

미국 바이오 결국은 금리가 문제

해외주식 한상희, CFA
sanghi.han@hanwha.com
3772-7695





목 차

- 04 I. 지난 3개월 동안 무슨 일이 있었나?
- 18 II. 바이오 ETF: XBI, FBT, IBB, BBH

Executive Summary

금리, 금리, 금리 - 고금리에 따른 자금 조달 우려 확대

- ❖ 2023년 들어 금리 상승에도 불구하고 가치 대비 성장 우위 유지
 - ✓ 금리 오름세가 강한 경기를 반영했기 때문
 - ✓ 반면 바이오는 성장주 랠리에서 탈락했고 9월부터 미국 바이오 주가 하락세 심화
- ❖ 바이오는 2022/23년 수익률 모두 부진했고, 9월 이후도 성장 업종 중 태양광 다음으로 저조
 - ✓ 금리 급등이 기업의 영속성에 대한 걱정을 키웠던 구간
 - ✓ 헬스케어 내에서 바이오가 지난 3개월 동안 특히 부진했던 것도 같은 이유
- ❖ VC 업계에서 지난 3분기는 역대 가장 투자자 친화적인 시장: 헬스케어까지 자금이 흐를 수 없는 구조
 - ✓ 전체 VC 업계가 8월부터 회복세를 보이고 있으나, 헬스케어 비중은 지속적으로 하락
- ❖ 펀더멘탈: 매출액과 임상 시험
 - ✓ 매출액은 2023년이 저점이고 임상 건수는 과거 추세대로 증가: 결과 나오는 임상 건수 회복이 관건

개별 기업의 변동성 커, ETF도 대안이 될 수 있다고 판단

- ❖ 미국 바이오
 - ✓ 동일 가중 - 종목 분산형 XBI/종목 집중형 FBT
 - ✓ 시가 총액 가중 - IBB
- ❖ 세계 바이오
 - ✓ 시가 총액 비중 - BBH

I

지난 3개월 동안
무슨 일이 있었나?





9월부터 바이오 약세 특히 심화 FOMC 영향으로 금리 오름세 가속화

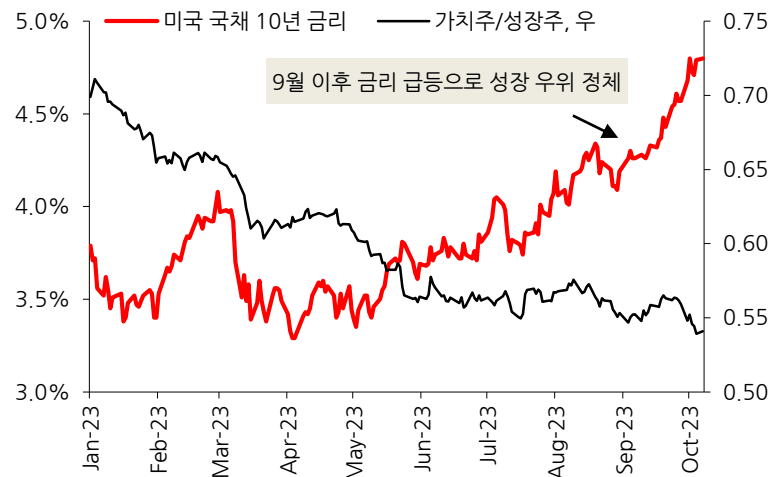
- ❖ 코로나 이후 금리와 가치의 수익률은 동행하는 경향
 - ✓ 금리 상승이 성장의 할인율에 불리하다는 인식이 퍼진 계기
 - ✓ 2023년부터 상관 관계가 무너졌는데, 예상보다 강한 경기를 금리가 반영했기 때문
- ❖ 8월 31일 미국 국채 10년 금리 4.09%를 바닥으로 10월 9일 4.80%까지 상승
 - ✓ 2022년 10월 고점 수준인 4.3%에서 정체되던 금리는 9월 20일 FOMC 이후 한 단계 레벨업
 - ✓ 성장 대비 가치의 수익률 정체가 나타났던 이유로 평가

미국 장기 금리와 가치/성장: 2020 ~ 23년



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

미국 장기 금리와 가치/성장: 2023년



자료: Factset 한화투자증권 리서치센터



9월부터 바이오 약세 특히 심화 다른 성장에 비해서도 부진

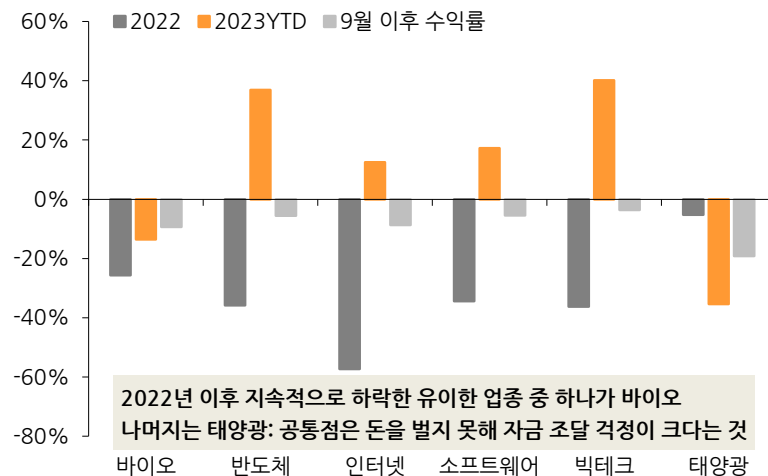
- ❖ 2023년 성장의 우위에도 불구하고 바이오 주가는 지속적으로 부진
 - ✓ 바이오 외에 태양광도 동반 약세를 보였는데, 수익이 없어 자금 조달에 대한 우려가 남아있는 업종이라는 점이 유사
 - ✓ 2022년에 상대적으로 주가가 덜 빠진 것도 원인: 역금융/역실적 장세를 거치며 영업 성과가 무의미한 쪽으로 투자자들이 대피
- ❖ 2024년 금리 인하 시기는 불확실한 반면, 2024년 컨센서스는 강력하기 때문에 빅테크/반도체에 쏠려있는 상황
 - ✓ 2024년 S&P 500 EPS 성장률 12% (vs. 2022년 5%, 2023년 2%)
 - ✓ 2024년 나스닥 EPS 성장률 24% (vs. 2022년 -8%, 2023년 15%)

미국 장기 금리와 바이오/성장



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

주요 성장 업종 수익률 비교



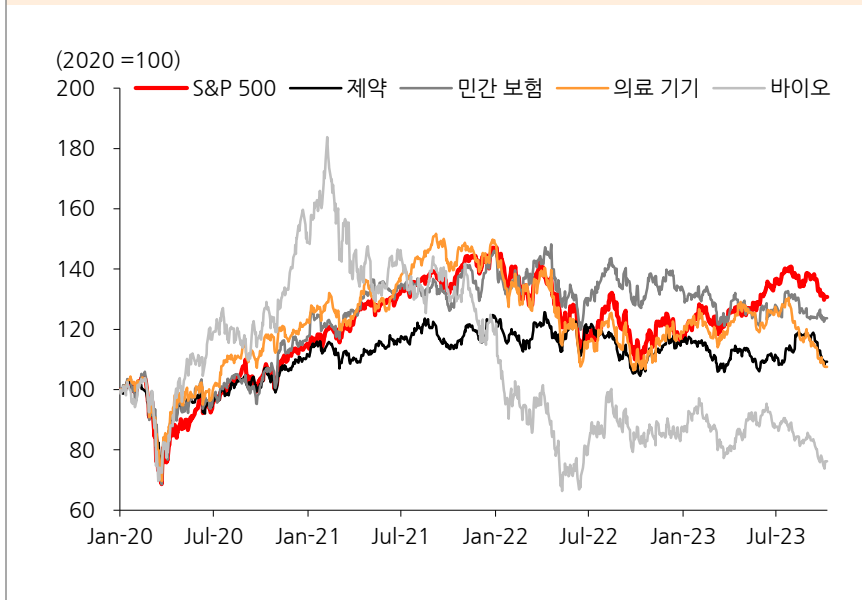
자료: Factset 한화투자증권 리서치센터



영역별 주가 흐름 헬스케어 중에서도 바이오 주가 부진

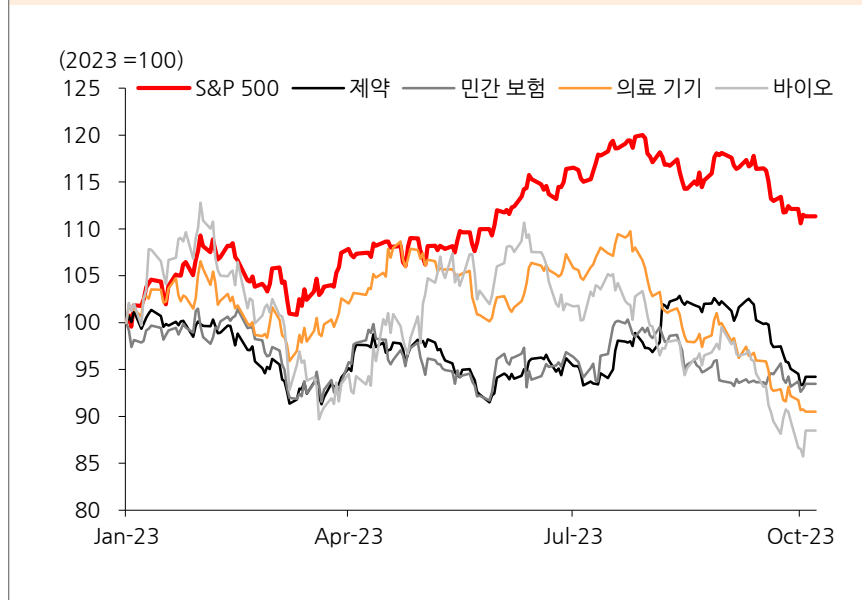
- ❖ 2021년 1분기까지 압도적으로 수익률이 좋았던 바이오는 이후 저조한 흐름
 - ✓ 금리 인상으로 인한 긴축이 확실해진 2021년 12월부터 바이오 급락세 심화
 - ✓ 제약이 상대적으로 안정적이고, 수익률은 민간 보험이 우위
- ❖ 2023년에는 모든 헬스케어의 하위 업종이 S&P 500 대비 열위의 수익률 기록
 - ✓ 바이오는 상반기 나스닥 강세기에 상대수익률이 우월했으나, 이후 금리 급등으로 하락세 심화

헬스케어 하위 영역 주가: 장기



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

헬스케어 하위 영역 주가: 단기



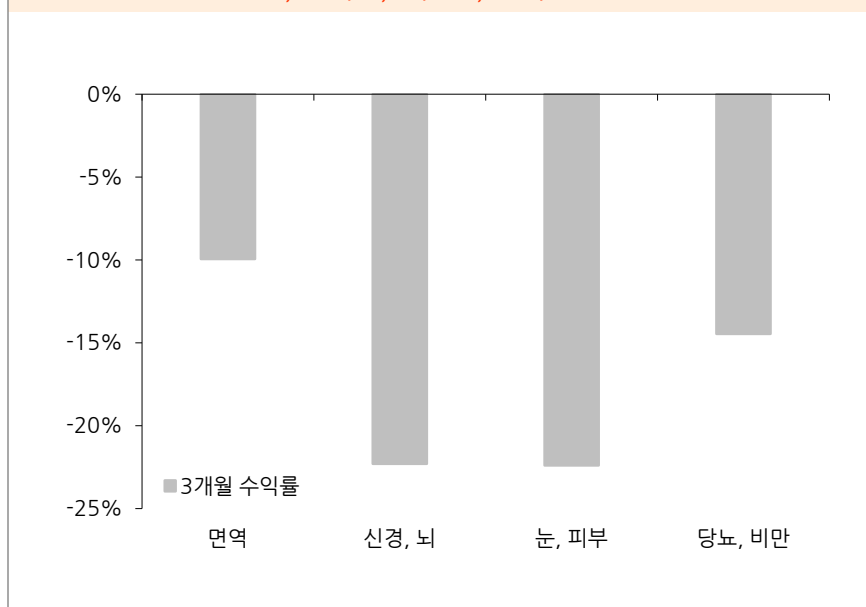
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



영역별 주가 흐름 지난 3개월 동안 면역이 상대적으로 우위

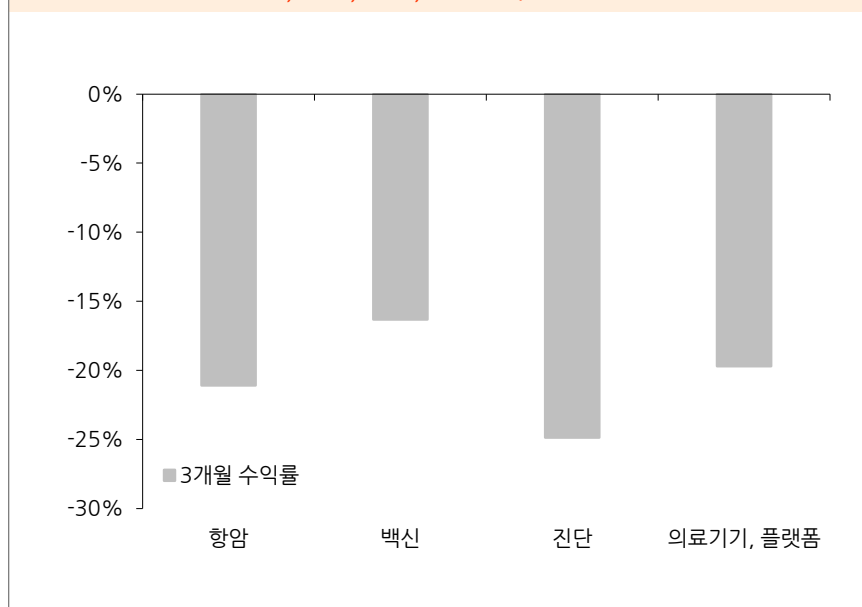
- ❖ 2020년부터 2023년 상반기까지 가장 많이 올랐던 영역은 눈/피부, 신경/뇌, 면역, 백신 순
 - ✓ 지난 3개월 동안 모든 영역의 평균 수익률이 (-)였는데, 특히 그 동안 좋았던 눈/피부, 신경/뇌 부진
 - ✓ 한국에서 관심 많은 진단, 의료기기/플랫폼은 2020년 이후 지속적으로 저조
- ❖ 기업은 가장 많으나, 수익률이 꼴지에서 두 번째였던 면역이 선방
 - ✓ 학회와 기타 임상 모멘텀 및 M&A 등이 주가를 견인했던 기업 有

바이오 영역별 주가: 면역, 신경/뇌, 눈/피부, 당뇨/비만



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

바이오 영역별 주가: 항암, 백신, 진단, 의료기기/플랫폼



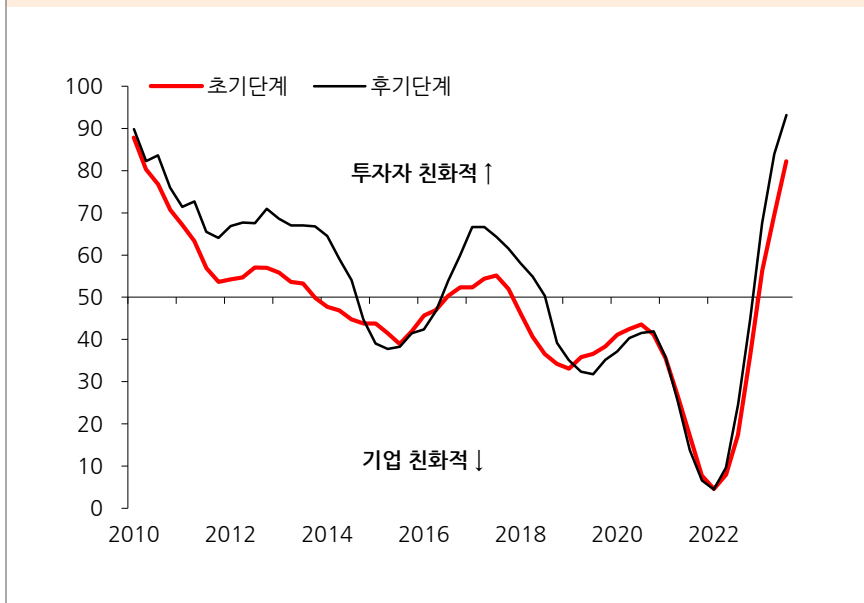
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



VC 자금 조달 현황 스타트업 기업의 협상력 실제로 약화

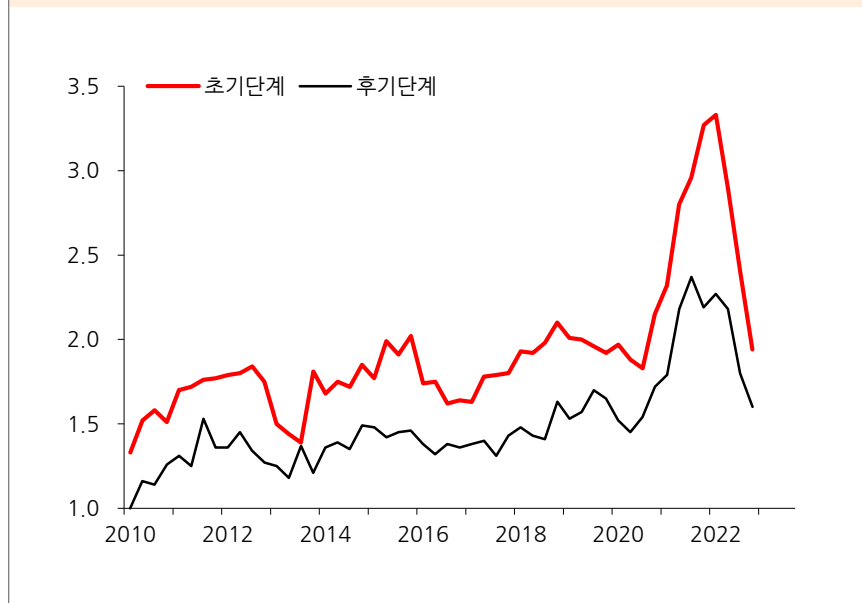
- ❖ 벤처 및 스타트업 회사의 자금 조달 여건은 2021년 정점 이후 지속적으로 악화
 - ✓ F&F, Pre, A, B 등 라운드별 밸류에이션 확장 배수가 급격히 축소됐고...
 - ✓ ... 다음 라운드까지 걸리는 기간도 증가
- ❖ PitchBook에서 2010년 이후 집계하는 벤처딜메이킹 지수는 역대 최고로 투자자에게 유리한 상황
 - ✓ 자금 조달이 필요한 기업은 과거보다 큰 희석화를 감수해야 하는 불리한 위치

벤처딜메이킹 지수, 2010년 이후 최고로 투자자 친화적 여건



자료: PitchBook 한화투자증권 리서치센터

라운드별 밸류에이션 확장 배수, 정상 수준으로 복귀



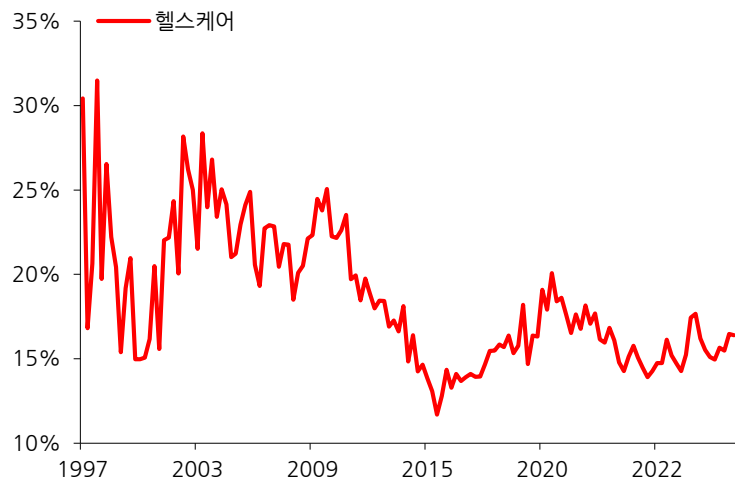
자료: PitchBook, 한화투자증권 리서치센터



VC 자금 조달 현황 바이오 영역 부진 지속

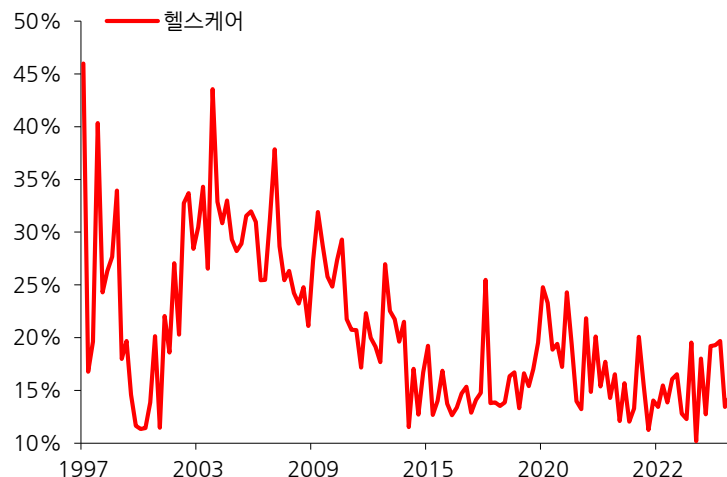
- ❖ 2023년 3분기 들어 세계 및 미국 벤처 딜 조달 금액 감소율 개선되며 최악의 상황은 벗어나는 중
 - ✓ 월간 100억 달러 미만까지 떨어졌던 미국 딜 규모는 8월 116억 달러, 9월 156억 달러까지 증가
 - ✓ 세계 딜 규모는 7월 231억 달러에서 9월 329억 달러로 확대
- ❖ 헬스케어는 건수 대비 금액 비중이 높은 편이었으나, 2020년 이후 건당 조달 규모가 줄어드는 추세
 - ✓ 건수 비중은 16%를 회복했으나, 금액 비중은 14% 미만으로 하락
 - ✓ 밸류에이션이 떨어지고, 초기 단계 투자가 늘어난 것으로 추정: **초기 임상에 집중해야 하는 이유**

전체 중 헬스케어 비중 (건수 기준)



자료: Preqin 한화투자증권 리서치센터

전체 중 바이오 비중 (금액 기준)

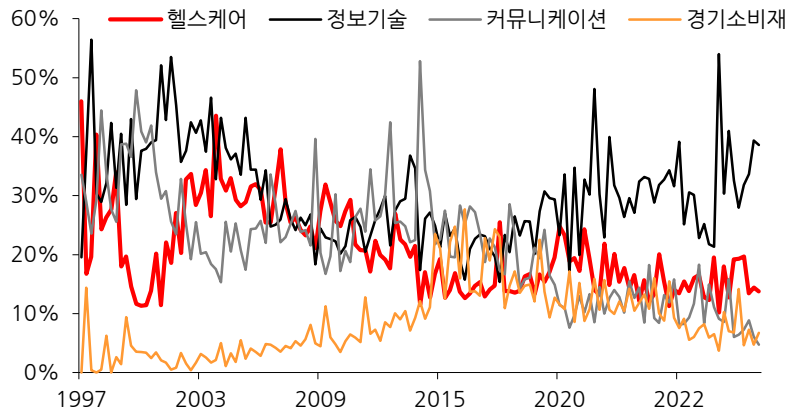
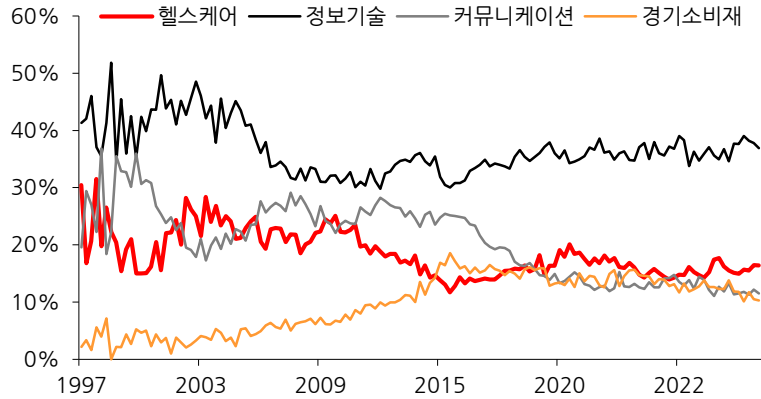


자료: Preqin, 한화투자증권 리서치센터



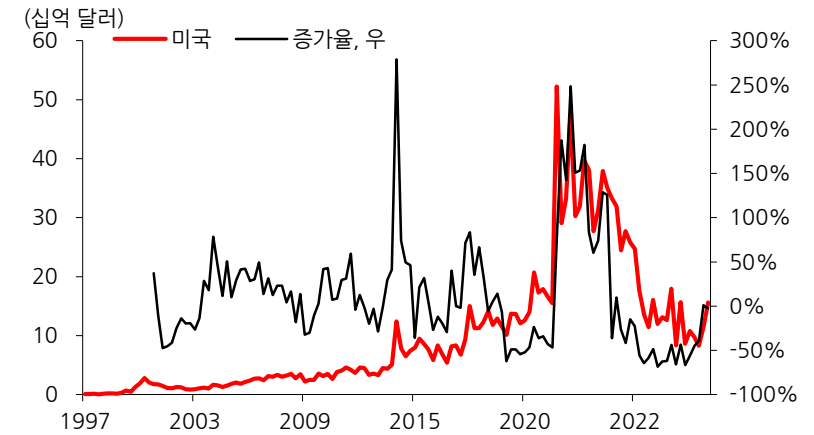
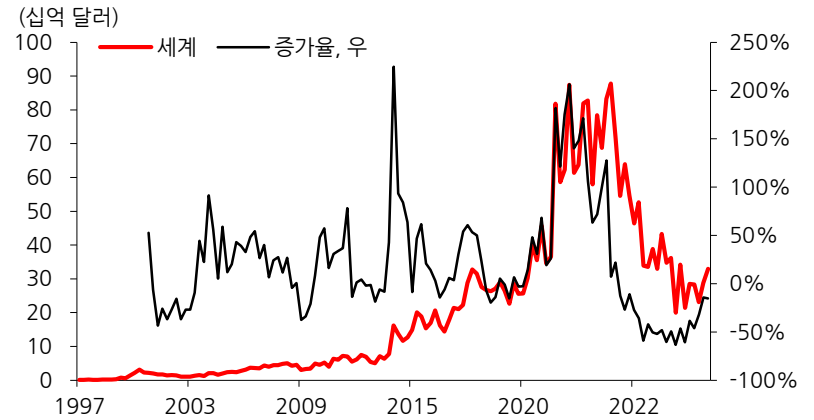
VC 자금 조달 현황 벤처 딜 전 지역에서 부진

업종별 비중: 건수 (위) 및 금액



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

세계 및 미국 딜 금액 및 증가율



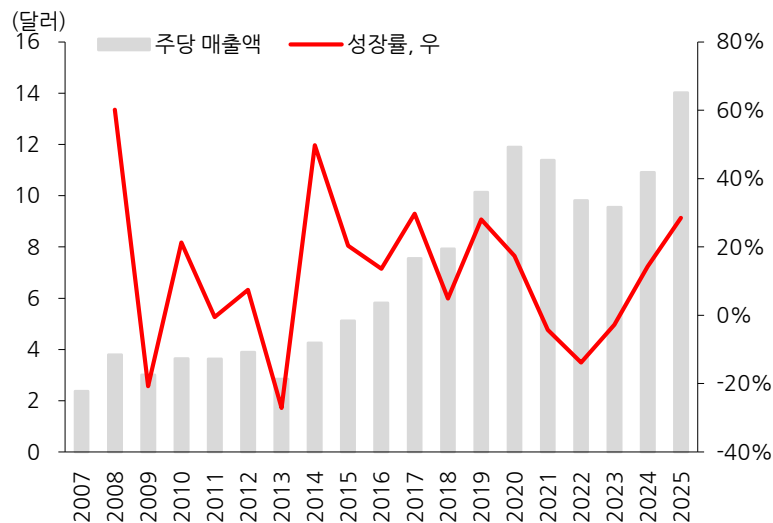
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



펀더멘탈은 여전히 견고 매출, 현금흐름, 자본

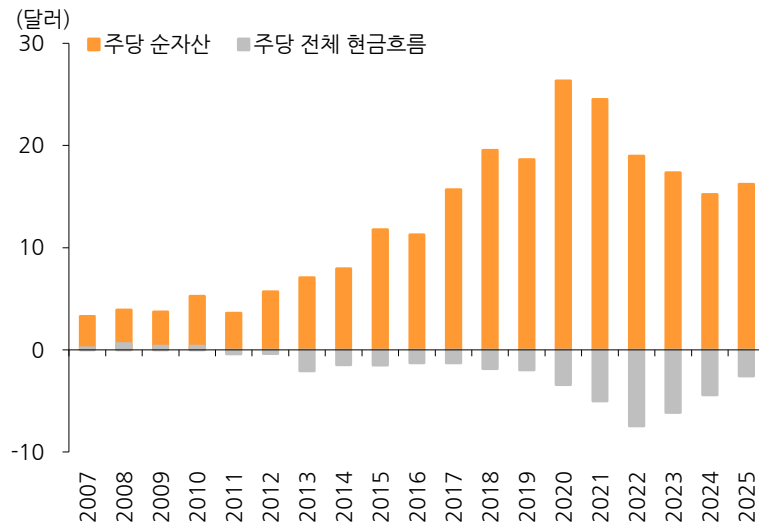
- ❖ 2022 - 23년 매출 부진이 주가 약세의 원인 중 하나로 평가 가능
 - ✓ 2024년부터 외형 성장한다는 컨센서스를 믿는다면 금리 인하와 맞물린 주가 상승 기대
- ❖ 2022년 최악의 전체 현금흐름으로 주당 순자산이 급감했으나, 2023년부터 조달 시장 회복되며 현금흐름 개선
 - ✓ 임상 시험 및 기타 신사업에 필요한 자금 조달에 대한 우려에 비해 양호

바이오 주당 매출액 및 증가율



자료: Factset 한화투자증권 리서치센터

바이오 주당 순자산 및 전체 현금흐름



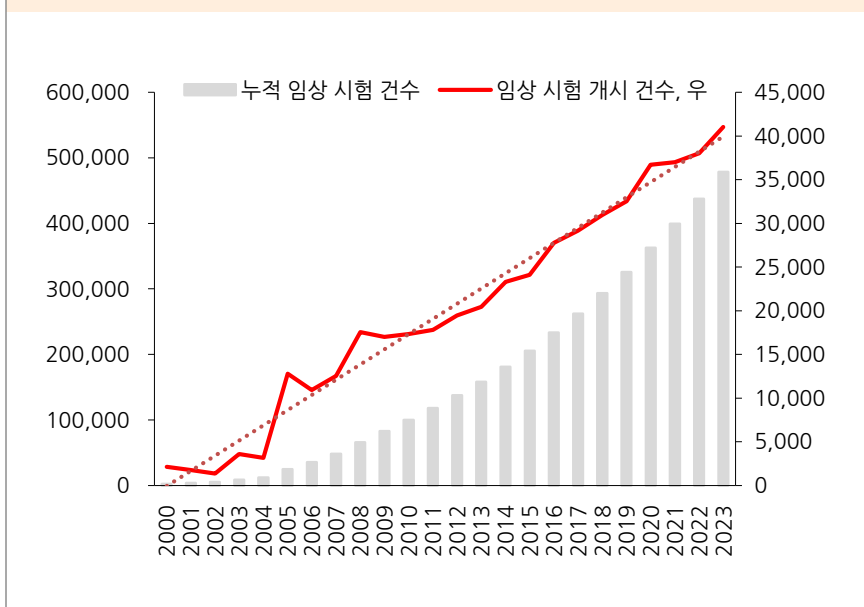
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



편더멘탈은 여전히 견고 결과 발표가 변수

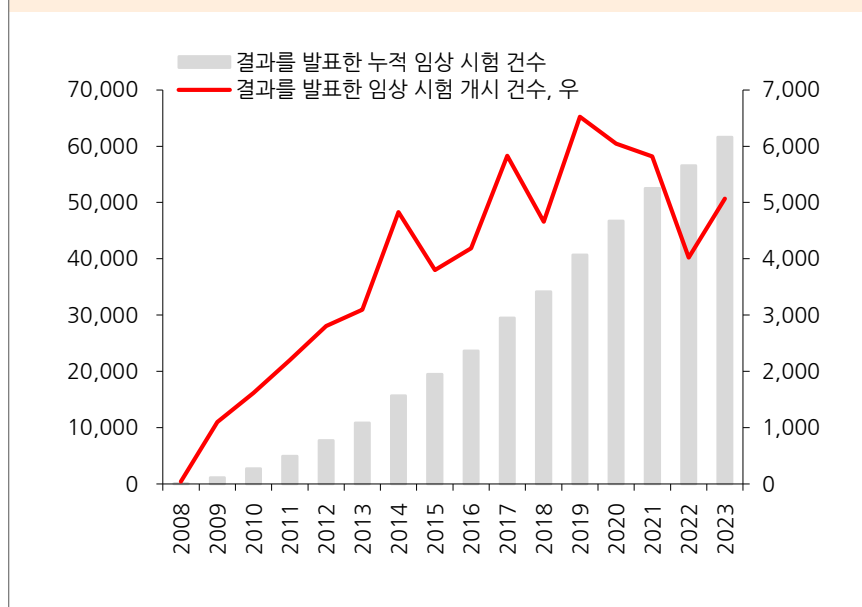
- ❖ 2023년 3분기 임상 시험 등록은 30,760건으로 연율화 기준으로 전년 대비 8% 증가
 - ✓ 2000년 이후 추세선 위에 있으며, 바이오 기업들의 임상 아이디어는 여전히하다고 평가
- ❖ 같은 기간 결과가 나온 임상 시험은 3,801건으로 연율화 기준으로 전년 대비 26% 증가
 - ✓ 2022년은 4,024건으로 2015년 이후 최저: 매출 저조와 주가 약세를 동시에 설명
 - ✓ 전체 임상 시험 대비 결과 발표 비율은 12%로 2022년 10%에서 반등

FDA 등록 임상 시험 건수



주: 2023년은 연율화한 수치
 자료: Clinicaltrials.gov, 한화투자증권 리서치센터

FDA 등록 임상 시험 중 결과가 발표된 건수



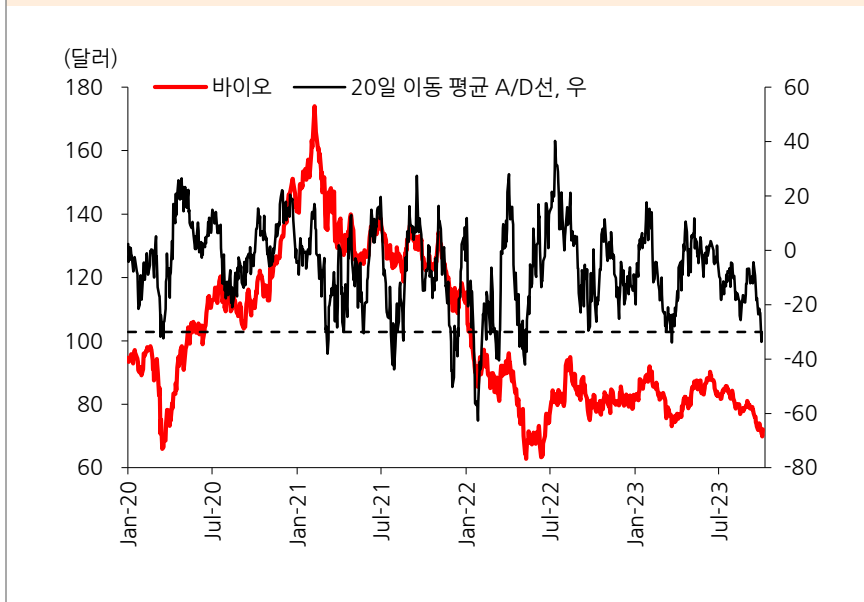
주: 2023년은 연율화한 수치
 자료: Clinicaltrials.gov, 한화투자증권 리서치센터



기술적으로 바닥 확인했을 가능성 高 A/D선 바닥 수준

- ❖ 20일 및 60일 이동 평균 A/D선은 2020년 이후 바닥 근처에 도달
 - ✓ 20일은 -30: 상승 종목이 평균적으로 30개 적은 상황
 - ✓ 60일은 -20: 상승 종목이 평균적으로 20개 적은 상황

20일 이동 평균 A/D선과 주가



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

60일 이동 평균 A/D선과 주가

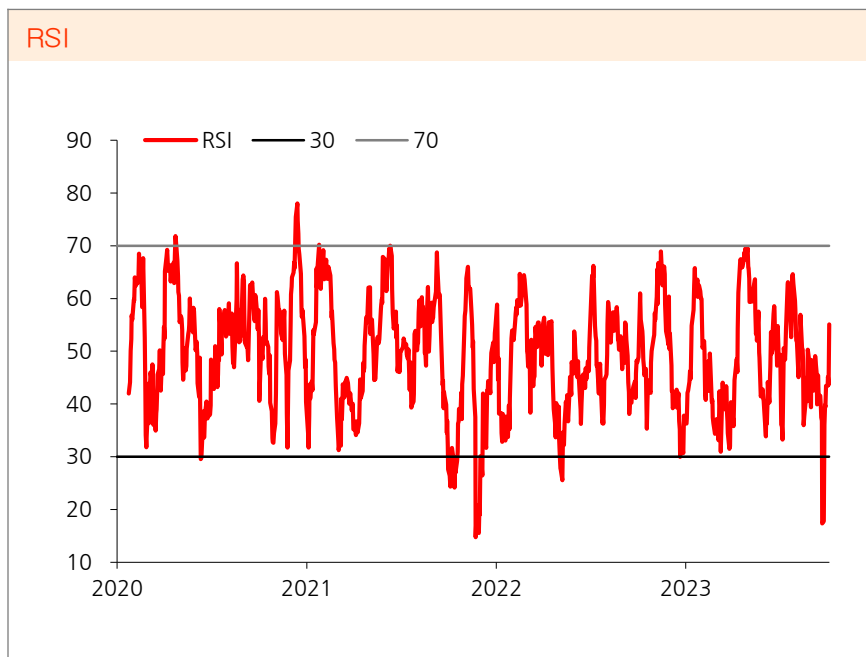


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

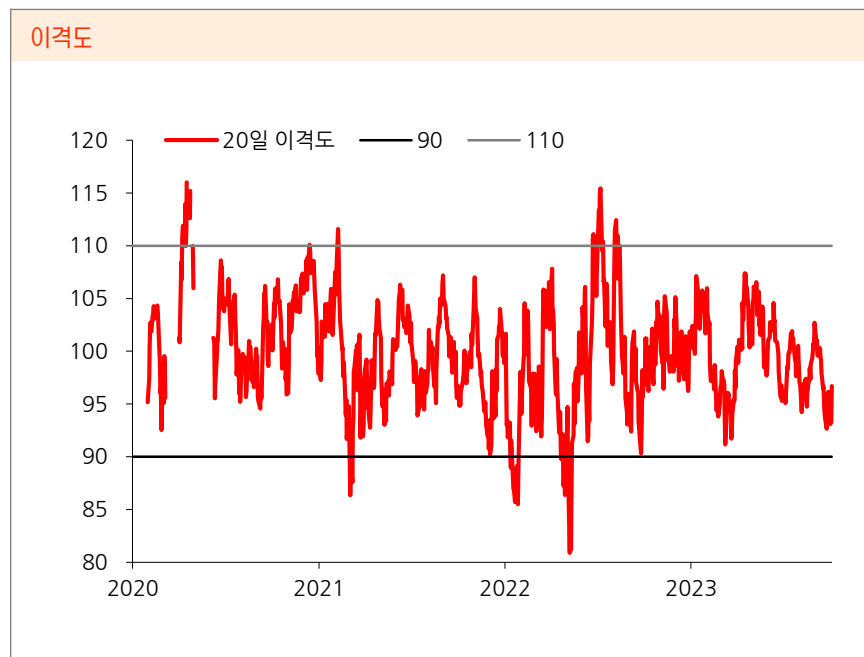


기술적으로 바닥 확인했을 가능성 高 RSI 및 이격도

- ❖ RSI는 일시적으로 30미만으로 급락한 뒤 50으로 중립 정도로 회복
- ❖ 이격도는 95로 기준선 100 이하에서 유지되는 중



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



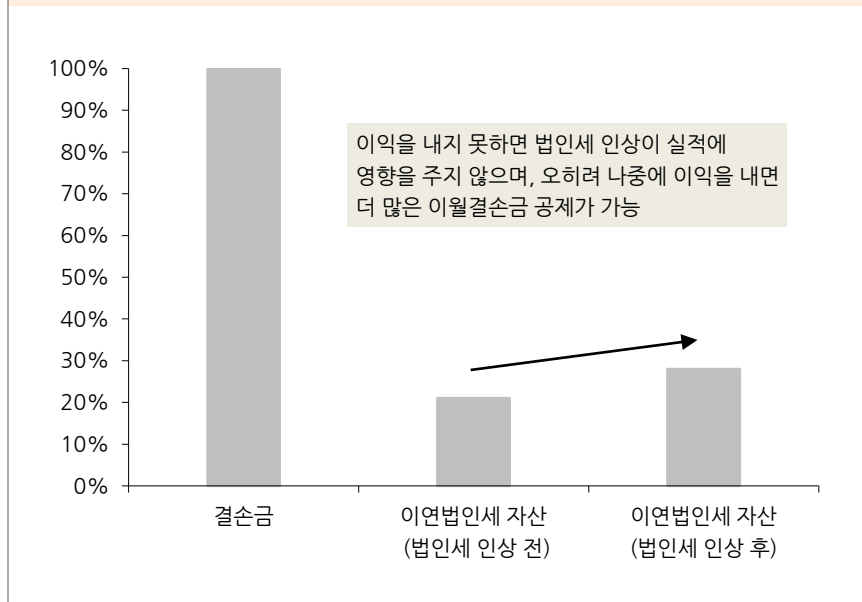
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



바이든 정책과 바이오는 무관 세금

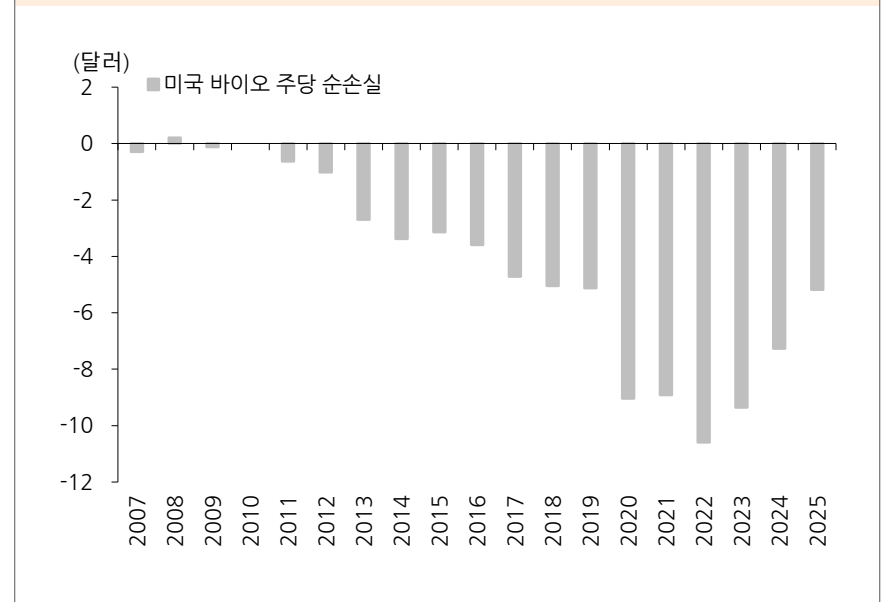
- ❖ 이익을 내지 못하고 있는 바이오는 법인세 인상 영향 제한적: 이월결손금 공제를 감안하면 오히려 긍정적
- ❖ 대형 제약사나 민간 보험사에 비해 바이오의 가격 규제 영향 미미
 - ✓ 역사적으로 약가 인하 시도 多 → 미국 약 가격 및 헬스케어 지출 증가세 유지

이월결손금 공제의 원리: 세율이 높으면 이연법인세 자산 증가



자료: 한화투자증권 리서치센터

미국 바이오 주당 순손실 추이

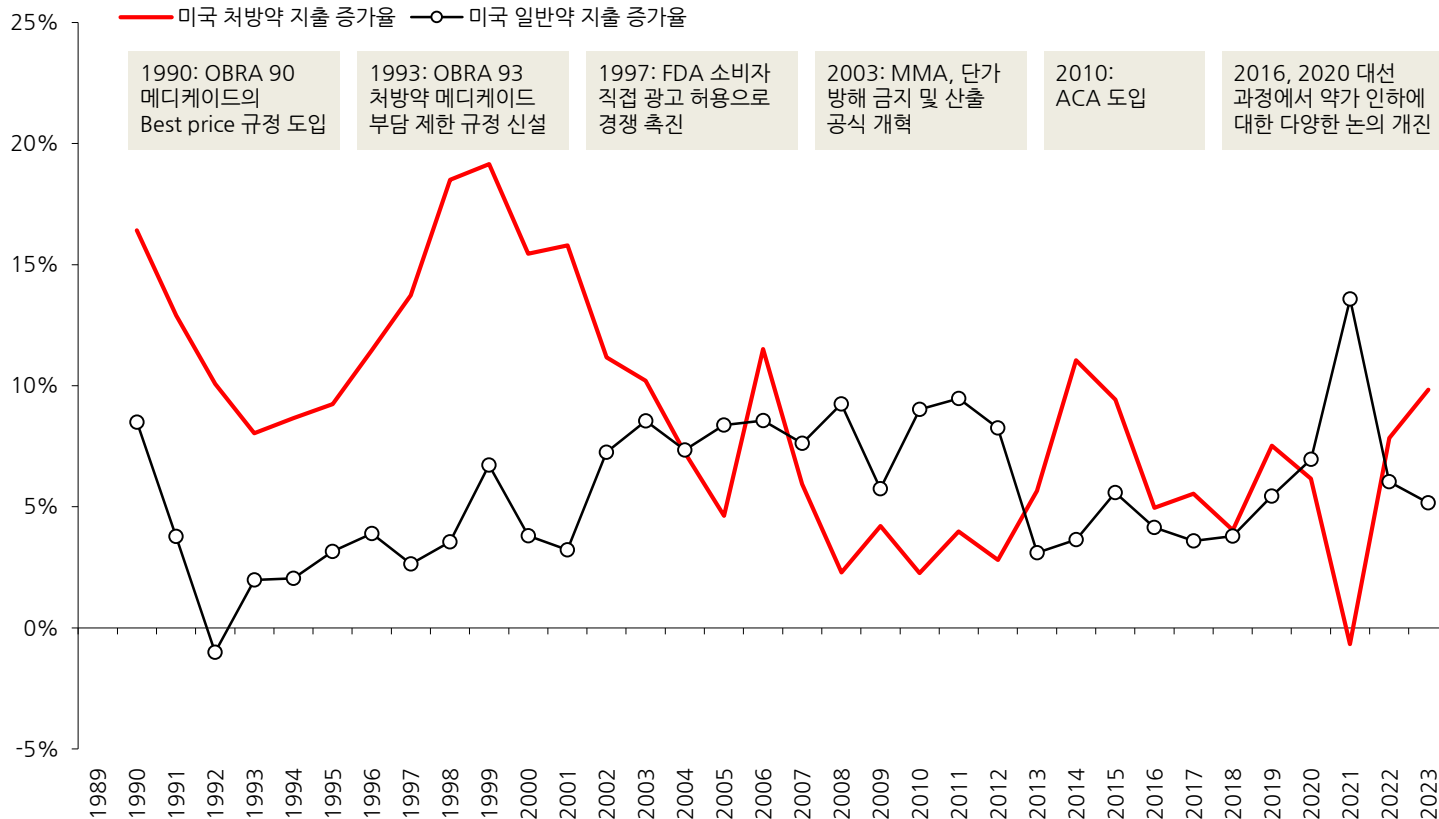


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



바이든 정책과 바이오는 무관 규제

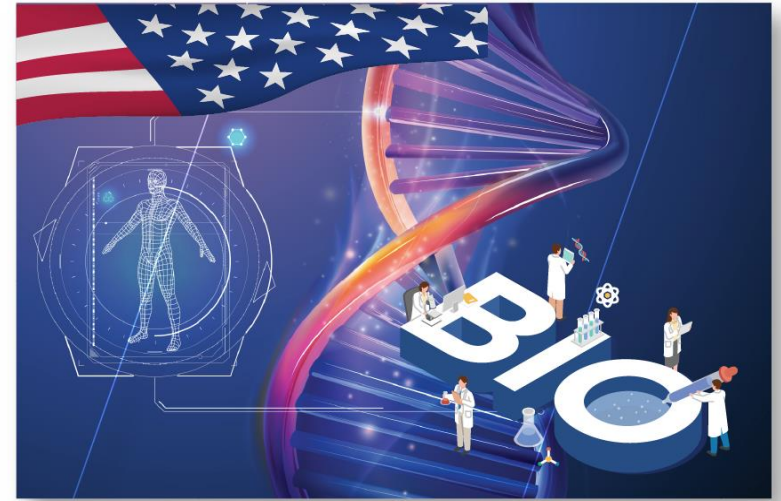
미국 헬스케어 지출



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

II

ETF로 투자하는 것 제안



SPDR S&P Biotech ETF (XBI)
First Trust Biotechnology (FBT)
iShares Biotechnology ETF (IBB)
VanEck Vectors Biotech ETF (BBH)



SPDR S&P Biotech ETF (XBI) 동일 가중 미국 바이오: 분산형

- ❖ 130개 이상의 기업으로 분산된 바이오 ETF
- ❖ 동일 가중으로 미국 바이오 전체에 나눠서 투자하는 효과가 있는 ETF

XBI 주가 추이



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

XBI 개요

SPDR S&P Biotech ETF		10대 기업	비중
Code	XBI	Mirati Therapeutics Inc	2.24%
발행사	State Street	Immunovant Inc	1.60%
AUM*	5,424	Ionis Pharmaceuticals Inc	1.49%
거래대금*	552.2	Vertex Pharmaceuticals Inc	1.40%
분배금 지급률	0.0%	Seagen Inc	1.39%
PER	-	Neurocrine Biosciences Inc	1.38%
PBR	4.2	United Therapeutics Corp	1.38%
비용	0.35%	Akero Therapeutics Inc	1.38%
		Sarepta Therapeutics Inc	1.37%
업종	비중	Amgen Inc	1.37%
생명공학	83.32%		
제약	13.90%	지역	비중
헬스케어 제품	2.67%	미국	95.92%
		아일랜드	2.42%
		스위스	1.14%
기타	0.11%	기타	0.52%

* 단위는 백만 달러

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



First Trust Biotechnology (FBT) 동일 가중 미국 바이오: 집중형

- ❖ 동일 가중인 점은 XBI와 같으나, 종목 수가 31개로 훨씬 집중된 포트폴리오
- ❖ 편입 기업 평균 시가 총액
 - ✓ XBI - 140억 달러 vs. FBT - 300억 달러
 - ✓ 2년 전에는 XBI 90억 달러, FBT 240억 달러
 - ✓ 두 ETF 모두 생존 편향이 있었음에도 수익률 부진

FBT 주가 추이



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

FBT 개요

First Trust NYSE Arca Biotech ETF		10대 기업	비중
Code	FBT	Sarepta Therapeutics Inc	4.19%
발행사	First Trust	Neurocrine Biosciences Inc	4.13%
AUM*	1,264	Ionis Pharmaceuticals Inc	4.09%
거래대금*	4.2	Amgen Inc	4.08%
분배금 지급률	-	Regeneron Pharmaceuticals	4.08%
PER	-	Exelixis Inc	4.04%
PBR	3.9	Seagen Inc	3.93%
비용	0.55%	BioNTech SE	3.67%
		BioMarin Pharmaceuticals	3.60%
업종	비중	Vertex Pharmaceuticals Inc	3.57%
생명공학	69.02%		
제약	13.44%	지역	비중
헬스케어 제품	8.21%	미국	80.76%
헬스케어 서비스	6.48%	네덜란드	6.35%
전자제품	2.85%	독일	3.67%
기타	0.00%	기타	9.22%

* 단위는 백만 달러

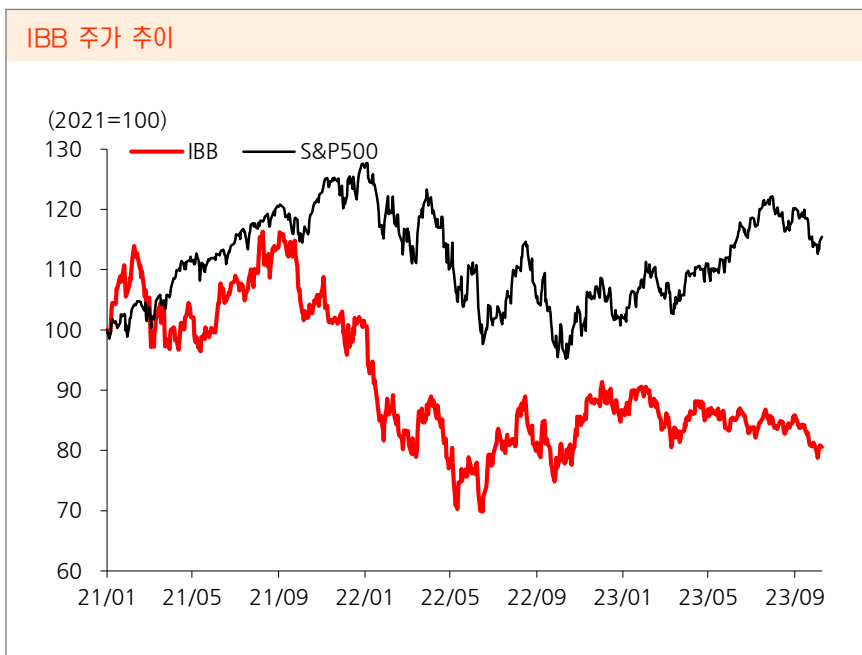
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



iShares Biotechnology ETF (IBB) 시가 총액 가중 미국 바이오

- ❖ 시가 총액 가중으로 대형 바이오 기업의 영향 大
- ❖ 편입 기업 평균 시가 총액: 480억 달러

IBB 주가 추이



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

IBB 개요

iShares Biotechnology ETF		10대 기업	비중
Code	IBB	Amgen Inc.	8.84%
발행사	Blackrock	Vertex Pharmaceuticals Inc	8.77%
AUM*	6,995	Regeneron Pharmaceuticals	8.57%
거래대금*	190.7	Gilead Sciences, Inc.	8.28%
분배금 지급률	0.3%	Seagen Inc	4.12%
PER	-	Biogen Inc	3.94%
PBR	4.4	IQVIA Holdings Inc	3.75%
비용	0.45%	Moderna Inc	3.57%
		Mettler-Toledo International	2.42%
업종	비중	Illumina Inc	2.29%
생명공학	81.07%		
헬스케어 제품	5.82%	지역	비중
헬스케어 서비스	5.72%	미국	91.23%
제약	4.87%	네덜란드	2.28%
전자기기	2.42%	독일	2.14%
기타	0.10%	기타	4.35%

* 단위는 백만 달러

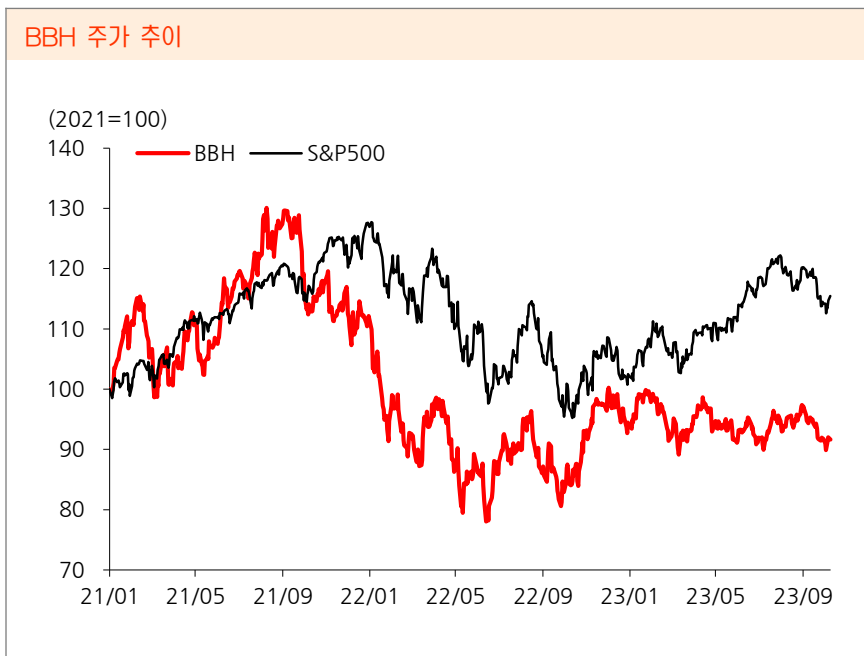
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



VanEck Vectors Biotech ETF (BBH) 시가 총액 가중 세계 바이오

- ❖ 시가 총액 가중: 미국 이외 지역의 바이오 기업 포함
- ❖ 편입 기업 평균 시가 총액 570억 달러

BBH 주가 추이



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

BBH 개요

	VanEck Biotech ETF	10대 기업	비중
Code	BBH	Amgen Inc.	14.25%
발행사	VanEck	Gilead Sciences, Inc.	8.42%
AUM*	451	Vertex Pharmaceuticals Inc	8.42%
거래대금*	1.0	Regeneron Pharmaceuticals	7.02%
분배금 지급률	-	Biogen Inc	5.23%
PER	45.2	Moderna Inc	5.03%
PBR	4.2	Seagen Inc	4.88%
비용	0.35%	IQVIA Holdings Inc	4.76%
		Argenx SE	4.52%
업종	비중	ICON PLC	4.34%
생명공학	79.52%	지역	비중
헬스케어 서비스	11.26%	미국	85.48%
헬스케어 제품	9.08%	네덜란드	6.48%
		아일랜드	4.34%
기타	0.14%	기타	3.70%

* 단위는 백만 달러

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notices

Compliance Notice

(공표일: 2023년 10월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 의거하여 본인의 의견을 정확히 반영해 작성했으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭이 없었음을 확인합니다(한상희). 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 저의 회사는 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. 저의 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an “as is” basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor’s. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2023년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%

본 · 지점망

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

서울

본 사 02) 3772-7000 노 원 지 점 02) 931-2711
리더스라운지강남지점 02) 6975-2000 목 동 지 점 02) 2654-2300
강 서 지 점 02) 2606-4712 송 파 지 점 02) 449-3677
갤 러 리 아 지 점 02) 3445-8700 신 촌 지 점 02) 6944-7700
금융플라자63지점 02) 308-6363 영 업 부 02) 3775-0775
금융플라자시청지점 02) 2021-6900 중 앙 지 점 02) 743-7311

대전/충청

공 주 지 점 041) 856-7233 타 임 월 드 지 점 042) 488-7233
천 안 지 점 041) 563-2001 흥 성 지 점 041) 631-2200
청 주 지 점 043) 224-3300

대구/경북

문 경 지 점 054) 550-3500 영 주 지 점 054) 633-8811
범 어 지 점 053) 741-3211 영 천 지 점 054) 331-5000
성 서 지 점 053) 588-3211 포 향 지 점 054) 231-4111

광주/전라

광 주 지 점 062) 713-5700 순 천 지 점 061) 724-6400
군 산 지 점 063) 730-8400 전 주 지 점 063) 710-1000

부산/울산/경남

거 항 지 점 055) 943-3000 삼 산 지 점 052) 265-0505
동 울 산 지 점 052) 233-9229 언 양 지 점 052) 262-9300
마 린 시 티 지 점 051) 751-8321 창 원 지 점 055) 285-2211
부 산 지 점 051) 465-7533

인천/경기

부 천 지 점 032) 322-0909 안 성 지 점 031) 677-0233
분 당 지 점 031) 707-7114 일 산 지 점 031) 929-1313
송 도 IFEZ 지 점 032) 851-7233 평 촌 지 점 031) 381-6004
신 갈 지 점 031) 285-7233 평 택 지 점 031) 652-8668

제주

제 주 지 점 064) 800-7500



한화투자증권

본사 02)3772-7000(代) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234