리고 MAC 3,700만 대 판매가 기대된다. 애플이 총 자본환원 프로그램을 유지했다. 연간 1천억 달러 규모의 자사주 매입과 16% 증가는 예상에 부합한다. 3분기에 애플은 주주에게 200억 달러 규모의 자사주 매입을 포함해 약 250억 달러를 돌려줬다.

신규 모델 출시와 주요 성장동력

애플의 새로운 iPhone 모델 3개가 적시에 현재 라인업보다 우호적인 가격에 출시되었다. 향후 실적 발표에서 핵심 기기 수익의 감소에도 불구하고 서비스 성장세의 가속과 다른 기기 수익으로 애플 총수익의 증가세는 꾸준히 유지될 것으로 예상된다. 여전히 높은 컨센서스 ROE 수준을 감안하면 이 주식의 매력도가 아직 상존한다 판단된다. 하지만, 장기적인 관점으로 볼 때, iPhone 출하량 성장의 한계가 나타나기 시작했고, ASP 인상을 통한 이익증가 효과에도 한계가 있다. 따라서, 향후 이 주식의 성장에 대해 의구심이 생길 가능성이 상존한다 판단된다.

잔존가치 모델 상 적정가치 재 점검

애플의 컨센서스를 활용한 잔존가치 모델 상 적정가격은 319달러 수준으로 현재 주가 대비 47.9% 높게 나타난다. 이는 해당 종목의 Risk Premium(주식위험도)를 높은 수준의 10.5%로 반영했는데도 나타나는 결과라는 점에서, 향후 수익에 대한 기대가 주가에 완전히 반영되어 있지 않은 상태라 판단된다. 하지만, 장기 2020년 ROE의 하락을 감안하면, 2분기 대비 3분기의 매력도는 약간 하락했다. 미국 초 대형주로서의 매력도는 여전히 상존하지만, 향후 1년의 상대적 수익률을 감안하면, 미국 중·소형주, 그리고 대형주에 관심을 늘려야 하는 시기로 판단된다. 다만, 미국 IT 업종의 매력도는 여전히 미 업종 중 최고 수준으로 나타난다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Global Strategist 유동원

02-3787-4766/danielyoo@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 235.91

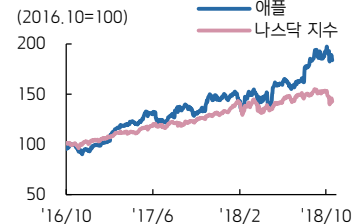
■ 현재주가(10/18): USD 216.02

Stock Data

산업분류	IT/하드웨어
NASDAQ (10/18)	7,485.1
시가총액 (백만 USD)	1,043,360.6
유통주식수 (백만)	4,829.9
52 주 최고/최저 (USD)	233.47 / 150.24
일평균 거래량 (3M)	28,441,962

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	27.6	-1.0	21.5	35.2
NASDAQ	8.4	-5.9	2.6	13.0

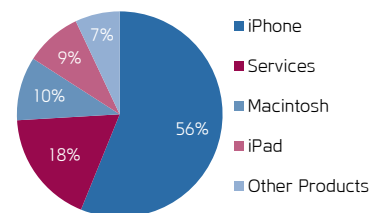


Earnings & Valuation

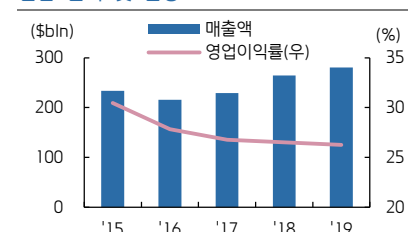
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	215,639	229,234	264,714	280,322
영업이익	60,024	61,344	70,141	73,618
OPM(%)	27.8	26.8	26.5	26.3
순이익	45,687	48,351	59,069	63,543
EPS(USD)	8.4	9.3	11.8	13.7
증가율(%)	-10.0	11.0	27.2	16.2
PER(배)	13.7	16.9	18.3	15.8
PBR(배)	4.7	5.9	10.1	9.0
ROE(%)	36.9	36.9	49.2	64.0
배당수익률(%)	2.0	1.6	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중



연간 실적 및 전망



자료: Apple, 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치



Amazon (AMZN.US)

지속되는 성장 신화

Amazon(이하 아마존)은 도서, 소프트웨어, 의류, 보석, 자동차용품 등 다양한 제품을 판매하는 글로벌 최대의 온라인 커머스 회사다. 회사로고를 보면 A~Z까지 '세상의 모든 물건을 팔겠다'는 의미가 담겨있다. 1995년 제프 베조스가 시애틀에서 인터넷 서점으로 처음 시작하여, 현재는 미국 외에도 브라질, 캐나다, 영국, 독일, 오스트리아, 프랑스, 중국, 일본, 인도 등 13개국에서 웹사이트를 운영하고 있다. 주력 사업인 전자상거래 외에도 클라우드 서비스, 전자책, 태블릿 PC 등을 제조/판매하며 사업을 확장 중이다.

FY 2018년 2분기 실적

FY18 2분기 매출액과 영업이익은 각각 529억 달러(YoY +39.3%), 29.8억 달러(YoY +375.0%)를 기록(컨센서스 매출액 533억 달러, 영업이익 17.1억 달러)했다.

매출액은 기대치 대비 소폭 하회했으나, 이익이 크게 증가하면서 우려를 불식시켰다. 매출은 직매입 사업의 성장을 둔화에 기인했으나 이는 매출인식 변경에 따른 것으로, 주요 사업인 마켓플레이스와 프라임서비스, 홀푸드 등은 높은 성장세를 이어갔다. 또한 영업이익률은 고마진 사업인 AWS와 홀푸드, 광고 사업 호조에 힘입어 YoY 3.9%pt 성장했다.

이번 분기에도 AWS 사업부의 성장이 돋보였다. AWS는 동사가 2006년 처음으로 선보인 클라우드 컴퓨팅 사업부로, 아마존의 핵심 성장동력으로 떠오르고 있다. 최근 마이크로소프트와 구글 등 업체들이 클라우드 서비스 사업에 나서고 있지만, 데이터의 취합과 흐름 차원에서 전자상거래에 기반을 둔 AWS를 단기간에 따라잡기는 어려워 보인다. 고객사만 해도 대기업부터 공공기관, 스타트업까지 약 100만 개가 넘는 상황으로 동사의 시장 점유율은 현재 약 32%로 압도적인 1위를 차지하는 중이다.

아마존은 FY18 3분기 가이드언스로 매출액 558억 달러(YoY +27%), 영업이익 19억 달러(YoY +449%)를 제시했다. 기존 성장세를 이끌었던 프라임 서비스와 AWS, 신규 사업인 홀푸드, 그리고 광고 사업 성장이 동사의 수익성 개선을 지속 견인할 것으로 기대된다.

미 대표 기술주 of 기술주

향후에도 광고, AWS 기반의 클라우드 서비스, 구독 서비스 등 고 마진 사업 확대와 현금 창출능력은 아마존의 강력한 상승동력으로 작용할 전망이다. 전자상거래 시장과 클라우드 시장이 급격한 성장세를 보이고 있는 현재, 아마존은 이 두 시장에서 선도적인 입지를 구축한 상태이다. AWS와 광고 사업은 강력한 성장 모멘텀을 누리고 있으며, 이는 중단기적 이익률 전망을 지지하고 있다.

한편, 동사가 11월부터 최저임금을 15달러로 인상하면서 향후 4분기 비용 증가 우려가 제기되고 있다. 그러나 AWS, 광고 등 기타 사업부의 매출 및 마진이 지속 증가하면서 관련 비용 우려를 상쇄할 것으로 전망한다. 또한 중장기적으로도 임금 상승은 동사의 유수 인력 유지와 생산성 개선 효과로 이어질 수 있어 긍정적이라 판단한다.

최근 아마존은 다른 기술주와 마찬가지로 주가 조정을 겪었지만, 동사가 가진 다수의 성장동력을 고려할 때, 향후 추가 상승이 충분히 가능하다고 판단한다. 대표 FAANG 기업들 중에서도 성장성이 가장 커보이는 아마존을 지속 주목하자.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Developed Market Strategist 김진영
02-3787-4870/jykim@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 2,144.39

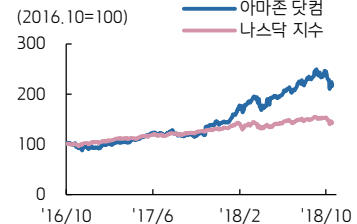
■ 현재주가(10/18): USD 1,770.72

Stock Data

산업분류	자유소비재/인터넷
NASDAQ (10/18)	7,485.1
시가총액 (백만 USD)	863,653.1
유통주식수 (백만)	487.7
52주 최고/최저 (USD)	2,050.50 / 962.50
일평균 거래량 (3M)	4,901,211

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	51.4	-8.8	15.9	77.6
NASDAQ	8.4	-5.9	2.6	13.0

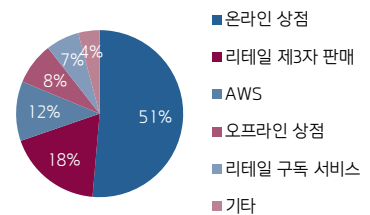


Earnings & Valuation

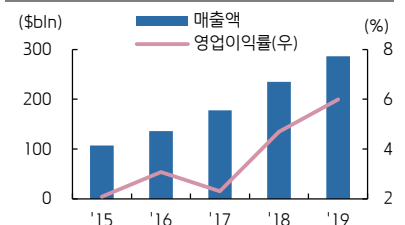
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	135,987	177,866	234,938	286,448
영업이익	4,186	4,106	11,025	17,152
OPM(%)	3.1	2.3	4.7	6.0
순이익	2,371	3,033	8,565	12,190
EPS(USD)	5.0	6.3	17.6	25.4
증가율(%)	291.4	26.1	178.8	44.2
PER(배)	152.7	256.6	66.4	48.4
PBR(배)	18.5	20.4	20.4	14.2
ROE(%)	14.5	12.9	22.5	24.1
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치



Microsoft (MSFT.US)

연 매출 1천억 달러 돌파

Microsoft(이하 마이크로소프트)는 1975년 빌 게이츠(Bill Gates)가 폴 앨런(Paul Allen)과 함께 설립한 글로벌 최대 다국적 IT 기업이다. 본사는 미국 워싱턴 주에 있으며, 컴퓨터 기기용 소프트웨어 및 하드웨어를 개발, 판매한다. 주요 사업분야는 컴퓨터 운영체제 윈도우를 비롯해 웹브라우저, 사무용 소프트웨어, 온라인 서비스 등이 있으며, 최근 클라우드 서비스, 엔터테인먼트 및 모바일 비즈니스에서도 시장 지배력을 넓혀가고 있다. 이제는 클라우드 컴퓨팅 강자로 거듭나면서 연 매출 천억 달러를 돌파하는 기업으로의 성장이 주목된다.

FY 2018년 4분기 실적

FY18 4분기(2018년 4~6월) 매출은 전 사업부가 두 자릿수 성장을 이여간 데 힘입어 YoY 17% 증가한 301억 달러를 기록했다. 영업이익은 YoY 35% 상승한 104억 달러를, GAAP 순이익은 89억 달러(비GAAP 88억 달러)를 기록하면서 전 분기와 시장 컨센서스를 모두 상회하는 결과를 보여줬다.

사업별로, Productivity & Business Processes 부문은 Office365 가입자 수 증가와 LinkedIn 매출 확대가 이어지면서 13% 성장한 97억 달러를 기록했고, Intelligent Cloud 부문은 기업용 클라우드 플랫폼인 애저(Azure) 매출이 89% 급증한 데 힘입어 23% 증가한 96억 달러를 기록했다. More Personal Computing은 윈도우 OEM Pro와 Xbox 게임 호조, 최신판 Surface(서피스) 제품 인기, 검색광고 사업 성장이 지속되면서 17% 증가한 108억 달러를 기록했다.

이로써 회계연도 2018년 전 매출은 YoY 14% 증가한 1,104억 달러를 기록해 처음으로 연간 1천억 달러를 돌파했고, 영업이익은 YoY 21% 증가한 351억 달러, GAAP 순이익은 166억 달러(비GAAP 303억 달러)를 기록했다.

클라우드의 힘

이번 분기 실적을 통해서도 역시 클라우드 사업의 저력을 확인할 수 있었다. 인텔리전트 클라우드와 인텔리전트 엣지 기술에 조기 투자한 덕에 클라우드 사업과 신규 사업의 고객들이 크게 늘었고, 이는 2018년 회계연도에 1,000억 달러가 넘는 매출을 견인한 최대 동력으로 작용했다. 동사는 향후에도 클라우드 관련 투자를 확대하고, 이를 기반으로 한 4차산업 기술 확보에 주력할 방침이다.

클라우드는 인공지능, 머신러닝, 빅데이터, 사물인터넷 등 4차 산업혁명 핵심 기술들의 근간이자 데이터를 보관하고 분석할 수 있는 최적의 도구다. 시장조사기관 Synergy가 집계한 글로벌 클라우드 컴퓨팅 시장 점유율을 보면 아마존의 AWS가 34%로 1위를, 마이크로소프트의 Azure가 13%로 2위, 그 뒤를 IBM과 구글, 중국 알리바바 등이 이어가고 있다. 향후 이 시장은 4차 산업혁명 시대 필수 인프라로, 타 산업으로의 활용 및 적용이 크게 확장될 것으로 전망된다. 동사는 본업에 더해 이제는 클라우드를 기반으로 AI, IoT 부문까지 사업 역량을 확대하고 있어 장기적인 매력도가 높다고 판단된다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Developed Market Strategist 김진영
02-3787-4870/jykim@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 125.28

■ 현재주가(10/18): USD 108.50

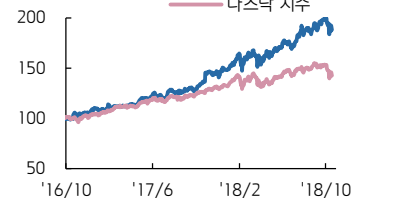
Stock Data

산업분류	IT/소프트웨어
NASDAQ (10/18)	7,485.1
시가총액 (백만 USD)	833,010.0
유통주식수 (백만)	7,677.5
52주 최고/최저 (USD)	116.18 / 77.35
일평균 거래량 (3M)	26,375,660

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	26.8	-4.2	12.5	39.8
NASDAQ	8.4	-5.9	2.6	13.0

(2016.10=100)

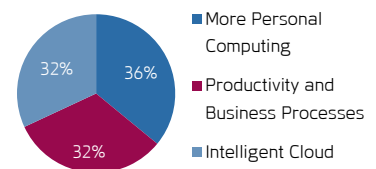


Earnings & Valuation

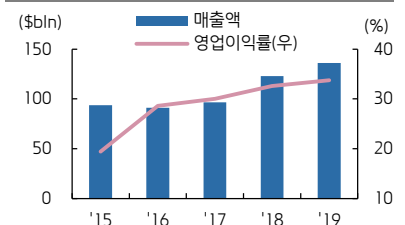
(백만 USD)	FY17	FY18	FY19E	FY20E
매출액	96,571	110,360	123,052	136,226
영업이익	29,025	35,058	40,144	46,027
OPM(%)	30.1	31.8	32.6	33.8
순이익	25,489	16,571	33,128	37,599
EPS(USD)	3.3	2.2	4.2	4.9
증가율(%)	27.0	-34.7	97.6	15.1
PER(배)	22.5	26.9	25.2	21.9
PBR(배)	6.1	9.2	8.6	6.7
ROE(%)	29.8	19.4	38.7	34.6
배당수익률(%)	2.3	1.7	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중



연간 실적 및 전망



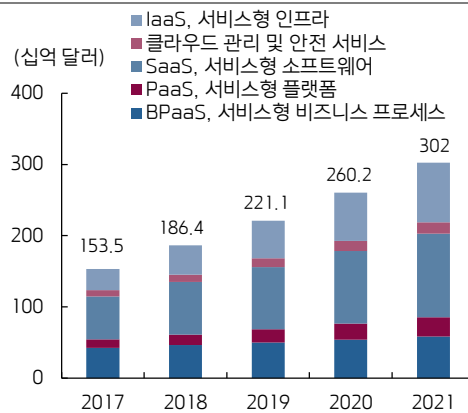
자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

주가 상승 모멘텀

마이크로소프트는 FY19 1분기(2018년 7~9월) 매출 가이드ansom 273.5~280.5억 달러를 제시했다. 해당 범위의 중간값은 시장 컨센서스인 274억 달러보다 높게 나타나고 있다. 또한 블룸버그 컨센서스 상 2019년 회계연도 실적은 매출액 1,207억 달러, 영업이익률 32.1%, GAAP 순이익 311억 달러로 전망된다. 클라우드 플랫폼 Azure, 데이터센터, Office 365, LinkedIn 등의 성장 엔진이 향후 3년 간 동사의 두 자릿수 매출 성장을 견인하면서 ROE 또한 지속 확대될 전망이다.

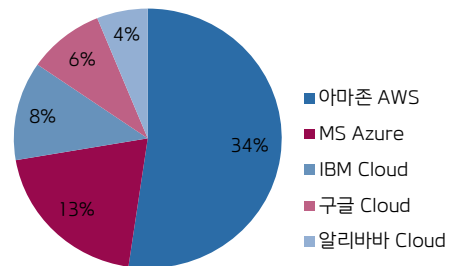
최근 미국 증시 급락으로 동사를 비롯한 기술주가 조정을 겪었지만, 마이크로소프트는 여전히 벤치마크 대비 올해 견조한 수익률을 기록해오고 있다. 이후 분기 실적에서도 클라우드 서비스 중심의 성장세는 지속될 것으로 전망되며, FY19 1분기 실적 발표를 앞두고 나타난 주가 조정은 매력적인 매수 기회가 될 수 있다는 판단이다.

전세계 공공 클라우드 컴퓨팅 서비스 매출 전망



자료: Gartner, 키움증권 리서치

글로벌 클라우드 컴퓨팅 시장 점유율



자료: Synergy Research Group, 주) 2017년 4분기 기준



Cisco Systems (CSCO.US)

분기 최고 매출 달성과 함께 높아지는 기대

Cisco Systems(시스코시스템즈)는 글로벌 1위의 네트워킹 통신 장비, 보안 서비스 전문 업체이다. 네트워크간 데이터, 음성, 영상 정보 등을 이동시키는 데 필요한 라우터와 스위치가 포함된 인프라 장비, 그리고 클라우드에 기반한 소프트웨어와 서비스 등을 제공한다. 1995년 존 챔버스 회장 체제 이후 본격적인 성장 가도에 들어섰으며, 공격적인 인수합병을 통해 네트워크를 기반으로 한 사업 다각화를 진행하고 있다. 특히 최근에는 기존 네트워크 장비에 대한 사업 의존도를 줄이고, 소프트웨어와 관련 서비스 역량을 강화하는 중이다. 멀티 클라우드 시대, 사업체질 변화를 통해 성장동력을 꾸준히 확대해 나가고 있어 기대가 크다.

FY18 4분기 실적

FY18 4분기(2018년 5~7월) 매출은 128.5억 달러(YoY +5.9%)로 컨센서스 8,000만 달러를 상회하며 분기기준 최고 매출을 달성했다. 순이익은 38억 달러로 YoY 57% 큰 폭 증가하면서 비GAAP EPS는 YoY 14.7% 상승한 0.70 달러를 기록했다. 반복발생매출(Recurring revenue)은 전체 매출의 32%(YoY +1%pt)를 차지했고, 구독기반 소프트웨어 매출도 YoY 23% 늘어난 61억 달러를 기록했다. 즉, 회사가 지향해오던 소프트웨어 중심의 사업 체제 변화가 가시적인 성과로 확인됐으며, 향후에도 안정적이고 예측 가능한 성장을 이어나갈 수 있으리라는 기대감이 형성됐다.

공격적 M&A를 통한 포트폴리오 다각화

FY18 4분기 실적을 통해 동사는 소프트웨어에 기반한 멀티 IT 기업으로의 전환에 한 걸음 다가간 모습을 보여주었다. 실제로 동사는 지난 몇 년 간 네트워킹 소프트웨어와 애플리케이션 개발에 집중하고 있는데, 이는 올해 인수한 기업 중 4곳이 모두 소프트웨어 관련 업체임을 통해서도 드러난다.

가장 최근 7월에는 듀오 시큐리티(Duo Security)를 23.5억 달러에 인수했다. 듀오 시큐리티는 클라우드 기반의 다중인증/보안 전문업체로, 이번 인수를 통해 보다 간소화된 클라우드 보안 정책을 지원할 수 있을 것으로 기대되고 있다. 실제로 듀오 인수를 통해 FY18 4분기 보안 소프트웨어 매출은 YoY 12% 증가한 6.27억 달러를 기록했다.

시스코시스템즈의 M&A 성공 역사는 업계에서도 유명하다. 매년 스타트업을 포함한 전문성을 가진 다양한 IT 업체들을 만나면서, 지난 30년간 200여 개 기업 인수를 진행했다. 단순히 회사 규모를 키우기 보다는 고객과 시대가 요구하는 새로운 수요에 부합하기 위한 기술적 혁신에 집중했다. 그 결과, 기존 '네트워크 강자'는 이제는 보안, 빅데이터, 클라우드, IoT 등의 분야에서 활약하며 소프트웨어와 서비스 시장으로도 탄탄한 포트폴리오를 구축해 나가고 있다.

멀티 클라우드 역량 강화

동사가 소프트웨어 서비스에서 강화하고 있는 핵심 분야 중 하나는 단연 클라우드에 있다. 가장 대표적인 사례가 구글과의 합작으로, 2017년 10월 동사와 구글은 '개방형 하이브리드 클라우드 솔루션' 개발에 협력하겠다고 발표했다. 이는 기업들이 데이터센터나 클라우드 환경에 쉽게 적용/관리할 수 있도록 해줌으로써, 애플리케이션 및 서비스의 안전한 보호와 원활한 관리 지원을 목표로 한다. 즉, "네트워크는 미래에 요구에 따라 변화해야 하며, 데이터센터와 클라우드 보안을 개선해야 한다"는 현 로빈스 시스코 CEO의 철학에 부합한 행보다. 양사는 이번 결합으로 개발자 환경을 현대화해 생산성을 10배 높일 수 있을 것이라 설명했다.

이후에도 시스코는 구글과의 협력을 통해 인공지능과 머신러닝으로도 영역을 확장하겠다는 의지를 밝혔다. 포트폴리오 다각화 전략 중에서도, 4차 산업혁명 기술로의 개방과 발전 비전을 구체화하고 실행에 적극 옮기는 동사의 미래에 기대가 커져가고 있다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Developed Market Strategist 김진영
02-3787-4870/jykim@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 50.38

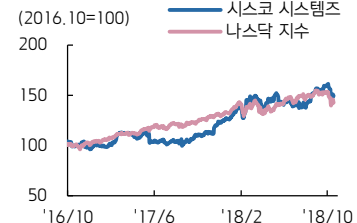
■ 현재주가(10/18): USD 45.46

Stock Data

산업분류	IT/통신장비 및 SW
NASDAQ (10/18)	7,485.1
시가총액 (백만 USD)	207,812.8
유통주식수 (백만)	4,571.3
52 주 최고/최저 (USD)	49.47 / 33.44
일평균 거래량 (3M)	21,069,984

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	18.7	-4.2	1.9	35.5
NASDAQ	8.4	-5.9	2.6	13.0

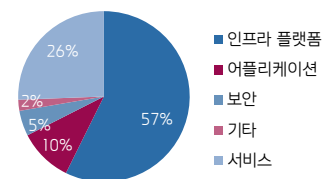


Earnings & Valuation

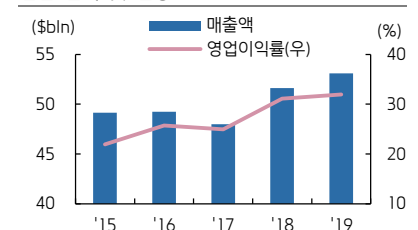
(백만 USD)	FY17	FY18	FY19E	FY20E
매출액	48,005	49,330	51,627	53,113
영업이익	11,973	11,309	16,065	16,966
OPM(%)	24.9	25.0	31.1	31.9
순이익	9,609	110.0	12,926	13,277
EPS(USD)	1.9	0.0	2.8	3.1
증감률(%)	-9.9	-99.0	140.5	9.3
PER(배)	15.2	18.9	15.1	13.9
PBR(배)	2.4	4.5	6.7	6.1
ROE(%)	14.8	0.2	33.6	41.2
배당수익률(%)	3.7	3.1	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치



Nvidia (NVDA.US)

4차 산업혁명과 함께 진화하는 중

Nvidia(이하 엔비디아)는 GPU(Graphic Processing Unit)를 최초 개발한 비주얼 컴퓨팅 기술분야의 세계적인 선도기업이다. GPU 발명을 통해 사무용 기계로만 여겨졌던 PC에 그래픽을 입히고, 병렬 컴퓨팅의 변혁을 가져왔다. 또한 오래 전부터 인공지능(AI) 기술의 미래 가능성에 주목하고 딥러닝 시장을 개척해 나가고 있다. 동사 GPU 딥러닝 컴퓨팅 기술은 현재 자율주행차, 로봇 등에 탑재되는 등 전세계적으로 활용도가 높다. 4차산업의 핵심 기술을 구현하는 데 필수적인 기업으로 향후 미래 성장 가능성이 높다고 판단한다.

FY 2018년 2분기 실적

FY18년 2분기(2018년 4~6월) 실적은 매출액 31.1억달러(YoY +40.0%), 영업이익 12.9억달러(YoY +66.9%)를 기록했다. 순이익은 12.1억달러, 주당 순이익은 1.94달러로 전년동기대비 각각 89.7%, 92.1% 급증했다. 사업 부문 별로 GPU와 Tegra Processor 매출이 각 26.56억 달러(YoY +40.0%), 4.67억 달러(YoY +40.2%)로 전 부문이 고른 성장세를 보였다.

반도체 업황 고점 우려를 넘어서는 펀더멘털

최근 전반적인 반도체 수요 전망 악화에 따라 다수 반도체 기업들의 실적 컨센서스가 하향될 것으로 보이지만, 동사의 견고한 펀더멘털에 대한 확신은 변함 없다. 엔비디아의 경우, 다른 반도체 기업들과 달리, 비디오게임 시장이라는 고유 시장을 확보하고 있어 산업재, 자율주행 기술 부문의 수요 전망 악화에도 성장성을 이어갈 것으로 판단된다. 데이터 센터 시장과 전문 비주얼 시장에서의 점유율 확대도 실적을 지지할 전망이다.

특히 주력제품인 GPU(Graphic Processing Unit) 수요확대에 따른 수혜가 예상된다. 4차 산업혁명의 핵심 기술을 구현하는 데 있어 동사의 기술력과 제품이 필수적이라는 데 최대 강점이 있다. 1999년 엔비디아가 최초 개발한 GPU는 그간 PC, 게임기, 그래픽 디자인용 컴퓨터에서 고해상도 그래픽 데이터 처리를 위해 사용되어왔다. 그러나 이제는 인공지능(AI)과 자율주행차, 데이터센터 등에서 주목하는 딥러닝 분야에 적극 활용되기 시작하면서 GPU 수요가 더욱 폭발적으로 늘어나고 있다. 대표적으로 구글 알파고와 IBM 왓슨이 엔비디아 GPU를 탑재했고, 수많은 인터넷 및 클라우드 서비스, 자율주행차 개발업체들이 동사의 차세대 GPU 볼타(Volta)와 주행(Driving) 플랫폼을 사용 중이다. 최근에는 GPU 병렬 처리기술인 CUDA를 개발해내면서 데이터 처리기술 능력이 압도적으로 향상되고 있다.

3월 26~29일 개최된 GTC(GPU 테크놀로지 컨퍼런스)에 참가한 엔비디아 창립자 겸 CEO 젠슨황은 올해도 딥러닝 역량 강화에 주력하겠다는 포부를 다졌다. 2018년, AI 컴퓨팅 기업으로의 도약이 주목된다.

밸류에이션 및 주가 상승 모멘텀

동사 PER은 2018년 블룸버그 컨센서스 기준 30.2배에, PBR 13.3배에 거래되고 있다. ROE는 2018년 51.1%, 2019년 39.2%의 높은 수준을 지속할 것이 예상된다. 게임기 부문 수요 호조가 지속되는 가운데 클라우드 서비스, 데이터센터 부문의 매출 증대가 이어질 전망이다. 특히 아마존, MS 등 글로벌 IT 기업들의 데이터센터 투자가 더욱 가속화되면서 향후 데이터센터향 매출의 고성장 또한 예상된다. 최근 주가가 기술주 전반에 걸친 주가하락, 미-중 무역분쟁에 따른 잠재적 리스크로 조정 받았지만, 견고한 펀더멘털이 유지되고 있어 지금이 저가 매수의 기회가 될 수 있다는 판단이다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Developed Market Strategy 김진영
02-3787-4870/jykim@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 292.33

■ 현재주가(10/18): USD 239.53

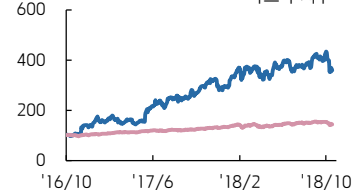
Stock Data

산업분류	IT/반도체
NASDAQ (10/18)	7,485.1
시가총액 (백만 USD)	145,634.2
유통주식수 (백만)	608.0
52 주 최고/최저 (USD)	292.76 / 180.58
일평균 거래량 (3M)	9,882,781

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	23.8	-11.6	1.3	21.2
NASDAQ	8.4	-5.9	2.6	13.0

(2016.10=100) 엔비디아 나스닥 지수

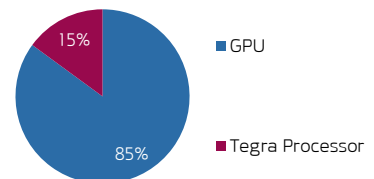


Earnings & Valuation

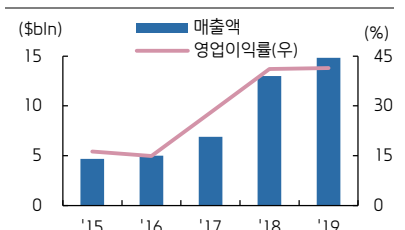
(백만 USD)	FY17	FY18	FY19E	FY20E
매출액	6,910	9,714	13,011	14,850
영업이익	1,934	3,210	5,353	6,148
OPM(%)	28.0	33.0	41.1	41.4
순이익	1,666	3,047	4,529	4,976
EPS(USD)	3.1	5.1	7.3	8.0
증가율(%)	172.6	65.3	43.8	8.9
PER(배)	43.0	52.6	30.2	27.1
PBR(배)	11.3	19.7	13.3	9.6
ROE(%)	32.6	46.1	51.1	39.2
배당수익률(%)	0.5	0.2	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중



연간 실적 및 전망



자료: Nvidia, 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치



iShares Nasdaq Biotech ETF (IBB.US)

글로벌 대표 Biotech ETF

iShares NASDAQ Biotech ETF(이하 IBB ETF)는 NASDAQ Biotech Total Return Index(나스닥 바이오테크 총수익률 지수, 이하 XNBI Index)를 기초자산으로 하는 헬스케어 대표 ETF이다. 2001년 2월 5일 출시됐으며, 바이오젠(8.51%)과 암젠(8.25%), 길리어드사이언스(8.04%), 셀젠(7.56%) 등 191개의 바이오테크 기업으로 구성되어 있다. 바이오테크는 인간 질병의 신규 치료법과 요법의 발견 및 개발로 기술을 이해하기 쉽지 않기 때문에, 개별 종목 발굴이 어려울 경우 ETF 투자가 좋은 대안이 될 수 있다. 대형 바이오테크 기업뿐만 아니라, 시가총액 규모가 작은 중소형 기업들에 대한 성장 기대감도 높아지고 있으며, 이에 분산 투자하는 IBB ETF의 장기 전망도 유망해 보인다.

2001년 2월 5일 출시된 iShares NASDAQ Biotech ETF(이하 IBB ETF)는 미국 생명공학(Bio Technology) 기업에 투자하는 대표 ETF이다. IBB ETF는 NASDAQ Biotech Total Return Index(이하 XNBI Index)를 기초자산으로 하며, 바이오젠과 암젠, 길리어드사이언스 등을 포함한 191개 바이오테크 기업으로 구성되어 있다. 헬스케어 산업은 의료장비, 제약, 바이오테크, 헬스케어 서비스 등으로 세분화 되는데, 그 중에서도 바이오테크는 인간 질병의 신규 치료법 또는 요법의 발견 및 개발로, 기술을 이해하기 쉽지 않으며, 시가총액 규모가 작은 기업들도 많이 밀집해 있다. 때문에 개별 종목 발굴이 어려울 경우 ETF 활용이 좋은 대안이 될 수 있다.

현재 IBB ETF의 대표 구성종목은, 1) Biogen(BIIB) 8.51%, 2) Amgen(AMGN) 8.25%, 3) Gilead Sciences(GILD) 8.04%, 4) Celgene(CELG) 7.56%, 5) Illumina(ILMN) 6.21%, 6) Regeneron Pharma(REGN) 4.82%, 7) Vertex Pharma(VRTX) 4.29%, 8) Alexion Pharma(ALXN) 3.22%, 9) Mylan NV(MYL) 2.36%, 10) Biomarin Pharma(BMRN) 2.15% 등이 있다.

수익률 동향 및 추적오차

2016년 큰 폭의 조정을 겪었던 헬스케어 기업들의 주가는 2017년 상승 전환하기 시작했다. 2017년 IBB ETF의 기초자산인 XNBI Index는 21.6% 상승해, 같은 기간 MSCI AC World Index와 동일한 수익률을(21.6%) 기록했다. 그리고 2018년 연초 이후로는 XNBI Index의 경우 5.8% 상승해, MSCI AC World Index 수익률(-3.6%) 대비 월등한 성과를 나타내고 있다.

IBB ETF의 추적오차는 매우 양호했다. ETF의 추적오차는 기초자산과 ETF의 주가 수익률의 상관계수를 통해 검증하며, 통상 상관계수가 100%에 근접할 수록 추적오차가 작다고 해석할 수 있다. ETF 설정 이후인 2001년 2월부터 9월 14일까지 기초자산인 XNBI 지수와 IBB ETF의 일간 수익률 분석해 본 결과, 상관계수가 98.71%로 매우 높았다. 최근 5년과 최근 1년 동안의 XNBI 지수 수익률과 IBB ETF의 상관계수도 각각 99.82%와 99.84%로, 추적오차가 추가로 개선된 흐름이 보이고 있어 긍정적이다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Developed Market Strategist 김진영
02-3787-4870/jykim@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: N/A

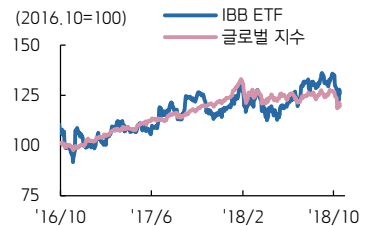
■ 현재주가(10/18): USD 113.00

Stock Data

ETF 테마	바이오테크
글로벌지수 (10/18)	494.5
시가총액 (백만 USD)	8,963.0
유통주식수 (백만)	78.2
52 주 최고/최저 (USD)	122.97 / 100.22
일평균 거래량 (3M)	2,127,516

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	5.8	-3.8	5.3	0.9
글로벌지수	-3.6	-4.9	-4.6	-0.2

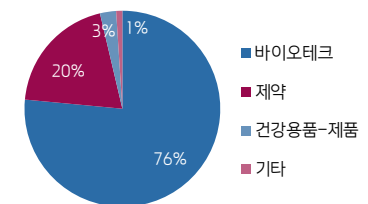


Earnings & Valuation

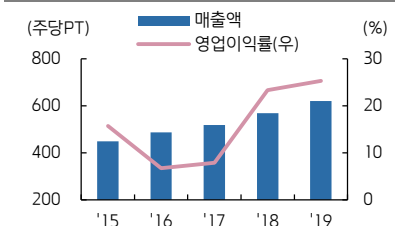
(주당 PT)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	487.7	518.3	569.01	619.93
EBIT	32.5	41.0	132.9	156.8
EBIT 이익률(%)	6.7	7.9	23.4	25.3
순이익	159.1	182.9	72.9	98.2
PER(배)	83.3	330.7	49.5	36.7
PBR(배)	4.7	5.0	4.9	4.3
ROE(%)	-0.4	-5.5	25.2	21.2
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.5	0.5

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

밸류에이션과 이익전망

꿈을 먹고 사는 바이오테크 기업의 주가는 대부분 장기 성장 전망을 반영하고 있다. 때문에 헬스케어 산업 내에서도 의료 장비나 제약, 헬스케어 서비스 등과 비교했을 때, 밸류에이션이 매우 높은 편이다. IBB ETF의 기초자산인 XNBI Index의 밸류에이션 수준을 글로벌 지수와 비교했을 때, XNBI Index의 2018년 연간 PER은 49.5배로, 글로벌 지수인 MSCI AC World Index와 비교하면 200% 이상 높다. 2018년 PBR도 XNBI Index가 4.9배로, MSCI AC World Index 대비 100% 이상 높게 나타나고 있다.

하지만, 미국 바이오테크 기업들의 꿈은 점차 가시화되는 모습이다. 활발한 연구개발(R&D)과 함께 최근 여러 파이프라인의 임상 결과가 긍정적으로 발표되고 있고, 올해와 내년 미국 식품의약국(FDA)으로부터 신약 품목 추가 승인에 대한 기대감도 높아지고 있다. 블룸버그 컨센서스에 따르면, XNBI 지수의 2018년 매출은 전년대비 10% 증가할 것으로 전망되며, 이 수치는 지속 상향조정 중이다. 대형 바이오테크 기업뿐만 아니라, 시가총액 규모가 작은 중소형 기업들에 대한 성장 기대감도 높아지고 있어 여기에 고루 분산 투자하는 IBB ETF의 장기 전망은 더욱 유망해 보인다.

잔존가치모델(RIM) 상 적정가치 점검

기초자산인 XNBI 지수의 적정가치를 잔존가치 모델로 확인한 결과, 현 지수 (10월 18일 종가) 대비 63.4% 높게 나타나며, 이 수치는 S&P 500 지수와 나스닥 지수의 상승여력보다 매우 높게 나타난다. 미국 경기 호황과 맞춤형 신약에 대한 수요 확대, 바이오테크 기업들의 성공적인 임상 결과 증가에 따른 추가 성장 기대감으로 IBB ETF의 투자매력은 상존한다고 판단된다.

NASDAQ Biotech Total Return Index(XNBI) RIM상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		3.5%	3.0%	2.5%
Long term ROAE	26.6%	5,656	5,778	5,901
	27.1%	5,867	5,992	6,117
	27.6%	6,085	6,211	6,338

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 3,667.44, 최저: 54.2%, 적정: 63.4%, 최고: 72.8%, 적정가치 평균: 63.4%

FT NYSE Arca Biotech ETF (FBT.US)

동일 비중으로 집중 투자하는 바이오테크 ETF

First Trust NYSE Arca Biotechnology ETF(이하 FBT ETF)는 다소 특이한 투자 전략에도 불구하고 인기가 높은 생명공학 ETF로, 높은 수익률을 창출 중이다. 이 ETF는 약 30개(2014년 10월 20개에서 증가)의 주식에 대해 동일한 가중치를 적용하고 있고, 벤치마크에 비해 중소형주의 비중이 상당히 높다. 생명공학뿐 아니라 의약품 및 헬스케어 업종을 위주로 포트폴리오를 구성하고 있다. IBB, XBI 등의 일부 다른 ETF보다 집중된 투자를 한다.

2006년 6월 23일 출시된 First Trust NYSE Arca Biotechnology ETF(이하 FBT ETF)는 NYSE Arca Biotechnology Index(이하 BTK Index) 지수를 기초자산으로 중소형주 30여개에 투자하는 ETF이다. FBT ETF가 추종하는 BTK Index는 생명공학 산업의 대표적 기업들의 실적을 측정하도록 고안된 동일가중지수다. 이 ETF는 미국 바이오/의료 분야에 대한 노출 기회를 얻는 가장 집중적 투자 옵션 중 하나이다. FBT ETF는 바이오/의료 분야에 전문성을 자랑하는 ETF로, 해당 업종에 집중 투자를 원하는 투자자에게 상당히 매력적인 옵션일 수 있다.

FBT ETF는 대표적으로 다음의 3개 업종에 집중투자 하고 있다: 1) 생명공학(69.21%), 2) 제약(16.12%), 3) 헬스케어(14.66%). 이 ETF의 대표 구성종목은 1) ACADIA Pharmaceuticals Inc.(4.41%), 2) Bio-Techne Corporation(4.09%), 3) IQVIA Holdings Inc.(3.90%), 4) Intercept Pharmaceuticals Inc.(3.79%), 5) Neurocrine Biosciences Inc.(3.69%), 6) Intrexon Corporation(3.62%), 7) Amgen Inc.(3.60%), 8) Regeneron Pharmaceuticals Inc.(3.58%), 9) Seattle Genetics Inc.(3.57%), 10) Vertex Pharmaceuticals Inc.(3.50%)이 있다. 대표 10개 종목에 37.75%를 투자하고 있어, 대부분 개별 종목에 대한 투자 비중이 종목당 평균 투자 비중 3.33%와 큰 차이가 나지 않음을 알 수 있다. 또한 미국회사 투자비중이 약 97%에 달한다.

수익률 동향

FBT ETF는 올해 글로벌 지수 대비 큰 폭의 초과수익률을 달성했다. 기초자산인 BTK Index는 지난 1년간 16.1% 상승해 글로벌 지수 수익률(-0.2%) 대비 높은 수익률을 기록했다. 2018년 연초 이후로도 BTK Index는 17.5% 상승해, 동기간 글로벌 지수 수익률(-3.6%) 대비 아주 양호한 수익률을 기록하고 있다. 글로벌 시장의 저조한 수익률에 비해, 대표 생명공학 업종을 추종하는 이 ETF는 상대적으로 안정적인 관련 기업 이익들과 함께 견조한 수익률을 보여주고 있다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Global Strategist 유동원

02-3787-4766/danielyoo@kiwoom.com

RA 정나영

lydia.ny.jeong@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: N/A

■ 현재주가(10/18): USD 146.43

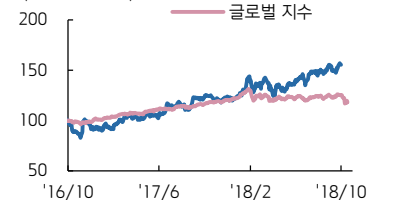
Stock Data

ETF 테마	바이오테크
글로벌지수 (10/18)	494.5
시가총액 (백만 USD)	3,362.2
유통주식수 (백만)	22.6
52 주 최고/최저 (USD)	159.85 / 117.85
일평균 거래량 (3M)	237,564

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	17.5	-3.2	6.5	16.1
글로벌지수	-3.6	-4.9	-4.6	-0.2

(2016.10=100)

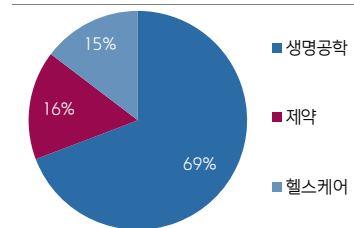


Earnings & Valuation

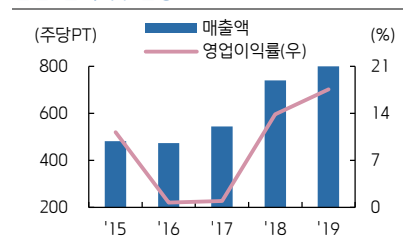
(주당 PT)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	473.7	543.9	741.1	800.0
EBIT	3.2	5.0	102.8	140.6
EBIT이익률(%)	0.7	0.9	13.9	17.6
순이익	153.1	194.7	64.1	82.9
PER(배)	N/A	N/A	79.0	61.1
PBR(배)	4.9	6.1	4.9	4.3
ROE(%)	-5.5	-6.8	19.2	18.5
배당수익률(%)	0.3	0.4	0.3	0.3

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

섹터별 비중



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

추적오차

FBT ETF의 추적오차는 매우 낮았다. ETF의 추적오차는 기초자산과 ETF의 주가 수익률의 상관계수를 통해 검증하며, 통상 상관계수가 100%에 근접할 수록 추적오차가 적다고 해석할 수 있다. 설정 이후 FBT ETF와 BTK Index의 일간 수익률을 비교해 추적오차를 검증한 결과, 상관계수가 99.58%로 매우 높았다. 최근 1년과 5년의 일간 수익률로 비교한 상관계수도 각각 99.66%와 99.65%로, 설정 이후 상관계수가 높은 수준에서 유지되고 있다는 점이 특징이다. 결론적으로, FBT ETF는 BTK Index를 상당히 안정적으로 추종하는 것으로 판단된다.

밸류에이션과 이익전망

FBT ETF의 기초자산인 BTK Index의 밸류에이션 수준을 글로벌 지수와 비교한 결과, 상대적으로 고평가된 것으로 나타난다. 기초자산의 2018년 주가순이익 비율(2018년 PER)은 79.0배로 글로벌 지수와 비교해 매우 높다. 또한, 기초자산의 2018년 주가순자산 비율(2018년 PBR)은 4.9배로 글로벌 지수 대비 100% 이상 높다. 하지만, 2018년과 2019년 예상 ROE는 각각 19.2%, 18.5%로 두 자릿수를 유지할 것으로 기대된다. 즉, 현재 밸류에이션이 비싸 보이지만, 예상되는 성장성과 수익성을 감안할 때 매력도가 충분히 상존한다 판단된다.

잔존가치모델(RIM) 상 적정가치 점검

잔존가치 모델(RIM) 통해 FBT ETF의 기초자산인 BTK Index의 적정가치를 계산해 보았다. BTK Index의 적정가치를 잔존가치 모델로 확인한 결과 현지수(10월 18일 종가) 대비 26.8% 높게 나타났다. 이는 S&P500지수의 10% 이하 수준 보다는 높고, 나스닥 지수의 30% 이상 수준보다는 낮게 나타난다. 성장성이 높고 변동성이 높지만, 상대적으로 나스닥과 비슷한 지수흐름이 예상된다.

FT NYSE Arca Biotech ETF (FBT) RIM상 적정가치

		Equity Risk Premium		
Long term ROAE		3.5%	3.0%	2.5%
	18.7%	5,786	5,983	6,180
	19.2%	6,098	6,299	6,500
	19.7%	6,421	6,627	6,833

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 4,972.16, 최저: 16.4%, 적정: 26.7%, 최고: 37.4%, 적정가치 평균: 26.8%



AbbVie (ABBV.US)

휴미라를 대체할 총알 장전 완료

AbbVie(이하 애브비)는 2012년 미국 델라웨어에서 설립된 제약사로, 2013년 1월 애보트(Abbott)로부터 분사되었다. 사업 부문은 크게 면역학(Immunology), 종양학(Oncology), 신경과학(Neuroscience), 바이러스학(Virology), 기타 5개 부문으로 이루어져 있다. 신경과학 부문에서 대표 블록버스터인 류마티스 관절염 치료제 휴미라(Humira)를 보유하고 있으며, C형간염 치료제 비키라(Viekira), 희귀 혈액암 치료제 임브루비카(Imbruvica) 역시 유명하다.

경영 지표

애브비의 2018 회계연도 2분기 매출은 82.6억 달러(YoY +18.9%), 영업이익 37.4억 달러(YoY +20.8%), EPS 2.0달러(YoY +40.8%)로 지난 1분기에 이어 모두 컨센서스를 상회했다. 대표 블록버스터인 휴미라(Humira) 매출이 51.9억 달러(YoY +9.9%)로 견조한 모습을 보였는데, 2012년부터 현재까지 가격이 약 2배 인상되는 등 매출과 마진 확대에 모두 기여하였다. 이 외에도 만성림프구성백혈병 치료제 임브루비카(IMBRUVICA) 매출이 YoY 35.8%로 가장 크게 증가하면서 8.5억 달러를 기록했다. 잉여현금흐름은 118.0억 달러(YoY +56.3%)로 크게 개선되어 향후 신약에 대한 R&D 투자 기대감을 지속 높여주었다.

자궁내막증 통증 치료제 신약 FDA 승인, 블록버스터로 성장 기대

매출 성장을 주도하던 휴미라(Humira)가 바이오시밀러 출시에 따른 타격을 받을 것으로 예상되는 가운데, 애브비는 휴미라의 공백을 메울 신약을 지속 개발 중이다. 그 중에서도 지난 7월 FDA 승인을 받은 자궁내막증 통증 치료제 신약 오릴리사(ORILISSA)는, 향후 휴미라를 잇는 블록버스터로 성장할 것으로 기대를 모으고 있다.

자궁내막증은 현재 완치법이 없는 상태로, 조직의 비정상적 성장을 막기 위한 경구 피임제 및 통증 완화를 위한 비 스테로이드성 진통소염제/마약성 제제 및 호르몬 요법제 등이 처방된다. 이에 비하여 미국의 경우 가임기 여성 10명 당 1명 비율로 발병하는 등, 자궁내막증 관련 약물 수요는 지속 증가 중이며, 세계 시장 규모는 2조원을 넘는다.

이러한 상황에서 등장한 오릴리사는 자궁내막증 통증 치료 약물 중 최초의 경구용 고나도트로핀 방출 호르몬(GnRH) 길항제로, 10년 만에 처음으로 자궁내막증 통증 관리 약물로서 FDA 허가를 취득했다. 특히 기존 약물들의 문제점 및 부작용인 1) 일부에게만 효과가 있음 2) 골밀도(BMD) 감소를 개선한 점이 돋보인다. FDA 승인 기반이 되었던 자궁내막증 관련 역대 최대 규모 임상시험인 임상 3상 시험 프로그램에서, 오릴리사는 통증치료 효과 및 부작용 개선을 입증받았다. 자궁내막증으로 인해 수반되는 월경성/비월경성 골반통증 등을 유의미하게 줄여주는 것으로 나타났으며, 골밀도 감소 역시 '변화 없거나 3% 이하로 감소' 비율이 83.3%로 높게 나타났다(150mg 1일 1회 투여 기준).

이렇듯 시장 성장성 및 선점효과 수혜와 약물의 효과성을 모두 갖춘 오릴리사는 한 달 복용가격이 844.87달러로 높게 책정되었다. 이에 따라 오릴리사 연매출은 2022년까지 18억 6,000만 달러로 증가할 것으로 전망되면서, 곧 특허가 만료되는 휴미라의 공백에 대한 우려를 잠식시키고 있다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Global Strategist 유동원

02-3787-4766/danielyoo@kiwoom.com

RA 지은송

02-3787-4932/jesky95@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 107.61

■ 현재주가(10/18): USD 89.90

Stock Data

산업분류	생명공학 및 제약
S&P500 (10/18)	2,768.8
시가총액 (백만 USD)	139,721.9
유통주식수 (백만)	1,514.3
52 주 최고/최저 (USD)	125.86 / 85.24
일평균 거래량 (3M)	5,835,724

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-7.0	-2.9	-4.7	-6.4
S&P500	3.6	-4.7	2.2	8.1

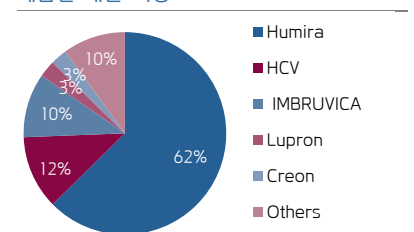
(2016.10=100)

Earnings & Valuation

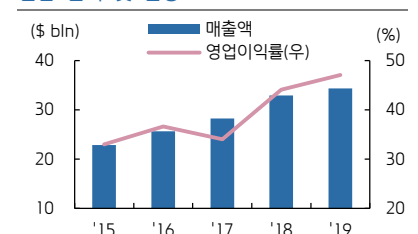
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	25,638	28,216	32,908	34,356
영업이익	9,384	9,592	14,512	16,170
OPM(%)	36.6	34.0	44.1	47.1
순이익	5,953	5,309	10,320	11,760
EPS(USD)	3.7	3.3	6.6	7.8
증가율(%)	15.9	-9.3	99.2	18.2
PER(배)	14.0	19.0	11.7	10.4
PBR(배)	21.5	30.2	34.5	23.9
ROE(%)	138.1	108.6	297.4	472.1
배당수익률(%)	4.1	2.9	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

제품별 매출 비중



연간 실적 및 전망



자료: Apple, 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

벤클렉스타, 병용요법 통한 급성골수성백혈병 적응증 확대 신청

오릴리사 외에도, 동사는 백혈병 치료제 벤클렉스타(VENCLEXTA)에 대하여 ‘사타라빈’ 병용요법을 통한 급성골수성백혈병 적응증 확대를 FDA에 신청하면서 휴미라의 향후 공백에 대비하고 있다. 적응증 신청은 치료전력이 없고 집중적인 항암화학요법이 적합하지 않은 급성 골수성 백혈병 환자를 대상으로 하는데, 임상1b와 2상 시험 도출 결과를 토대로 제출되었다. 특히 급성 골수성 백혈병은 올해 미국에서만 20,000명에 육박하는 환자들이 진단받을 것으로 예상되는데, 해당 질병의 표준요법인 항암화학요법은 이들에게 대부분 적합하지 않은 것으로 알려졌다. 벤클렉스타 병용요법은 이에 대한 치료 대안으로 활용될 것으로 기대를 모으고 있으며, 벤클렉스타는 이미 FDA가 ‘혁신 치료제’로 2회 선택한 바 있어 적응증 승인에 대한 전망은 상당히 긍정적이다.

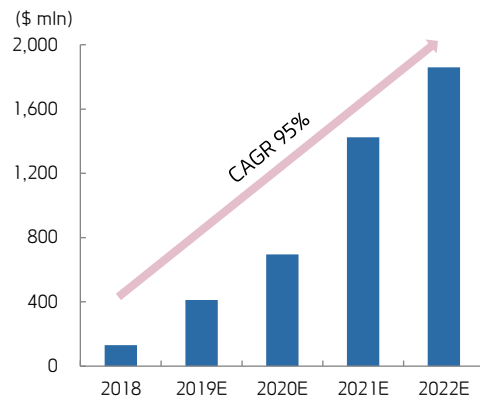
재무구조 점검

애브비의 ROE는 세 자릿수, PBR은 두 자릿수를 기록하고 있는데, 이는 상당한 액수의 장기차입금에 따른 높은 부채비율과, 그에 비하여 상대적으로 낮은 자기자본비중에 따른 결과이다. 2017 회계연도 기말 기준 애브비의 이자부부채(단기차입금, 유동성 장기부채, 장기차입금)는 373.7억 달러로, 이 중 장기차입금만 309.5억 달러에 달한다. 이는 3년 전에 비하여 약 150% 증가한 것인 것인데, 파머시클릭스 인수(2015년, 인수자금 210억 달러)/스텝센트록스 인수(2016년, 인수자금 58억 달러)/턴스톤 바이올로지스의 암살상 바이러스 면역치료제 후보 옵션권 취득(2017년, 금액 미공개) 등 M&A 자금으로 조달된 것으로 판단된다. 이렇듯 대형 인수전에 참여하면서 부채비율이 급속도로 높아졌지만, 그만큼 판매 약품 및 파이프라인이 강화된 결과 높은 성장세를 이어왔다. 그 결과 최근 EBITDA/이자비용은 10배 내외로 안정적으로 유지되고 있으며 2017 회계연도 잉여현금흐름은 94.3억 달러로 전년 대비 43.7% 증가하여, 재무구조 위험성을 상당부분 상쇄하고 있는 것으로 판단된다.

밸류에이션 및 추가 상승 모멘텀

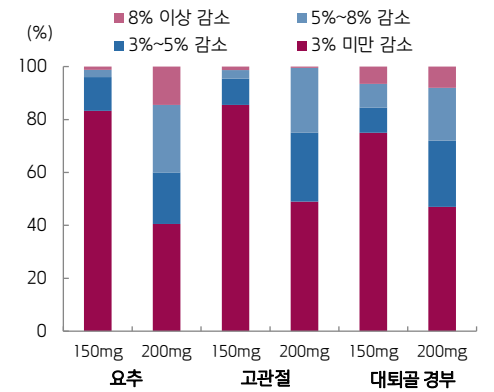
블룸버그 컨센서스 상 2018, 2019 회계연도 매출은 전년도 대비 각 16.6%, 4.4% 증가하여, 오릴리사 등 신약출시에 따른 두 자리 수 성장세가 이어질 것으로 전망된다. 순이익은 2018년, 2019년에 전년 대비 각 94.4%, 14.0%로 폭발적으로 성장할 것으로 예상되어, 그 결과 2018 예상 PER은 11.7배로 사노피, 존슨앤존슨, 일라이 릴리, 화이자 등 초대형 제약사들에 비해 낮은 수준을 기록하면서 밸류에이션 매력도가 상존한다. 잔존가치 모델 상 상승여력 역시 79.4%로 높게 나타나, 탄탄한 파이프라인이 지지하는 고성장세에 대한 기대가 반영된다면 향후 추가 전망은 상당히 긍정적일 것으로 판단된다.

오렐리사 향후 매출 전망



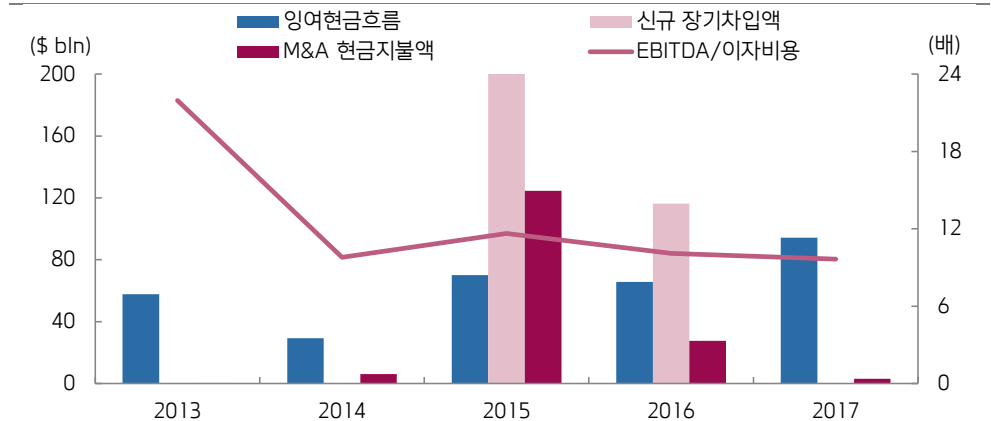
자료: Datamonitor, Abbvie

오렐리사 임상시험 Elaris-III 부위별 골밀도 감소율



자료: Long-Term Outcomes of Elagolix in Women with Endometriosis, *Obstetrics & Gynecology*, 2018

애브비 재무구조 관련 Data



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

수익성 비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
수익					
보통주자본이익율	105.11	56.91	179.99	138.05	108.56
총자산이익률(ROA)	14.69	6.26	12.77	9.99	7.76
총자본이익률	22.79	11.66	21.79	17.49	14.53
투자자본수익률	24.00	14.77	20.83	15.78	14.03
마진					
매출총이익률	75.62	77.83	80.31	77.25	75.05
EBITDA 이익률	34.92	21.03	36.63	41.24	39.31
영업이익률	30.14	17.09	32.97	36.60	33.99
영업 이익률 증분	N/A	N/A	142.32	66.46	8.07
세전이익률	28.38	11.87	29.07	30.75	27.39
특별항목전이익률	21.97	8.89	22.50	23.22	18.82
매출순이익률	21.97	8.89	22.50	23.22	18.82
보통주주할당순이익 이익률	21.97	8.89	22.39	23.10	18.72
추가					
유효세율	22.58	25.12	22.59	24.49	31.29
Dvd Payout Ratio	76.99	157.34	66.68	64.35	79.45
지속가능 성장률	24.19	-32.64	59.98	49.21	22.31

재무비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
크레딧					
EBITDA/이자비용	21.94	9.78	11.65	11.10	9.65
순채무/자기자본	107.48	379.05	589.71	656.15	541.08
순채무/자본	51.80	79.13	85.50	86.78	84.40
유동성					
현금비율	1.44	0.74	0.77	0.66	0.59
유동비율	2.59	1.41	1.50	1.65	1.28
장기부채/자기자본	318.17	604.94	741.19	786.02	607.28
장기부채/자본	74.38	63.03	82.10	87.85	72.89
장기부채/자산총계	48.95	38.30	55.12	55.13	43.73
총부채/자기자본	327.76	859.76	802.81	794.69	733.14
총부채/자본	76.62	89.58	88.92	88.82	88.00
총 부채/총 자산	50.42	54.44	59.70	55.74	52.79

주요 지표

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
시가총액	83,828.5	104,140.5	95,370.1	99,723.1	153,975.0
- 현금과 현금등가물	9,895.0	8,374.0	8,407.0	6,423.0	9,789.0
+ 우선주자본금&기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 총부채	14,723.0	14,977.0	31,671.0	36,842.0	37,368.0
기업가치	88,656.5	110,743.5	118,634.1	130,142.1	181,554.0
Revenue, Adj	18,790.0	19,960.0	22,819.0	25,633.0	28,183.0
성장률%, YoY	2.2	6.2	14.3	12.3	9.9
Gross Profit, Adj	14,230.0	15,610.0	18,495.0	20,063.0	21,242.0
마진(%)	75.7	78.2	81.1	78.3	75.4
EBITDA, Adj	7,212.0	7,657.0	10,093.0	11,329.0	12,453.5
마진(%)	38.4	38.4	44.2	44.2	44.2
Net Income, Adj	4,696.0	5,169.0	6,706.0	7,284.0	8,176.0
마진(%)	25.0	25.9	29.4	28.4	29.0
EPS, Adj(USD)	2.91	3.21	4.10	4.46	5.10
성장률%, YoY	-18.8	10.1	27.8	8.9	14.3
영업활동 현금흐름	6,267.0	3,549.0	7,535.0	7,041.0	9,960.0
자본지출	-491.0	-612.0	-532.0	-479.0	-529.0
잉여현금흐름	5,776.0	2,937.0	7,003.0	6,562.0	9,431.0

RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		8.5%	8.0%	7.5%
Long term ROAE	38.2%	152	155	158
	38.7%	158	161	164
	39.2%	165	168	171

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 89.9달러, 적정가치 최저: 69.3%, 적정가치 적정: 79.3%, 적정가치 최고: 89.7%, 적정가치 평균: 79.4%



Allergan (AGN.US)

보툴리눔 독신 시장 전세계 1위 업체

Allergan (이하 앨러간)은 보툴리눔 독신 세계 1위 업체다. 세계 최대 보툴리눔 독신 시장인 미국에서 약 85%의 높은 시장 점유율을 차지하고 있다. 1989년 세계 최초의 보툴리눔 독신 제품 보톡스를 사시 및 안검경련 치료 목적으로 개발했고, 2002년 미 FDA가 보툴리눔 독신을 피부주름 치료제로 승인하면서 사용 영역이 크게 확대됐다. 미국 보툴리눔 독신 제제 시장은 진입장벽이 높아 동사를 비롯한 3개 기업만이 시장에 진입해 있지만, 최근에는 한국을 포함한 해외 업체들의 저가 전략을 내세운 시장 침투가 가시화되는 중이다. 여기에 대해 동사는 재활의학이나 신경외과 등 전문과를 중심으로 치료 적응증 확대에 주력하고 있으며, 지속적인 신제품 인수 및 개발 등으로 가격 측면에서도 경쟁력을 갖춰나가고 있다.

FY18 2분기 실적

앨러간의 2Q18 실적은 매출액 41.2억 달러(YoY +2.9%), GAAP 영업손실 4.7억 달러 (YoY -48.2%), 비GAAP 영업이익 19.7억 달러(YoY +4.6%), 비GAAP EPS 4.42달러(YoY +9.9%)를 기록했다. 영업손실은 감가상각비와 임상 진행에 따른 R&D 비용 증가에 기인한다.

Botox와 Vraylar, Linzess 등 미용의료 제품이 2분기 성장을 견인하면서, 핵심 사업부 매출은 10.6% 증가한 것으로 나타났다. 미국 특수치료 부문은 매출액 YoY 6.5% 성장과 영업이익률 9.19%를 기록했고, 미국 일반의약품 부문은 매출이 YoY 7.5% 하락했으나 영업이익률 84.7%로 높은 수준을 이어갔다. 글로벌 부문 매출은 YoY 8.1%, 영업이익률 85.3%를 기록했다. 미국 특수치료, 글로벌 부문은 미용의료 사업 호조가 실적을 견인했고, 미국 일반의약품 부문의 경우 제네릭 의약품 경쟁 심화가 매출 감소로 연결됐다.

앨러간은 2018년 연간 실적 가이드를 비GAAP 매출액 154.5억~156.0억 달러, 주당순이익 16.0~16.5달러로 상향 조정했다. 일부 제품들이 성숙기에 진입했음에도 불구하고 양호한 성장세가 유지됐고, 편두통과 녹내장 등 파이프라인의 임상 결과가 우수해 미래 전망도 견고하다고 평가했다.

보툴리눔 독신 시장 1위

‘보톡스의 원조’ 앨러간은 보툴리눔 독신 시장의 세계 1위 기업이지만, 최근에는 한국 등 후발 주자들과의 경쟁력이 리스크 요인으로 떠오르고 있다. 현재 미국 시장에는 보톡스를 비롯해 제오민(멀츠), 디스포트(입센) 등 3개 제품이 허가를 받고 판매 중이나, 향후 에볼루스, 레반스 테라퓨틱스 등 경쟁사들이 미국에서의 신제품 출시를 앞두고 있다. 여기에 한국의 대웅제약이나 휴젤 등도 미국 시장 진출을 준비 중인데, 이들 대부분이 저가 전략을 내세우고 있다는 점이 부담이 될 수 있다.

하지만 이에 대해 앨러간은 최근 2가지 방안으로 대응 중이다. 1) 메디톡스로부터 기술 수입한 액상형 보툴리눔 독신 ‘이노톡스’의 미국 출시, 2) 본티(Bonti)의 보툴리눔 독신 후보물질 인수이다.

먼저 앨러간은 지난 9월 말 액상형 보툴리눔 독신 니보보툴리눔독신A를 오는 2022년 출시하겠다고 밝혔다. 니보보툴리눔독신A는 한국 메디톡스가 개발하여 2013년 앨러간에 기술 수출한 이노톡스로, 이후 임상 관련 진행이 더디다가 5년 만에 임상 진입이 가시화되고 있다. 이노톡스는 세계 유일의 액상형 제제로 안전성이 뛰어나 경쟁력이 있고, 주요 적응증은 미간주름과 눈가 잔주름이다. 미국 임상 3상은 연내 개시할 것으로 예상되고 있으며, 이노톡스가 상업화 된다면 앨러간은 기존 가격을 유지하면서 프리미엄 제품을 내세울 수 있을 것으로 보여 매력적이다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Developed Market Strategist 김진영

02-3787-4870/jykim@kiwoom.com

RA 지은송

02-3787-4932/jesky95@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 215.17

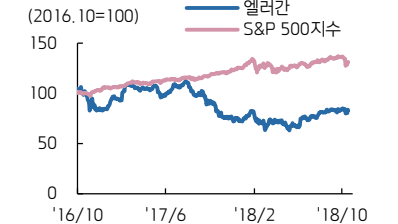
■ 현재주가(10/18): USD 188.89

Stock Data

산업분류	생명공학/제약
S&P500 (10/18)	2,768.8
시가총액 (백만 USD)	64,833.9
유통주식수 (백만)	339.4
52 주 최고/최저 (USD)	197.33 / 142.81
일평균 거래량 (3M)	1,819,548

Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	15.5	1.5	14.1	0.9
S&P 500	3.6	-4.7	2.2	8.1

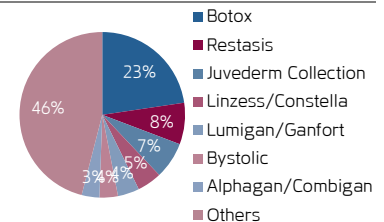


Earnings & Valuation

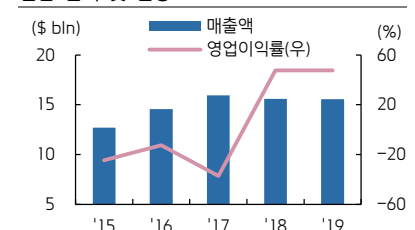
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	14,571	15,941	15,586	15,545
영업이익	-1,826	-5,921	7,435	7,407
OPM(%)	-12.5	-37.2	47.70	47.65
순이익	14,973	-4,126	-1,153	-473
EPS(USD)	38.2	-13.2	0.0	-1.1
증감률(%)	281.4	-134.5	흑자전환	-2,351
PER(배)	89.2	N/A	11.7	11.4
PBR(배)	1.0	0.8	0.9	1.0
ROE(%)	20.6	-6.3	8.0	8.6
배당수익률(%)	1.3	1.7	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중 (FY18 Q2)



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

또한 9월 14일 앨러간은 속효형 신경독소를 개발하는 캘리포니아 소재 본티(Bonti)가 보유한 보툴리눔 독신 후보물질을 인수해 글로벌 판권을 취득했다. 본티의 독신은 신경독소 혈청형 E형으로 EB-001A(미용/치료용), EB-001T(치료용)를 활용한 임상 2상이 현재 진행 중이며, 본티 인수를 통해 제품 라인에 효과가 빠르게 나타나고 효능이 2~4주 간 유지되는 신경독소를 추가할 수 있게 됐다. 앨러간이 그간 지속적인 매출 성장을 할 수 있었던 것은 보툴리눔 독신 시장 확장과 함께 주체적으로 적응증을 추가해나간 점이 큰데, 본티의 후보물질은 미용뿐만 아니라 편두통과 과민성 방광 등 치료 목적으로의 활용 가능성도 높을 것으로 기대되고 있다.

저가 보툴리눔 독신의 대항마로 사용할 수 있는 E형 보툴리눔 독신의 상업화가 성공한다면, 앨러간은 오리지널인 보톡스와 보톡스보다 약효 발현 시간과 기간이 짧은 본티 후보물질, 차세대 독신인 메디톡스의 이노톡스까지 확보하게 된다. 즉 파우더 형태 제품부터 액상형, A형/E형 타입까지 사실상 모든 종류의 보툴리눔 독신을 보유하게 되는 것으로, 경쟁력 심화가 예상되는 보툴리눔 독신 시장에서 업계 1위 입지를 지켜나갈 수 있을 것으로 보인다.

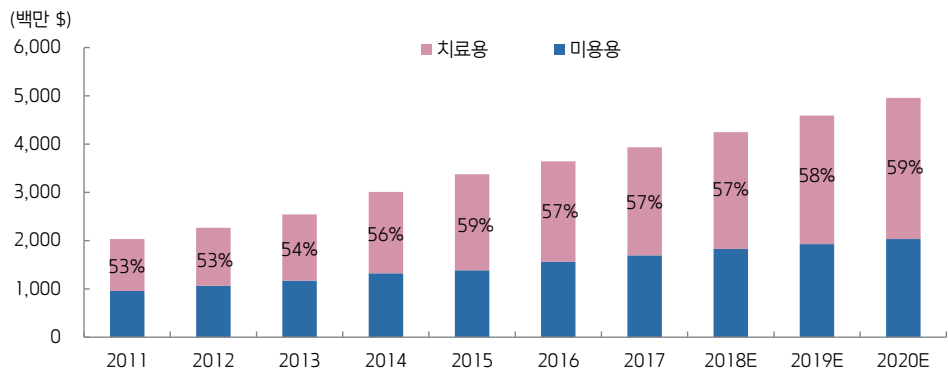
밸류에이션 및 추가 상승 모멘텀

앨러간의 향후 실적 전망과 보톡스를 중심으로 한 사업확장 계획 등을 고려할 때, 향후 성장세를 유지할 수 있을 것으로 판단된다. 최근 개최된 앨러간 메디컬 에스테틱 데이(Medical Aesthetics Day) 행사에서 동사 경영진은, 특히 향후 앨러간의 미용의료 사업부 매출이 오는 2017~2025년 동안 연평균 8~10%의 성장세를 이어갈 수 것이라며 강한 자신감을 내비쳤다. 미용의료 시장에서의 방대한 포트폴리오와 선도적인 인프라, 강도 높은 R&D 투자 등을 통해 보툴리눔 독신 시장에서의 점유율 확보는 이어질 전망이다.

또한 기본적으로 소득수준 증가에 따른 생활수준 향상, 미에 대한 관심 증대, 특히 개발도상국 등에서의 소비자인식 향상은 수요를 지속 확대시킬 전망이다. 특히 보툴리눔 독신의 시술 효과는 일시적이기 때문에 반복적인 매출 창출이 기업 외형 확장에 선순환 고리를 형성할 것으로 보인다.

밸류에이션 측면에서는, FY16 PER 89.2배, 현재(10/18 기준) Trailing PER 77.6배로 부담스러운 수준이었다. 하지만 최근 실적 호조에 따른 FY18 실적 가이던스가 상향 조정됨에 따라, FY18과 FY19 예상 PER은 각각 11.7배, 11.4배로 밸류에이션 부담은 크게 완화될 전망이다. PBR의 경우 FY16 1.0배, FY17 0.8배에서 FY18과 FY19에 각 0.9배, 1.0배 수준을 기록할 것으로 전망되어 향후 밸류에이션 매력도가 상존한다.

전세계 보툴리눔 독신 시장 규모



자료: UBS Pharmaceutical Handbook 2016, 키움증권 리서치

수익성 비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
수익					
보통주자본이익율	12.15	12.19	13.86	14.37	17.77
총자산이익률(ROA)	6.67	6.37	6.29	5.69	6.99
총자본이익률	9.93	9.82	9.97	9.27	11.58
투자자본수익률	9.33	9.73	9.29	9.30	11.46
마진					
매출총이익률	18.76	18.20	17.31	16.26	15.45
EBITDA 이익률	7.82	7.70	7.55	7.23	6.49
영업이익률	6.34	6.31	6.18	5.84	5.15
영업 이익률 증분	22.71	6.04	4.86	3.68	—
세전이익률	5.94	5.51	5.62	4.87	4.47
특별항목전이익률	3.63	3.33	3.41	3.00	3.59
매출순이익률	3.62	3.33	3.42	3.00	3.58
보통주주할당순이익 이익률	3.62	3.32	3.40	3.00	3.58
추가					
유효세율	38.89	39.50	39.30	38.40	19.80
Dvd Payout Ratio	23.81	27.61	30.09	34.30	30.77
지속가능 성장률	9.26	8.82	9.69	9.44	12.30

재무비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
크레딧					
EBITDA/이자비용	2.82	0.63	2.40	3.71	1.32
순채무/자기자본	91.44	53.93	54.09	25.65	32.00
순채무/자본	47.76	35.03	35.10	20.41	24.24
유동성					
현금비율	0.10	0.05	0.13	1.68	0.65
유동비율	1.35	1.36	1.03	2.27	1.16
장기부채/자기자본	89.31	52.36	52.40	39.33	35.00
장기부채/자본	45.82	33.82	33.69	27.50	24.87
장기부채/자산총계	37.48	28.12	29.60	23.24	21.84
총부채/자기자본	94.91	54.81	55.53	43.00	40.73
총부채/자본	48.70	35.41	35.70	30.07	28.94
총 부채/총 자산	39.83	29.44	31.37	25.40	25.41

주요 지표

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
시가총액	29,262.2	68,445.3	123,281.3	70,332.3	54,014.1
- 현금과 현금등가물	331.5	251.0	1,105.3	13,225.5	6,449.3
+ 우선주자본금&기타	5.0	4.4	5,097.9	5,107.8	4,945.7
+ 총부채	9,052.0	15,531.1	42,530.4	32,768.7	30,075.3
기업가치	37,987.7	83,729.8	169,804.3	94,983.3	82,585.8
Revenue, Adj	2,602.5	4,676.5	12,688.1	14,570.6	15,940.7
성장률%, YoY	-56.0	79.7	171.3	14.8	9.4
Gross Profit, Adj	957.8	2,971.7	11,227.8	12,765.9	13,795.3
마진(%)	36.8	63.5	88.5	87.6	86.5
EBITDA, Adj	1,754.6	3,630.3	7,500.7	7,210.0	7,011.7
마진(%)	67.4	77.6	59.1	49.5	44.0
Net Income, Adj	245.2	425.0	1,063.2	907.3	-638.1
마진(%)	9.4	9.1	8.4	6.2	-4.0
EPS, Adj(USD)	1.72	1.93	2.89	2.36	-1.92
성장률%, YoY	-51.8	12.5	49.5	-18.5	—
영업활동 현금흐름	1,213.5	2,243.0	4,530.0	1,445.7	5,873.4
자본지출	-177.9	-238.6	-454.9	-331.4	-349.9
잉여현금흐름	1,035.6	2,004.4	4,075.1	1,114.3	5,523.5

RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		7.0%	6.5%	6.0%
Long term ROAE	9.1%	173	199	224
	9.6%	199	225	252
	10.1%	226	253	280

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 188.89달러, 적정가치 최저: -8.3%, 적정가치 적정: 19.3%, 적정가치 최고: 48.4%, 적정가치 평균: 19.5%



Amgen (AMGN.US)

경쟁 심화 속에서도 유지될 가치

Amgen(이하 암젠)은 1980년 캘리포니아에서 설립된 미국의 대표 바이오제약 기업이다. 기존 화학적인 합성으로 신약을 개발하던 전통 제약사들과는 달리 유전자와 단백질 구조를 연구, 조작해 신약을 개발, 생산, 공급한다. Biogen, Celgene, Gilead와 함께 미국 바이오제약사 빅4 'ABCG'에 꼽히며, 대표 제품으로는 류머티즘 관절염 치료제인 엔브렐을 포함해 뉴라스타, 블린사이토 등이 있다. 최근 바이오시밀러 경쟁 심화에 따라 엔브렐을 비롯해 동사 오리지널 의약품의 매출 둔화 우려가 제기되지만, 암젠 역시도 오리지널의 제형 추가, 적응증 확대, 바이오시밀러 개발을 꾸준히 진행하며 성장 동력을 확보해 가고 있다.

FY18년 2분기 실적

암젠의 2018년 2분기 매출액은 60.6억 달러(YoY +4.3%), 비GAAP EPS는 3.83달러(YoY +17.1%)로 시장 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록했다.

제품별로, 매출 비중 1위의 류머티즘 관절염 치료제 엔브렐(Enbrel) 매출이 수요 위축에 YoY 11.2% 감소한 13억 달러를 기록했다. 그러나 백혈구 치료제 뉴라스타(Neulasta) 매출이 YoY 1.2% 증가한 11억 달러를 기록했고, 고지혈증 치료제 레파타(Repatha)는 수요가 지속 확대되면서 전분기에 이어 YoY 78.3% 증가하는 고성장세를 이어갔다. 골다공증 치료제 프로리아(Prolia)와 소아백혈병 치료제 블린사이토(Blinicyto) 또한 각각 YoY 20.8%, 39.5% 증가한 6.1억 달러, 0.6억 달러의 호실적을 기록하며 실적 증가를 견인했다. 전반적으로 엔브렐의 매출 감소가 부담이나, 기타 다양한 제품군에서 두 자릿수의 매출 증가세가 이어졌고, 이에 따라 전 제품 매출은 YoY 2% 증가세를 보였다.

한편 2분기 중에는 최초의 편두통 예방 치료제인 에이모빅(Aimovig)이 FDA 승인을 받으며 미국 판매를 시작했고, 동사의 첫 바이오시밀러인 칸진티(KANJINTI, 허셉틴의 복제약품)는 유럽에서 최종 판매가 이뤄졌다.

바이오시밀러 시장 확대와 암젠의 대응

암젠은 미국에 본사를 둔 다국적 바이오제약 기업으로, 류머티즘 관절염 치료제, 백혈병 치료제 등 다수의 혁신 의약품을 보유하고 있다.

다만 최근 몇 년간 바이오시밀러(복제약품) 업체의 시장 진입 가속화는 암젠을 포함한 대형 제약업체에 부담으로 작용한다. 바이오시밀러 산업은 과거 미국 내 규제가 타이트했었으나, 트럼프 정부 출범과 함께 바이오시밀러 육성 정책이 출시되면서 오리지네이터 보유 제약사들은 매출 타격의 부담을 안게 됐다. 실제로 동사가 개발한 대표 블록버스터인 Enbrel(류머티즘 관절염 치료제)의 경우, 삼성바이오에피스의 Benepali, 산도즈의 Erelzi 등 시밀러 제품 출시로 인해 가격인하, 판매량 감소가 나타났고, 이에 따른 매출 감소가 지난 몇 분기간 관찰되고 있다. 이후 11월 중에는 동사 뉴라스타(Neulasta)의 바이오시밀러 Udencya가 BSUFA 승인을 받을 것으로 예상되고 있어, 이 부분에 대한 우려 또한 상존한다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Developed Market Strategist 김진영

02-3787-4870/jykim@kiwoom.com

RA 지은송

02-3787-4932/jesky95@kiwoom.com

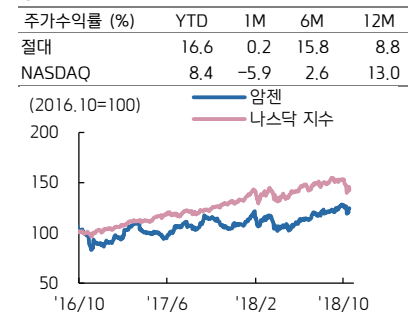
■ 블룸버그 목표주가: USD 206.70

■ 현재주가(10/18): USD 202.72

Stock Data

산업분류	생명공학/제약
NASDAQ (10/18)	7,485.1
시가총액 (백만 USD)	131,247.4
유통주식수 (백만)	647.3
52 주 최고/최저 (USD)	210.19 / 163.31
일평균 거래량 (3M)	2,604,801

Performance & Price Trend

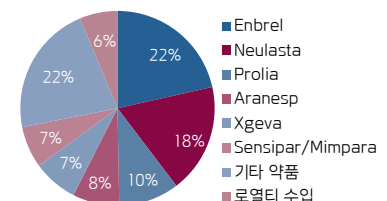


Earnings & Valuation

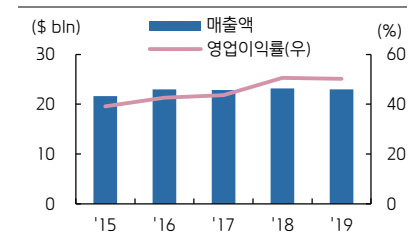
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	22,991	22,849	23,163	23,005
영업이익	9,794	9,973	11,709	11,548
OPM(%)	42.6	43.7	50.6	50.2
순이익	7,722	1,979	8,549	7,847
EPS(USD)	10.3	2.7	12.9	12.8
증감률(%)	12.8	-73.7	374.8	-0.7
PER(배)	14.2	15.3	14.5	13.9
PBR(배)	3.6	5.0	7.6	6.0
ROE(%)	26.7	7.2	43.2	41.5
배당수익률(%)	3.2	3.0	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중 (FY18 Q2)



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

다만, 이에 대응해 암젠은 기존 오리지네이터의 제형 추가, 적응증 확대, 바이오시밀러 개발을 꾸준히 진행 중이다. 실제로 올해 5월에는 노바티스社와 공동 개발한 편두통 예방 주사제 에이모빅(Aimovig)이 FDA의 승인을 받았고, 8월에는 기존 승인된 동맥경화용제 레파타(Repatha)는 새로운 적응증을 추가 획득했다. 또한 애브비社 휴미라(Humira)의 바이오시밀러로 개발한 동사의 암제비타(Amgevita)는 올해 10월 유럽에, 미국에서는 2023년 출시 예정이다. 허셉틴(Herceptin)의 복제품이자 동사의 첫 바이오시밀러 칸진티(KANJINTI)는 미국에서 FDA의 CRL(Complete Response Letter, 허가보류)를 받았으나, 유럽에서는 출시에 성공했고, 아바스틴(Avastin)의 바이오시밀러인 엠바시(MVASI)는 미국과 유럽에서 모두 허가를 받았다.

이렇듯 암젠은 경쟁 증가에 따른 압박 속에서도 시장 점유율을 유지할 수 있는 다양한 약품 및 파이프라인을 보유하고 있다. 실제로 BOA 컨퍼런스를 통해서 경쟁사들의 진입에 대한 질문에 “우리는 유럽에서의 경험이 있고, 향후 혁신적인 의약품에 대한 진입은 줄어들 것”이라며 자신감을 내비쳤다. 미국 출시를 앞두고 지난 6월 FDA로부터 허가보류를 받은 칸진티에 대해서는, 출시 준비가 정상적으로 진행되고 있어 출시일정에는 지장이 없을 것이라고 밝혔다.

밸류에이션 및 추가 상승 모멘텀

암젠이 창출하는 현금흐름 대비 현재 밸류에이션은 합리적인 수준에 있다는 판단이다. 동사 잉여현금흐름은 지난 5년간 꾸준히 증가세를 보이고 있는데 FY17년 연간으로는 YoY 9.3% 늘어난 105억 달러를 기록했다. 꾸준히 창출되는 잉여현금흐름은 향후 동사의 제품 포트폴리오 확대를 위한 R&D 등에 활용될 수 있을 것으로 전망된다.

경영진은 동사 장기성장의 핵심근거로, 1) 혁신적이고 차별화된 신약후보물질과 전달시스템, 2) 바이오시밀러, 그리고 3) 글로벌 확장을 제시했다. 주요 제품인 프롤리아, 레파타, 에이모빅 등, 그리고 현재 임상 중인 바이오시밀러 제품이 양적 성장을 견인할 것으로 판단했으며, 지속적인 글로벌 시장 확장에 따라 견고한 마진 증가와 현금흐름 창출이 가능할 것으로 내다봤다.

또 한편 암젠의 배당수익률은 현재 3% 수준으로 매우 안정적이다. 2011년 1월부터 배당금이 꾸준히 증가해 2017년까지 총 300%의 증가율을 보였으며, 같은 기간 S&P500 지수의 총 주주수익률(TSR)이 147%인 것과 비교해 암젠의 TSR은 264%로 훨씬 높다. 경영진은 향후에도 주주수익률을 지속 제고할 것이라 밝혔으며, 이는 동사의 장기적인 투자 매력을 높이는 요인 중 하나로 작용할 전망이다.

경영진은 2018년 암젠의 연간 매출 가이드언스를 225~232억 달러, 비GAAP EPS 가이드언스를 13.30~14.00달러로 상향 조정했다. 바이오시밀러 제품의 공격에도 불구하고, 로버트 암젠 CEO는, 세계적인 바이오시밀러 사업 구축을 위해 전략적 지분 투자를 감행한 점을 회상하며 바이오시밀러가 암젠에게도 의미 있는 성장 기회를 제공할 것이라 밝혔다.

Amgen FY18 2분기 주요 제품 실적

단위: 백만 USD	FY18 Q2			FY17 Q2	YoY 변화율
	U.S.	ROW	Total	Total	Total
Repatha	98	50	148	83	78%
BLINCYTO	34	26	60	43	40%
KYPROLIS	151	112	263	211	25%
Prolia	396	214	610	505	21%
XGEVA	339	113	452	395	14%
Nplate	107	72	179	164	9%
Vectibix	68	105	173	168	3%
Neulasta	948	152	1,100	1,087	1%
Sensipar/Mimpara	330	90	420	427	-2%
Parsabiv	66	7	73	0	NM
Enbrel	1,252	50	1,302	1,466	-11%
Aranesp	241	231	472	535	-12%
EPOGEN	250	0	250	292	-14%
NEUPOGEN	63	39	102	137	-26%
Other	24	51	75	61	23%
Total Product Sales	4,367	1,312	5,679	5,574	2%
Total Revenues			6,059	5,810	4%

자료: Amgen, 키움증권 리서치

Amgen 바이오시밀러 Pipeline (2018년 7월 26일 기준)

코드 및 원 성분/ 오리지널 제품	치료 대상	기타 특징
염증		
ABP 710 (infliximab) 휴미라	류마티스 관절염, 판상 건선, 크론병, 궤양성 대장암, 건선성 관절염, 강직성 척추염	항종양괴사인자(anti-TNF) 단일클론성항체,
ABP 798 (rituximab) 레미케이드	비호지킨 림프종, 만성림프구성 백혈병, 류마티스 관절염	항 CD20 (anti-CD20) 단일클론성항체, 앨러간과 공동 개발 중
혈액학/종양학		
ABP 494 (cetuximab) 세특시맙	대장암, 경부암	항표피성장요소수용체(anti-EGFr) 단일클론성항체, 앨러간과 공동 개발 중
ABP 959 (eculizumab) 솔리리스	발작성 야간혈색소 요증, 비정형 용혈 요독 증후군	C5단백질에 작용하는 단일클론성항체
KANJINTI (trastuzumab) 허셉틴	HER2 양성 유방암 및 위암	항 HER2 단일클론성항체, 올해 6월 FDA 승인 확정

자료: Amgen, 키움증권 리서치

수익성 비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
수익					
보통주자본이익율	24.69	21.55	25.77	26.65	7.18
총자산이익률(ROA)	8.44	7.63	9.88	10.36	2.51
총자본이익률	N/A	11.10	N/A	N/A	N/A
투자자본수익률	11.33	10.32	12.69	13.30	329
마진					
매출총이익률	82.08	77.96	8.049	81.90	82/19
EBITDA 이익률	38.30	41.29	48.83	51.76	52.20
영업이익률	31.41	30.86	39.10	42.60	43.65
영업 이익률 증분	20.55	23.36	142.53	99.62	N/A
세전이익률	28.19	27.84	36.83	39.85	42.00
특별항목전이익률	27.21	25.71	32.03	33.59	8.66
매출순이익률	27.21	25.71	32.03	33.59	8.66
보통주주할당순이익 이익률	27.21	25.71	32.03	33.59	8.66
추가					
유효세율	3.49	7.65	13.02	15.73	79.38
Dvd Payout Ratio	27.86	35.90	34.52	38.75	169.91
지속가능 성장률	17.81	13.81	16.87	16.32	-5.02

재무비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
크레딧					
EBITDA/이자비용	N/A	7.73	N/A	N/A	N/A
순채무/자기자본	57.60	14.31	0.17	-11.68	-25.10
순채무/자본	36.55	12.51	0.17	-13.22	-33.51
유동성					
현금비율	2.44	3.86	3.62	3.40	4.62
유동비율	3.44	4.95	4.45	4.41	5.49
장기부채/자기자본	134.07	117.21	103.91	101.06	135.45
장기부채/자본	54.63	53.48	49.04	46.83	56.44
장기부채/자산총계	44.80	43.78	40.84	38.90	42.76
총부채/자기자본	145.40	119.15	111.91	115.80	140.02
총부채/자본	59.25	54.37	52.81	53.66	58.34
총 부채/총 자산	48.59	44.51	43.99	44.57	44.20

주요 지표

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
시가총액	86,084.8	121,124.1	122,396.8	107,932.2	125,590.6
- 현금과 현금등가물	19,401.0	27,026.0	31,382.0	38,085.0	41,678.0
+ 우선주자본금&기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 총부채	32,128.0	30,715.0	31,429.0	34,596.0	35,342.0
기업가치	98,811.8	124,813.1	122,443.8	104,443.2	119,254.6
Revenue, Adj	18,676.0	20,063.0	21,662.0	22,991.0	22,849.0
성장률%, YoY	8.2	7.4	8.0	6.1	-0.6
Gross Profit, Adj	15,330	15,821	17,487	18,830	18,780
마진(%)	82.1	78.9	80.7	81.9	82.2
EBITDA, Adj	7,387.0	8,960.0	10,799.0	12,044.0	12,308.0
마진(%)	39.6	44.7	49.9	52.4	53.9
Net Income, Adj	5,136.4	5,598.7	7,075.6	7,752.7	8,357.5
마진(%)	27.5	27.9	32.7	33.7	36.6
EPS, Adj(USD)	6.71	7.27	9.24	10.28	11.37
성장률%, YoY	15.8	8.3	27.0	11.3	10.6
영업활동 현금흐름	6,291.0	8,952.0	9,731.0	10,354.0	11,177.0
자본지출	-693.0	-718.0	-594.0	-738.0	-664.0
잉여현금흐름	5,598.0	8,234.0	9,137.0	9,616.0	10,513.0

RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	33.1%	344	351	357
	33.6%	355	361	368
	34.1%	366	372	378

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 202.72달러, 적정가치 최저: 69.9%, 적정가치 적정: 78.2%, 적정가치 최고: 86.7%, 적정가치 평균: 78.2%



Biogen (BIIB.US)

미 신약 업계의 놀라운 선두주자

Biogen(이하 바이오젠)은 미국 대표 바이오/생명공학 기업이다. 1978년에 설립되었으며 Biotech 의약품으로 가득한 파이프라인을 통해 전세계 환자를 돕는 목표를 가지고 있다. 면역학 및 신경학 분야의 치료법 개발에 주력하고 있으며, 대표 제품으로는 재발성 다발성 경화증(MS) 치료를 위한 베스트셀러 의약품 Tecfidera와 Avonex(인터페론) 등이 있다. 또한 바이오젠은 심각한 희귀 질환 및 자가 면역 질환으로 생활하는 사람들에게 치료법을 개발, 제조 및 제공하는 데 심한 상패 건선 치료를 위한 FUMADERM 및 척수성 근위축증 (SMA) 치료를 위한 SPINRAZA를 판매한다

경영 지표

바이오젠의 이익 전망치는 지난 5개월 사이 5% 정도 상향 조정되었다. 그만큼 기존 제품들의 실적이 나아지고 있는 경우다. 바이오젠의 경영진은 MS 중점사업의 안정적 현금흐름을 바탕으로 신규제약 사업 성장에 대한 투자를 아끼지 않고 있다. 지속적으로 글로벌 확장 전략을 펴고 있어 한국, 중국, 대만, 콜롬비아에 자회사를 열었고, 삼성그룹과 바이오시밀러 JV를 추진 중에 있다. Biogen은 미국, 호주, 캐나다, 일본, 미국 및 여러 유럽 국가에 지사를 두고 있다. 약 30 개국에서 직판 영업을 하고 있으며, 60 개국의 유통 파트너를 통해 영업하고 있다. 미국은 Biogen의 가장 큰 시장으로 총수입의 60 % 이상 차지한다. 유럽 (독일 5%)이 뒤를 따른다.

산업/종목 매력도

바이오젠은 Spinraza에 대한 FDA 승인을 획득하여 2016 년 12 월에 척추 성 근 위축증 (SMA) 치료제를 판매 시작했다. 이 제품은 2017년 8 억 8 천 4 백만 달러의 매출을 올렸고, 2018 년에 15 억 달러 이상의 매출이 예상된다. 바이오젠의 파이프 라인인 회사의 역 동성을 보여준다. 동사는 3개의 3차 임상 시기 약품을 보유하고 있고, 그 중 하나는 향후 상당한 매출 잠재력을 보유하고 있다. 시장 조사 기관인 EvaluatePharma는 실험용 알츠하이머 병 약물 인 aducanumab을 생물 의약 산업에서 가장 중요한 자산으로 꼽았다. 동사는 또한 유망한 여러개 2차 임상 후보를 보유하고 있다. Opicinumab은 항 -LINGO-1 항체를 사용하여 신경 섬유를 보호하는 yelin sheath의 손상을 방지하는 약품이다. Biogen의 파이프 라인인 알츠하이머 병, 근 위축성 측삭 경화증 (ALS), 신경 병성 통증 및 루푸스를 비롯한 중추 신경계 질환 치료에 중점을 두고 있다. 독점 후보자 외에 Genentech, Portola Pharmaceuticals (루푸스 및 류마티스 관절염) 및 기타 제약 업체와 공동 개발 후보자를 확보하고 있으며 인수 및 제휴를 통해 지속적으로 파이프 라인을 확장 할 계획이다. 현재 판매제품들이 창출 한 높은 현금 흐름 덕분에 바이오젠은 향후 미국 내에서 가장 높은 성장이 가능한 미국 대표 바이오/신약 개발 회사다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Developed Market Strategist 김진영

02-3787-4870/jykim@kiwoom.com

RA 지은송

02-3787-4932/jesky95@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 395.73

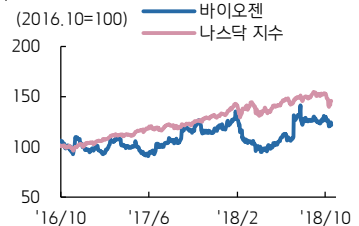
■ 현재주가(10/18): USD 330.15

Stock Data

산업분류	생명공학/제약
NASDAQ (10/18)	7,485.1
시가총액 (백만 USD)	68,134.0
유통주식수 (백만)	201.4
52 주 최고/최저 (USD)	388.67 / 249.17
일평균 거래량 (3M)	1,546,364

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	3.6	-2.0	23.2	-4.2
NASDAQ	8.4	-5.9	2.6	13.0

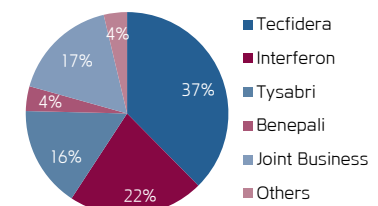


Earnings & Valuation

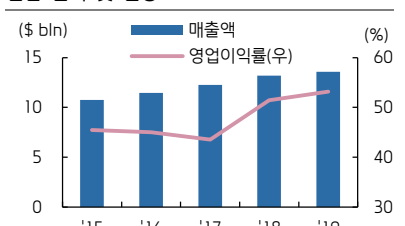
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	11,449	12,274	13,185	13,568
영업이익	5,150	5,344	6,784	7,213
OPM(%)	45.0	43.5	51.5	53.2
순이익	3,703	2,539	4,608	5,055
EPS(USD)	17.0	11.9	22.1	24.5
증감률(%)	10.3	-29.6	85.2	11.0
PER(배)	15.0	16.5	13.4	12.4
PBR(배)	5.0	5.3	4.7	3.6
ROE(%)	34.4	20.5	36.9	34.7
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중 (FY18 Q2)



연간 실적 및 전망



자료:블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

주가 상승 모멘텀

블룸버그 컨센서스 기준 2018년 PER 13.4배, PBR 4.7배, ROE 36.9%로 밸류에이션 매력도가 상당히 높다. 다른 바이오 회사들 대비 저평가되어 있는 밸류에이션과 높은 수익성을 감안하고, 향후 높은 성장성을 반영할 때 바이오젠의 주가는 향후 상승여력이 상당히 높다 판단된다.

컨센서스 이익을 반영해서 들여다 본 잔존가치 모델 상 상승여력을 보면, 현재 주가 대비 48.3%의 상승여력을 보유하고 있다. 자본이익률이 연 평균 매년 30% 수준을 유지하고, ROA 또한, 연 평균 15% 이상을 창출해 내는 신약 개발 회사로서 지속적으로 놀라운 성장을 보여주고 있는 기업이다. 아직도, 이 회사가 증명한 성장성과 수익성 대비 주가는 저평가 되어있다 판단된다.

수익성 비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
수익					
보통주자본이익률	23.90	30.21	35.15	34.42	20.52
총자산이익률(ROA)	16.94	22.42	20.98	17.47	10.91
총자본이익률	21.78	28.75	26.85	22.52	15.06
투자자본수익률	21.72	28.38	27.51	23.32	15.64
마진					
매출총이익률	87.63	87.93	88.48	87.08	86.72
EBITDA 이익률	43.96	48.03	51.02	50.95	52.35
영업이익률	36.29	40.94	45.44	44.99	43.54
영업 이익률 증분	46.59	52.57	86.62	37.87	23.49
세전이익률	35.78	40.67	44.29	43.09	41.79
특별항목전이익률	26.87	30.32	33.38	32.28	21.75
매출순이익률	26.87	30.25	32.95	32.34	20.69
보통주주할당순이익 이익률	26.87	30.25	32.95	32.34	20.69
추가					
유효세율	23.90	30.21	35.15	34.42	20.52
Dvd Payout Ratio	16.94	22.42	20.98	17.47	10.91
지속가능 성장률	21.78	28.75	26.85	22.52	15.06

주요 지표

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
시가총액	66,071.8	79,635.0	66,968.1	61,224.9	67,377.6
- 현금과 현금등가물	1,848.5	3,316.1	6,188.9	7,724.5	6,746.3
+ 우선주자본금&기타	0.6	5.0	2.1	-11.5	-14.7
+ 총부채	595.9	583.4	6,526.3	6,517.4	5,938.2
기업가치	64,819.8	76,907.3	67,307.6	60,006.3	66,554.8
Revenue, Adj	6,932.2	9,703.3	10,763.8	11,448.8	12,273.9
성장률%, YoY	25.7	40.0	10.9	6.4	7.2
Gross Profit, Adj	6,074.5	8,532.3	9,523.4	9,970.1	10,643.9
마진(%)	87.6	87.9	88.5	87.1	86.7
EBITDA, Adj	3,048.9	4,604.8	5,615.3	6,416.5	6,916.6
마진(%)	44.0	47.5	52.2	56.0	56.4
Net Income, Adj	1,853.6	2,934.8	3,647.0	4,142.1	4,115.2
마진(%)	26.7	30.2	33.9	36.2	33.5
EPS, Adj(USD)	7.77	12.18	15.77	18.94	19.32
성장률%, YoY	35.4	56.7	29.5	20.1	2.0
영업활동 현금흐름	2,345.1	2,942.1	3,919.4	4,587.2	4,551.0
자본지출	-246.3	-287.8	-643.0	-616.1	-867.4
잉여현금흐름	2,098.8	2,654.3	3,276.4	3,971.1	3,683.6

재무비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
크레딧					
EBITDA/이자비용	95.52	157.98	57.50	22.44	25.62
순채무/자기자본	-14.53	-25.27	3.60	-9.95	-6.41
순채무/자본	-17.00	-33.82	3.47	-11.05	-6.85
유동성					
현금비율	0.70	0.83	1.33	1.43	1.10
유동비율	1.81	2.04	2.60	2.55	2.34
장기부채/자기자본	6.87	5.37	69.56	53.70	47.11
장기부채/자본	6.43	5.09	41.01	34.93	32.02
장기부채/자산총계	4.99	4.05	33.44	28.47	25.09
총부채/자기자본	6.91	5.39	69.61	53.74	47.14
총부채/자본	6.47	5.12	41.04	34.95	32.04
총 부채/총 자산	5.02	4.08	33.46	28.49	25.11

RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		12.5%	12.0%	11.5%
Long term ROAE	26.5%	444	461	479
	27.0%	471	489	507
	27.5%	500	518	537

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 330.15달러, 적정가치 최저: 34.4%, 적정가치 적정: 48.2%, 적정가치 최고: 62.5%, 적정가치 평균: 48.3%



브리스틀마이어스스킵(BMY.US) 자리를 지키고 있는 미 대표 제약사

브리스틀-마이어스 스킵 컴퍼니(Bristol-Myers Squibb)는 미국 뉴욕에 본사를 둔 제약 회사이다. 브리스틀-마이어스 스킵은 암, 후천면역결핍증후군, 심혈관계 질환, 당뇨병, 간염, 류머티스 관절염, 정신 질환 등을 포함한 여러가지 분야에서 의약품 생산한다. BMS의 주요 R&D 센터는 뉴저지 주 로렌스타운십 (구 스킵, 프린스턴 근처), 코네티컷 주 월링퍼드 (구 브리스틀-마이어스)에 있으며, 다른 센터로는, 뉴욕 주 이스트시러큐스, 뉴저지 주 뉴브런즈윅과 프린스턴 파이크와 호프웰 타운십, 아일랜드 스위즈, 벨기에 브리안느 알류, 일본 도쿄, 인도 방갈로르에 있다.

기업개요

브리스틀-마이어스 스킵 (Bristol-Myers Squibb Company)은 세계적인 생의약품회사다. 동 사는 의약품 및 영양보충 제품을 개발, 라이선싱, 제조, 출시 및 판매하고 있다. 동사의 제품 및 실험 치료법들은 암, 심장병, HIV/AIDS, 당뇨병, 류마티스 관절염, 간염, 장기이식 거부 반응 및 정신질환 치료에 사용되고 있다. 바이오 의약품의 블록버스터 의약품에는 암 치료제 오피보 (Opdivo), 뇌 혈관염 치료제 인 오렌시아 (Orencia), 뇌졸중 예방을위한 엘리 룩스 (Eliquis)가 포함된다. BMS는 또한 HIV 치료 Reyataz와 Sustiva를 만든다. BMS는 미국과 유럽을 중심으로 하는 글로벌 연구 시설 및 제조 공장을 보유하고 있으며, 해당 제품은 100 개국의 의료 종사자, 병원 및 관리 의료기관에 판매된다.

R&D와 영업

BMS의 R & D 노력은 면역 - 종양학 분야를 특히 강조, 주요 의약품 개발에 중점을 두고 있다. 다른 핵심 치료 영역에는 면역 과학 (특히 루푸스, 류마티스 성 관절염 및 염증성 장 질환), 심혈관 질환 및 섬유 성증이 포함된다.

미국의 도매 의약품 유통 업체 인 McKesson, Cardinal Health 및 AmerisourceBergen은 매년 매출액의 약 60 %를 차지한다. 도매 업체 외에도 병원, 클리닉, 의사 및 간호사, 정부 기관, 약국, 약국 혜택 관리자 (PBM) 및 관리 의료 기관 (MCO)을 포함한 고객에게 직접 제품을 판매하고 있다. BMS는 특정 시장에서 직판 인력을 고용, 독립적 인 마케팅 담당인력을 사용한다. 소비자, 의료 전문가, 복리 후생 관리자 및 관리 진료 기관을 대상으로 하는 텔레비전, 라디오, 인쇄물 및 디지털 홍보 활동으로 연간 7 억 4 천만 달러의 광고 비용을 쓴다.

BMS는 HIV 치료 Reyataz와 Sustiva를 포함한 약물 치료 및 특허 만료 및 BMC는 종양학, 신경학 및 신진 대사와 같은 분야에서 새로운 의약품의 판매 증가에 기대를 걸고 있다. 가장 빠르게 성장하는 제품에는 Opdivo (2017 년 최대 판매 대수 49 억 달러), Eliquis (매출액 44 % 증가), Orencia 및 Sprycel이 있다. 2017 년, Opdivo와 Eliquis의 매출은 전체 매출의 거의 50 %를 차지했다. 협업은 BMS의 개발 및 마케팅 전략의 중요한 부분이다. 종양학 분야에서 BMS는 협업을 통해 Opdivo의 용도를 확장했으며 이 약물은 2017 년에만 7 종의 새로운 적용이 승인되었다. 또한, BMS는 추가 암 치료제의 파이프 라인에 계속 투자하고 있다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Global Strategist 유동원

02-3787-4766/danielyoo@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 62.18

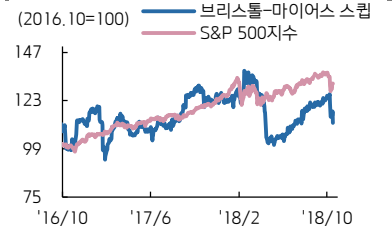
■ 현재주가(10/18): USD 55.98

Stock Data

산업분류	생명공학 및 제약
S&P500 (10/18)	2,768.8
시가총액 (백만 USD)	96,117.5
유통주식수 (백만)	1,631.9
52 주 최고/최저 (USD)	70.05 / 49.96
일평균 거래량 (3M)	6,002,136

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-8.6	-8.9	7.0	-12.1
S&P500	3.6	-4.7	2.2	8.1

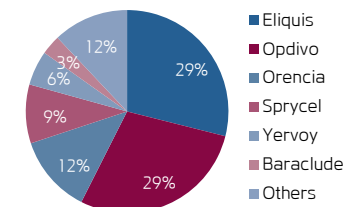


Earnings & Valuation

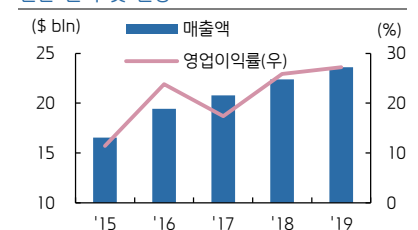
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	19,427	20,776	22,379	23,623
영업이익	4,630	3,612	5,795	6,434
OPM(%)	23.8	17.4	25.9	27.2
순이익	4,457	1,007	4,460	5,196
EPS(USD)	2.7	0.6	3.0	3.7
증가율(%)	184.0	-77.2	384.1	23.6
PER(배)	21.3	19.7	16.3	15.0
PBR(배)	6.0	8.5	7.3	6.1
ROE(%)	29.3	7.2	45.6	44.2
배당수익률(%)	2.7	2.6	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

항목별 매출 비중



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

주가 상승 모멘텀

블룸버그 컨센서스 기준 2018년 PER 16.3배, PBR 7.3배, ROE 45.6%로 밸류에이션 상대적으로 싸지는 않다. 하지만, 다른 바이오 회사들 대비 매력있는 밸류에이션과 높은 수익성을 감안하고, 향후 높은 성장성을 반영할 때 BMS의 주가는 향후 상승여력이 상존한다 판단된다. 컨센서스 이익을 반영해서 들여다 본 잔존가치 모델 상 상승여력을 보면, 현재 주가 대비 91.0%의 상승여력을 보유하고 있다.

수익성 비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
수익					
보통주자본이익률	17.81	13.36	10.75	29.28	7.21
총자산이익률(ROA)	6.88	5.54	4.78	13.62	2.99
총자본이익률	12.36	9.49	8.08	20.98	4.72
투자자본이익률	12.27	12.60	7.38	17.32	3.59
마진					
매출총이익률	71.81	75.24	76.39	74.54	70.80
EBITDA 이익률	23.55	19.26	14.79	27.06	21.58
영업이익률	18.90	16.32	11.41	23.83	17.39
영업 이익률 증분	—	-99.80	—	95.57	—
세전이익률	17.64	14.99	12.54	30.45	24.70
특별항목전이익률	15.75	12.78	9.85	23.20	4.69
매출순이익률	15.64	12.62	9.45	22.94	4.85
보통주주당순이익 이익률	15.64	12.62	9.45	22.94	4.85
추가					
유효세율	10.76	14.78	21.47	23.80	81.00
Dvd Payout Ratio	90.44	119.89	158.71	57.36	256.47
지속가능 성장률	1.70	-2.66	-6.31	12.48	-11.29

재무비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
크레딧					
EBITDA/이자비용	19.39	15.06	13.31	31.47	22.88
순채무/자기자본	0.45	-26.77	-15.54	-14.44	-11.23
순채무/자본	0.44	-36.56	-18.39	-16.88	-12.65
유동성					
현금비율	0.36	0.88	0.53	0.72	0.71
유동비율	1.52	1.73	1.30	1.55	1.55
장기부채/자기자본	52.38	48.33	45.41	34.97	58.88
장기부채/자본	33.85	31.74	31.02	24.79	35.21
장기부채/자산총계	20.68	21.46	20.63	16.96	20.79
총부채/자기자본	54.74	52.27	46.37	41.04	67.21
총부채/자본	35.38	34.33	31.68	29.10	40.19
총 부채/총 자산	21.61	23.21	21.07	19.90	23.73

주요 지표

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
시가총액	87,219.2	97,576.6	114,260.2	97,244.2	99,580.0
- 현금과 현금등가물	8,272.0	11,843.0	8,930.0	9,069.0	9,292.0
+ 우선주자본금&기타	82.0	131.2	158.0	170.0	106.0
+ 총부채	8,340.0	7,832.0	6,689.0	6,708.0	7,962.0
기업가치	87,369.2	93,696.8	112,177.2	95,053.2	98,356.0
Revenue, Adj	16,385.0	15,879.0	16,560.0	19,427.0	20,776.0
성장률%, YoY	-7.0	-3.1	4.3	17.3	6.9
Gross Profit, Adj	11,802.0	12,098.0	12,735.0	14,502.0	14,856.0
마진(%)	72.0	76.2	76.9	74.6	71.5
EBITDA, Adj	3,911.0	4,291.0	4,678.0	5,744.0	5,944.0
마진(%)	23.9	27.0	28.2	29.6	28.6
Net Income, Adj	2,748.9	2,957.7	3,457.1	4,616.7	5,131.0
마진(%)	16.8	18.6	20.9	23.8	24.7
EPS, Adj(USD)	1.65	1.77	2.06	2.75	3.11
성장률%, YoY	-19.6	7.2	16.1	33.5	13.2
영업활동 현금흐름	3,545.0	3,148.0	2,105.0	3,058.0	5,275.0
자본지출	-537.0	-526.0	-820.0	-1,215.0	-1,055.0
잉여현금흐름	3,008.0	2,622.0	1,285.0	1,843.0	4,220.0

RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
Long term ROAE		12.5%	12.0%	11.5%
	31.5%	99	102	105
	32.0%	104	107	110
	32.5%	109	112	115

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 55.98달러, 적정가치 최저: 76.5%, 적정가치 적정: 90.9%, 적정가치 최고: 105.8%, 적정가치 평균: 91.0%



CVS Health (CVS.US)

보험과 제약을 아우르는 대형 헬스케어 업체

CVS Health Corporation(이하 CVS헬스)는 1963년 매사추세츠주에 설립된 Consumer Value Store(CVS)를 전신으로 하는 종합 헬스케어 서비스 기업이다. 보험약제관리(PBM)와 소매유통 사업부문을 영위하고 있으며, 양 부문에서 모두 미국 내 선도적 위치를 차지하고 있다. 지난해 말에는 미국 3대 의료보험사 애트나(Aetna)를 690억 달러에 인수할 계획을 발표하며 보험과 제약을 아우르는 공룡 기업으로의 재편을 예고했다. 아직 미 법무부(DOJ)의 승인 절차가 대기 중이나, M&A 완료 시 애트나 인프라를 통한 시너지 효과 창출이 기대되며, 대형 헬스케어 종합 서비스로 한 단계 도약할 가능성이 높아 보인다.

FY18 2분기 실적

CVS헬스의 FY18 2분기(2018년 4~6월) 조정 EPS는 1.69달러(YoY +27.0%)로 블룸버그 컨센서스(1.62달러)와 가이던스(1.59~1.64달러)를 상회하는 호실적을 기록했다. 매출과 영업이익도 각각 467.1억 달러(YoY +2.2%)와 23.7억 달러(YoY +4.6%)를 기록하며 견조한 실적을 보였다. 사업 부문별로도 보험약제관리(이하, PBM)*과 소매유통 부문의 매출이 각각 332.5억 달러(YoY +2.9%), 206.7억 달러(YoY +5.7%)로 안정적인 성장세를 보였다.

*보험약제관리(Pharmacy Benefit Manager): 미국에서 조제약의 가격이나 처방 등이 적합한지를 평가하고 제약회사/유통사와 보험회사 사이에서 약제 가격을 중재하는 서비스를 제공하는 업체이다. 미국의 의료 공/사보험 모두 PBM에 의약품 사용목록 관리를 맡겨왔는데, PBM들은 다수 환자에 대한 접근권을 무기로 제약회사로부터 관례적인 리베이트를 받고 있다. 이에 최근 트럼프 대통령은 약가인하 청사진을 통해 PBM들이 받는 리베이트나 할인을 의약품 가격 상승 요인으로 지목했다.

양적 성장 - 헬스케어 종합 서비스 기업으로

CVS헬스는 부문 간, 부문 내 시너지를 활용해 거대한 헬스케어 종합 서비스 기업으로 진화 중이다. 우선, 동사는 PBM(보험약제관리) 부문에서 9,400만 명의 가입자를 보유한 미국 최대 PBM 업체다. 가입자들에게 의약품 서비스를 제공하면서, 동사의 다른 사업부문인 의약품 소매유통 부문을 적극적으로 활용해 사업 부문간 시너지 효과를 내고 있다. 한 예로 2009년 Maintenance Choice라는 PBM 서비스를 개시했다. 서비스 가입자들은 90일 치 처방약을 CVS 계열사 의약품 소매 유통점(CVS Pharmacy, CVS Specialty 등)에서 구입하는 대신, 일반 PBM 서비스(30일 치 처방약을 다양한 약국에서 구매)보다 상대적으로 저렴하게 의약품을 제공받을 수 있게 됐다. 2017년 말 기준 해당 서비스 가입자수는 동사 PMB 전체 가입자 수의 1/4이 넘는 2,600만 명에 달한다.

또한 동사는 의약품 소매유통 부문 내에서의 시너지 효과도 적극 활용 중이다. 동사의 드럭스토어(Drug Store) 브랜드 CVS Pharmacy를 통해서만 일상적 건강 관리를, 전문약국 브랜드 CVS Specialty를 통해서만 비일상적 건강 관리까지 통합적인 의약품 소매 유통사로 활약한다. 현재 약 9,800개 점포를 보유하고 있는 CVS Pharmacy는 Walgreens과 함께 미국 드럭스토어 양대산맥으로 불리고, CVS Specialty 역시 미국 최대의 전문 약국 업체로 통한다. 2015년에는 영양원 환자의 의약품을 조제/처방하는 전문 약국 서비스 업체 Omnicare를 인수해 동사의 소매 유통부문을 강화했다

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Developed Market Strategist 김진영

02-3787-4870/jykim@kiwoom.com

RA 정나영

02-3787-0327/lydia.ny.jeong@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 88.86

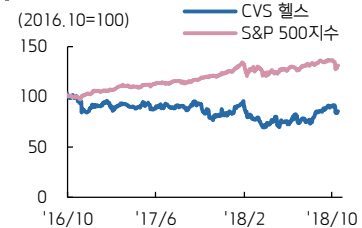
■ 현재주가(10/18): USD 74.53

Stock Data

산업분류	헬스케어/서비스
S&P500 (10/18)	2,768.8
시가총액 (백만 USD)	75,703.2
유통주식수 (백만)	1,018.1
52 주 최고/최저 (USD)	83.88 / 60.14
일평균 거래량 (3M)	7,653,521

Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	2.8	-5.2	11.9	0.6
S&P 500	3.6	-4.7	2.2	8.1

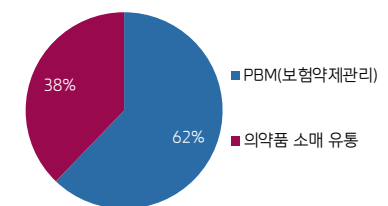


Earnings & Valuation

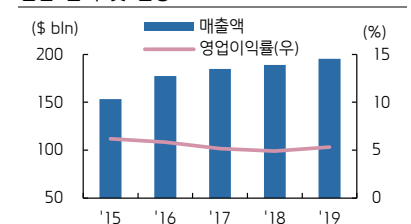
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	177,526	184,765	188,896	195,417
영업이익	10,366	9,517	9,272	10,403
OPM(%)	5.8	5.2	4.9	5.3
순이익	5,317	6,622	3,558	6,759
EPS(USD)	4.9	6.5	4.0	6.7
증감률(%)	5.8	31.2	-38.6	68.6
PER(배)	13.8	13.5	10.6	10.2
PBR(배)	2.3	2.0	2.0	1.9
ROE(%)	14.4	17.8	13.5	18.1
배당수익률(%)	2.5	2.8	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중 (FY18 Q2)



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

이에 더해 최근 미 법무부는 CVS헬스와 미국 3위 건강보험회사 애트나(Aetna)의 합병을 승인했다. 대신 승인 조건으로 동사는 애트나의 파트D(처방약 플랜) 사업을 건강보험회사 웰케어에 매각하기로 했다. 양사간 합병은 690억 달러에 달하는 대규모 계약 건으로, 이로써 동사는 2,200만 명의 애트나 보험 가입자를 자사 PBM 고객으로 확보할 수 있게 됐다. 또한 미국 전역에 응급진료소를 여는 등 오프라인 서비스를 강화해 헬스케어 부문까지 영역을 확대한다는 계획도 시행할 수 있게 됐다. 또 한편, 양사간 합병은 제약시장 진출을 본격 시도하는 아마존(Amazon)과의 경쟁에 대응하는 차원에서도 효과적일 전망이다. 지난 6월에는 미국 우정청(USPS)와 손잡고 처방약 배송 서비스를 시작하면서 아마존의 의약품 배송 서비스에 직접 대응하려는 모습을 보였다.

질적 향상 - 지속적인 사업 효율화 노력

양적 성장뿐만 아니라 동사의 질적 성장을 위한 노력도 지난 몇 년간 계속되어 왔다. 우선, 트럼프의 약가인하 계획(일명 Blue Print)이 공개된 이후 동사를 포함한 PBM 업체들은 당시 상당한 타격을 받을 것으로 전망됐다. PBM이 높은 의약품 가격의 주범으로 제약사와 정부의 공격대상이 되면서, 향후 관행 상 PBM 업체들에게 제공되던 리베이트가 줄어들고, PBM사들의 보험사 사용약물 선정 권한이 축소될 것이라는 점에서도.

그러나 CVS헬스는 이에 대응해 고비용 약제를 보험에서 제외하기 위한 새로운 가격 시스템을 도입하고, 회사가 보험에서 제외할 수 있는 약을 결정하겠다고 밝혔다.

트럼프의 가격인하 정책이 언급되기 전에도 동사는 비용효율화 모델(Cost-effective Model)을 통해 보험사와 환자들의 비용 절감에 앞장섰다. 만성질환 환자에 대해서는 Transform Care 프로그램을 통해 개인별로 최적화된 개선 방안을 분석해 제공하고, 동사가 보유한 건강관리 자원을 활용할 수 있게 하면서, 환자와 보험사의 부담을 줄여나갔다. Transform Care의 변형으로 최근에는 당뇨병 환자를 위한 Transform Diabetes Care 프로그램도 제공하고 있는데, 이는 출시 후 1년 여 만에 환자 당 약 3천 달러의 의료비용 절감 효과를 가져왔다 (2017년 사업보고서 기준).

또한, 동사는 트럼프의 약가인하 계획 발표 직전인 4월, CVS Pharmacy 각 매장에 Rx Savings Finder라는 시스템을 배포해 고객들의 약제 부담을 줄이겠다고 밝혔다. 이 시스템은 환자들의 처방전을 통해 다음의 3가지를 검토해 주는데, 1) 보다 저렴한 대체가능 의약품의 여부, 2) 대량 구매를 통한 비용절감을 가능케 하는 구매 수량, 그리고 3) 할인 적용 가능성 여부이다. 이외 PBM 가입자들에게도 안정성과 효과성이 입증된 복제약을 적극적으로 활용하고, Real-time benefits라는 프로그램을 통해 처방 시 보다 저렴한 대체 의약품 정보를 제공받을 수 있게 하는 등 약가 투명성 제고와 환자들의 약가 절감을 위해 노력해왔다.

동사의 질적 성장을 위한 또 다른 노력은 2014년 자사 드럭스토어에서 담배 판매를 중단한 유명한 사례를 통해서도 찾을 수 있다. 1990년부터 CVS헬스에 근무했던 現 CEO 멀로는 2014년 9월, 연간 20억 달러의 매출 저하 우려에도 불구하고, 국민 건강이 최우선이라는 타이틀을 걸고 담배 판매 중단을 선언했다. 사회적 책임을 다하는 기업으로의 위상이 높아진 점은 브랜드 이미지 제고와 함께 매출 증가로 연결됐다.

애틀라와의 M&A 성공에 따라 약국 체인과 건강보험 서비스가 결합된 의료 공공기업이 탄생하게 됐다. 동사 경영진에 따르면, 애틀라 인프라를 결합해 얻어지는 시너지 효과는 약 7억 5천만 달러 규모에 이를 것으로 예상되고 있으며, 이는 동사의 주가 리레이팅 요인으로 작용할 전망이다.

블룸버그 컨센서스 상 CVS헬스의 2018년, 2019년 회계연도 매출액은 각각 1,888.9억 달러와 1,954.1억 달러로, 전년대비 2%, 3% 성장이 전망된다. 또한, 2019년 영업이익은 104억 달러로 전망되어 올해 말 예상치 대비 확대될 것으로 예상되고 있다. 한편 2018년 연간 PER과 PBR은 각각 10.6배, 2.0배로 전망되면서 과거 2016~2017년 수준 대비해서 밸류에이션 부담은 점차 낮아질 것으로 보여진다.

수익성 비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
수익					
보통주자본이익률	12.15	12.19	13.86	14.37	17.77
총자산이익률(ROA)	6.67	6.37	6.29	5.69	6.99
총자본이익률	9.93	9.82	9.97	9.27	11.58
투하자본수익률	9.33	9.73	9.29	9.30	11.46
마진					
매출총이익률	18.76	18.20	17.31	16.26	15.45
EBITDA 이익률	7.82	7.70	7.55	7.23	6.49
영업이익률	6.34	6.31	6.18	5.84	5.15
영업 이익률 증분	22.71	6.04	4.86	3.68	—
세전이익률	5.94	5.51	5.62	4.87	4.47
특별항목전이익률	3.63	3.33	3.41	3.00	3.59
매출순이익률	3.62	3.33	3.42	3.00	3.58
보통주주당순이익 이익률	3.62	3.32	3.40	3.00	3.58
추가					
유효세율	38.89	39.50	39.30	38.40	19.80
Dvd Payout Ratio	23.81	27.61	30.09	34.30	30.77
지속가능 성장률	9.26	8.82	9.69	9.44	12.30

주요 지표

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
시가총액	84,452.6	109,793.4	107,644.8	83,723.5	73,515.0
- 현금과 현금등가물	4,177.0	2,515.0	2,547.0	3,458.0	1,807.0
+ 우선주자본금&기타	0.0	5.0	46.0	4.0	4.0
+ 총부채	13,402.0	12,890.0	27,464.0	27,531.0	27,002.0
기업가치	93,677.6	120,173.4	132,607.8	107,800.5	98,714.0
Revenue, Adj	126,761.0	139,367.0	153,290.0	177,526.0	184,765.0
성장률%, YoY	3.0	9.9	10.0	15.8	4.1
Gross Profit, Adj	23,783.0	25,367.0	26,528.0	28,857.0	28,545.0
마진(%)	18.8	18.2	17.3	16.3	15.4
EBITDA, Adj	9,835.0	10,724.0	11,929.0	13,081.0	12,494.0
마진(%)	7.8	7.7	7.8	7.4	6.8
Net Income, Adj	4,551.0	4,937.7	5,436.3	6,189.1	5,517.1
마진(%)	3.6	3.5	3.5	3.5	3.0
EPS, Adj(USD)	3.71	4.23	4.83	5.72	5.36
성장률%, YoY	16.3	13.9	14.3	18.4	-6.2
영업활동 현금흐름	5,783.0	8,137.0	8,539.0	10,141.0	8,007.0
자본지출	-1,984.0	-2,136.0	-2,367.0	-2,224.0	-1,918.0
잉여현금흐름	3,799.0	6,001.0	6,172.0	7,917.0	6,089.0

재무비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
크레딧					
EBITDA/이자비용	95.52	157.98	57.50	22.44	25.62
순채무/자기자본	-14.53	-25.27	3.60	-9.95	-6.41
순채무/자본	-17.00	-33.82	3.47	-11.05	-6.85
유동성					
현금비율	0.70	0.83	1.33	1.43	1.10
유동비율	1.81	2.04	2.60	2.55	2.34
장기부채/자기자본	6.87	5.37	69.56	53.70	47.11
장기부채/자본	6.43	5.09	41.01	34.93	32.02
장기부채/자산총계	4.99	4.05	33.44	28.47	25.09
총부채/자기자본	6.91	5.39	69.61	53.74	47.14
총부채/자본	6.47	5.12	41.04	34.95	32.04
총 부채/총 자산	5.02	4.08	33.46	28.49	25.11

RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	14.7%	101	105	110
	15.2%	106	111	116
	15.7%	112	117	122

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 74.53달러, 적정가치 최저: 34.9%, 적정가치 적정: 49.1%, 적정가치 최고: 63.9%, 적정가치 평균: 49.2%



Danaher (DHR.US)

다양한 의료기기 업체 종합선물세트

Danaher Corporation(이하 **다나허**)는 1969년 설립된 미국의 대표 의료기기 및 산업용품 제조 업체이다. 20개 이상 자회사를 통해 생명과학부터 진단, 수질측정, 폐수처리, 열전사 프린터, 치아 임플란트에 이르는 다각화된 사업을 영위하고 있다. 사업부문은 크게 생명과학(Life Science), 진단(Diagnostics), 덴탈(Dental), 환경 및 응용솔루션(Environmental and Applied Solutions)의 4개 분야로 분류된다. 다만 2014년 노벨 바이오케어 인수로 큰 폭 성장한 덴탈 사업부는 2019년 하반기 중 'DentalCo'라는 독립 상장사로 분사될 예정이다. 애보트(Abbott), 로슈(Roche), 지멘스(Siemens)와 함께 글로벌 체외진단 시장을 과점하고 있으며, 세계적인 고령화 추세 지속과 감염성 질환 증가에 따라 지속적인 매출 확대가 전망된다.

FY18 2분기 실적 결과

다나허의 FY18년 2분기 비GAAP 매출은 YoY 10.5% 상승한 49.8억 달러를 기록했다. 회계 EPS는 1.15달러로 YoY 16.0% 증가했으며, 영업마진은 YoY 240 bps 상승한 17.4%를 기록했다. 특히 잉여현금흐름이 상반기 15.8억 달러(YoY +21.5%)를 기록해 강한 현금흐름 창출이 지속되고 있음을 보여줬다.

사업부별로, 생명과학 분야는 매출 16.1억 달러(YoY +16.0%), 영업마진 18.2%(YoY +220 bps)를 기록, 진단 분야는 매출 15.5억 달러(YoY +7.5%), 영업마진 17.7%(YoY +680 bps)를 기록하면서 주 사업부문의 호실적이 이어졌다. 덴탈 사업부와 환경 및 응용솔루션 부문 매출도 각각 YoY 4.5%, 11.0% 상승하며 증가세를 보였으나 영업마진은 각각 130 bps, 90 bps 소폭 하락했다.

한편 다나허는 2019년 하반기까지 동사의 덴탈 사업부를 "DentalCo"라는 이름의 독립된 상장사로 분사할 계획을 발표했다. 분사 과정 중 발생 가능한 세금은 주주들에게 면제될 방침이며, 이번 분사는 그 동안 리스크 요인이었던 영업비용 증가세를 개선할 수 있다는 측면에서 매우 긍정적으로 평가되고 있다. 창출되는 수익은 향후 M&A 전략과 DBS(Danaher Business System, 다나허경영시스템) 역량 강화에 활용되면서 높은 성장률을 기록하는 기타 사업 부문에 집중 사용될 전망이다.

다나허 비즈니스 시스템(DBS)

다나허는 올해 1분기 IDT(유전체의학 응용을 위한 고가치 소모품 제조업체) 인수를 통해 유전체의학 사업 강화 비전을 밝혔다. 사실 동사는 올해뿐만 아니라 지난 몇 년 간 공격적인 M&A를 통해 외형 및 매출 확대를 지속해 오고 있는데, 그 배경에는 독특한 경영 시스템인 'DBS(Danaher Business System)'가 자리잡고 있다.

DBS는 다각도로 인수대상 기업을 평가하고 통합비용을 측정하는 시스템으로, 그간 동사 외형 확장에 밑거름 역할을 해왔다. 즉 다나허는 자체적인 개발을 통한 신제품 출시보다는, 다수의 유망 기업들을 인수한 이후 적극적인 경영 참여를 통해 매출을 창출하는 방식으로 성장해왔다.

이에 따라 1969년 리츠회사로 출범한 다나허는 2004년 덴마크 의료장비업체 Radiometer 인수를 시작으로 본격적인 의료기기 시장에 진출했고, 이제는 20개 이상 의료기기 자회사를 보유한 종합기업으로 자리잡고 있다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

DM Strategist 김진영

02-3787-4870/jykim@kiwoom.com

RA 지은송

02-3787-4932/jesky95@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 114.00

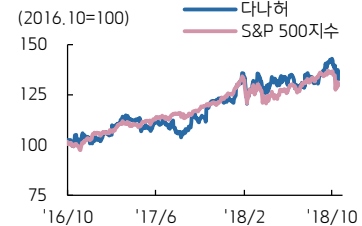
■ 현재주가(10/18): USD 101.24

Stock Data

산업분류	헬스케어/의료장비
S&P500 (10/18)	2,768.8
시가총액 (백만 USD)	70,949.0
유통주식수 (백만)	700.8
52 주 최고/최저 (USD)	110.13 / 85.10
일평균 거래량 (3M)	2,383,409

Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	9.1	-5.2	-1.1	17.7
S&P 500	3.6	-4.7	2.2	8.1

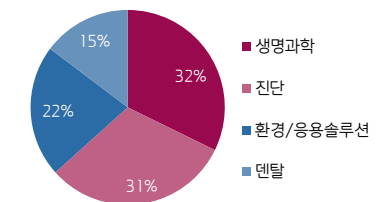


Earnings & Valuation

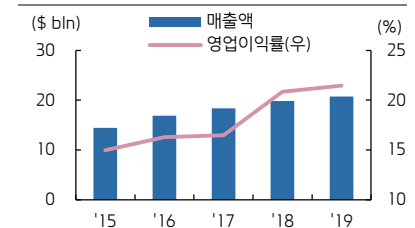
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	16,882	18,330	19,849	20,719
영업이익	2,751	3,021	4,139	4,446
OPM(%)	16.3	16.5	20.9	21.5
순이익	2,554	2,492	2,786	3,047
EPS(USD)	3.7	3.6	4.0	4.3
증감률(%)	-23.2	-3.0	11.2	9.1
PER(배)	32.4	28.2	22.5	20.9
PBR(배)	2.3	2.5	2.5	2.3
ROE(%)	10.9	10.1	11.0	10.7
배당수익률(%)	0.7	0.6	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중 (FY18 Q2)



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

대표 인수 사례로는, 올해 4월 IDT를 포함해 2016년 피노믹스(분리과학용 소비재)와 세페이드(분자 진단), 2015년 폴(의료용 필터), 2014년 노벨바이오키퍼(치아 임플란트), 2011년 베크만콜터(진단시약/장비) 등이 있다.

동사 경영진은 앞으로도 DBS가 다나허의 사업 포트폴리오 다각화와 지속 가능한 성장의 원동력이 될 것으로 내다봤다. 창출되는 현금 흐름을 기업 인수 등에 재투자해 외형을 지속 확대할 계획이며, 수요가 많은 산업에서 주도적으로 시장 점유율을 늘려나갈 방침이다.

체외진단 시장 확대에 따른 수혜 기대

생명과학부터 치과용품에 이르기까지 다양한 사업을 영위하고 있지만, 그 중에서도 다나허는 로슈(Roche)와 애보트(Abbott), 지멘스(Siemens)와 함께 글로벌 체외진단 시장을 약 50% 과점하고 있는 기업이다. 체외진단이란 혈액, 분뇨, 체액, 침 등에서 유래한 물질을 이용해 몸 밖에서 일어나는 병을 진단하는 기술로 내시경이나 조직 검사보다 신속, 간편하고 저렴하다는 장점을 가지고 있다.

글로벌 체외진단 시장 규모는 2017년 기준 약 661억 달러로, 2013년 498억 달러에서 연평균 7.3%씩 성장해왔고, 2019년에는 700억 달러 이상의 대규모 시장을 형성할 것으로 예상된다. 세계적인 고령화 추세와 감염성 질환 증가로 체외진단 수요는 지속 확대 중이며, 특히 개발도상국 등 신흥 시장에서도 성장세가 가시화되고 있다. 동사는 또한 체외진단 시장 중에서도 성장 속도가 가장 빠를 것으로 예상되는 '분자진단' 분야에 투자를 확대하고 있다. 2016년 인수한 세페이드를 비롯해 라이카 마이크로시스템, 베크만콜터 등은 동사의 분자진단 사업 포트폴리오를 더욱 다채롭게 만들었다.

글로벌 체외진단 시장 확대 속 진입장벽이 높은 체외진단 분야에서 경쟁력을 확보하고 있는 다나허의 수혜는 지속될 수 있을 것으로 판단된다.

밸류에이션 및 추가 상승 모멘텀

블룸버그 컨센서스 상 다나허의 연간 매출은 지난해 183.3억 달러에서 올해 말 198.5억 달러, 2019년 207.2억 달러로 지속적인 성장세가 전망된다. 영업이익률 또한 2017년 16.5%에서 올해 말 20.9%, 내년 말 21.5%로 안정적인 증가세가 예상되고 있다. 경영진은 올해 연간 EPS 가이드언스를 4.43~4.50달러로 기존대비 상향 조정했으며, 매출 및 현금흐름 또한 높은 한 자리수의 증가세가 지속될 것으로 전망했다.

더불어 올해 2분기 중국을 중심으로 한 이머징 지역 매출 증가는 생명과학 및 진단 부문에서 지속 관찰될 것으로 보여 지역적 확장에 대한 전망도 비교적 긍정적이다.

다만 현재 시점에서 잔존가치 모델 상 상승여력은 다소 부진한데, 이는 컨센서스 상 2019년 ROE 증가세가 둔화될 것으로 예상되는 데서 비롯된다. 그러나 2019년 하반기 덴탈 사업부 분사 완료에 따른 영업 마진의 추가 개선과 안정적인 매출성장 전망, 사업 포트폴리오 다각화와 주력 사업부에서의 점유율 확대 등의 요인을 고려할 때, 향후 주가 매력은 유지 가능할 것으로 판단한다.

Danaher 생명과학 사업부 포트폴리오



자료: Danaher

Danaher 진단 사업부 포트폴리오



자료: Danaher

Danaher 덴탈 사업부 포트폴리오(향후 분사 예정)



자료: Danaher

Danaher 환경/응용솔루션 사업부 포트폴리오



자료: Danaher

Danaher 사업 부문별 포트폴리오 소개

사업부문	기업명	주요 제품 및 서비스
생명과학	Beckman Coulter	세포 계수기(Cell Counter), 파티클 카운터(Particle Counter) 등
	SCIEX	모세관 전기영동(CE) 장비, 질량 분석기
	Leica Microsystems	마이크로 플레이트, 플레이트 판독기
	Molecular Devices	마이크로 플레이트 판독기, 현미경, 클론 검사기기
	Pall	의료용 필터(인라인 필터, 시린지 필터 등), 계측기, 멤브레인 등
	Phenomenex	HPLC(액체크로마토그래피) LC-MS, GC 컬럼, 고상 추출기,
	IDT	맞춤 합성 DNA/RNA, 2중가닥 DNA 조각 등,
진단	Beckman Coulter	혈구분석기, 혈액검사기, 미생물자동분석기
	Leica Biosystems	암 진단 해부병리학 솔루션
	Radiometer	혈액가스/심혈관분석기, 빈혈/혈당측정기
	Cepheid	분자진단 장비, 감염질환/성병 진단 장비 등
덴탈	KAVO Kerr	무수치과술 장비, 수복재, 치과용 의자 등
	Ormco	브라켓, 와이어 등 치아교정장치
	Nobel Biocare	치아 임플란트
	Implant direct	치아 임플란트
환경/응용솔루션	HACH	수질측정기, 수질분석기, 수중 휘도계
	ChemTreat	산업폐수 처리 시스템 및 서비스
	Trojan	식수/폐수 자외선멸균 처리 기계
	Videojet	연속식 잉크젯 마킹기, 레이저 마킹기, 프린터 등
	ESKO	패키징 솔루션(디자인, 소프트웨어 등)
	X-rite pantone	분광 광도계, 농도계 등

자료: Danaher, 키움증권 리서치

수익성 비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
수익					
보통주자본이익율	13.02	11.36	14.26	10.93	10.09
총자산이익률(ROA)	7.97	7.25	7.88	5.46	5.42
총자본이익률	11.14	10.11	10.94	7.52	7.28
투자자본수익률	9.84	6.07	5.77	6.23	6.92
마진					
매출총이익률	52.08	53.23	53.84	55.29	55.61
EBITDA 이익률	21.81	21.47	21.08	22.98	23.24
영업이익률	17.13	15.89	14.98	16.29	16.48
영업 이익률 증분	12.80	-19.67	7.48	24.04	18.68
세전이익률	18.65	16.21	14.13	15.47	16.03
특별항목전이익률	14.10	12.74	12.10	12.76	13.47
매출순이익률	14.10	20.19	23.26	15.13	13.60
보통주주할당순이익 이익률	14.10	20.19	23.25	15.12	13.58
추가					
유효세율	24.43	21.45	14.35	17.54	15.96
Dvd Payout Ratio	2.58	17.13	21.58	18.29	15.78
지속가능 성장률	12.68	9.41	11.18	8.93	8.50

재무비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
크레딧					
EBITDA/이자비용	28.58	29.18	21.77	21.04	26.18
순채무/자기자본	1.71	1.99	50.83	48.99	37.51
순채무/자본	1.68	1.96	33.70	32.88	27.28
유동성					
현금비율	0.69	0.56	0.13	0.14	0.13
유동비율	2.01	1.75	1.27	0.97	1.43
장기부채/자기자본	15.31	14.51	50.60	41.92	39.17
장기부채/자본	13.24	12.63	32.82	27.37	28.00
장기부채/자산총계	9.91	9.20	24.94	21.36	22.14
총부채/자기자본	15.58	14.81	54.16	53.17	39.91
총부채/자본	13.48	12.90	35.13	34.71	28.52
총 부채/총 자산	10.09	9.39	26.69	27.09	22.56

주요 지표

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
시가총액	53,893	60,365	63,790	53,881	64,658
- 현금과 현금등가물	3,115	3,006	791	964	630
+ 우선주자본금&기타	66	72	74	74	10
+ 총부채	3,499	3,473	12,870	12,269	10,522
기업가치	54,343	60,905	75,943	64,260	74,560
Revenue, Adj	19,118	12,867	14,434	16,882	18,330
성장률%, YoY	5	-33	12	17	9
Gross Profit, Adj	9,984	6,888	7,771	9,335	10,193
마진(%)	52	54	54	55	56
EBITDA, Adj	4,308	2,966	3,140	3,922	4,325
마진(%)	23	23	22	23	24
Net Income, Adj	2,494	1,743	1,853	2,078	2,319
마진(%)	13	14	13	12	13
EPS, Adj(USD)	4	2	0	2	3
성장률%, YoY	9	-31	-86	591	37
영업활동 현금흐름	3,585	3,758	3,802	3,522	3,478
자본지출	-552	-465	-513	-590	-620
잉여현금흐름	3,034	3,293	3,289	2,932	2,858

RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		0.5%	0.0%	-0.5%
Long term ROAE	12.0%	99	103	107
	12.5%	105	109	112
	13.0%	110	114	118

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 101.24달러, 적정가치 최저: -2.0%, 적정가치 적정: 7.3%, 적정가치 최고: 16.9%, 적정가치 평균: 7.3%



일라이 릴리 (LLY.US)

글로벌 대표 제약사!

Eli Lilly and Company(이하 일라이 릴리)는 인간과 동물을 위한 의약품 제품을 발견, 개발, 생산 및 판매하는 업체다. 동사의 제품은 전세계에서 판매되고 있으며 여기에는 신경제제, 호르몬제, 항생제, 심혈관계, 종양 관련 약품, 동물 건강제품이 포함되어 있다. 일라이 릴리는 총 125개국에서 제품을 판매하고 있는데, 미국 시장이 회사 매출의 절반 이상을 차지하고, 유럽과 일본 매출이 전체 매출 대비 각각 15%, 10% 이상을 차지하고 있다.

글로벌 대표 제약사

140 년 이상의 역사를 가진 일라이 릴리(Eli Lilly)는 거의 독점적으로 의약품 제조에 집중했다는 점에서 다른 제약회사와 차별화된다. 동사는 크게 1) 인간용 의약품(Human Pharmaceutical Products)과 2) 동물 건강제품(Animal Health)의 두 가지 사업 부문을 영위한다. FY18 2 분기 기준, 두 부문은 전체 매출에서 각각 85%, 13%의 비중을 차지하고 있다.

1) 인간용 의약품 부문에서 동사는 신경 의학 제품으로 잘 알려진 제약사로, 내분비학, 종양학 및 심장 혈관 관리 의약품을 제조하고 있다. 가장 많이 팔리는 약물로는 당뇨병 보조제인 Trulicity, 당뇨병 인슐린 요법에 쓰이는 Humalog, 폐암을 위한 Alimta, 발기부전을 위한 Cialis 등이 있다. 이외에도 동사는 골다공증, 위암 및 폐암, 우울증 및 통증, 정신분열증 및 양극성 질환, ADHD, 심장질환 등의 치료를 위한 의약품을 판매하고 있다. [표 1 참조] 2) 동물 건강제품 부문은 향후 큰 성장이 기대되며, 동사는 동물용 의약품과 식품 등을 판매하고 있다. 동물용 의약품의 경우, 동물 건강기관 Elanco 를 통해 Rumensin, Posilac, Tylan 및 Optaflexx 등을 생산하고 있다.

동사는 총 125 개국에서 제품을 판매하고 있다. 미국 시장이 회사 판매의 절반 이상을 차지하고, 유럽과 일본 매출이 전체 매출 대비 각각 15%, 10% 이상을 차지하고 있다. 또한, 동사는 미국, 유럽, 아시아, 호주 및 미주 지역의 14 개국에서 연구, 제조 및 유통 시설을 운영하고 있다. 미국과 푸에르토 리코에서 약 15 개의 생산 및 유통 사이트를 소유하고 있다. 동사의 주요 생산지는 인디애나 폴리스, 클린턴, 인디애나, 뉴저지, 캐롤라이나, 푸에르토 리코에 있다. 당사의 주요 국제 생산지는 아일랜드, 영국, 프랑스, 이탈리아, 스페인 및 중국 등에 위치한다. 이 외에도 동사는 약 5 개국에 R&D 센터를 두고 있고, 약 50 개국에서 임상 시험을 진행하며, 12 개국 이상에 제조 시설을 갖추고 있다.

동사는 특허 만료라는 도전적인 시기에 놀라운 운영 성과를 보이고 있다는 점에서 회사의 저력이 나타난다. 2011년부터 Zyprexa, Cymbalta, Evista, Cialis 등 동사 주요제품들의 특허만료 시기가 도래하고 있다. 하지만, 이에 대응하여 동사는 신약 승인 및 출시로 제품 라인업을 확대했다. 또한 노화 방지 제품을 판매하고 산업 및 학계와의 협력하는 등의 노력을 통해 복제약 경쟁의 영향을 상쇄시켰다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Global Strategist 유동원

02-3787-4766/danielyoo@kiwoom.com

RA 정나영

02-3787-0327/lydia.ny.jeong@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 113.90

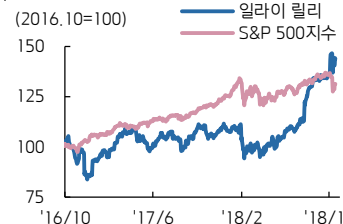
■ 현재주가(10/18): USD 113.31

Stock Data

산업분류	생명공학/제약
S&P500 (10/18)	2,768.8
시가총액 (백만 USD)	121,994.3
유통주식수 (백만)	1,074.0
52 주 최고/최저 (USD)	116.61 / 73.69
일평균 거래량 (3M)	3,844,177

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	34.2	6.0	42.1	32.2
S&P500	3.6	-4.7	2.2	8.1

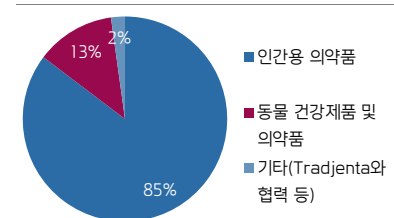


Earnings & Valuation

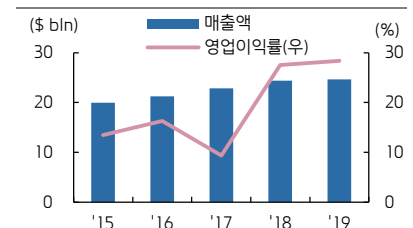
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	21,222	22,871	24,398	24,687
영업이익	3,459	2,145	6,726	7,004
OPM(%)	16.3	9.4	27.6	28.4
순이익	2,738	-204	3,979	5,409
EPS(USD)	2.6	-0.2	3.3	5.1
증감률(%)	14.1	-107.3	흑자전환	54.2
PER(배)	24.0	22.5	20.7	19.8
PBR(배)	5.8	8.0	10.9	9.7
ROE(%)	19.2	-1.6	45.5	48.0
배당수익률(%)	2.8	2.7	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중 (FY18 Q2)



연간 실적 및 전망



자료: 일라이 릴리, 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

안정적인 글로벌 판매망과 매출 증가

일라이 릴리는 미국시장에서 동사 제품을 직판 영업 및 계약 판매 조직을 통해 의사, 병원, 수 의사 및 약국에 홍보한다. 제품은 주로 독립 도매업체를 통해 배포되며, 주요 도매업체인 AmerisourceBergen, Cardinal Health 및 McKesson이 동사 연간 판매액의 약 10~20%를 차지한다. 국제적으로는 제품 판매를 위해 대부분 직접 판매원을 이용하되 독점 판매 업체를 통하거나, 다른 의약품 관련 업체와 제휴하기도 한다.

2014년까지 특허 만료와 새로운 블록버스터급 신약의 부족이라는 악재가 동사의 성장을 저해했다. 하지만, 그 후 동사의 성장성은 꾸준히 안정을 찾고 있다. 2014년 동사 매출액 및 EPS의 증감률은 각각 YoY -15.1%, -40.6%로 큰 하락세를 보였지만, 이후 지속적으로 회복되고 있다. 2017년 동사의 매출액은 YoY 8% 증가한 229 억 달러를 기록했다. 이는 신제품(Cyramza, Trulicity, Taltz, Basalgar, Lartruvo 및 Jardiance)의 매출성장과 Cialis등 제품의 판매가격에 기인한다. 이러한 신제품의 이익증가가 Strattera, Effient 및 Zyprexa(일본)의 판매감소를 상쇄했다.

또한, 최근의 인수, 구조조정 비용 및 소득세의 급증과 관련하여 급격한 비용증가가 발생했다. 그러나 동사 매출의 전년 대비 증가율은 작년 7.8%를 기록한 데 이어 올해에는 6%대를 보일 것으로 예상된다. 또한, 올해 동사의 영업 현금흐름은 YoY 16 % 증가한 56억 달러를 기록했다. 그만큼 안정적인 영업흐름을 보여주고 있다.

최근, 동사는 CGRP(두통이 발생할 때 생기는 화학물질) 유형의 편두통 예방 약품인 Emgality에 대해 FDA 승인을 받았다. 2020년 중반까지 50억~60억 달러까지 확대될 것으로 예상되는 편두통 예방 시장에서 이 제품의 경쟁력이 상당히 기대된다. 동사는 지속적인 성장성을 보유한 제약사로 지속적으로 높은 글로벌 경쟁력을 유지할 것이 예상된다.

잔존가치 모델 상 적정가치 및 재무분석

일라이 릴리의 컨센서스를 활용한 잔존가치 모델 상 적정가격은 197달러 수준으로 현 주가 대비 74.0%나 높게 나타난다. 지속적으로 ROE가 45% 수준에서 높은 추세를 보일 것이 예상된다. 이익증가 속도와 높은 ROE를 고려할 때, 밸류에이션 매력도가 상당히 높아 보인다.

2016년, 동사는 2020년 연간 5%의 매출성장과 최소 30%의 영업이익률이 목표라고 밝혔다. 매출성장 목표는 달성 가능해 보인다. 동사는 꾸준한 제품 라인업 확대에 의해 지속적인 매출 성장이 기대되기 때문이다. 또한, 매출성장 목표는 발표 당시 동사의 최소한의 전망이었고, 현재 경영진은 동사의 목표달성 능력에 확신을 보이고 있다. 또한, 영업이익률 목표 역시 충분히 달성 가능할 것으로 전망된다. 동사는 이미 지난 해 상반기에 주요 제품들의 특허만료 기간이라는 악재를 거쳤고, 과거 10년 동안 약 17%의 낮은 마진에서도 완전히 벗어나는 모습이기 때문이다. 또한, 지난 1분기와 2분기 영업이익률은 약 29%로 발표되었지만 환손실을 제외하면 영업이익률 목표는 이미 달성된 것으로 볼 수 있다. 향후 동사의 주가의 움직임에 기대를 가질 만하다 판단된다.

일라이 릴리의 주요 의약품(인간용)

의약품명	치료 대상 질환	FY18 2Q 매출 (백만 USD)	전체 매출 대비 비중(%)	의약품명	치료 대상 질환	FY18 2Q 매출 전체 매출 대비 (백만 USD) 비중(%)
Trulicity	당뇨병(보조제)	779.8	12.27	Zyprexa	정신분열증/양극성 질환	128.0 2.01
Humalog	당뇨병(인슐린 요법)	769.8	12.11	Strattera	ADHD	114.2 1.80
Alimta	폐암	555.9	8.75	Adcirca	발기부전	113.7 1.79
Cialis	발기부전	538.7	8.48	Lartruvo	악성종양	79.9 1.26
Forteo	골다공증	434.5	6.84	Humatrope	성장 부진	72.4 1.14
Humulin	당뇨병(인슐린 요법)	346	5.44	Verzenio	유방암	57.7 0.91
Taltz	건선	220.1	3.46	Olumiant	류마티스	44.7 0.70
Cyramza	위암 및 폐암	218.8	3.44	Prozac Family	우울증	39.7 0.62
Basaglar	당뇨병(인슐린 요법)	201.8	3.18	Glucagon	저혈당	32.4 0.51

자료: 일라이 릴리, Bloomberg, 키움증권 리서치

수익성 비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
수익					
보통주자본이익률	28.92	14.49	16.09	19.16	-1.59
총자산이익률(ROA)	13.45	6.68	6.70	7.36	-0.49
총자본이익률	22.30	10.85	11.08	12.30	-0.91
투하자본수익률	19.41	9.00	10.52	11.69	0.55
마진					
매출총이익률	78.76	74.85	74.76	73.35	73.46
EBITDA 이익률	29.49	20.59	20.63	23.35	16.23
영업이익률	23.24	13.56	13.47	16.30	9.38
영업 이익률 증분	124.82	-77.50	8.63	60.90	—
세전이익률	25.48	15.30	13.98	15.90	9.61
특별항목전이익률	20.27	12.19	12.07	12.90	-0.89
매출순이익률	20.27	12.19	12.07	12.90	-0.89
보통주주할당순이익 이익률	20.27	12.19	12.07	12.90	-0.89
추가					
유효세율	20.45	20.32	13.68	18.86	109.29
Dvd Payout Ratio	44.89	88.19	88.69	79.18	—
지속가능 성장률	15.94	1.71	1.82	3.99	—

주요 지표

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
시가총액	56,956.5	76,622.2	93,129.8	80,969.4	92,906.7
- 현금과 현금등가물	5,397.3	4,827.0	8,098.4	11,246.1	13,712.9
+ 우선주자본금&기타	9.3	14.9	19.0	72.8	75.7
+ 총부채	5,212.9	8,021.5	7,978.5	10,305.2	13,647.1
기업가치	56,781.4	79,831.6	93,028.9	80,101.3	92,916.6
Revenue, Adj	23,113.1	19,615.6	19,958.7	21,222.1	22,871.3
성장률%, YoY	2.3	-15.1	1.7	6.3	7.8
Gross Profit, Adj	18,205.0	14,683.1	14,921.5	15,567.2	16,843.8
마진(%)	78.8	74.9	74.8	73.4	73.6
EBITDA, Adj	6,993.7	4,707.7	5,019.8	5,571.8	6,541.2
마진(%)	30.3	24.0	25.2	26.3	28.6
Net Income, Adj	4,449.9	2,614.6	2,968.0	3,255.8	3,952.5
마진(%)	19.3	13.3	14.9	15.3	17.3
EPS, Adj(USD)	4.10	2.44	2.79	3.07	3.76
성장률%, YoY	8.6	-40.6	14.2	10.2	22.5
영업활동 현금흐름	5,735.0	4,458.4	2,964.6	4,851.0	5,615.6
자본지출	-1,012.1	-1,162.6	-1,066.2	-1,037.0	-1,076.8
잉여현금흐름	4,722.9	3,295.8	1,898.4	3,814.0	4,538.8

재무비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
크레딧					
EBITDA/이자비용	42.57	27.14	25.54	26.76	16.50
순채무/자기자본	-1.05	20.76	-0.82	-6.68	-0.56
순채무/자본	-1.06	17.19	-0.83	-7.16	-0.57
유동성					
현금비율	0.61	0.50	0.54	0.55	0.55
유동비율	1.47	1.22	1.53	1.37	1.32
장기부채/자기자본	23.81	34.66	54.64	59.43	85.20
장기부채/자본	18.38	22.78	35.32	34.31	39.27
장기부채/자산총계	11.92	14.69	22.41	21.56	22.10
총부채/자기자본	29.55	52.13	54.68	73.19	116.96
총부채/자본	22.81	34.27	35.35	42.26	53.91
총 부채/총 자산	14.79	22.09	22.43	26.56	30.34

RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
Long term ROAE	45.0%	190	192	195
	45.5%	195	197	200
	46.0%	200	202	205

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 113.31달러, 적정가치 최저: 67.6%, 적정가치 적정: 74.0%, 적정가치 최고: 80.5%, 적정가치 평균: 74.0%



존슨앤존슨 (JNJ.US)

글로벌 최대 헬스케어 그룹!

Johnson&Johnson(이하 존슨앤존슨)은 헬스케어 분야에서 다양한 제품의 연구 개발, 제조 및 판매에 종사하는 미국 최대의 의료 관련 지주 회사다. 존슨앤존슨은 소비자제품, 제약, 그리고 의료기기 등 3가지 대표 사업분야를 가지고 있다. 당사의 초점은 인간 건강 및 복지와 관련 있는 제품과 서비스 제공이다. 의료관련 연구 시설은 미국, 벨기에, 브라질, 캐나다, 중국, 프랑스, 독일, 인도, 이스라엘, 일본, 네덜란드, 싱가포르, 스위스 및 영국에 있다.

미국 대표 의료관련 기업

존슨앤존슨은 헬스케어 분야에서 다양한 제품의 연구 개발, 제조 및 판매에 종사하는 미국 최대의 의료 관련 지주회사다. 존슨앤존슨은 소비자제품, 제약, 그리고 의료기기 등 3가지 대표 사업분야를 가지고 있다. 인간 건강 및 복지와 관련 있는 제품과 서비스 제공을 초점으로 한다.

소비자제품 부문은 베이비 케어, 구강 케어, 스킨 케어, 처방전 없이 구입할 수 있는 의약품, 여성 건강 및 상처 치료 시장에서 사용되는 다양한 제품을 포함한다. 제약 부문은 면역학, 감염성 질환, 신경 과학, 종양학, 심혈관 및 대사성 질환 등 5 가지 치료 영역에 중점을 두고 있다. 의료 기기 부문에는 정형 외과, 수술, 심혈관, 당뇨병 관리 및 시력 보호 분야에서 사용되는 다양한 제품이 포함된다.

존슨앤존슨은 분권화된 운영 구조에 높은 자부심을 가지고 있으며, 철저한 운영 단위의 관리 팀이 폭 넓은 의사 결정권을 가지고 있다. 제약 부문과 의료 기기 부문은 각각 매출의 약 47%와 35%를 차지하고 소비자 부문은 연간 매출의 약 18%를 차지한다. 존슨앤존슨의 다각화된 비즈니스 모델이 당사의 경쟁력이다.

주요 사업의 성장 동력

당사의 의료 기기 부문에서 수술 용품 공급 업체 인 Ethicon 및 Ethicon Endo-Surgery, 정형 외과 장치 제조업체 인 DePuy 및 시력 관리 보조 업체 인 Vision Care를 포함한 많은 운영 회사가 강력한 매출 성장을 견인하고 있다. 이 부분에 LifeScan 당뇨병 관리부도 포함된다.

제약 부문은 Janssen Biotech 및 Janssen Pharmaceuticals이 있다. 레미케이드 (Reicade)는 연간 매출로 약 70억 달러, 총 수익의 약 10%를 창출하는 회사의 가장 큰 수입원이다. 건선 외에도 이 약은 크론 병, 류마티스 관절염 및 궤양 성 대장염을 치료한다. 또한 연간 10 억 달러 이상 벌어들이는 주요 약품으로는 Procrit (국제적으로 Eprex로 판매 됨), 정신 분열병 치료제 Invega Sustenna/Xeplion/Invega Trinza, 암 치료제 Velcade, AIDS 치료제 Prezista 및 플라크 건선 치료제 Stelara가 있다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Global Strategist 유동원

02-3787-4766/danielyoo@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 145.28

■ 현재주가(10/18): USD 139.50

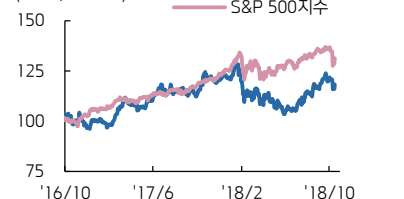
Stock Data

산업분류	생명공학 및 제약
S&P500 (10/18)	2,768.8
시가총액 (백만 USD)	374,137.2
유통주식수 (백만)	2,682.8
52 주 최고/최저 (USD)	148.32 / 118.62
일평균 거래량 (3M)	6,397,950

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-0.2	-0.7	9.2	-0.8
S&P500	3.6	-4.7	2.2	8.1

(2016.10=100)

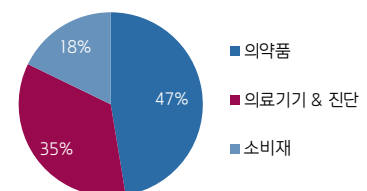


Earnings & Valuation

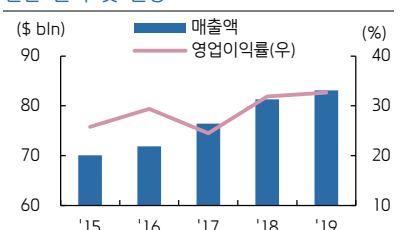
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	71,890	76,450	81,332	83,104
영업이익	21,136	18,714	25,914	27,135
OPM(%)	29.4	24.5	31.9	32.7
순이익	16,540	1,300	18,574	22,655
EPS(USD)	6.0	0.5	6.5	8.0
증가율(%)	8.6	-92.1	1,250.8	23.4
PER(배)	18.0	21.9	17.1	16.1
PBR(배)	4.4	6.2	5.7	5.5
ROE(%)	23.4	2.0	30.5	29.9
배당수익률(%)	2.8	2.4	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

제품별 매출 비중



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

소비자 부문은 존슨앤존슨의 베이비 제품, 구강 케어 제품의 Listerine 브랜드, Aveeno, Clean & Clear 및 Neutrogena와 같은 스킨 케어 브랜드를 포함한 제품을 판매하여, 당사의 현금흐름을 안정적으로 만들어 준다.

글로벌 시장 점유 능력 최고

존슨앤존슨은 60 개국에 250 개 이상의 운영 회사를 두고 전 세계에 제품을 판매하고 있다. 12 개국 이상의 연구 시설을 보유하고 있으며 북미, 아시아, 유럽 및 중동에 약 120 개의 제조 시설을 운영하고 있다. 미국과 유럽이 회사의 최대 시장(각각 매출의 50% 이상과 25% 이상을 차지함)이지만 경영진은 아시아 (특히 중국) 및 신흥 시장을 높은 성장 기회로 보고 있다. 아시아 태평양 지역과 아프리카는 매출의 15% 이상을 차지하는 반면 미국 이외의 서반구는 약 10%를 차지한다.

존슨앤존슨의 핵심 성장 전략은 혁신을 통해 가치를 창출하고, 글로벌화 도달 범위를 확장하고, 경영 우수성을 발휘하여 최대한의 목표를 달성하는 것이다. 보건 의료 기술 채택, 새로운 사업 (예: 2017 년에 구입 한 Abbott Medical Optics) 취득, 특정 단위의 전략적 배제 등과 같은 노력을 통해 이러한 목표를 달성해왔다. 제약 사업에서 존슨앤존슨은 의학적 필요가 거의 충족되지 않은 치료 분야의 혁신에 주력하고 있다. R&D 파이프 라인에 매년 54 억 달러를 투자하여 기존 제품의 새로운 징후와 새로운 치료법을 모색한다. 당사는 2019 년까지 연간 판매량이 10 억 달러를 상회하는 10 개의 블록버스터 제품을 출시하기를 예상하고 있고, 바이오시밀러 출시에 대한 특허를 보호함으로써 의약품 경쟁력을 유지하기 위해 노력하고 있다.

존슨앤존슨은 또한 소비자 및 의료 기기 부문을 통해 혁신적인 제품을 출시 할 계획이다. 최근 인수를 통해 이러한 부문을 확장했으며 공급 망 및 운영 효율성을 활용하여 마진을 개선하는 노력을 보여준다.

잔존가치 모델 상 적정가치와 밸류에이션 매력도 점검

존슨앤존슨의 컨센서스를 활용한 잔존가치 모델 상 적정가격은 188달러 수준으로 현재 추가 대비 34.5% 높게 나타난다. 미국 바이오/헬스케어 업종의 투자 수익률은 향후 1~2년간 상당히 높게 나타날 것이 예상된다. 안정적인 사업모델, 적극적인 투자, 확장되는 시장 등을 감안하면, 전세계 시장의 절반을 차지하는 미국에 가장 대표적인 기업인 존슨앤존슨을 들고 가는 전략은 꼭 필요해 보인다.

2018년 예상 PER은 17.1배로 안정적으로 나타나고, 5.7배의 PBR은 30%가 넘는 ROE가 성장성을 뒷받침해주고 있어 그 매력도가 상존한다 판단된다. 연간 2자리수 이상의 이익성장률을 지속적으로 확인시켜주고 있는데 이는 적극적인 플랫폼 비즈니스 모델을 활용해서 신제품 개발, 규모의 경쟁 가능 및 적극적인 M&A를 통해 사업다각화를 가장 안정적으로 만들어 내는 경쟁력을 가지고 있기 때문이다. 이미 M&A를 통한 가치 창출 능력은 존슨앤존슨의 경영진이 지난 10년 이상 증명을 해왔다. 즉, 존슨앤존슨은 미국의 가장 경쟁력있는 성장 업종내 가장 높은 경쟁력을 자랑하는 미국 대표 헬스케어 그룹으로 판단된다.

수익성 비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
수익					
보통주자본이익율	19.92	22.70	21.87	23.37	1.99
총자산이익률(ROA)	10.89	12.41	11.68	12.05	0.87
총자본이익률	16.47	18.53	17.66	18.19	1.42
투자자본수익률	18.99	18.44	16.54	18.55	0.92
마진					
매출총이익률	68.67	69.40	69.27	69.84	66.84
EBITDA 이익률	31.52	33.44	31.13	34.62	31.86
영업이익률	25.77	28.20	25.78	29.40	24.48
영업 이익률 증분	61.35	85.53	-67.98	169.11	—
세전이익률	21.69	27.66	27.39	27.55	23.12
특별항목전이익률	19.40	21.96	21.99	23.01	1.70
매출순이익률	19.40	21.96	21.99	23.01	1.70
보통주주할당순이익 이익률	19.40	21.96	21.99	23.01	1.70
추가					
유효세율	10.60	20.62	19.73	16.48	92.64
Dvd Payout Ratio	52.61	47.60	53.07	52.13	687.50
지속가능 성장률	9.44	11.90	10.27	11.19	-11.70

재무비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
크레딧					
EBITDA/이자비용	1.14	1.32	1.38	1.59	0.60
순채무/자기자본	2.20	2.23	2.17	2.47	1.41
순채무/자본	18.00	21.68	18.07	31.87	50.99
유동성					
현금비율	14.45	17.08	14.13	23.01	32.38
유동비율	10.05	11.60	9.64	15.89	19.50
유동비율	24.55	26.90	27.91	38.52	57.48
장기부채/자기자본	19.71	21.19	21.82	27.81	36.50
장기부채/자본	13.70	14.39	14.89	19.21	21.98
장기부채/자산총계	1.14	1.32	1.38	1.59	0.60
총부채/자기자본	2.20	2.23	2.17	2.47	1.41
총부채/자본	18.00	21.68	18.07	31.87	50.99
총 부채/총 자산	14.45	17.08	14.13	23.01	32.38

주요 지표

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
시가총액	260,485.0	292,405.4	283,010.2	311,817.1	374,802.4
- 현금과 현금등가물	29,206.0	33,089.0	38,376.0	41,907.0	18,296.0
+ 우선주자본금&기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 총부채	18,180.0	18,760.0	19,861.0	27,126.0	34,581.0
기업가치	249,459.0	278,076.4	264,495.2	297,036.1	391,087.4
Revenue, Adj	71,312.0	74,331.0	70,074.0	71,890.0	76,450.0
성장률%, YoY	6.1	4.2	-5.7	2.6	6.3
Gross Profit, Adj	48,970.0	51,585.0	48,619.0	50,250.0	51,184.0
마진(%)	68.7	69.4	69.4	69.9	67.0
EBITDA, Adj	23,061.0	22,649.0	20,631.0	25,890.0	27,172.0
마진(%)	32.3	30.5	29.4	36.0	35.5
Net Income, Adj	15,840.3	15,556.1	14,979.9	17,882.1	17,559.0
마진(%)	22.2	20.9	21.4	24.9	23.0
EPS, Adj(USD)	5.51	5.43	5.33	6.41	6.39
성장률%, YoY	8.0	-1.4	-1.9	20.3	-0.3
영업활동 현금흐름	17,414.0	18,710.0	19,569.0	18,767.0	21,056.0
자본지출	-3,595.0	-3,714.0	-3,463.0	-3,226.0	-3,279.0
잉여현금흐름	13,819.0	14,996.0	16,106.0	15,541.0	17,777.0

RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		3.5%	3.0%	2.5%
Long term ROAE	29.6%	179	182	185
	30.1%	184	188	191
	30.6%	190	193	197

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 139.5달러, 적정가치 최저: 28.1%, 적정가치 적정: 34.5%, 적정가치 최고: 41.1%, 적정가치 평균: 34.5%



Medtronic (MDT.US)

세계 1위의 의료기기 및 솔루션 업체

Medtronic(메드트로닉)은 1949년 설립된 세계 최대의 의료기기, 서비스 및 솔루션 제공 업체이다. 전세계 약 155개가 넘는 지역에 각종 수술 도구 및 장비 판매, 당뇨 환자의 모니터링 솔루션을 제공하고 있다. 심혈관치료(CVG), 재건치료(RTG), 최소침습치료(MITG), 당뇨(Diabetes)의 4개 사업부로 구성되어 있으며, 특히 당뇨 사업부는 핵심 매출처로 동사의 장기 성장을 견인할 것으로 전망된다. 고령화 및 기대수명 증가에 따른 의료기기 시장 확대, 미국과 유럽을 넘은 아태지역 성장 가속화 기대 속 메드트로닉의 안정적이며 지속 가능한 성장이 전망된다.

글로벌 1위의 의료기기 업체

메드트로닉은 1949년 설립된 세계 최대의 의료기기, 서비스 및 솔루션 제공 업체이다. 2017년 기준 약 3,500억 달러인 의료기기 시장은 2020년까지 연평균 5.1% 성장할 것으로 전망되고 있으며, 고령화 및 기대수명 증가에 따른 의료기기 시장 확대는 동사의 장기 전망을 밝게 한다.

메드트로닉 경영진은 향후 장기적인 재무 목표로, 1) 4%대 자생적(Organic) 성장, 2) 연간 40~50 bps 영업마진 성장, 3) 8% EPS 증가를 제시했다. 특히 지속적인 4%대 자생적 성장이 가능할 것으로 전망하는 데는, a) 지역적 확장(DM 3~5% 성장, EM 낮은 두 자릿수 성장)과 b) 사업부(CVG/MITG/RTG 및 당뇨 사업부) 확장을 근거로 들었다. 지역적으로는 특히 신흥 시장에서의 지속된 두 자릿수 성장이 예상되며, 사업적으로는 당뇨 사업부가 장기 성장을 견인할 것으로 전망되고 있다.

당뇨 사업부, 장기 성장의 견인차

최근 발표된 FY19 1분기(2018년 5~7월) 호실적은 당뇨 및 심장 부문의 강한 실적이 견인했다. 전체 매출의 8%를 차지하는 당뇨 사업부는 전체 사업부 중에서도 가장 빠른 성장세를 보이고 있는데, 주로 당뇨 환자를 대상으로 하는 혈당 측정기 판매 및 관련 센서 개발을 담당하고 있다.

당뇨 사업 성장의 핵심에는 'CGM(연속 혈당 측정기)' 시장이 있다. 당뇨병은 합병증 리스크로 인해 지속적인 관리, 즉 끊임없는 혈당 체크가 관건인데, 현재 10억 달러 규모의 CGM 시장은 향후 몇 년 내 20~30억 달러까지 성장할 것으로 전망되는 상황이다. 메드트로닉의 대표 CGM인 가디언 커넥트 시스템은 24시간 내내 혈당 수치를 환자에게 제공해주는 모바일 앱 연동 혈당측정기로, 지난 3월 FDA 승인을 받은 새로운 버전이 하반기 중 출시가 예정돼 있다. 새 버전은, 한시간 뒤 저혈당 혹은 고혈당이 일어날 확률을 계산해 사용자에게 알려주는 기능이 포함됐다. 또한, 2016년 FDA의 허가를 받은 최초의 인공 췌장인 '미니메드 670G' 역시 최근 치료가 까다로운 소아 당뇨병에도 효과가 있는 것으로 나타나는 등 당뇨 사업부 추가 성장 가능성에 힘을 실어주고 있다.

향후에도 동사는 총체적 당뇨관리 기업(Holistic Diabetes Management Company)으로의 도약을 목표로 하고 있다. 이를 위해 IoT 기술의 활용과 접목에 대해서도 적극적인 R&D 투자를 집행하는 중이다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Developed Market Strategist 김진영
02-3787-4870/jykim@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 104.43

■ 현재주가(10/18): USD 95.92

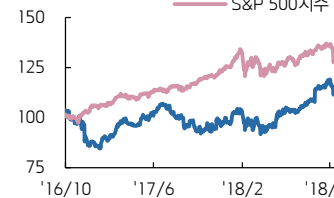
Stock Data

산업분류	헬스케어/의료기기
S&P500 (10/18)	2,768.8
시가총액 (백만 USD)	129,541.0
유통주식수 (백만)	1,350.5
52 주 최고/최저 (USD)	100.15 / 76.41
일평균 거래량 (3M)	4,656,946

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	18.8	-1.0	19.6	22.1
S&P 500	3.6	-4.7	2.2	8.1

(2016.10=100)

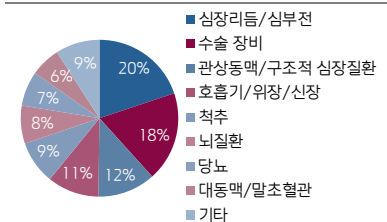


Earnings & Valuation

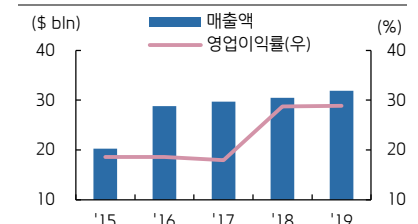
(백만 USD)	FY17	FY18	FY19E	FY20E
매출액	29,710	29,953	30,458	31,887
영업이익	5,330	6,651	8,754	9,200
OPM(%)	17.9	22.2	28.7	28.9
순이익	4,028	3,104	5,225	5,535
EPS(USD)	2.9	2.3	3.8	4.3
증감률(%)	16.3	-21.6	31.3	12.8
PER(배)	23.7	22.2	18.7	17.3
PBR(배)	2.3	2.2	2.4	2.4
ROE(%)	7.9	6.2	12.2	12.6
배당수익률(%)	2.1	2.3	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

국제당뇨병협회 자료에 따르면, 2017년 기준 전 세계 당뇨병 환자는 4억 2,500만 명에 달한다. 심지어 최근에는 소아 및 젊은 당뇨 환자, 임신성 당뇨 환자까지 크게 늘어나는 추세이며, 당뇨병 치료 수요 증가에 따른 동사 핵심 사업부의 지속적인 성장 전망은 우호적이다.

*CVG: 심장 및 혈관 사업부, RTG: 재건 치료 사업부, MITG: 최소 침습적 치료 사업부

아시아태평양 지역 잠재 성장력 매우 높아

또한 메드트로닉은 아태지역 성장 가능성에 주목하며 이에 대한 투자를 확대해 나가고 있다. 동사는 일본, 호주/뉴질랜드, 한국, 인도, 동남아 등을 포함한 아태지역의 의료기기 시장 규모가 2015년 880억 달러에서 2020년까지 1,330억 달러로 성장할 것으로 전망한다. 그 중에서도 중국은 2015~2020년 연평균 증가율 11%의 성장세로, 미국 다음으로 가장 큰 성장이 기대되는 시장이다.

물론 중국 시장은 인허가 절차가 까다로운 데다, 최근 미-중 무역분쟁이라는 리스크가 상존해 있지만, 동사의 중국 사업 인프라는 굉장히 체계적이다. 중국, 대만, 홍콩을 포함하는 Greater China 지역에만 400명의 R&D 인력과 100여 명의 인허가 인력을 확보하고 있고, 중국 정부 차원에서도 규제 개혁을 통한 혁신 신제품 시장 도입을 위해 노력하고 있다.

중국을 비롯한 아태지역 성장에 힘입어 현재 지역별 매출 비중 15%를 차지하는 신흥 시장의 성장률은 두 자릿수를 지속할 수 있을 것으로 판단한다.

밸류에이션 및 추가 상승 모멘텀

블룸버그 컨센서스 상 메드트로닉의 올해 연간 PER은 18.7배, 내년 17.3배로 작년 22.2배 수준에서 지속 감소할 것으로 예상되고 있다. 여기에 ROE는 작년 6.2%에서 올해 말 12.2%, 내년 12.6%로 증가세가 전망돼 밸류에이션은 매우 양호한 수준이다.

또한 배당수익률은 2%대로 헬스케어 업종 내에서도 매우 안정적인 편이다. 메드트로닉의 배당수익률은 지난 40년 연속 증가해왔고, 이에 따라 정상이익에 대한 배당성향은 50%에 가깝다. 경영진은 연간 현금흐름의 최소 50%를 배당금 지급이나 자사주 매입으로 주주들에게 환원할 것을 약속해오고 있으며, 이 같은 투명한 경영 방침은 동사의 장기적인 투자 매력을 높이는 요인 중 하나다.

하반기 추가되는 신규 제품 출시 역시 동사에 성장 모멘텀을 제공할 예정이다. 2013년부터 개발에 돌입한 로봇 수술 플랫폼은 연내 출시를 목표로 하고 있는데, 독일에서는 로봇 팔을, 미국에서는 소프트웨어 및 기타 재료에 집중 개발에 나서고 있다.

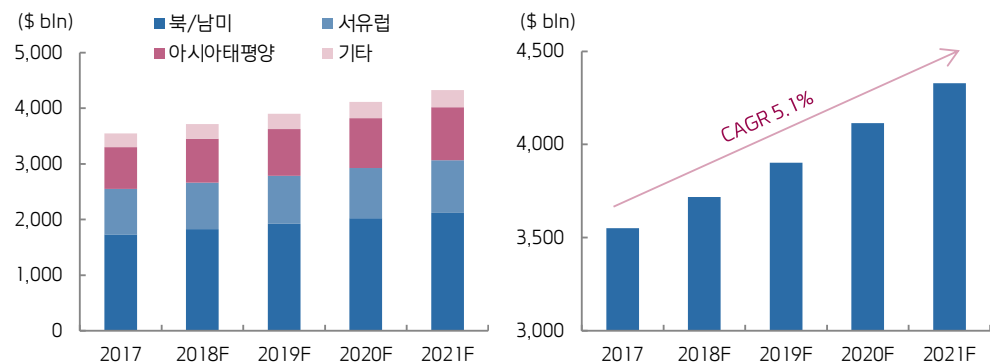
메드트로닉은 최근 컨퍼런스콜을 통해 FY19(3Q18~3Q19)년 매출과 EPS 성장률 전망을 각각 4.5~5%, 9~10%로 제시했다. 의료기기 및 당뇨병 치료에 대한 견고한 수요와 지역적 확장, 선도적인 제품 포트폴리오와 적극적인 R&D 등을 바탕으로 의료기기 산업 내 선두 입지는 견고하게 지켜질 전망이다.

Medtronic, 지속 가능한 4%대 성장 가능할 것



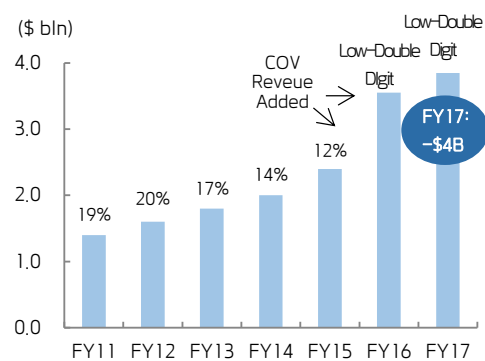
자료: Medtronic

전세계 의료기기 시장 규모 전망



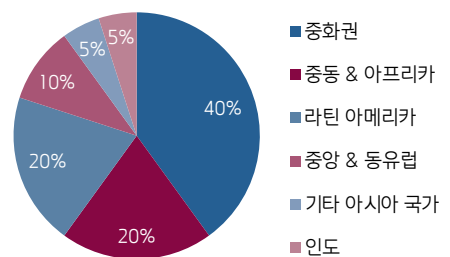
자료: BMI Espicom, Worldwide Medical Devices Market Forecasts to 2021, 키움증권 리서치

신항국 시장 매출



자료: Medtronic, 키움증권 리서치

신항국 시장 매출 지역 별 구성(FY17)



자료: Medtronic, 키움증권 리서치

수익성 비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
수익					
보통주자본이익율	16.08	7.36	6.72	7.88	6.15
총자산이익률(ROA)	8.42	3.70	3.43	4.04	3.25
총자본이익률	11.13	5.28	5.41	5.97	4.64
투자자본수익률	10.92	4.60	4.87	5.48	4.44
마진					
매출총이익률	74.52	68.86	68.29	68.73	69.77
EBITDA 이익률	28.49	25.03	28.37	27.76	31.03
영업이익률	23.49	18.59	18.59	17.94	22.20
영업 이익률 증분	N/A	N/A	18.61	N/A	543.62
세전이익률	21.79	17.21	15.04	15.49	18.95
특별항목전이익률	18.02	13.20	12.27	13.54	10.33
매출순이익률	18.02	13.20	12.27	13.56	10.36
보통주주할당순이익 이익률	18.02	13.20	12.27	13.56	10.36
추가					
유효세율	17.27	23.26	18.40	12.56	45.46
Dvd Payout Ratio	36.62	49.96	60.56	58.88	80.42
지속가능 성장률	10.19	3.68	2.65	3.24	1.20

재무비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
크레딧					
EBITDA/이자비용	13.73	12.78	7.62	5.90	7.54
순채무/자기자본	-2.57	-11.90	31.38	35.47	39.21
순채무/자본	-2.63	-13.50	23.89	26.18	28.16
유동성					
현금비율	2.56	2.12	1.76	0.96	1.11
유동비율	3.82	3.36	3.29	1.74	2.28
장기부채/자기자본	53.05	63.41	57.83	51.50	46.63
장기부채/자본	32.88	37.75	36.20	30.94	30.95
장기부채/자산총계	27.19	31.64	30.22	25.96	25.93
총부채/자기자본	61.35	67.98	59.74	66.44	50.68
총부채/자본	38.02	40.47	37.40	39.92	33.63
총 부채/총 자산	31.44	33.92	31.21	33.49	28.18

주요 지표

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
시가총액	58,151.7	110,334.1	110,732.3	113,785.5	110,084.4
- 현금과 현금등가물	14,241.0	19,480.0	12,634.0	13,708.0	11,227.0
+ 우선주자본금&기타	0.0	0.0	0.0	122.0	102.0
+ 총부채	11,928.0	36,186.0	31,102.0	33,441.0	25,757.0
기업가치	55,838.7	127,040.1	129,200.3	133,640.5	124,716.4
Revenue, Adj	17,005.0	20,261.0	28,833.0	29,710.0	29,953.0
성장률%, YoY	2.5	19.1	42.3	3.0	0.8
Gross Profit, Adj	12,682.0	14,041.0	19,691.0	20,477.0	20,966.0
마진(%)	74.6	69.3	68.3	68.9	70.0
EBITDA, Adj	5,859.0	6,475.0	9,015.0	9,288.0	9,127.0
마진(%)	34.5	32.0	31.3	31.3	30.5
Net Income, Adj	3,821.2	4,111.9	4,747.4	4,890.8	5,015.1
마진(%)	22.5	20.3	16.5	16.5	16.7
EPS, Adj(USD)	3.77	3.71	3.33	3.51	3.67
성장률%, YoY	4.0	-1.6	-10.2	5.5	4.5
영업활동 현금흐름	4,959.0	4,902.0	5,218.0	6,880.0	4,684.0
자본지출	-396.0	-571.0	-1,046.0	-1,254.0	-1,068.0
잉여현금흐름	4,563.0	4,331.0	4,172.0	5,626.0	3,616.0

RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		0.5%	0.0%	-0.5%
Long term ROAE	14.3%	115	118	122
	14.8%	120	123	127
	15.3%	125	128	132

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 95.92달러, 적정가치 최저: 19.8%, 적정가치 적정: 28.5%, 적정가치 최고: 37.4%, 적정가치 평균: 28.5%



Merck&Co. (MRK.US)

면역항암제 리더, 장기적 미래 밝아

Merck & Co., Inc (머크앤드컴퍼니, 이하 머크)는 화이자(Pfizer)와 함께 미국을 대표하는 글로벌 제약회사로, 1891년 설립돼 뉴저지에 본사를 두고 있다. 1668년 독일에서 설립된 머크(Merck)가 전신이며, 이와 혼동을 피하기 위해 미국과 캐나다 외 지역에서는 머크샤프앤드도姆(Merck Sharp & Dohme), 혹은 약자인 MSD로 불린다. 전 세계 140여개 국가에서 의약품, 백신, 바이오치료제 등을 판매하며, 매출 1위의 면역항암제 키트루다(Keytruda)를 비롯해 자궁경부암 백신인 가다실(Gardasil), 류마티스 관절염 치료제 레미케이드(Remicade) 등 다수의 블록버스터를 보유하고 있다. 향후에도 대표 제품들의 강력한 성장 모멘텀과 신약 파이프라인의 임상 승인 기대로 장기적 투자 매력도가 높다고 판단된다.

면역항암제 Keytruda의 고성장이 실적 견인

Merck & Co., Inc(이하 머크)의 FY18 2분기 실적에서는 주요 제품들의 강한 성장 모멘텀이 확인됐다. 특히 블록버스터급 면역항암제 Keytruda(이하 키트루다)의 매출이 YoY 89% 증가한 16억 6,700만 달러를 기록하면서, 처음으로 경쟁 제품인 BMS의 면역항암제 오피디보(Opdivo) 매출액을 넘어섰고 전사 실적 호조를 견인했다. 머크의 대표 면역항암제 키트루다는 비소세포폐암(NSCLC)의 표준 치료제로 FDA의 완전 승인을 받았고, 2016년 1차 치료제 승인 이후 적응증을 꾸준히 확대해나가며 매 분기 성장을 지속해 왔다.

면역항암제는 1세대 세포독성항암제, 2세대 표적항암제를 이은 3세대 항암제이다. 몸 속 면역체계를 기반으로 암 세포를 공격, 완치에 가까운 치료 효과를 목표로 하고 있어 암 치료에 새로운 패러다임을 불러왔다고 평가된다. GBI 리서치에 따르면, 면역항암제 시장 규모는 2015년 169억 달러에서 매년 23.9% 성장해 2022년까지 758억 달러에 이를 것으로 전망된다. 특히 머크의 키트루다는 특히 신규 발병 및 사망률이 높은 폐암 치료를 주 타겟으로 하기 때문에 향후 매출은 지속 확대될 전망이다. 올해 8월에는 비소세포폐암 표준 치료제로서 FDA의 최종 승인(full approval)을 얻었다.

동사는 또한 키트루다의 약효 극대화를 위해 60여 곳의 기업과 협업해왔고, 이러한 개방형 혁신은 키트루다의 적응증을 비소세포폐암 외 흑색종, 혈액암, 두경부암, 메켈세포암 등으로 확대시켰다. 올해 7월에는 중국 국가식품약품 감독관리총국(CFDA)로부터 흑색종 2차 치료제로 최초 승인을 받았는데, 중국에서 진행성 흑색종 치료 용도의 항PD-1 치료제가 허가를 취득한 것은 키트루다가 유일하다. 향후 적응증 추가 승인에 따라 중국을 포함한 글로벌 시장에서의 매출 확대는 지속 기대되는 상황이다.

키트루다 외 자궁경부암 예방 백신인 가다실(Gardasil) 또한 머크의 강력한 매출 동력 중 하나다. 특히 '가다실 9'는 지난해 중국 판매를 시작했고, 유럽에서도 성장세를 지속해 나가며 북미지역 매출 감소를 상쇄하고 있다. 올해는 FDA에서 가다실 9의 접종 연령을 9~26세에서 최대 45세로 확대하는 방안을 우선 심사(Priority Review) 대상으로 정했다. 1차 심사 결과는 10월 6일 발표 예정이며, 적응증 확대 시 정체됐던 미국 시장 매출 역시 회복세를 보일 수 있을 것으로 기대된다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

DM Strategist 김진영

02-3787-4870/jykim@kiwoom.com

RA 지은송

02-3787-4932/jesky95@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 77.91

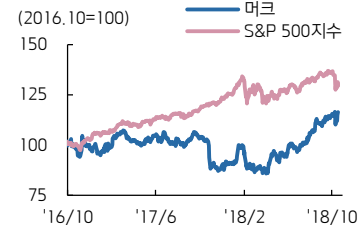
■ 현재주가(10/18): USD 72.21

Stock Data

산업분류	헬스케어/제약
S&P500 (10/18)	2,768.8
시가총액 (백만 USD)	192,044.3
유통주식수 (백만)	2,659.5
52 주 최고/최저 (USD)	72.89 / 52.83
일평균 거래량 (3M)	8,612,964

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	28.3	2.5	22.6	13.7
S&P 500	3.6	-4.7	2.2	8.1

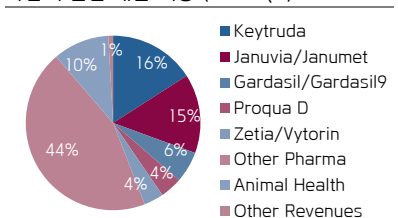


Earnings & Valuation

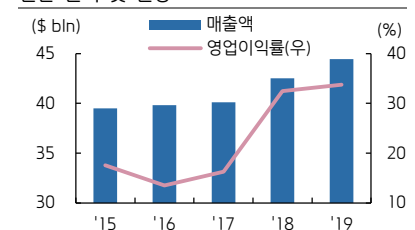
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	39,807	40,122	42,526	44,464
영업이익	5,379	6,533	13,796	15,013
OPM(%)	13.5	16.3	32.4	33.8
순이익	3,920	2,394	N/A	N/A
EPS(USD)	1.4	0.9	2.5	3.7
증감률(%)	-10.1	-38.0	185.9	48.1
PER(배)	28.3	16.9	16.8	15.4
PBR(배)	4.0	4.4	5.8	5.8
ROE(%)	9.3	6.4	30.5	33.6
배당수익률(%)	3.2	3.4	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중 (FY18 Q2)



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

신약 파이프라인에 대한 기대

키트루다 외 린파르자(Lynparza), 렌비마(Lenvima) 등의 종양 관련 신규 파이프라인도 임상 승인을 대기하고 있다. 린파르자는 췌장암과 전립샘암 치료를 대상으로 한 연구가 각각 임상 3단계로 진행 중이다. 렌비마의 경우 지난 8월 간암 1차 치료제로 FDA 승인을 받았는데, 수술이 불가능한 간세포암 환자의 1차 치료제 승인을 받은 것이 10년만에 처음이라는 점에서 머크의 향후 파이프라인에 대한 기대를 더해준다. 이 외에도 렌비마의 자궁내막암 적응증 승인 연구는 임상 3단계, 쓸개관암과 비소세포 폐암 적응증 승인 연구는 임상 2단계로 진행되고 있다.

한편 키트루다의 경우, 적응증 중 하나인 흑색종 치료제 분야에서는 신약 V937(제품명 CATAVAK)이 악성 흑색종 치료를 대상으로 임상 2단계 연구 중에 있다. 또 다른 적응증인 고형 종양암도 임상 2단계가 추가 진행 중이다.

밸류에이션 및 추가 상승 모멘텀

블룸버그 컨센서스 상 머크의 올해 연간 PER은 16.8배, 내년 15.4배로 지난해 16.9배 수준에서 지속 감소할 것으로 예상되고 있다. 여기에 ROE는 FY17년 6.4%에서 올해 말 30.5%, 내년 33.6%로 큰 폭의 증가세가 전망되는 상황이기 때문에 밸류에이션은 매우 긍정적이다. 지속되는 매출 증가 속 영업마진도 지난해 16.3%에서 올해 말 32.4%, 내년 말 33.8%로 추가 상승 기대감이 높아져 있다.

머크 경영진은 최근 컨퍼런스 콜을 통해 FY18년 전체 매출 가이드를 420~428억 달러, EPS 가이드는 4.22~4.30달러로 상향 조정했다. 키트루다, 가다실, 자누비아/자누메트 등 대표 제품들의 장기적 성장 전망에 대한 강한 확신과 미국 외 중국/유럽 지역에서의 판매 확대는 매우 긍정적이다. 잔존가치 모델 상 상승여력은 80.1%로 높게 나타나고 있다.

Merck & Co.,Inc, 2분기 주요 제품 실적

단위: 백만 USD (12개월 결산)	FY18 Q2	FY17 Q2	YoY 변화율
Total Sales	10,465	9,930	5%
Pharmaceutical	9,282	8,759	6%
KEYTRUDA	1,667	881	89%
JANUVIA / JANUMET	1,535	1,511	2%
GARDASIL / GARDASIL 9	608	469	30%
PROQUA D, M-M-R 2 & VARIVAX	426	399	7%
ZETIA / VYTORIN	381	549	-31%
ISENTRESS / ISENTRESS HD	305	282	8%
BRIDION	240	163	48%
NUVARING	236	199	18%
SIMPONI	233	199	17%
PNEUMOVAX 23	193	166	16%
Animal Health	1,090	955	14%
Livestock	633	582	9%
Companion Animals	457	373	23%
Other Revenues	93	216	-57%

자료: Merck & Co.,Inc, 키움증권 리서치

Merck & Co.,Inc. 파이프라인 업데이트 (2018년 8월 1일 기준)

코드명	약품명	대상	Phase II	Phase III	Under Review
MK-1439A	doravirine 등	HIV 바이러스			
MK-1439	doravirine				
M-8591	N/A				
V419	N/A	Pediatric Hexavalent			
MK-7264	gefapixant	기침			
MK-7655A	N/A	박테리아 감염			
MK-3475	KEYTRUDA®	유방암			
		결장암			
		신장암			
		소세포 폐암			
		식도암			
		비인두암			
		고형 종양암			
		피부편평세포암			
		난소암			
		전립샘암			
MK-3475 (EU)	KEYTRUDA®	위암			
		간암			
MK-7902	LENVIMA®	자궁내막암			
		췌관암			
		비소세포 폐암			
MK-7339	LYNPARZA®	췌장암			
		전립샘암			
V920	N/A	에볼라 백신			
MK-1986	SIVEXTRO®	폐렴 및 인공호흡기 관련 세균성 폐렴			
MK-7625A	ZERBAXA®				
MK-1242	vericiguat	심부전			
V212	Herpes Zoster	잠복 대상포진 백신			
V114	N/A	다당질폐구균백신			
V937	CATAVAK®	악성 흑색종			
V160	N/A	거대세포바이러스			
MK-8521		당뇨병			
MK-5618	selumetinib	신경섬유종증 1 유형			
MK-8189	N/A	조현병			

자료: Merck & Co.,Inc, 키움증권 리서치

수익성 비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
수익					
보통주자본이익율	8.57	24.22	9.52	9.25	6.43
총자산이익률(ROA)	4.16	11.70	4.45	3.98	2.61
총자본이익률	6.74	16.86	7.09	6.64	4.35
투자자본수익률	6.20	4.64	7.06	5.53	3.08
마진					
매출총이익률	61.50	60.30	62.19	65.10	68.16
EBITDA 이익률	29.40	29.27	33.68	27.18	27.84
영업이익률	13.53	13.42	17.54	13.51	16.28
영업 이익률 증분	-100.71	-15.92	N/A	N/A	366.35
세전이익률	12.59	40.92	13.67	11.70	16.25
특별항목전이익률	10.26	28.25	11.29	9.90	6.03
매출순이익률	10.00	28.22	11.25	9.85	5.97
보통주주할당순이익 이익률	10.00	28.22	11.25	9.85	5.97
추가					
유효세율	18.54	30.95	17.44	15.41	62.92
Dvd Payout Ratio	116.53	43.26	115.15	130.99	216.25
지속가능 성장률	-1.42	13.75	-1.44	-2.87	-7.48

재무비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
크레딧					
EBITDA/이자비용	16.16	16.89	19.80	15.61	14.81
순채무/자기자본	14.47	11.65	29.01	26.05	46.03
순채무/자본	12.64	10.43	22.48	20.67	31.52
유동성					
현금비율	0.98	0.85	0.70	0.83	0.46
유동비율	2.00	1.77	1.55	1.78	1.33
장기부채/자기자본	39.25	38.32	53.23	60.22	61.77
장기부채/자본	26.54	26.64	33.48	37.26	36.20
장기부채/자산총계	19.44	19.05	23.44	25.45	24.30
총부채/자기자본	47.89	43.87	59.00	61.63	70.61
총부채/자본	32.38	30.49	37.11	38.13	41.39
총 부채/총 자산	23.72	21.80	25.98	26.05	27.78

주요 지표

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
시가총액	146,522.7	161,178.0	146,899.2	161,817.8	151,738.3
- 현금과 현금등가물	17,486.0	15,719.0	13,427.0	14,341.0	8,498.0
+ 우선주자본금&기타	2,561.0	144.0	91.0	220.0	233.0
+ 총부채	25,060.0	21,403.0	26,412.0	24,842.0	24,410.0
기업가치	156,657.7	167,006.0	159,975.2	172,538.8	167,883.3
Revenue, Adj	44,033.0	42,237.0	39,498.0	39,807.0	40,122.0
성장률%, YoY	-6.8	-4.1	-6.5	0.8	0.8
Gross Profit, Adj	28,011.0	27,051.0	25,034.0	26,097.0	30,672.0
마진(%)	63.6	64.0	63.4	65.6	76.4
EBITDA, Adj	16,204.0	16,231.0	19,697.0	13,231.0	17,923.0
마진(%)	36.8	38.4	49.9	33.2	44.7
Net Income, Adj	6,189.6	5,936.9	10,205.3	5,796.9	9,203.9
마진(%)	14.1	14.1	25.8	14.6	22.9
EPS, Adj(USD)	2.07	2.03	3.59	2.08	3.35
성장률%, YoY	-14.2	-1.9	77.1	-41.9	60.7
영업활동 현금흐름	11,654.0	7,989.0	12,538.0	10,376.0	6,447.0
자본지출	-1,548.0	-1,317.0	-1,283.0	-1,614.0	-1,888.0
잉여현금흐름	10,106.0	6,672.0	11,255.0	8,762.0	4,559.0

RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		7.5%	7.0%	6.5%
Long term ROAE	33.1%	124	126	128
	33.6%	128	130	132
	34.1%	132	134	136

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 72.21달러, 적정가치 최저: 71.3%, 적정가치 적정: 80.0%, 적정가치 최고: 89.0%, 적정가치 평균: 80.1%



노바티스 (NVS.US)

글로벌 신뢰 창출에 초점!

Novartis(이하 노바티스) 건강관리 솔루션을 제공하는 스위스의 지주 회사다. 동사는 의약품을 중심으로 한 다양한 건강관리 제품을 연구, 개발, 제조 및 마케팅 하는 기업이다. 동사가 영위하는 3개 대표 사업부문은 1) 의약품, 2) 화학합성(Generic) 의약품, 3) 기타(안과사업 등)으로 구분된다. 미국에 ADR(미국주식예탁증서)로 상장되어 있다. 최근 4차 산업혁명 시대에 맞춰 데이터 활용도를 크게 높이고 있다.

건강관리 솔루션 제공 지주사

노바티스는 건강 관리 솔루션을 제공하는 스위스의 지주 회사로, 미국 뉴욕에 ADR(미국주식예탁증서)로 상장되어 있다. 동사는 의약품을 중심으로 한 다양한 건강 관리 제품을 연구, 개발, 제조 및 마케팅을 하는 기업이다.

동사의 대표 사업부문은 다음과 같이 3 개로 구분된다. 1) 의약품 부문은 특허 처방 의약품을 연구, 개발, 제조, 유통 및 판매하고 환자 및 의료 서비스 제공자를 위한 건강 관리 솔루션을 제공한다. 2) 화학합성 (Generic) 의약품 부문은 자회사 Sandoz 를 중심으로 유효하고 시행 가능한 제 3 자 특허에 의해 보호되지 않는 제약 활성 물질뿐만 아니라 처방 의약품을 개발, 제조, 유통 및 판매한다. 3) 기타(안과사업 등) 부문은 세계최대 안과용품 생산업체인 자회사 알콘(Alcon)을 중심으로 안과 진료 제품을 연구, 개발, 제조, 유통 및 판매한다.

동사의 제품 범위에는 의약품 및 종양학 의약품, 일반 및 바이오시밀러 의약품 및 안과 치료 기기가 포함된다.

구조조정을 통한 수익성 향상 전략

노바티스는 앞으로 4 년간 스위스에서 약 2,200 명의 일자리를 삭감 할 것이며, 생산량을 통합하고 다른 곳에서 지위를 바꿈으로써 수익성을 높이기 위한 전략을 최근 9월에 발표했다. 노바티스는 현재 본국에 약 1 만 3000 명의 직원을 두고 있다. Vas Narasimhan 최고 경영자(CEO)는 기자회견의 통화에서 바젤, 스타 인, 로카르노 및 슈바이처 할레 (Schweizerhalle)의 노바티스 생산 현장에서 총 1,500여 개의 직위가 삭감될 것이라고 밝혔다. 또한, 스위스 비즈니스 서비스에서 700 명을 해고 하되, 세포 및 유전자 치료제 생산을 위해 450 개의 새로운 직위를 창설 해, 결과적으로 스위스에서 약 1,750 개의 직위가 순 삭감될 예정이다. 미국에서 당사의 제품가격이 하락하면서, 동사는 영업 이익률을 높이기 위해 전세계 생산을 간소화하는 전략을 발표했다.

한편, 동사는 4차 산업혁명 시대에 맞춰 데이터 활용도를 높이는데 적극적이다. 동사는 Metrix를 활용한 전략으로 지속적으로 생산성 향상을 도모할 것으로 예상되고, 이는 장기적으로 기업 실적에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Global Strategist 유동원

02-3787-4766/danielyoo@kiwoom.com

RA 정나영

02-3787-0327/lydia.ny.jeong@kiwoom.com

■ **블룸버그 목표주가:** USD 93.50

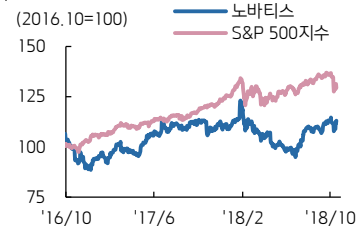
■ **현재주가(10/18):** USD 86.24

Stock Data

산업분류	생명공학/제약
S&P500 (10/18)	2,768.8
시가총액 (백만 USD)	219,965.9
유통주식수 (백만)	2,550.6
52 주 최고/최저 (USD)	94.19 / 72.30
일평균 거래량 (3M)	1,856,967

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	2.7	1.4	5.6	0.2
S&P500	3.6	-4.7	2.2	8.1

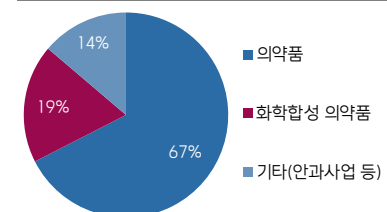


Earnings & Valuation

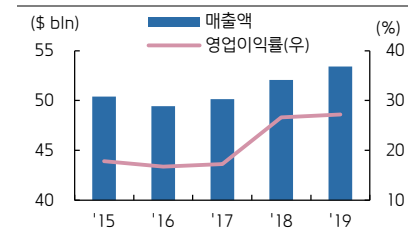
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	49,436	50,135	52,059	53,431
영업이익	8,268	8,629	13,867	14,526
OPM(%)	16.7	17.2	26.6	27.2
순이익	6,712	7,703	13,772	9,275
EPS(USD)	2.8	3.3	5.8	4.0
증감률(%)	-3.4	16.3	75.6	-31.0
PER(배)	25.8	25.8	16.7	15.7
PBR(배)	2.3	2.6	2.5	2.5
ROE(%)	8.8	10.3	15.2	15.8
배당수익률(%)	3.6	3.3	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중 (FY18 Q2)



연간 실적 및 전망



자료: 노바티스, 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

글로벌 신뢰도 창출에 초점

노바티스는 향후에도 성장을 유지하기 위해 다음의 5개의 우선적 목표에 중점을 두고 있다: 1) 운영 교육, 2) 획기적인 혁신, 3) 데이터/디지털 리더십, 4) 신뢰와 명성, 5) 문화적 변혁. 특히 경영진은 글로벌 신뢰와 명성을 쌓기 위해 상당한 자본을 투자하고 있다.

동사는 “우리는 과학적 혁신을 통해 사회에서 가장 어려운 의료 문제를 해결합니다. 우리는 획기적인 치료법을 발견하고 개발하여 최대한 많은 사람들에게 제공 할 수 있는 새로운 방법을 모색합니다.”라는 모토를 적극적으로 광고한다. 또한 모토 실현을 위해 ESG(환경보호, 사회공헌, 윤리경영) 실천 방안과 접근가능성(Access) 원칙을 강조한다. 이렇듯 동사는 글로벌 신뢰도와 명성을 창출하기 위해 올바른 경영 방향성을 유지하고 있으며, 이는 주주가치 극대화에도 도움이 되고 있다.

동사는 판매, 관리, 연구 및 제조 위치를 포함하여 전 세계 180 개국에서 사업을 운영하고 있을 만큼 글로벌 경쟁력을 갖추고 있다. 미국은 동사 매출의 1/3을 차지하고 있는 지리적으로 가장 큰 시장이고, 일본, 독일 및 프랑스(매출 비중 10% 미만)가 그 뒤를 잇는다. 신흥 시장은 순매출의 약 25%를 차지한다.

대부분 미국 기업이 대표주자로 자리잡은 글로벌 바이오/헬스케어 시장에서, 동사는 유럽시장을 중심으로 굳건한 경쟁력을 보여주고 있고 그 경쟁력은 글로벌 시장에서도 충분한 수준이라 판단된다. 따라서 동사는 중장기적으로 글로벌 바이오/헬스케어 시장이 크게 성장할 것으로 기대되는 가운데, 해당 시장과 함께 높은 성장률을 보일 것으로 기대된다.

잔존가치 모델 상 적정가치 및 재무분석

노바티스의 컨센서스를 활용한 잔존가치 모델 상 적정가격은 137달러 수준으로 현재 주가 대비 59.0% 높게 나타난다. 지속적인 ROE 상승추세가 예상되고, 현재 밸류에이션 상 매력도 역시 상당히 높아 보인다. 동사의 2018년 예상 PBR은 2.5배로 다른 바이오/헬스케어 종목 대비 상대적으로 낮은 수준이며, 이익증가율은 향후 2~3년간 연간 두 자릿수를 보일 것으로 전망된다. 따라서, 향후 주가 상승 모멘텀이 충분하다 판단된다.

수익성 비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
수익					
보통주자본이익율	12.79	14.07	24.06	8.84	10.34
총자산이익률(ROA)	7.33	8.11	13.84	5.13	5.85
총자본이익률	10.89	11.87	19.30	7.39	8.32
투자자본수익률	10.09	10.36	7.95	6.93	7.14
마진					
매출총이익률	68.55	67.66	65.46	64.56	65.74
EBITDA 이익률	29.17	29.08	28.19	27.55	27.58
영업이익률	21.18	20.95	17.82	16.72	17.21
영업 이익률 증분	-0.56	7.63	-69.57	-74.55	51.65
세전이익률	20.50	22.88	16.14	15.81	17.95
특별항목전이익률	17.66	20.00	13.95	13.55	15.36
매출순이익률	17.40	19.04	35.29	13.58	15.36
보통주주할당순이익 이익률	17.40	19.04	35.29	13.58	15.36
추가					
유효세율	13.86	12.59	13.60	14.32	14.40
Dvd Payout Ratio	69.80	64.00	94.99	97.27	84.24
지속가능 성장률	3.86	5.07	1.21	0.24	1.63

재무비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
크레딧					
EBITDA/이자비용	22.51	22.15	21.68	19.26	17.80
순채무/자기자본	11.67	9.17	21.34	21.24	25.52
순채무/자본	10.45	8.40	17.58	17.52	20.33
유동성					
현금비율	0.35	0.51	0.23	0.35	0.41
유동비율	1.16	1.39	0.96	1.12	1.21
장기부채/자기자본	15.10	19.48	21.17	23.90	31.29
장기부채/자본	12.17	15.13	16.49	18.16	22.62
장기부채/자산총계	8.90	11.01	12.41	13.75	17.45
총부채/자기자본	24.06	28.74	28.40	31.63	38.29
총부채/자본	19.39	22.32	22.12	24.03	27.69
총 부채/총 자산	14.19	16.24	16.65	18.20	21.36

주요 지표

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
시가총액	194,633.5	223,954.2	208,135.4	172,943.1	196,136.4
- 현금과 현금등가물	9,222.0	13,862.0	5,447.0	7,777.0	9,485.0
+ 우선주자본금&기타	129.0	78.0	76.0	59.0	59.0
+ 총부채	17,915.0	20,359.0	21,901.0	23,686.0	28,425.0
기업가치	203,455.5	230,529.2	224,665.4	188,911.1	215,135.4
Revenue, Adj	52,716.0	53,634.0	50,359.0	49,386.0	50,260.0
성장률%, YoY	-8.3	1.7	-6.1	-1.9	1.8
Gross Profit, Adj	36,206.0	36,752.0	33,234.0	32,048.0	33,302.0
마진(%)	68.7	68.5	66.0	64.9	66.3
EBITDA, Adj	15,921.0	16,238.0	15,306.0	14,536.0	14,463.0
마진(%)	30.2	30.3	30.4	29.4	28.8
Net Income, Adj	9,638.0	10,171.1	8,515.8	7,861.9	8,070.4
마진(%)	18.3	19.0	16.9	15.9	16.1
EPS, Adj(USD)	3.88	4.11	3.49	3.28	3.40
성장률%, YoY	-4.1	6.0	-15.0	-6.2	3.8
영업활동 현금흐름	13,174.0	13,897.0	11,897.0	11,475.0	12,621.0
자본지출	-2,903.0	-2,624.0	-2,367.0	-1,862.0	-1,696.0
잉여현금흐름	10,271.0	11,273.0	9,530.0	9,613.0	10,925.0

RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		4.0%	3.5%	3.0%
Long term ROAE	15.7%	127	131	135
	16.2%	133	137	141
	16.7%	139	143	147

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 86.24달러, 적정가치 최저: 47.6%, 적정가치 적정: 58.9%, 적정가치 최고: 70.6%, 적정가치 평균: 59.0%



Pfizer (PFE.US)

글로벌 대표 빅파마의 미래

Pfizer(이하 화이자)는 미국을 대표하는 초대형 제약사로, 2017년 글로벌 제약 부문 매출 1위를 기록했다. 리리카(Lyrica), 입랜스(Ibrance), 엔브렐(Enbrel) 등 다량의 블록버스터 의약품 보유 중이며, 2분기에는 트랜스티레틴 심근중 치료제 타파미디스(Tafamidis)가 FDA의 혁신 치료제로 지정된 데 이어, 전이비소세포폐암 치료제 비짐프로(Vizimpro)도 FDA로부터 신약허가 우선 심사권을 획득했다. 한편 최근 글로벌 빅파마들이 바이오시밀러 업체와의 경쟁으로 성장을 둔화 부담을 안고 있지만, 화이자도 적극적인 R&D로 바이오시밀러 파이프라인을 확보해나가며 매출 드라이브를 다각화 중이다. 현재 개발 중인 신약들의 추가 승인과 기대감과 함께 바이오시밀러 제품 확대를 통해 추가 도약이 기대된다.

FY18 2분기 실적 결과

화이자의 FY18년 2분기 매출은 YoY 4% 상승한 134.7억 달러를 기록하며 2분기 글로벌 제약 부문에서 매출 최고 실적을 달성했다. 회계 EPS는 0.81달러를 기록하며 2017년 2분기 0.67달러 대비 YoY 21% 상승했다.

사업부별로, 신약개발 사업 부처인 Innovative(IH) 매출은 YoY 5% 증가했다. 유방암 치료제 입랜스(Ibrance), 류마티스 관절염 치료제 젤잔즈(Xeljanz), 전립선암 치료제 엑스탄디(Xtandi), 항응고제 엘리퀴스(Eliquis) 등 핵심 브랜드가 글로벌 전역에서 판매 호조를 보였다. 폐렴백신 프리베나(Prevnar) 또한 미국 안팎으로 고른 매출 호조세를 기록했다.

반면 Essential Health(EH) 사업부 영업매출은 YoY 4% 감소했는데, 이는 무균주사제(호스피라社) 공급부족에 따른 여파와 일부 제품 독점권 만료 등에 기인했다. 다만, 신흥지역 매출이 10% 증가했고, 인플렉트라 및 램시마 등 바이오시밀러 매출이 미국/유럽 등에서 판매 호조를 보이며 44% 증가한 점이 긍정적으로 평가됐다. 경영진은 “혁신을 위한 투자를 지속해 2022년까지 25~30개 신약들이 허가를 취득할 수 있을 것이며, 이 중 최대 15개가 블록버스터 제품으로 성장할 것으로 기대한다”며 강한 자신감을 드러냈다.

희귀 신약 개발, 타파미디스의 FDA 승인

올해 미국 바이오 기업들의 FDA 승인이 늘어나는 가운데, 화이자의 성과도 두드러진다. 특히 하반기 희귀 질환 치료제가 연이어 FDA의 신규 승인을 획득한 점이 주목됐다. 5월에는 희귀 질환인 트랜스티레틴 심근중의 치료제 타파미디스(Tafamidis)가 FDA에서 혁신 치료제로 지정됐고, 9월에는 희귀 폐암인 전이비소세포폐암의 치료제 비짐프로(Vizimpro)가 FDA의 신약허가 우선심사권(Priority Review)을 얻어냈다. 타파미디스는 최근 유럽 심장학회가 공개한 3상 임상에서도 만족스러운 결과를 나타냈고, 직접적인 경쟁사가 없어 향후 동사의 주요한 매출 드라이브로 자리잡을 전망이다. 동사의 희귀 질환 포트폴리오 매출 비중은 전체의 약 5%로 높지 않지만, 경영진은 이 시장 내 기회가 확대될 것으로 전망했으며, 특히 타파미디스는 향후 블록버스터로의 성장 가능성이 높은 것으로 평가했다. 기존의 3대 희귀 질환 치료제와 함께 타파미디스와 비짐프로까지 더해져 추가 매출 확대 가능성이 높다고 판단된다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

DM Strategist 김진영

02-3787-4870/jykim@kiwoom.com

RA 지은송

02-3787-4932/jesky95@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 43.76

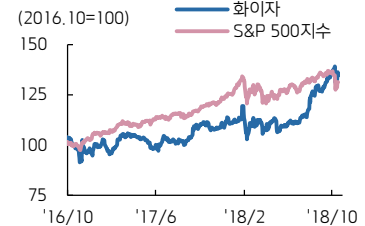
■ 현재주가(10/18): USD 44.00

Stock Data

산업분류	헬스케어/제약
S&P500 (10/18)	2,768.8
시가총액 (백만 USD)	261,274.2
유통주식수 (백만)	5,862.1
52 주 최고/최저 (USD)	45.81 / 33.20
일평균 거래량 (3M)	20,416,354

Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	21.5	1.1	20.6	22.8
S&P 500	3.6	-4.7	2.2	8.1

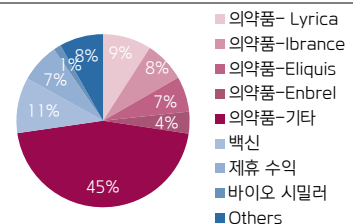


Earnings & Valuation

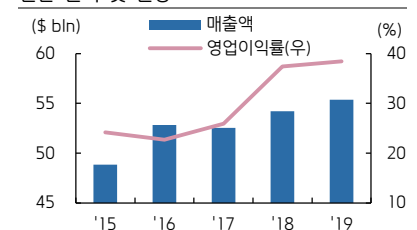
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	52,824	52,546	54,211	55,354
영업이익	12,006	13,620	20,302	21,277
OPM(%)	22.7	25.9	37.4	38.4
순이익	7,215	21,308	13,290	15,193
EPS(USD)	1.2	3.6	2.4	2.5
증감률(%)	4.4	202.5	-33.8	4.1
PER(배)	15.5	17.0	14.9	14.4
PBR(배)	3.3	3.0	3.8	3.8
ROE(%)	11.6	32.6	24.4	17.4
배당수익률(%)	4.0	3.8	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중 (FY18 Q2)



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

바이오시밀러에서 찾는 기회

화이자는 바이오시밀러 R&D 확대와 이를 통한 제품 포트폴리오 다각화도 지속 중이다. 국내에서는 동사가 셀트리온의 바이오시밀러 ‘램시마’의 미국 판매사로 알려져 있는데, 자체적으로는 유방암 항암제 허셉틴(Herceptin)의 바이오시밀러 트라지메라(Trazimera)와 류마티스 관절염 치료제 레미케이드(Remicade)의 바이오시밀러 익시피(Ixifi) 등 바이오시밀러를 보유 중이다. 여기에 추가로 올해 2분기에만 빈혈치료제 에포젠(Epogen)의 바이오시밀러 레타크리트(Retacrit), 호중구감소증 치료제 뉴포젠(Neupogen) 바이오시밀러 니베스팀(Nivestym)이 FDA의 신규 승인을 받았다.

또한 화이자는 6개의 진행중인(7월 31일 기준) 바이오시밀러 파이프라인을 공개했다. 비소세포폐암 관절염 치료제 휴미라(Humira)의 바이오시밀러 PF-06410293, 소포성 림프종 치료제 리툭산(Rituxan)/맵테라(MabThera)의 바이오시밀러 PF-05280586, 류마티스 관절염 치료제 휴미라(Humira)의 바이오시밀러 PF-06410293은 임상 3상 단계에 있으며, 비소세포폐암 치료제 아바스틴(Avastin)의 바이오시밀러 PF-0643953(유럽), 전이성 유방암 치료제인 허셉틴(Herceptin)의 바이오시밀러 PF-05280014는 등록 단계에 있다.

미국 정부의 바이오시밀러 활성화 정책 발표 이후, 오리지널 빅파마들이 경쟁 심화에 따른 성장 둔화 부담을 안고 있지만, 화이자는 개방형 M&A와 R&D, 라이선싱-인 전략 등을 통해 바이오시밀러 파이프라인을 확보해 나가고 있다. 올해 8월 화이자가 ‘바이오시밀러에 대한 정보를 바로 잡아야 한다’는 내용의 탄원서를 FDA에 제출한 사례에서도 화이자의 바이오시밀러 포트폴리오 확장에 대한 의지를 확인할 수 있다.

리스크 vs. 기회 요인 점검

사업 성장 기대감이 높지만, 리스크 요인도 물론 상존한다. 주요 약품의 특허 만료 시점이 가까워져 있고, 바이오시밀러를 둘러싸고 암젠, 존슨앤존슨 등 기타 오리지널 제약사들과 갈등이 빚어진 부분도 부담 요소다. 올해 초 알츠하이머성 치매와 파킨슨병의 신약 개발을 중단하겠다고 발표한 점은, 높아지는 R&D 비용 대비 성과 부진에 대한 우려를 야기할 수 있다.

그러나 동사는 미 당국의 추후 바이오시밀러 액션플랜과 트럼프의 Blue Print 등이 향후 동사 바이오시밀러 제품에 대한 추가 성장을 견인할 것으로 기대하면서 리스크 요인 보다는 기회에 집중했다. 향후 개방형 R&D 투자 일환으로 전세계 다양한 연구기관 및 제약사들과 파트너십을 통해 자사 포트폴리오를 추가 확대해 나갈 계획도 밝혔다. 올해 6월 자사 벤처캐피탈 펀드인 화이자벤처스(Pfizer Ventures)를 통해 바이오테크 및 신형 성장기업에 6억 달러를 투자할 것이라 발표한 것이 그 중 하나다. 오리지널 의약품 포트폴리오 확대와 더불어, 정부 정책 방향과 함께 가는 바이오시밀러 제형 확대는 동사의 장기 성장에 활력을 제공할 것으로 기대된다.

밸류에이션 및 추가 상승 모멘텀

블룸버그 컨센서스 상 화이자의 연간 매출은 지난해 525.5억 달러에서 올해 말 542.1억 달러, 2019년 553.5억 달러로 꾸준한 성장세가 전망된다. 영업이익률 또한 2017년 25.9%에서 올해 말 37.4%, 내년 말 38.4%로 안정적인 증가세가 예상되고 있다. 경영진 역시 FY18년 연간 EPS 가이드언스를 2.95~3.05달러로 상향 조정했다. 반면 매출 가이드언스는 530억~550억 달러로 당초 대비 하향 조정했는데, 이는 달러 강세 심화에 따른 영향이 반영됐다. 양호한 매출과 EPS 전망 속 동사 주가의 상승 모멘텀은 유지될 것으로 판단한다.

Pfizer 사업 부문별 제품 주요일정 소개

사업부문 / 약품 명	현황	향후 일정
종양학(Oncology)		
Xtandi® PROSPER	2018.7 FDA 승인	런칭 진행 중
Dacomitinib	FDA 신약 허가 우선 심사권 부여	'18.9 FDA 심사 예정
Talazoparib EMBRACA	FDA 신약 허가 우선 심사권 부여	'18.12 FDA 심사 예정
Glasdegib AML 1L	FDA 신약 허가 우선 심사권 부여	'18.12 FDA 심사 예정
Bavencio® / Inlyta®	mRCC와 임상 3상 진행 중, FDA 혁신 치료제 선정	'19년 상반기 임상 3상 집중 연구 예정
염증 & 면역		
Xeljanz® UC (US)	2018.5 FDA 승인	5mg, 1mg 런칭 진행 중
Xeljanz® UC (EU)	CHMP(유럽 약물사용자문위원회) 심사 추진 중	'18년 3분기 심사 예정
JAK1 Atopic Dermatitis	임상 3상 진행 중, FDA 혁신 치료제 선정	'19년 상반기 TLR(염증관련 유전자) 단일치료 임상 3상 예정
백신		
<i>S. Aureus</i>	FDA AdComm(자문 패널회의) 추진 중	'20년 임상 2상, 3상 연구 예정
<i>C. Difficile</i>	임상 3상 환자 모집 중	'20년 임상 3상 연구 예정
Pneumococcal Next Gen Adult	임상 POC(Proof-Of-Concept) 입증	'19년 상반기 예비 임상 3상 진행 예정
희귀질환 & 내과		
Tafamidis TTR CM	긍정적인 임상 3상 결과, FDA 혁신 치료제 선정	예비 규제 허가 신청 예정
Tanezumab	관절염 통증 부문 긍정적인 임상 3상 결과 발표	임상 3상 결과 연구(심화) 예정

자료: Pfizer, 키움증권 리서치

수익성 비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
수익					
보통주자본이익률	27.94	12.38	10.24	11.61	32.58
총자산이익률(ROA)	12.30	5.38	4.16	4.26	12.41
총자본이익률	19.89	9.20	7.46	8.04	20.44
투자자본이익률	8.20	7.29	7.61	8.14	17.94
마진					
매출총이익률	81.42	80.69	80.25	76.66	78.61
EBITDA 이익률	41.86	37.87	34.76	33.63	37.85
영업이익률	29.44	26.71	24.20	22.73	25.92
영업 이익률 증분	-2.60	-97.78	-188.99	4.58	N/A
세전이익률	30.47	24.67	18.35	15.81	23.42
특별항목전이익률	22.12	18.39	14.28	13.68	40.64
매출순이익률	42.65	18.42	14.25	13.66	40.55
보통주주할당순이익 이익률	42.65	18.42	14.24	13.65	40.55
추가					
유효세율	27.40	25.49	22.20	13.45	N/A
Dvd Payout Ratio	57.68	72.63	99.57	101.55	35.87
지속가능 성장률	11.82	3.39	0.04	-0.18	20.89

주요 지표

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
시가총액	196,001.4	195,964.7	199,329.0	197,153.6	216,559.4
- 현금과 현금등가물	32,408.0	36,122.0	23,290.0	17,850.0	19,992.0
+ 우선주자본금&기타	346.0	350.0	304.0	320.0	369.0
+ 총부채	36,489.0	36,682.0	38,899.0	42,086.0	43,491.0
기업가치	200,428.4	196,874.7	215,242.0	221,709.6	240,427.4
Revenue, Adj	51,452.0	49,605.0	48,851.0	52,824.0	52,246.0
성장률%, YoY	-5.9	-3.6	-1.5	8.1	-0.5
Gross Profit, Adj	42,202.0	40,466.0	39,418.0	41,194.0	41,392.0
마진(%)	82.0	81.6	80.7	78.0	78.8
EBITDA, Adj	23,298.0	21,002.0	20,566.0	24,248.0	22,185.0
마진(%)	45.3	42.3	42.1	45.9	42.2
Net Income, Adj	12,101.0	11,438.7	10,436.9	12,907.9	12,901.9
마진(%)	23.5	23.1	21.4	24.4	24.6
EPS, Adj(USD)	1.76	1.78	1.67	2.10	2.13
성장률%, YoY	8.3	1.0	-6.2	25.8	1.7
영업활동 현금흐름	17,684.0	17,084.0	14,688.0	15,901.0	16,470.0
자본지출	-1,206.0	-1,199.0	-1,397.0	-1,823.0	-1,956.0
잉여현금흐름	16,478.0	15,885.0	13,291.0	14,078.0	14,514.0

재무비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
크레딧					
EBITDA/이자비용	15.27	13.81	14.16	14.98	15.66
순채무/자기자본	5.33	0.78	24.01	40.50	32.79
순채무/자본	5.06	0.78	19.36	28.83	24.70
유동성					
현금비율	1.39	1.67	0.79	0.57	0.66
유동비율	2.41	2.58	1.49	1.25	1.35
장기부채/자기자본	39.76	44.04	44.22	52.47	46.80
장기부채/자본	26.93	29.12	27.66	30.80	29.13
장기부채/자산총계	17.70	18.82	17.17	18.30	19.52
총부채/자기자본	47.62	51.22	59.85	70.33	60.69
총부채/자본	32.26	33.87	37.44	41.29	37.77
총 부채/총 자산	21.20	21.89	23.24	24.52	25.32

RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		3.5%	3.0%	2.5%
Long term ROAE	22.6%	54	56	57
	23.1%	56	58	59
	23.6%	58	60	61

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 44.0달러, 적정가치 최저: 23.6%, 적정가치 적정: 31.1%, 적정가치 최고: 38.9%, 적정가치 평균: 31.2%



UnitedHealth (UNH.US)

미국 최대의 민간 의료보험 회사

UnitedHealth Group(이하 유나이티드헬스)은 미국 최대의 의료서비스 업체다. 개인과 기업 고용주, 은퇴자와 메디케어 및 메디케이드 대상자, 연방정부 등을 대상으로 헬스케어 서비스와 관련 소프트웨어 개발, 컨설팅 제공을 주력 사업으로 한다. 크게 UnitedHealthcare와 Optum 두 가지 사업 플랫폼을 운영하며, 각각 의료보험 서비스와 건강관리 서비스를 제공한다. 2017년 말 미국 가입자 4,545만 명을 보유 중이며, 65세 인구비중 증가에 따른 의료지출 증가, 건강관리 관심 확대와 함께 가입자 수 증대가 전망된다.

FY18 2분기 실적

2018년 2분기 매출은 560.9억 달러(YoY +12.1%)로 컨센서스를 소폭 상회했고, 순이익은 30.9억 달러(YoY +27.4%)로 컨센서스 대비 3.5% 높은 호실적을 기록했다. 사업 부문별로 UnitedHealthcare 매출은 Medicare Advantage(우대보험) 가입자 수 증가와 위험기반 보험 계약을 통한 프리미엄 수익 증가에 458.5억 달러(YoY +12.4%)를 기록했고, Optum 사업부는 OptumRx, OptumHealth, OptumInsight 부문 매출이 각각 YoY 7.0%, 16.0%, 9.6% 증가한 169.4억 달러, 59.4억 달러, 21.9억 달러를 기록하면서 총합 250.7억 달러(YoY +9.2%)를 기록했다. 건강관리 활동에 대한 관심이 높아지면서 Optum 사업부 매출은 2011년 이후 6년간 연평균 26%의 증가세를 보였다.

산업/종목 매력도

유나이티드헬스그룹은 미국 최대의 건강보험 업체로, 전통적인 의료보험 서비스와 건강관리 서비스를 포괄하는 복합 의료 기업으로 자리매김하고 있다.

그룹 전체 매출의 65%는 보험료 수익을 기반으로 하는 헬스케어 서비스 부문에서 발생하고 있는데, 최근 메디케어 어드밴티지(파트C)와 메디케이드 매출이 꾸준히 증가하고 있어 성장세가 지속될 전망이다. 특히 10월 1일에 발표된 동사의 신규 메디케어 플랜은, 보다 많은 사람들에게 폭넓고 안정적인 서비스를 제공하는데 초점이 맞춰져 있다. 동사의 대표적인 메디케어 어드밴티지 피트니스 프로그램 중 하나인 'Renew Active™'(과거 'Optum Fitness Advantage')의 경우, 서비스 제공 지역으로 12개 주(캘리포니아, 코네티컷, 일리노이, 인디애나, 아이오와, 캔자스, 미네소타, 미주리, 네브라스카, 네바다, 노스 캐롤라이나, 유타)가 추가되었다. 서비스 내용 또한 온라인 운동 서비스 및 인지 건강 향상 운동을 위한 활동 등 신규 서비스를 포함한다. 서비스 제공 지역 및 내용이 확장된 Renew Active에 더하여, 추가 비용 없이 OTC(over-the-counter) 건강제품들을 메일/인터넷 주문할 수 있는 대상도 2백만 명 이상으로 확대했다. 마지막으로, 은퇴를 준비하고 있는 베이비 부머들이 메디케어 플랜에 대한 정보를 쉽게 접할 수 있도록, 170만 명 이상의 사람들이 스마트폰이나 컴퓨터로 메디케어 제공자(care provider)와 접촉할 수 있게 하는 'Virtual Visit' 서비스도 추가된다. 이러한 신규 메디케어 플랜을 통하여 동사는 서비스 이용 고객 범위를 확장하는 동시에, 기존 고객들의 만족도 역시 향상시킬 수 있을 것으로 전망된다.

2018년 10월 23일

글로벌주식팀 Global Equity G.R.E.A.T.

Developed Market Strategist 김진영

02-3787-4870/jykim@kiwoom.com

RA 지은송

02-3787-4932/jesky95@kiwoom.com

■ 블룸버그 목표주가: USD 300.87

■ 현재주가(10/18): USD 266.81

Stock Data

산업분류	생명공학/제약
S&P500 (10/18)	2,768.8
시가총액 (백만 USD)	257,269.1
유통주식수 (백만)	962.5
52 주 최고/최저 (USD)	272.81 / 202.70
일평균 거래량 (3M)	2,593,852

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	21.0	1.3	12.9	30.0
S&P500	3.6	-4.7	2.2	8.1

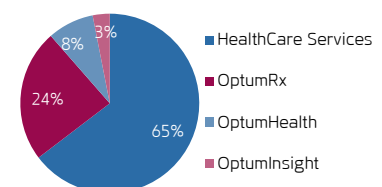
(2016.10=100)

Earnings & Valuation

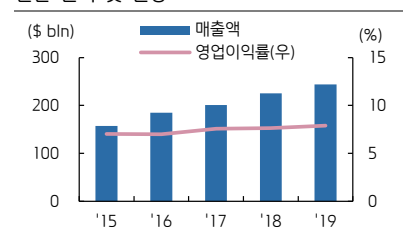
(백만 USD)	FY16	FY17	FY18E	FY19E
매출액	184,840	201,159	225,656	243,964
영업이익	12,930	15,209	17,212	19,260
OPM(%)	7.0	7.6	7.6	7.9
순이익	7,017	10,558	11,930	13,564
EPS(USD)	7.4	11.0	12.1	13.9
증가율(%)	20.8	48.6	10.8	14.6
PER(배)	22.4	23.3	20.9	18.4
PBR(배)	4.0	4.5	4.7	4.2
ROE(%)	19.5	24.5	23.7	24.2
배당수익률(%)	1.6	1.4	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

사업 부문별 매출 비중 (FY18 Q2)



연간 실적 및 전망



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

또한 개인 및 기업의 헬스케어 관심도가 높아지면서 전체 35% 매출 비중을 차지하는 Optum 사업부도 외형을 지속 확대 중이다. 2012년부터 작년까지 5년간 평균 약 13%의 매출 성장세를 보이는 Optum 사업부는 향후 의료보험 가입자 수 증가와 헬스케어 활용이 늘어나면서 매출은 전체 비중의 50%까지 지속 확대가 전망된다.

UnitedHealthcare와 Optum의 각 사업부 성장도 긍정적이지만, 구조적으로 두 사업부가 win-win 관계로 선순환을 창출하고 있다는 점도 매력적인 요소다. 기 의료보험 가입자들에게 건강 서비스를 제공해 질병발생 확률을 낮춤으로써, 결과적으로 보험비 지급 비용을 감소시키는 구조적 효율성을 갖추고 있다.

밸류에이션 및 추가 상승 모멘텀

동사는 금융위기 이후 최고 수익률을 낸 종목 중 하나로 꼽힐 정도로 안정적이고 지속적인 주가 상승세를 보여왔다. 근본적으로 인구 노령화의 수혜를 볼 수 있는 대표적인 기업이기 때문에, 앞서 언급한 동사의 다양한 메디케어 플랜 등과 함께 자체적인 경쟁력까지 더해진다면 향후 수익 전망은 긍정적이라 판단한다.

실제로 블룸버그 컨센서스 기준 2018년, 2019년 회계연도 매출액은 각각 2,256.5억 달러, 2,439.6억 달러로 전년대비 11.1%, 8.7% 성장할 것으로 전망되고 있다. 잉여현금흐름 역시 지속 증가하여 2017 회계연도에는 2013 회계연도의 두 배를 기록했다. 긍정적인 수익전망 및 안정적 현금흐름과 함께, 올해와 내년 예상 PER 또한 각각 20.9배, 18.4배로 전망되고 있다. 이는 관리 헬스케어 기업 평균을 하회하는 수준으로 밸류에이션 매력도 양호한 편이다.

더불어 적극적인 주주환원 정책도 동사 매력을 높여준다. 유나이티드헬스의 배당금은 8년 연속 증가 혹은 유지되고 있으며, 최근 3년간 배당 증가율은 연간 27%에 해당한다. 배당수익률 자체는 1%대로 높은 편은 아니지만, 올해 6월 이사회가 자사주 1억주를 매입하는 등 주주 수익률 제고에도 지속 노력 중이다.

수익성 비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
수익					
보통주자본이익율	17.76	17.40	17.54	19.46	24.54
총자산이익률(ROA)	6.91	6.68	5.88	6.00	8.06
총자본이익률	12.63	12.09	10.94	11.27	15.38
투자자본수익률	12.16	11.70	10.50	10.77	14.79
마진					
매출총이익률	24.44	25.30	23.57	23.47	23.37
EBITDA 이익률	8.98	9.01	8.09	8.11	8.68
영업이익률	7.86	7.87	7.02	7.00	7.56
영업 이익률 증분	3.11	8.15	2.80	6.88	13.97
세전이익률	7.28	7.40	6.51	6.42	6.97
특별항목전이익률	4.63	4.31	3.70	3.83	5.38
매출순이익률	4.59	4.31	3.70	3.80	5.25
보통주주할당순이익 이익률	4.59	4.31	3.70	3.80	5.25
추가					
유효세율	36.37	41.81	42.64	40.38	22.82
Dvd Payout Ratio	18.82	24.24	30.72	32.22	26.26
지속가능 성장률	14.42	13.18	12.15	13.19	18.09

재무비율

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
크레딧					
EBITDA/이자비용	15.53	19.02	16.09	14.04	14.72
순채무/자기자본	23.79	25.17	56.50	51.59	32.51
순채무/자본	19.22	20.11	36.10	34.03	24.54
유동성					
현금비율	0.33	0.30	0.30	0.27	0.31
유동비율	0.73	0.77	0.74	0.69	0.73
장기부채/자기자본	46.32	49.32	75.11	67.52	57.86
장기부채/자본	30.38	32.10	38.56	36.23	35.37
장기부채/자산총계	18.19	18.53	22.77	20.99	20.74
총부채/자기자본	52.44	53.63	94.78	86.36	63.60
총부채/자본	34.40	34.91	48.66	46.34	38.87
총 부채/총 자산	20.59	20.15	28.73	26.85	22.79

주요 지표

백만 달러, 12개월 결산	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
시가총액	74,396.4	96,439.9	112,110.9	152,358.1	213,625.7
- 현금과 현금등가물	9,213.0	9,236.0	12,911.0	13,275.0	15,490.0
+ 우선주자본금&기타	0.0	0.0	-105.0	2,057.0	2,490.0
+ 총부채	16,860.0	17,406.0	31,965.0	32,970.0	31,692.0
기업가치	82,043.0	104,609.9	131,059.9	171,956.1	231,884.7
Revenue, Adj	122,489.0	130,474.0	157,107.0	184,840.0	210,159.0
성장률%, YoY	10.7	6.5	20.4	17.71	8.8
Gross Profit, Adj	29,939.0	33,015.5	37,026.0	43,386.0	47,011.0
마진(%)	24.4	25.3	23.6	23.5	23.4
EBITDA, Adj	10,817.0	11,541.0	12,573.0	14,819.0	17,371.0
마진(%)	8.8	8.8	8.0	8.0	8.6
Net Income, Adj	5,507.4	5,481.9	5,721.4	6,909.1	9,307.1
마진(%)	4.5	4.2	3.6	3.7	4.6
EPS, Adj(USD)	5.39	5.56	5.92	7.14	9.45
성장률%, YoY	3.9	3.3	6.4	20.7	32.4
영업활동 현금흐름	6,991.0	8,051.0	9,740.0	9,795.0	13,596.0
자본지출	-1,307.0	-1,525.0	-1,556.0	-1,705.0	-2,023.0
잉여현금흐름	5,684.0	6,526.0	8,184.0	8,090.0	11,573.0

RIM 상 적정가치

		Equity Risk Premium		
		0.5%	0.0%	-0.5%
Long term ROAE	24.7%	284	290	295
	25.2%	293	299	304
	25.7%	302	308	314

자료: 키움증권, 2018-10-18 기준

주) 현재: 266.81달러, 적정가치 최저: 6.4%, 적정가치 적정: 12.0%, 적정가치 최고: 17.6%, 적정가치 평균: 12.0%