

Global Market Report

2016.07.06(수)

SEARCH **M**

Global Market Strategy & Issue

- [글로벌 경제] 단기 리스크 하락에도 아직 안심할 수 없어 2
- [美 증시] 영국과 EU의 브렉시트 대응 미비/S&P 목표치 하향 조정 3
- [신흥국 투자전략] 선진국 통화완화 정책 확대로 신흥국 투자 매력적 4
- [亞 경제] 아시아 증시 상승, 기대하기 어려워 5
- [中 증시] 중국 증시 우려 과도, 향후 수익률 상승 기대 6
- [中 증시] 본토 기관 투자자의 H주 매수세 지속 예상 7

Industry Insight

- [美 헬스케어] 바이오 종목 주가 저평가 상태, 향후 주가 상승 예상 8
- [美 헬스케어] 액체 생체검사 시장 성장 잠재력 높아 9
- [美 헬스케어] 합성생물학, 상업화 가능성 높아져 10
- [中 헬스케어] 중추신경계 의약품 성장 가능성 높아 11
- [中 증권] 선강통 발표 임박, 증권 섹터 수혜 기대 12
- [中 증권] '16년 3분기 증권 섹터의 선전 기대 13

Corporate Report

- [美 헬스케어] 바이오 제약사 중 Regeneron, Biogen 선호 14
- Kao(4452,JP): 수성 잉크 사업 전망 밝지만 주가 영향은 제한적 15
- 화태증권(Huatai Securities: 601688,SH): 중국의 1위 인터넷 증권사 16
- 중신증권(CITIC Securities: 6030,HK): 사업별 안정된 흐름 이어가 17
- TAL Education(XRS,US): 온라인 사업 강화 전략 18

Global Market Strategy & Issue

[글로벌 경제] 단기 리스크 하락에도 아직 안심할 수 없어

- Bank of America는 브렉시트 결정 이후 리스크 상황을 분석한 리포트를 발표했다. 동사에 따르면 “브렉시트 결정 이후 GFSI(global financial stress)는 아직 높은 수준이지만 일부 스트레스 지표(특히 단기 리스크)는 예상 보다 빠르게 하락했다. 이로 인해 현재 유럽, 미국 증시의 단기 리스크는 브렉시트 부결 상황에서나 가능한 수준에 머물러 있다.”
- 동사는 이러한 현상의 원인을 다음으로 제시했다.
 1. 브렉시트 협상 과정에서 변동성이 하락할 수 있다는 희망으로 단기 리스크 지표가 하락했다.
 2. 브렉시트 결정은 영국이 자초한 리스크이다. 이는 한편으로 브렉시트 결정이 쉽게 전환될 수 있음을 의미하기도 한다.
 3. 브렉시트 투표 이전에 방어적 포지션을 취했던 투자자들의 숏스퀴즈로 위험 자산 가격이 상승했다.
 4. 중앙은행 정책에 대한 기대감이 최근 다시 높아지고 있다.
- “단기 리스크가 빠르게 하락하고 있지만, 브렉시트 결정 이후에 글로벌 리스크가 높아진 것은 부인할 수 없다. 따라서 브렉시트 전개 과정에서 또 다른 스트레스 이벤트가 발생할 가능성은 높다고 판단된다. 또한, 브렉시트 이외에도 글로벌 시장에는 다수 리스크 요인이 존재한다. 이 중 일본이 2월 마이너스 금리 도입 이후 가장 리스크가 높은 상황이다. 중앙은행이 최근 몇 년 동안 시장을 부양하는 데 중요한 역할을 해왔음을 고려할 때 중앙은행에 대한 신뢰성 상실은 가장 큰 테일 리스크라고 판단된다. 따라서 일본 관련 리스크는 주의 깊게 감시할 필요가 있다.”
- Bank of America에 따르면 “최근 장기 리스크가 상승했음에도 위험 자산이 랠리를 기록한 것은 브렉시트 리스크가 시장에 반영되는 시기를 특정하기 어렵다는 것을 보여준다. 향후 변동성이 커질 것으로 예상되지만 구체적 시기는 알 수 없다. 따라서 현재 상황에서 변동성 지수에 투자할 경우 미국 변동성 지수 보다는 장기 유럽 실현 변동성 지수에 투자할 것을 권고한다. 이는 유럽의 변동성이 더 높을 것으로 예상되고 미국은 유럽 관련 리스크가 구체화되기 전까지 이를 반영하지 않고 있기 때문이다.”

[美 증시] 영국과 EU의 브렉시트 대응 미비/S&P 목표치 하향 조정

- Deutsche Bank는 브렉시트 이후 영국/EU의 정책적 대응이 미비하다는 보고서를 발표했다. 한편, '16년 S&P 500 목표치를 2,150으로 하향 조정했다.
- “브렉시트(Brexit) 가결이라는 사태에도 불구하고, 영국과 유럽의 정책 대응은 충분히 이루어지지 않고 있다. 영국 의회는 레임덕을 겪고 있으며, 차기 수뇌부 및 국정 계획 등이 부재한 상태이다. GBPUSD 환율이 급격히 하락했음에도 불구하고, BOE는 환율 방어 정책을 펼치지 않고 있다. EU 역시 브렉시트에 대한 정책적 대응이 미비하다.”
- 동사는 BOE의 익일물 금리(overnight rate) 인하 단행은 영국 GDP에 오히려 부정적일 것이기 때문에, BOE가 GBPUSD 환율 1.35~1.40선을 방어하는 정책을 취할 것으로 예상했다. 파운드 가치 하락은 자산 가치 하락, 심리적 요인 등으로 인해 자본투자/소비가 위축되는 요인인 반면, 환율 방어는 영국 국채, 회사채, 부동산 등 자산 가치를 지지하는 수단이 될 것이라고 판단했다.
- 동사는 또한 BOE가 파운드 환율을 방어하는 동시에 금융여건을 완화해야 한다고 강조했다. 가능한 방안으로는 장기 국채 매입, 파운드 표시 회사채 매입, 미 연준으로부터 달러를 빌려 파운드를 매입하는 방법 등을 언급했다. 영국 정부의 재정지출 확대 역시 필요할 것으로 보았다. 경상수지 개선을 위해 GBPUSD 환율이 더욱 하락해야 한다는 주장에 대해, 동사는 1.35~1.40선 역시 충분히 낮은 수준이기 때문에 환율이 추가적으로 하락할 필요는 없다고 보았다.
- 한편, Deutsche Bank는 S&P 500이 5% 이상 하락할 것으로 전망했다. 이에 따라 '16년 목표치를 2,150, '17년 목표치를 2,350으로 각각 50씩 하향 조정했다. S&P 500의 '16년 2분기 EPS 전망치는 29.00~29.50달러, '16년 EPS 전망치는 118.00달러로 하향 조정했다.

[신흥국 투자전략] 선진국 통화완화 정책 확대로 신흥국 투자 매력적

- Deutsche Bank는 선진국의 통화완화 정책 시행, 낮은 원자재 가격으로 인해 신흥국 투자가 매력적이라는 보고서를 발표했다.
- “13년 미 연준이 통화정책 정상화를 시사한 이후, 글로벌 투자자금은 신흥국에서 선진국으로 이동하는 추세였다. 원자재 가격의 변동, 중국 경기 둔화 등의 요인도 이 같은 추세에 기여했다.” 하지만 동사는 신흥국 투자가 여전히 매력적이라고 판단했다.
- 동사는 영국, 유럽, 일본의 중앙은행이 경기 둔화 우려, 브렉시트(Brexit) 가결 등으로 인해 통화완화 정책을 확대할 것으로 전망했다. 미국의 경우에는 금리인상을 연기할 것이라고 보았다. 이 같은 정책으로 인해, 11.7조 달러에 달하는 국채가 마이너스 수익률로 전환되는데, 이 경우 수익률을 중요시하는 연기금, 보험사 등과 같은 기관투자자는 신흥국 투자를 확대할 것이라고 전망했다. 동사는 신흥국의 경우 경제적, 구조적, 정치적 리스크를 감안해도 국채 수익률이 매력적이라고 평가했다. 또한, 신흥국의 높은 GDP 성장률 역시 매력적인 요소라고 언급했다.
- “원자재 가격은 낮게 유지될 것으로 전망된다. 이는 원자재 의존도가 높은 신흥국에 리스크로 작용하겠지만, 원자재 가격이 안정되면 가치 평가, 섹터 통합에 용이한 환경을 제공할 것이다. 또한, 낮은 원자재 가격이 인플레이션을 상승을 제한하면서, 환율이 안정되고 실질 금리가 높게 나타날 것이다. 이는 신흥국 국채 투자의 수익률을 보장할 것으로 기대된다. 한편, 원자재 수입국의 경우에는 낮은 원자재 가격을 바탕으로 경상흑자를 기록할 것이다.”
- Deutsche Bank는 신흥국 중 특히 다음과 같은 국가에 주목해야 한다고 언급했다.
 1. 인도, 인도네시아: 시장 자유화, 인프라 지출 확대 등이 이루어지고 있다.
 2. 브라질: 정치적, 경제적 불안정성이 해소되면서 턴어라운드의 조짐이 보이고 있다.
 3. 터키: 정치적 불확실성, 안보 문제가 대두되고 있지만 경제 펀더멘털이 견고하다.

[亞 경제] 아시아 증시 상승, 기대하기 어려워

- Macquarie는 아시아 증시의 상승은 어려울 것이라는 보고서를 발표했다.
- “MSCI AxJ 지수는 PER 주가배수 12배, 원자재, 금융 섹터 제외 시에는 주가배수 16배에 거래되고 있다. 이는 ‘10년 이후 평균을 상회하는 수준이다. 실적 전망과 글로벌 리스크, 변동성 등을 고려할 때, 아시아 증시가 상승하려면 주가배수 상승 또는 펀더멘털 개선이 필요할 것이다.”
- 동사는 아시아 증시의 ‘17년 EPS 증가율 컨센서스가 11~12%로 높다고 언급했지만, 실제로 펀더멘털이 이 같이 개선되기는 어렵다고 분석했다. 브렉시트(Brexit)에 따른 글로벌 수요 위축/디플레이션/금융여건에 대한 우려 확산, 달러 강세, 원자재 가격 변동성 등을 대표적인 원인으로 제시했다.
- 특히 성장세가 제한적이기 때문에 기업 실적이 개선되기 어렵다고 강조하면서, 종목 선별에 주의해야 한다고 언급했다. 동사는 역사적으로 매출/순이익 증가율 기록이 우수하고 향후 성장 전망 역시 밝은 기업을 선호했다. 전반적인 성장세 둔화를 고려할 때, 이 같은 기업의 주가에는 프리미엄이 정당화된다고 분석했다.
- “가치주, 경기민감주가 outperform하려면 경제 성장을 또는 수익성이 크게 개선되어야 한다. 하지만 전세계적인 경제 성장 둔화와 구조적인 생산성 문제 등을 고려할 때, 이를 기대하기는 어렵다.”
- Macquarie는 글로벌 공공 섹터의 정책 공조가 이루어질 경우, 아시아 증시가 상승세를 기록할 수 있을 것으로 전망했다.

[中 증시] 중국 증시 우려 과도, 향후 수익률 상승 기대

- Deutsche Bank는 중국 증시에 대한 우려가 과도하다고 평가하면서, 중국 증시의 수익률이 더 상승할 것이라는 보고서를 발표했다.
 - “중국은 글로벌 대표적인 제조업 중심 국가이기 때문에, 글로벌 무역의 둔화는 중국에 대한 악재로 인식된다. 실제로 글로벌 무역이 둔화되면서 중국은 GDP 성장률이 하락했으며, 경제 구조 개혁이 요구되고 있다. 하지만 동사의 커버리지 종목 분석 결과, ‘15년 중국 기업의 해외 매출 비중은 16%에 불과했다.’”
 - 동사는 시장이 중국 경착륙 가능성에 대해 과도하게 우려하고 있다고 판단했다. 중국 증시에 대해서는 긍정적으로 평가했는데, 근거는 다음과 같이 제시했다.
1. 향후 12개월 실적 전망치 기준 PER 주가배수가 8.7배로, 밸류에이션이 매력적이다.
 2. 중국 증시(A주, H주, ADR 포함) PBR 주가배수는 1.3배, H주 증시로 한정할 경우 PBR 주가배수는 1.1배로, 10년간 저점 수준이다.
 3. H주 증시 실적 컨센서스에 대한 상향 조정이 이루어지고 있다.
 4. 유틸리티, 금융, IT 섹터를 중심으로 상승여력을 확인할 수 있다.
 5. 중국 증시는 고시환율 제도로 인해, 환율이 주가 수익률에 미치는 영향이 비교적 작은 경향이 있다. 역사적으로 중국 증시 수익률을 결정하는 핵심 요인은 배당, 성장세, 인플레이션을 등이었다.
 6. 중국 증시는 지난 12개월간 하락세를 기록했다. 중국 증시(A주, H주, ADR 포함)는 26.5% 하락했고, H주 증시로 한정할 경우에는 33% 하락했다. 이에 따라 하락여력이 제한적이다.
 7. 증시 리스크 프리미엄이 10년 평균을 1 표준편차 가까이 상회하고 있다.
 8. 중국 증시는 역사적으로 향후 이익수익률 10%를 기록한 이후, 3년간 강세를 기록하는 경향이 있다. 회귀분석 결과, 이 같은 경향에 따른 수익률은 50% 이상인 것으로 나타났다.
 9. 중국의 GDP 성장률이 둔화될 것으로 예상되지만, 역사적으로 중국 증시 수익률과 GDP 성장률의 상관관계는 높지 않았다.

[中 증시] 본토 기관 투자자의 H주 매수세 지속 예상

- CICC는 후강통 거래 동향을 분석한 리포트를 발표했다. 동사에 따르면 “강구통 거래량은 43 거래일 연속으로 순매수세를 기록하고 있다(누적 순매수액 594억 위안). 현재 강구통 쿼터 중 76%(약 1907억 위안)가 소진된 상황이며 현재 일일 거래량이 유지된다면 향후 40 거래일 이후 쿼터가 모두 소진될 것으로 예상된다.”
- “홍콩 거래소에 따르면 4월 말 이후 매수 규모가 높았던 30개 종목은 주로 금융, 통신 섹터와 텐센트 홀딩스(0700,HK), CKH 홀딩스(0001,HK)와 같은 시가총액이 높은 종목이었다. 4월 말 이후 이들 30개 종목에 대한 순매수액은 447억 위안으로 전체 순매수액 중 75%였다.”
- 동사에 따르면 “15년 3월 말~4월 당시 강구통 투자자들은 개인 투자자 비중이 높았고, 이들은 인기 동시상장 H주 위주로 투자를 크게 늘렸다. 매수액 상위 30개 종목의 비중도 38%로 낮은 편이었다. 반면 최근에는 강구통 거래에서 저가 대형주 비중이 높았는데, 이는 장기적으로 투자하는 기관 투자자 비중이 높았음을 암시한다.”
- “홍콩거래소 CEO는 후강통 쿼터가 소진될 경우 상향될 수 있다는 점을 밝혔지만, 그 시행 시기는 선강통과 다를 수 있다고 언급했다.”
- CICC는 “본토 뮤추얼 펀드 중 40개가 강구통을 통해 H주를 매수할 수 있도록 허용되었는데, 이들의 운용자산 규모는 총 190억 위안에 이른다. 아직 A주의 H주 대비 프리미엄이 높은 수준임을 고려할 때 기관 투자자들의 H주 매수 수요는 지속될 것으로 예상된다.”고 밝혔다.

Industry Insight

[美 헬스케어] 바이오 종목 주가 저평가 상태, 향후 주가 상승 예상

- RBC Capital의 Michael Yee 애널리스트는 바이오 종목의 밸류에이션이 역사적 저점에 근접했다고 언급하면서, '16년 말부터 '17년에 걸쳐 주가 상승이 기대된다는 보고서를 발표했다.
- Yee 애널리스트는 영국의 EU 탈퇴가 결정되면서 글로벌 증시가 조정을 겪고 있고 단기적으로 불확실성 또한 확대되었지만, 이 같은 동향이 바이오 종목의 펀더멘털에는 영향을 미치지 못한다고 판단했다. 이에 따라 바이오 종목 투자가 매력적이라고 보았다.
- “바이오 종목의 주가배수는 S&P 500 평균을 하회하고 있다. 주가는 향후 12~18개월간 '제로 파이프라인(의약품 파이프라인을 배제한 상황)'의 밸류에이션에 해당하는 가격에 거래되고 있다. 이 같은 현상은 '10년~'11년 6월 '오바마케어' 도입 당시 나타난 바 있다.”
- “'11년 6월~'12년, Biogen과 Vertex의 임상 시험 결과 발표, Gilead Sciences의 M&A 발표 등이 이어지면서 바이오 종목의 주가가 '제로 파이프라인' 밸류에이션부터 급격히 상승한 바 있다. 마찬가지로 '16년 11월 미 대선 이후 '17년부터 Celgene, Vertex 등의 임상 시험 결과가 발표될 예정이기 때문에, 6~9개월 내로 바이오 종목의 주가가 상승할 것이라고 전망된다.”
- Yee 애널리스트는 현재 바이오 대형주의 향후 12개월 전망치 기준 PER 주가배수가 12~14배로, 역사적 저점에 근접한 상태라고 강조했다. 반면 S&P 500의 주가배수는 16배, 제약 섹터 대형주의 주가배수는 17배라고 언급했다. 주요 바이오 종목의 '제로 파이프라인' 밸류에이션은 다음과 같다고 분석했다.

1. Biogen: 225달러
2. Amgen: 135~145달러
3. Gilead Sciences: 75~80달러
4. Vertex Pharmaceuticals: 75~85달러
5. Celgene: 85~95달러

[美 헬스케어] 액체 생체검사 시장 성장 잠재력 높아

- Goldman Sachs는 액체 생체검사 시장의 성장 잠재력이 높다는 리포트를 발표했다. 동사에 따르면 **“액체 생체검사(Liquid biopsy)는 암과 관련된 유전적 변이를 검사하는 혈액 기반 검사이다. 기존 조직 생체검사와는 달리 사용 상의 편리함으로 의사들이 유전적 정보를 얻는 데 큰 도움을 줄 것으로 기대된다.** 암이 유전적 요인의 영향이 크고, 점차 치료도 특정 유전 인자에 초점을 맞추고 있기 때문에 액체 생체검사의 중요성은 높다고 볼 수 있다.”
- 동사는 액체 생체검사의 장점을 다음과 같이 제시했다.
 1. 반복 가능성: 채혈만으로 가능하기 때문에 여러 차례 반복할 수 있다.
 2. 비침습적: 조직 생체검사는 예상치 못한 출혈, 감염과 같은 부작용이 있을 수 있지만, 액체 생체검사는 이러한 위험이 낮다.
 3. 비용: 액체 생체검사는 기존 검사 대비 비용이 매우 낮을 것으로 예상된다.
- Goldman Sachs에 따르면 **“25년에 액체 생체검사 총유효시장 규모는 140억 달러에 이를 것으로 예상된다.** 하지만 아직은 성장 초기 단계로 기업들의 관련 매출도 적은 상황이다. 이와 같은 상업화 수준이 낮은 것은 아직 기술 발전 초기 단계이며, 의료보험 적용 대상도 아닌 영향이 크다. 향후 액체 생체검사 관련 사업에는 장비/소모품(Illumina), 연구 서비스(Foundation Medicine), 소프트웨어 등이 포함될 수 있다. 동반 진단 검사에도 이러한 기술이 적용될 수 있다(Qiagen). 액체 생체검사 관련 시장이 본격적으로 성장하는 데는 5년에서 15년 정도의 기간이 소요될 것으로 예상된다.”
- **“현재 Illumina, Foundation Medicine, Qiagen은 액체 생체검사 시장에서 포지션이 가장 양호하다고 판단된다.** Illumina 경영진은 현재 시료 최종화 단계에 있고, 상업 제품이 ‘19년 무렵에 출시될 예정이라고 밝혔다. Foundation은 ‘16년 1분기에 혈액 기반 시료를 제공하기 시작했다. Qiagen은 ctDNA/CTC를 검사 리서치 킷을 제공하고 있고, 혈액 기반 동반 진단법 개발을 위해 다수 제약사와 제휴하고 있다.”

[美 헬스케어] 합성생물학, 상업화 가능성 높아져

- Goldman Sachs는 합성생물학 시장 전망을 분석한 리포트를 발표했다. 동사에 따르면 “합성생물학(Synthetic Biology)은 세포에 대한 조작을 통해 새로운 기능을 수행하도록 유도하는 기술을 지칭한다. 이러한 기술은 DNA를 분석하는 유전체학의 발전으로 가능해졌다. 또한, 관련 컴퓨터 기술의 발전도 기술의 상업화 가능성을 높이는 역할을 하고 있다. 향후 합성생물학 기술이 점차 발전하며, 의료, 식품, 에너지 산업에 미치는 경제적 영향도 커질 것으로 예상된다.”
- “현재 합성생물학 관련 기업에는 Intrexon(XON,US), Ginkgo Bioworks, Synthetic Genomics 등이 있다. 대부분 기업은 비상장 기업이다. Intrexon 은 호스트 시스템 조작 관련 전문능력을 쌓아 왔고, 의료, 에너지, 환경, 식품 등과 같은 분야에 집중하고 있다. Ginkgo 는 유전 코드, 파운드리 기술을 활용해 화장품, 식품 분야에 주력하고 있다. Synthetic Genomics 는 세포 공장, 유전 설계 기술을 개발하고 있다.”
- Goldman Sachs에 따르면 “단기적으로 볼 때 합성생물학이 상업적으로 적용되는 분야는 농산품, 가공 식품이 될 것으로 예상된다. 해당 분야는 의료 분야 보다 규제가 낮은 편이다. Intrexon은 현재 2개의 조작 식품(연어, 사과)에 대해 FDA 승인을 얻었다. 동사의 연어는 성장하는 데 걸리는 기간이 기존 대비 절반에 불과하다. 또한, 동사의 사과는 깎은 후에도 변색되지 않아 사과를 조각 단위로 판매할 가능성이 열렸다.”
- “장기적으로 합성생물학은 의료 분야로 확대 적용될 수 있다. Intrexon은 모기가 유발하는 질병을 퇴치하기 위한 기술을 개발했다. 또한, 지카 바이러스 확산에 맞설 유전자 변형 종자 개발에 나서고 있다. 하지만 합성생물학에 대한 대중의 거부감, 관련 규제가 늘어나기 시작하는 점에 유념할 필요가 있다. 장기적으로 합성생물학 관련 제품을 개발하는 기업들은 제품 출시를 위해서 FDA와 같은 규제 기관이 세부 가이드라인을 지정하는 일에 도움을 줄 수 있을 것으로 예상된다. 또한, 규제 관련 확실성이 높아지면 관련 투자도 증가할 것으로 전망된다.”

[中 헬스케어] 중추신경계 의약품 성장 가능성 높아

- Deutsche Bank는 중국 중추신경계 의약품 시장에 대해 분석한 리포트를 발표했다. 동사에 따르면 “중국 중추신경계 의약품 시장 규모는 630억 위안으로 중국 의약품 세부 시장 중 5번째로 규모가 크다. 중추신경계 의약품 시장 내에서는 진통제, 누트로픽, 마취제가 각각 비중이 16%, 13%, 11%이 높다. 중국의 정신질환 환자 증가, 치료율 상승, 의료비 상환 확대로 중추신경계 의약품은 ‘15년~’20년에 10%의 성장이 예상된다. 이는 전체 의약품 시장 성장률 7% 보다 높은 것이다.”
- “중국의 정신병 유병률을 17.5%로 가정할 경우, 중국의 정신 질환 환자수는 약 2억4천만명으로 추정된다. 하지만 ‘14년 기준으로 이 중 6%만이 치료를 받았다. 이는 환자들이 정신병 치료에 소극적이며 의사수도 부족하기 때문이다. 하지만 차기 국가 상환 의약품 목록 발표 시 중추신경계 의약품에 대한 비용 상황이 확대될 것으로 예상되고, 정신병 치료율도 상승하며 중추신경계 의약품 판매 증가율이 높아질 것으로 전망된다.”
- Deutsche Bank에 따르면 “중국 정부의 진통제 관련 규제가 엄격한 관계로 항서제약(600276,SH), 인복제약(600079,SH)과 같은 업계 선두 기업은 높은 진입 장벽에 따른 수혜를 누리고 있다. 이와 같이 경쟁이 제한적이라 주요 제품의 입찰 단가는 비교적 안정적인 편이다.”
- “항서제약의 ‘15년 매출 중 진통제 비중은 27%였는데, 동사의 진통제 매출은 ‘11년~’15년에 연평균 28% 증가하며 업계 증가율 18%를 상회했다. 또한, 동사는 현재 2개의 중추신경계 의약품 파이프라인을 보유하고 있다. 항서제약을 중추신경계 제약사 중 top pick으로 유지한다. 인복제약은 마약성 진통제 분야 선두 기업으로 해당 분야에서 33%의 점유율을 차지하고 있다. 동사의 마약성 진통제는 ‘15년~’18년에 연평균 19%의 매출 증가세가 예상된다.”

[中 증권] 선강통 발표 임박, 증권 섹터 수혜 기대

- Daiwa는 조만간 선강통 시행 및 후강통 쿼터 확대 발표가 예상되며, 이로 인해 증권 섹터의 수혜가 기대된다는 리포트를 발표했다. 동사에 따르면 “최근 며칠 간 강구통 순매수량이 크게 증가했다(홍콩 증시 유입액 증가). 최근 4거래일 동안 강구통 일일 순매수량은 30억 위안을 넘어섰는데, 이는 후강통 출범 이후 평균 4.8억 위안이었던 보다 크게 증가한 것이다. 특히 6월 24일 강구통 순매수량은 51억 위안으로 후강통 출범 이후 4번째 높은 수치를 기록했다.”
- “강구통 순매수량이 증가하며, 6월 27일 기준으로 강구통 쿼터는 640억 위안만이 남은 상황이다(총 쿼터 중 26%). 최근 거래량을 고려할 때 7월 말에 쿼터 한도에 도달할 것으로 예상된다.”
- 동사에 따르면 “후강통 출범은 상해증권거래소, 홍콩증권거래소 모두에게 수혜로 작용했고, 규제 당국은 후강통 쿼터 한도에 도달하기 이전에 쿼터를 확대하게 될 것이다. 이러한 후강통 쿼터 확대는 선강통 시행과 동시에 발표될 가능성이 높다. 발표는 조만간 이루어질 것으로 예상된다.”
- “선강통 시행 및 후강통 쿼터 확대 발표로 중국 증시 일일 거래량이 증가하게 될 것이며 증권 섹터에 대한 투자 심리도 개선될 것이다. 중국 증권사 중 HTSC(6886,HK), 중신증권(6030,HK)을 선호하며 각각 투자 의견 매수, outperform을 유지한다. HTSC는 증시에 대한 민감도가 높은 편이고, 중신증권은 사업 개편이 기대된다.”

[中 증권] '16년 3분기 증권 섹터의 선전 기대

- CICC는 증권사의 '16년 3분기 전망을 긍정적으로 평가한 리포트를 발표했다. 동사에 따르면 “16년 3분기에 중국 증권사의 순이익은 기저 효과 및 신규 사업의 빠른 성장세로 반등할 것으로 기대된다. '15년 3분기에 A주 증시가 급격하게 하락하며, 증권사는 큰 타격을 입었다. '16년 3분기에는 중계 수수료 수입이 전년 동기 대비 2배 이상 증가하고, 자산 운용 사업의 매출도 2배 가까이 늘 것으로 전망된다. 중계 수수료를 인하 압력도 완화될 것으로 전망된다. '16년 3분기에는 선강통이 출범될 것으로 예상되는데, 이는 중국 증시에 catalyst로 작용할 것이다.”
- “홍콩, 중국의 롱 온리 펀드는 MSCI China 지수 대비 증권 섹터를 70% 정도 비중축소하고 있다. 은행에 대한 비중축소 규모가 30%이고, 보험은 비중확대하고 있음을 고려하면 증권 섹터에 대한 편입 비중이 매우 낮음을 알 수 있다.”
- 동사에 따르면 “증권 섹터 밸류에이션은 '15년 여름 이후 평균 수준 보다 5~10% 낮고, '15년 11월 반등 시기 고점에 비해 30~40% 낮다. 현재 주요 A주 증권사의 PBR은 1.59배이고 H주 증권사의 PBR은 1.20배이다.”
- CICC는 “중국 증권사 중 화태증권 A주(601688,SH)에 대한 투자 의견을 매수로 상향 조정했고, 화태증권 H주(6886,HK)에 대한 투자 의견 매수로 커버리지를 개시했다. 동사는 인터넷 기반 사업을 확대하고 있고, 모바일 일일 활성 사용자수가 높은 증가세를 보이고 있다. 또한 중계 수수료율도 업계 최저 수준이라 추가 하락 가능성이 낮다.”고 밝혔다.
- “Hithink RoyalFlush Information Network(300033,SZ)도 선호하는데, 동사는 '16년 순이익 증가율이 두자릿수로 높은 수준을 기록할 것으로 예상된다. 고부가가치 통신 서비스의 매출 성장 기여도 지속될 것이며 막대한 모바일 일일활성 사용자수를 통해 수익화 잠재력도 높다.”

Corporate Report

[美 헬스케어] 바이오 제약사 중 Regeneron, Biogen 선호

- Bernstein은 주요 바이오 제약사에 대한 커버리지를 개시하며, Regeneron, Biogen에 대한 투자의견 outperform을 제시했다. 반면 Amgen에 대해서는 투자의견 market perform을 제시했다.
- 동사에 따르면 “Regeneron은 성장 단계에 있어 바이오 제약사로 기존의 인기 의약품 Eylea, 신약 Praluent, 파이프라인 Dupilumab의 기여로 높은 성장세가 예상된다. 또한, 동사는 활발한 R&D를 통해 다수의 신약을 출시할 것으로 전망된다. 현재 Regeneron의 주가는 동종기업 대비 프리미엄으로 거래되고 있지만, 성장 전망을 고려할 때 이는 정당화된다고 본다. 투자의견 outperform, 목표주가 400달러를 제시한다.”
- “Biogen은 성숙 단계의 바이오 제약사로 이익률이 높은 편이다(영업이익률 50%). 동사의 영업이익 중 75%를 차지하는 다발성 경화증 치료제의 성장세가 둔화되는 점은 리스크 요인이다. 하지만 전반적으로 동사의 전략에 대해 긍정적으로 평가하고 알츠하이머 치료제 개발은 성공 가능성이 높다. 현재 밸류에이션도 낮은 편이라고 판단된다. 투자의견 outperform, 목표주가 282달러를 제시한다.”
- “Amgen도 성숙 단계의 바이오 제약사로 이익률이 높다. 동사의 순이익 중 대부분을 차지하는 3종류의 의약품은 출시된 지 상당한 기간이 경과했다. 향후 경쟁사의 바이오시밀러 의약품 출시는 동사에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. ‘20년까지 바이오시밀러 의약품 출시로 Neupogen의 점유율 전부, Neulasta의 점유율 2/3, Epogen의 점유율 2/3가 잠식될 것으로 예상된다. 이로 인해 동사는 ‘20년까지 매출 중 22%에 해당되는 48억 달러를 잃게 되는 것으로 분석된다.”
- “Amgen은 현재 현금흐름이 풍부하지만 다수 의약품의 특허 만료 기간이 다가오는 점, 성장 전망이 그리 높지 않은 점을 고려해 투자의견 market perform, 목표주가 161달러를 제시한다.”

Kao(4452,JP): 수성 잉크 사업 전망 밝지만 주가 영향은 제한적

- Credit Suisse의 Masashi Mori 애널리스트는 Kao의 수성 잉크 사업의 성장 전망에 대해 긍정적으로 평가했지만, 주가에 대한 영향은 제한적일 것이라는 보고서를 발표했다.
- “Kao는 도합 100억 엔을 투자하여 산업용 잉크 업체 2개를 인수한다고 발표했다. Kao는 잉크젯 프린터를 친환경 수성 색소를 개발했는데, 이를 통해 잉크 산업에 진출할 계획인 것으로 보인다. 산업용 잉크 업체 인수를 통해 Kao는 수성 잉크 제품 개발 능력, 생산능력, 유통망을 확보하게 되었다. Kao 경영진은 ‘25년까지 Kao의 잉크 사업 매출이 300억 엔에 달할 것으로 전망했다.”
- 상용 인쇄물(식품 포장 등) 시장은 두자릿수 성장률을 기록하고 있으며, 이에 따라 잉크 시장 역시 매출액이 연간 1,000억 엔을 돌파했다. Mori 애널리스트는 소비자의 환경 보호에 대한 관심이 크게 상승하고 있다고 언급하면서, Kao의 친환경 잉크 전략이 타 기업 대비 차별화된 전략이라고 평가했다.
- Mori 애널리스트는 Kao 수성 잉크의 진출에도 불구하고 잉크 시장에서는 유성 잉크가 지배적인 입지를 유지할 것이라고 예상했지만, 친환경적인 Kao의 수성 잉크 역시 점차 시장 점유율을 확대할 것으로 기대했다.
- 한편, Mori 애널리스트는 Kao가 인수한 두 기업의 ‘15년 EBITDA 이익률이 약 10%인 것으로 추정했다. 향후 순이익 전망 및 인수 비용 등을 고려했을 때, 잉크 업체 인수가 Kao 주가에 미치는 영향은 제한적일 것이라고 판단했다.
- Credit Suisse는 Kao에 대한 투자 의견 outperform, 목표주가 6,900엔을 유지했다.

그림> 이익추정 및 주가지표

주가: JPY6,036 (7/4), 시가총액: JPY3.04조

실적발표 예정일: 7월 27일

(십억엔)	2014	2015	2016(E)	2017(E)	2018(E)
매출액	1,402	1,472	1,506	1,571	1,641
영업이익	133	164	191	206	221
순이익	80	99	123	133	143
EPS(엔)	156	197	245	267	289
PER(배)	38.8	30.8	24.7	22.6	21.0
ROE(%)	12.4	14.8	17.1	17.2	17.2
PBR(배)	4.5	4.4	5.5	4.8	4.2

자료: 톰슨로이터 컨센서스

화태증권(Huatai Securities: 601688,SH): 중국의 1위 인터넷 증권사

- CICC는 화태증권의 사업 전반에 대해 긍정적으로 평가한 리포트를 발표했다. Jie Huang 애널리스트에 따르면 “화태증권은 인터넷 기반 사업을 점차 확대하고 있다. 동사의 모바일 앱 일일 활성 사용자수는 5월에 913만명을 기록하며, 2위 광발증권(000776,SZ)의 643만명을 크게 앞섰다. 화태증권은 중계 사업에서도 지위를 강화하고 있다. 5월에 동사의 증권 중계 시장점유율은 8.7%로 5.8%를 차지한 중신증권(6030,HK), 4.9%를 차지한 중국은하증권(6881,HK) 대비 우위를 보였다.”
- “16년 1분기 화태증권의 중계 수수료율은 이미 업계 평균 0.038% 보다 낮은 0.026%로 하락했다. 따라서 향후 수수료율 하락 가능성은 제한적일 것으로 보며, 동사의 실적은 경쟁사 대비 양호할 것으로 전망된다.”
- Huang 애널리스트에 따르면 “화태증권은 증권 중계 고객수 1위를 차지하고 있고, 기업 M&A 분야에서도 높은 경쟁력으로 다수 기업 고객을 보유하고 있다. 또한, 최근 자산 운용 사업을 확대하며 사업 다각화에 나서고 있다. ‘15년 동사의 금융 상품 판매액은 4.83조 위안에 이르며 압도적인 1위를 기록했다.”
- CICC는 화태증권의 폭넓은 고객 기반, 사업 다각화에 대해 긍정적으로 평가했다. 화태증권 A주(601688,SH)에 대한 대한 투자의견을 매수로 상향 조정했고, 목표주가는 23.61위안으로 30% 상향 조정했다. 또한, 화태증권 H주(6886,HK)에 대한 투자의견 매수, 목표주가 20.36 홍콩달러로 커버리지를 개시했다.

그림> 이익추정 및 주가지표

주가: CNY20.40 (7/4), 시가총액: CNY1369.2억

(백만원)	2014	2015	2016(E)	2017(E)	2018(E)
매출액	12,062	26,262	21,581	24,696	27,800
순이익	4,486	10,697	8,640	9,852	11,285
EPS(위안)	0.80	1.65	1.14	1.32	1.46
PER(배)	23.6	11.4	16.6	14.3	12.9
ROE(%)	11.7	17.5	10.6	11.3	11.9
PBR(배)	2.6	1.7	1.6	1.5	1.3

자료: 톰슨로이터 컨센서스

중신증권(CITIC Securities: 6030,HK): 사업별 안정된 흐름 이어가

- Daiwa는 중신증권의 각 사업별 실적이 견고한 수준을 유지하고 있다는 리포트를 발표했다. 중신증권은 중국의 증권사로 중계, 트레이딩, 투자 은행, 자산 운용 사업을 펼치고 있다.
- Leon Qi 애널리스트에 따르면 “중신증권의 신임 회장 Zhang Youjun은 ‘16년 1월 취임 이후 중계, 증권 인수와 같은 기존 사업에 집중하는 것으로 파악된다. 중신 그룹은 증권증권에 대한 지분을 15.59%에서 16.5%로 확대했는데, 향후 중신증권 경영에 있어 역할을 확대할 것으로 예상된다.”
- “‘16년 1~5월에 중신증권의 stock repo lending 잔고는 21% 증가한 것으로 추정된다. 이는 동사의 ‘15년 말 이후 신용융자 감소세를 일부 상쇄했다. 따라서 자금 중계 사업의 매출 기여도는 신용융자 사업의 부진에도 견고한 수준을 유지할 것으로 전망된다.”
- “중신증권은 ‘16년 1~5월 순수수료율이 4.09bp로 ‘15년과 유사하다고 밝혔다. 반면 중국의 증권 섹터 평균 순수수료율은 ‘15년 4.98bp에서 ‘16년 1~5월에 4.38bp로 하락했다. 또한, 향후 중신증권은 소규모 지점을 확대해 고객자산 개인 고객층을 유인할 계획이다.”
- Daiwa는 중신증권에 대한 투자 의견 outperform을 유지했고, 밸류에이션 평가 방식을 변경하며 목표주가는 21.0 홍콩달러에서 19.0 홍콩달러로 하향 조정했다.

그림> 이익추정 및 주가지표

주가: HKD17.16 (7/4), 시가총액: HKD2284.5억

(백만원)	2014	2015	2016(E)	2017(E)	2018(E)
매출액	36,971	69,384	48,351	56,825	59,781
순이익	11,337	19,800	15,402	17,964	19,631
EPS(위안)	1.03	1.71	1.35	1.50	1.64
PER(배)	14.2	8.5	10.8	9.7	8.9
ROE(%)	12.2	15.5	8.8	11.9	11.5
PBR(배)	1.6	1.3	1.2	1.1	1.0

자료: 톰슨로이터 컨센서스

TAL Education(XRS,US): 온라인 사업 강화 전략

- Credit Suisse는 TAL Education의 사업 전략을 분석한 리포트를 발표했다. Zoe Zhao 애널리스트에 따르면 “여름 프로모션 기간이 절반 가까이 지난 현재, TAL Education의 ‘16년 등록 학생 증가율은 높은 수준을 기록할 것으로 예상된다. 여름 프로모션으로 인해 동사의 매출은 4~5% 증가하는 효과를 거둘 것으로 전망되며, 중소 교육 기업의 점유율을 잠식해 시장점유율도 상승할 것으로 보인다. 프로모션이 없었던 과목의 수강 단가 상승, 패키지 수강 과목 판매로 인한 재등록률 유지로 프로모션에도 실제 실적은 우려 보다는 나을 것으로 예상된다.”
- “TAL은 ‘16년 하반기에 온라인/오프라인 혼합 강의를 개설할 예정이다. 하지만 이로 인한 실적 영향은 제한적일 것으로 예상되는데, FY17(‘16년 3월~’17년 2월)에 관련 학생 등록은 3천명 미만으로 예상된다. 온라인 강사가 일반 강사 보다 35% 정도 강의료가 높고, 오프라인 강사의 강의료가 일반 강사에 비해 절반 정도임을 고려하면 혼합 교실 모델은 기존 오프라인 소형 교실에 비해 이익률을 5% 높이게 될 것이다. 하지만 초기에는 보급률이 낮아 이익률 상승 효과가 크지 않을 수 있다.”
- Zhao 애널리스트에 따르면 “동사는 기존의 비디오 녹화 강의를 단가가 2배 이상 높은 온라인 생방송 강의로 점차 변경하고 있다. 이로 인해 온라인 교육 관련 매출은 FY17에 110%로 높은 성장세가 기대된다. 하지만 강의 이후의 서비스로 인해 직원 비용이 늘어나 온라인 생방송 강의는 기존의 비디오 녹화 강의 보다 수익성이 낮다. 이로 인해 FY17에 매출총이익률은 1% 하락할 것으로 예상된다.”
- “TAL은 중국의 유학 컨설팅 업체 Shunshun Bida의 지분을 인수했는데, FY17 하반기 무렵에 양사는 통합될 가능성이 있다. 이 경우 Shunshun으로 인해 FY17, FY18 매출이 각각 1.4%, 6.1% 증가하게 될 것이다.”
- Credit Suisse는 TAL Education의 실적 전망치를 상향하며 목표주가를 60달러에서 62달러로 상향 조정했지만, 투자 의견 중립을 유지했다.

그림> 이익추정 및 주가지표

주가: \$62.88 (7/1), 시가총액: \$50.8억

실적발표 예정일: 7월 21일

(백만달러)	2015	2016	2017(E)	2018(E)	2019(E)
매출액	434	620	888	1,218	1,605
순이익	86	129	133	193	262
EPS(달러)	1.03	1.49	1.55	2.21	2.94
PER(배)	56.0	38.7	37.2	26.1	19.6
ROE(%)	29.9	34.3	25.0	28.5	33.9
PBR(배)	14.6	11.7	8.4	6.6	5.1

자료: 톰슨로이터 컨센서스 (비고: 비GAAP 실적 기준, 2월 결산)

Compliance Notice

- 본 자료는 해외 유명 투자 정보 자료를 기초로 씨치엠글로벌에서 재가공한 투자참고 자료로서, 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
 - 본 조사분석 자료는 (주)씨치엠글로벌 고객에 한하여 배포되는 '사내한' 자료로서 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다
 - 자료제공 : (주)씨치엠글로벌(02-786-9883)
-