

# Morning Meeting Brief

## Daishin's View

### 낮은 물가와 물가안정은 다르다

- 보험성 혹은 일회성 금리 인하가 주식을 비롯한 위험자산에 긍정적인 영향을 미칠 것이라 견해들이 적지 않음
- 이번 미국의 기준금리 인하가 단발성으로 그칠 가능성보다 일정 사이클을 형성하는 기초적 인하의 성격이 더욱 강할 것이며 내년 상반기까지 최대 4회(100bp)의 금리 인하가 이뤄질 것이라 전망
- 물가 여건이 통화당국의 목표인 2%에 부합하지 않은 상황에서 기준금리의 적정 눈높이가 과거보다 낮아질 여지 있음. 동시에 저물가 상황은 향후 펀더멘탈에 대한 불확실성을 시사하는 시그널일 수 있음
- 기준금리 인하가 추세적으로 이뤄질 뿐만 아니라 낮은 물가가 부정적인 경기에 대한 사전적인 반영이라면 최근 연일 사상 최고치를 경신한 미국 주식시장의 랠리가 추가로 이어질 가능성은 제한적

공동락. dongrak.kong@daishin.com

## Strategy

### [일본 선거 결과] 게릴라성 규제 지속, 그러나 펀더멘탈 영향은 제한적

- 일본 참의원 선거 결과, 개헌세력 과반은 넘었지만, 2/3의석수 확보는 실패
- 아베의 수출규제는 정치적 이슈. 게릴라성 규제는 지속될 전망. 그러나 경제/기업실적에 부정적 영향을 주지는 않을 것
- 대한민국 규제 명분이 뚜렷하지 않고, 한국 펀더멘탈 피해만큼 일본은 물론, 글로벌 전체에도 경제적 손실 만만치 않기 때문

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

### [장기전망] 제약/바이오: 항암제가 이끄는 미래

- 글로벌 제약 시장은 지속적인 의약품 수요 증가로 2019년 8,846억 달러에서 2024년까지 연평균 6.8%의 성장 전망. 텍스트
- 2024년 글로벌 항암제 시장 규모는 2,385억 달러로 2018년 대비 약 2배의 고성장 전망
- 다중항체/ADC(항체-약물 접합체)/CAR-T 등의 항체 변형 치료제 및 세포/유전자 치료제의 약진 예상
- 국내 항암제 개발 현황 및 투자 전략: 1) 초기 단계는 글로벌 트렌드에 부합하는 항암제 개발 기업들 2) 후기 단계는 임상 데이터를 통한 선별적 접근
- 2019년 항암제 Watch List: 1)유한양행/JNJ/오스코텍의 레이저티닙+JNJ-372, 2)한미약품/스펙트럼의 포지오티닙, 3)신라젠의 펙사벡, 4)제넥신의 하이루킨, 5)이수앱지스의 ISU104 등

홍가혜. Kahye.hong@daishin.com

### [2Q19 Preview] 대한항공: 갈 길이 멀다

- 투자이건 매수, TP 35,000원으로 7.9% 하향. TP 하향은 '19년 2분기 실적이 생각보다 더 부진할 것으로 전망되어 실적 추정치를 조정하였기 때문. TP 산출은 2019년 추정 BPS 에 Target PBR 1.5배 적용
- 2019년 2분기 실적은 매출액 3조 1,441억원(+1.2% yoy), 영업손실 -870억원(적자전화, yoy), 지배주주순손실 3,300억원(적자확대 yoy)로 낮아진 기대치 하회할 것으로 예상
- 유가, 환율 등 대외변수 악화에, 한·일 관계 경색으로 인한 해당 노선의 수요감소, 그리고 항공화물 물동량 감소 등으로 부진한 업황 당분간 지속될 전망
- 주가는 바닥권으로 판단하나, 단기 모멘텀 부족으로 의미 있는 반등에는 시일이 필요

양지환. jihwan.yang@daishin.com

## 낮은 물가와 물가안정은 다르다

- 미국 연준(Fed)의 기준금리 인하가 사실상 초읽기에 돌입한 가운데 보험성 혹은 일회성 금리 인하가 주식을 비롯한 위험자산에 긍정적인 영향을 미칠 것이라 관해들이 적지 않다. 지난해보다 다소 둔화되는 정도에 그치고 있는 미국의 실물 경제 여건을 감안하면 충분히 구상해 볼 수 있는 시나리오다.
- 하지만 우리는 이번 미국의 기준금리 인하가 단순히 단발성으로 그칠 가능성보다는 일정한 사이클을 형성하는 구조적인 인하의 성격이 더욱 강하다고 평가하며, 내년 상반기까지 최대 4회(100bp)의 금리 인하가 이뤄질 것으로 전망한다.
- 경기 외에도 물가 여건이 통화당국이 목표로 설정한 2%에 좀처럼 부합하지 않은 상황에서 기준금리의 적정 눈높이가 과거보다 낮아질 여지가 있는 것이 아니냐는 논리를 반영했다. 동시에 저물가 상황이 향후 펀더멘탈에 대한 불확실성을 사전적으로 시사하는 시그널일 수 있다는 가능성도 함께 포함됐다.
- 우리의 예상대로 기준금리 인하가 추세적으로 이뤄질 뿐만 아니라 낮은 물가가 부정적인 경기에 대한 사전적인 반영이라면 최근에 연일 사상 최고치를 경신한 미국 주식시장의 랠리가 추가로 더 이어질 가능성은 제한적이다. 또 국내 증시 역시도 미국 발(發) 기준금리 인하는 당장 우호적 재료는 아닐 것이라 판단이다.

### 미국 PCE 물가 상승률과 기업 물가 판단 서베이



자료: 미국 상무부, NIB, 대신증권 Research&Strategy본부

주: NIB 서베이는 가격을 인상하겠다는 비중과 하지 않겠다는 비중의 차이, 최대와 최소값은 각각 50과 -50

## [일본 선거 결과] 게릴라성 규제 지속. 그러나 펀더멘털 영향은 제한적

### 일본 참의원 선거 결과. 개헌세력 과반은 넘었지만, 2/3의석수 확보는 실패

- 7월 21일 일본 참의원 선거에서 개헌(신규) 의석(124석) 가운데 자민당이 57석, 공명당이 14석 등 집권 정당이 71석을 얻었다. 여당 과반 의석 확보의 목표는 무난히 달성했지만, 개헌을 위한 2/3의석수 확보에는 실패했다. 일본유신회(10석) 등 개헌 우호 세력을 합쳐도 81석으로 개헌을 위한 필요한 의석 85석에는 미치지 못한 것이다. 여권은 선거에서 이기지 못했다는 평가를 받을 것으로 보인다.

### 개표 방송에서 한국을 언급한 아베. 상호 대응의 여지는 열려..

- 아베는 TV0사히 선거 개표 방송에서 한국에 대한 수출 규제 강화에 대해 언급했다. "결코 보복 조치가 아니다. 안전 보장에 관한 무역 관리를 위한 것"이라며 "한국에 3년간 무역 관리에 대한 협의를 하자고 요청했지만 유감스럽게도 (한국이) 응하지 않았다. 제대로 된 신뢰 관계를 구축한 뒤 한국 측에 성실히 대응하겠다"고 발언한 것이다. 아베는 선거기간 동안 어떠한 대화나 조건을 제시하지도 않았다. 협상과 대화도 거부했던 아베가 선거 직후 한국에 대한 수출규제를 언급했다는 점에 주목한다. 정치적 목적을 일정부분 달성한데 따른 대화의 가능성이 조금이나마 열린 것으로 볼 수 있다는 판단이다.

### 아베의 수출규제는 정치적 이슈. 경제/기업실적에 부정적 영향을 주지는 않을 것

- 필자는 그동안 일본의 수출규제가 선거를 앞둔 정치적 이슈 성격이 강하다는 의견을 피력해 왔다. 무엇보다도 일본은 대한민국 무역수지 흑자국이다. 아베의 수출규제 조치는 일본 경제/기업에도 피해가 불가피하다. 일본 내 비판의 목소리도 크다. 실제 이번 선거에서 자민당은 기존보다 의석수를 잃었다.
- 아베의 수출규제에 대한 실제 또한 수출을 제한하겠다는 것이 아니다. 수출 절차를 복잡하게, 번거롭게 만들겠다는 것이다. 일본 기업이 한국에 전략물자를 수출할 때마다 일일이 허가를 받도록 한 조치이다.
- 만약, 아베가 의도했든, 하지 않았든 한국 반도체 산업의 공급망 붕괴가 현실화될 경우 문제는 커진다. 한국뿐만 아니라 글로벌 반도체 산업 전체에 부정적 영향이 불가피하기 때문이다. 미국/유럽/중국 등 글로벌 주요국들의 대일본 압박 가능성도 배제할 수 없다. 지난 주말 트럼프 대통령의 한일 문제 개입 가능성이 제기되었다. 미국의 입장에서 한일 문제를 바라보고 있다는 의미로 보인다. 미국 트럼프 대통령은 자국 이익을 최우선시 한다.

### 아베의 게릴라성 규제는 지속되겠지만, 펀더멘털 영향력은 제한적일 전망

- 아베의 한국에 대한 게릴라성 규제는 지속될 가능성은 높다. 이로 인한 금융시장에서의 투자심리 위축은 불가피할 것이다. 그러나 아베의 한국에 대한 경제적 규제가 한국 경제, 기업실적에 부정적인 영향을 줄 가능성은 낮다고 본다.
- 대한민국 규제에 대한 명분이 뚜렷하지 않고, 한국 펀더멘털이 피해를 보는 만큼 일본은 물론, 글로벌 전체에 미치는 경제적 손실도 만만치 않기 때문이다. 어쩌면 자국 우선주의 확산 속에 일본의 경제적 규제조치는 자충수가 될 수 있다.

# Summary

## 제약/바이오 업종 투자이견 비중확대(Overweight) 유지

- 글로벌 제약 시장은 지속적인 의약품 수요 증가로 2019년 8,846억 달러에서 2024년까지 연평균 6.8%의 성장 전망. 주요 의약품의 특허 만료로 인한 매출 감소에도 불구하고 과거 5년 연평균 2.3% 성장 대비 견조한 성장 기대
- M&A, 라이선싱 트렌드로 확인하는 투자 방향성: 항암제, 희귀질환, 세포/유전자 치료제

## 의약품 시장의 성장 중심은 항암제, 항암제의 현재와 미래

- 2024년 글로벌 항암제 시장 규모는 2,385억 달러로 2018년 대비 약 2배의 고성장 전망. 기존 항암제의 낮은 효능과 부작용, 내성 발현 문제로 인해 신규 항암제에 대한 높은 수요 지속. 신약 개발 R&D 투자 중 약 40%가 항암제에 집중
- 항암제 개발 방향성은 내성을 극복하거나 치료 반응률을 증가시키는 신규 항암제 개발. 유전자 변이를 타겟하는 저분자 화합물에 대한 꾸준한 관심 지속. 하나의 약물로 여러 효과를 도출하는 다중항체/ADC(항체-약물 접합체)/CAR-T 등의 항체 변형 치료제 및 세포/유전자 치료제의 약진 예상
- 항암제 가치 분석: 2018-2019년 출시된 항암제의 순현재가치(NPV)는 평균 26.7억 달러. 그 중 JNJ의 전립선암 치료제 얼리다(Erleada)의 가치는 65.8억 달러. 임상 3상 개발 단계인 아스트라제네카/다이이피산코의 HER2 ADC 유방암 치료제(DS 8201)의 가치는 112.7억 달러
- Spotlight 항암제는? 1)내성을 극복한 차세대 BTK 저해제: ArQule의 ARQ531, 2)키트루다의 반응을 뛰어넘는 자궁경부암 치료제: lovance의 LN-145, 3)새로운 개념의 마이크로바이옴 치료제

## 국내 항암제 개발 현황 및 투자 전략

- 첫 FDA 허가 예상 약물은 한미약품/스펙트럼의 호중구감소증 치료제 롤론티스. 긍정적인 임상 3상 결과를 기반으로 3Q19 FDA 신약허가 재신청 및 2020년 상용화 기대
- 초기 개발 단계 항암제 투자는 글로벌 개발 트렌드에 부합하는 기업 추천(Appendix. 신규 기술 적용 항암제 개발 기업 현황). 후기 개발 단계 항암제는 임상 데이터가 중요. 결과 분석에 따른 선별적 접근 필요
- 2019년 항암제 Watch List: 1)유한양행/JNJ/오스코텍의 레이저티닙+JNJ-372, 2)한미약품/스펙트럼의 포지오티닙, 3)신라젠의 펙사벡, 4)제넥신의 하이루킨, 5)이수업지스의 ISU104 등

# 대한항공 (003490)

양지환 이자수  
jhwang.yang@daishin.com jane.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **35,000**  
하향

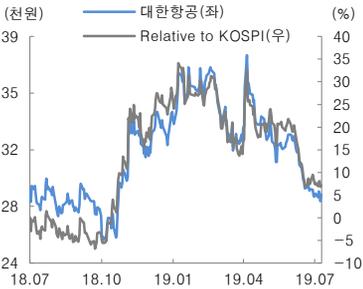
현재주가 **28,550**  
(19.07.19)

운송업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2094.36
시가총액	2,726십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	474십억원
52주 최고/최저	37,750원 / 25,450원
120일 평균거래대금	216억원
외국인보유율	25.36%
주요주주	한진칼 외 9 인 33.35% 국민연금공단 10.55%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.1	-18.9	-21.9	1.8
상대수익률	-7.8	-14.2	-20.8	10.9



## 갈 길이 멀다

투자의견 매수, 목표주가 35,000원으로 7.9% 하향

- 목표주가 하향은 2019년 2분기 실적이 생각보다 더 부진할 것으로 전망되어 실적 추정치를 조정하였기 때문. 목표주가 산출은 2019년 추정 BPS 에 Target PBR 1.5배 적용
- 2019년 2분기 실적은 당사 및 시장의 낮아진 전망치를 하회할 가능성이 높다고 판단
- 2020~2025년까지 신규 기재 30대 도입 결정. 20대는 금융리스, 10대는 운영리스 계약
- 공시된 투자금액은 약 63억달러(7.45조원)이나, 실 투자금액은 훨씬 적은 규모로 추정
- 항공기 투자로 인한 연간 현금흐름의 변동은 2019년 약 -200십억원, 2020년 -350십억원, 2021~2025년 약 -650십억원 수준으로 예상함
- 신규기재는 2020년 2~3대, 2021~2025년 연간 5~6대 규모로 인도될 것으로 예상
- 대부분의 기재는 현재 운영중인 B777(1Q19 42대)과 A330(1Q19 29대)의 노후 기종 교체 를 위한 것으로 경쟁력 강화를 위해서는 불가피한 투자로 판단
- 유가, 환율 등 대외변수 악화에 한·일 관계 경색으로 인한 해당 노선의 수요감소, 그리고 항공화물 물동량 감소 등으로 부진한 업황 당분간 지속될 전망
- 주가는 바닥권으로 판단하나, 단기 모멘텀 부족으로 의미 있는 반등에는 시일이 필요

2019년 2분기 실적은 낮아진 기대치를 하회할 것으로 예상

- 2019년 2분기 실적은 매출액 3조 1,441억원(+1.2% yoy), 영업손실 -870억원(적자전화, yoy), 지배주주순손실 3,300억원(적자확대 yoy)로 낮아진 기대치 하회 전망
- 2019년 2분기 항공사업량은 1)국제선 여객: ASK 24,302백만Km(+1.5% yoy), RPK 20,103백만Km(+4.0% yoy), L/F 82.7%, Yield 7.7센트/Km(-5.0% yoy), 원화일드 90.5원 /Km(+2.0% yoy), 2)화물: AFRK 2,452백만Km(-8.0% yoy), RFTK 1,740백만Km(-14.0% yoy), L/F 71%, Yield 30.2센트/Km(-6.5% yoy), 원화일드 353.5원/Km(+0.4% yoy) 추정

3분기 항공 사업량은 국제여객 +2%(yoy), 화물 -9.0%(yoy)로 추정

- 한·일 관계 경색으로 해당 노선 예약률 전년대비 감소, 기타 노선은 소폭 증가
- 항공화물부문의 부진은 3분기까지 지속 예상. 4분기 성수기 및 기저효과로 회복 기대

(단위: 십억원 %)

구분	2Q18	1Q19	2Q19(F)				3Q19			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,106	3,139	3,167	3,144	1.2	0.2	3,164	3,512	-0.2	11.7
영업이익	67	141	-44	-87	적전	적전	15	247	-38.4	흑전
순이익	-304	-63	-486	-330	적지	적지	-253	-184	적전	적지

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	12,092	13,020	13,240	13,800	14,309
영업이익	940	640	400	600	650
세전순이익	1,122	-209	-834	275	155
총당기순이익	802	-186	-651	214	121
지배지분순이익	792	-193	-638	210	119
EPS	8,631	-2,012	-6,647	2,189	1,238
PER	3.9	NA	NA	12.8	22.7
BPS	39,575	30,313	23,415	25,353	26,340
PBR	0.9	1.1	1.2	1.1	1.0
ROE	29.4	-5.9	-24.7	9.0	4.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 대한항공, 대신증권 Research&Strategy본부

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research&Strategy 본부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.