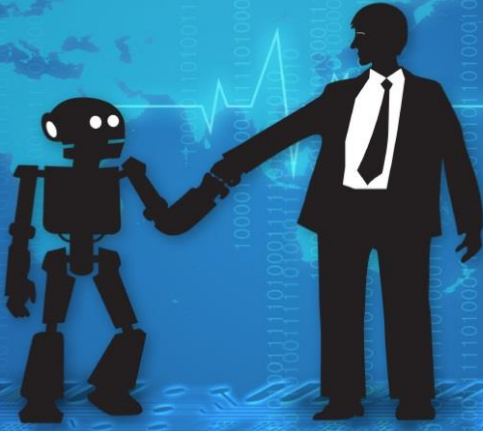


Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?



2020. 6. 4 (목)

MERITZ Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

2020년 하반기 전망 시리즈 7 정유/화학_기저효과 (해설판)

2020년 하반기 전망 시리즈 8 스몰캡_Made in 코리아(수출형 의료기기)
(해설판)

오늘의 차트

디스플레이선인가, 인플레이션선인가

칼럼의 재해석

코로나 진단키트주, 과연 버블일까?

당사는 자료 공표일 현재 삼성증권의 이해관계인정법인입니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 디알텍의 발행주식총수 1% 이상을 보유하고 있습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

MERITZ
메리츠증권

www.imeritz.com

Strategy Idea



▲ 정유/화학
 Analyst 노우호
 02. 6454-4867
 woo.h.rho@meritz.co.kr

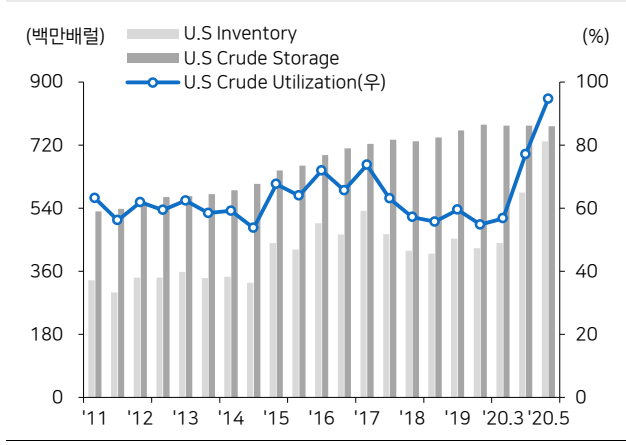
2020년 하반기 전망 시리즈 7 정유/화학_기저효과(해설판)

- ✓ 정유: 1Q20 유가 급락에 따른 재고손실 대규모 반영, 국가/지역간 이동제한은 운송 수요에 부정적
- ✓ 화학: 1Q20 유가 급락으로 NCC들의 점진적 원가 개선, 석유제품 대비 안정적인 수요 유지
- ✓ 정유와 NCC들의 연간 영업이익 시장 예상치 차별화: 정유 연간 적자전환, NCC 기업들 흑자 기조 유지

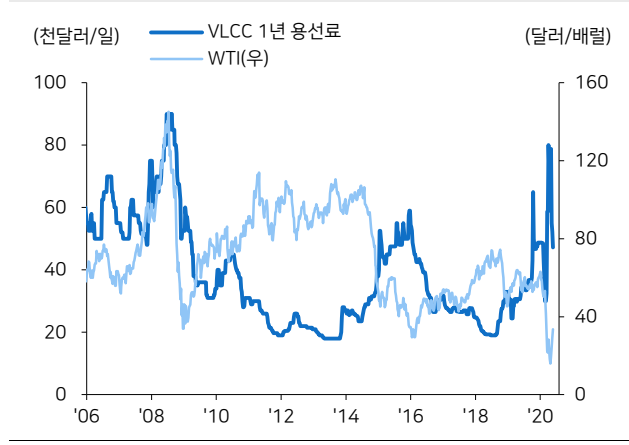
Part I) Oil, From Fear to Recovery

20년 3월 이후 COVID-19의 글로벌 확산으로 투자자들의 위험 자산 회피 선호가 뚜렷했다. 특히 이동 제한 시행으로 운송용 수요 비중이 높은 원유 수요가 급감하며 유가는 급락하는 모습을 보였다. 4월 20일에 WTI 유가는 -37달러/배럴을 기록했는데 이는 1) 원유 초과 공급과 맞물린 원유 수요 급감, 2) 원유 저장 공간 포화에 따른 원유 현물 인도에 대한 공포 때문이었다. 글로벌 원유 공급 과잉 하에 COVID-19로 인한 원유 수요 급감으로 내륙/해상 원유 재고는 포화 상태에 다다랐다. WTI의 선물 거래 가격 형성 지역인 미국 Cushing 지역의 원유 저장 능력 소진율은 80%에 이르렀다. 저장 공간 부족에 대한 우려로 유조선은 원유 저장 탱크 대신 사용하기 시작했는데, 이에 5월 VLCC 1년 용선료는 3월 대비 +58% 급증했다.

그림1 20.5월 미국 원유 저장 능력 한계치에 도달 전망 그림2 VLCC 1년 용선료, WTI 가격 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

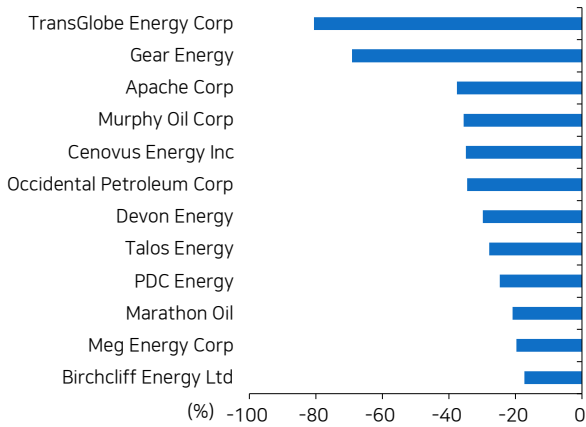


자료: 메리츠증권 리서치센터

금번 유가 하락은 원유 산업에 막대한 영향을 끼쳤다. Dubai 기준 40달러/배럴 미만의 유가는 산유국 균형 재정 수지를 하회한다. 현재 30달러/배럴 수준의 유가 하에서 중동 산유국들의 재정 악화는 불가피하다. 사우디 정부는 저유가로 대폭 줄여든 원유 부문 재정 수입을 메우기 위해 긴축 정책에 돌입했다. KOTRA는 ARAMCO(국영 석유기업), SABIC(국영석유화학회사)등의 대형 프로젝트 분야 타격이 클 것으로 예상했다.

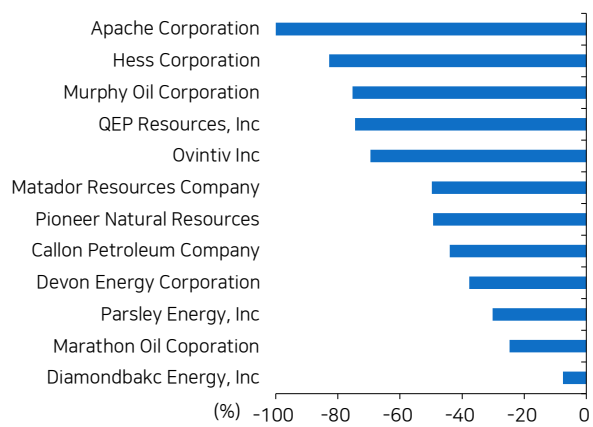
북미 E&P 기업들 역시 CAPEX 축소와 Rigs수 감소를 발표했다. 독립계 E&P 기업(Apache Corp, Murphy Oil, Devon Energy)은 기존 대비 -30%의 CAPEX 감축을 발표했고, Chevron 등의 Major 기업들 역시 원유 생산량 및 CAPEX 규모를 하향 조정했다. 에너지 전문 기관지 Rystad Energy는 '20년 CAPEX 감축 총액은 650억 달러에 달하며, 신규 시추 수는 계획 대비 50% 이상 감소할 것으로 전망했다. 이에 따라 기존 예상치 대비 원유 생산량 감소는 불가피하다.

그림3 2020년 북미 E&P Capex 축소 발표 기업들



자료: 메리츠증권 리서치센터

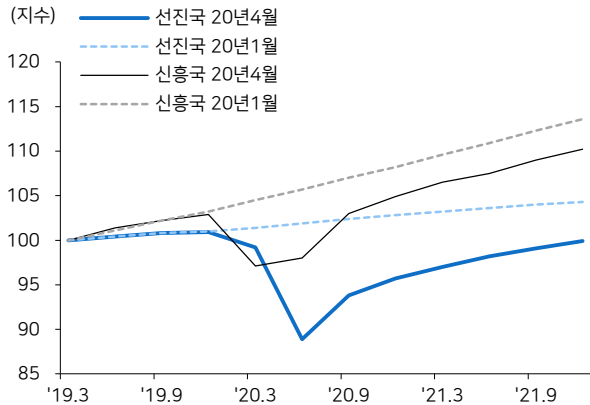
그림4 2020년 북미 Rigs 감축운영 발표 기업들



자료: 메리츠증권 리서치센터

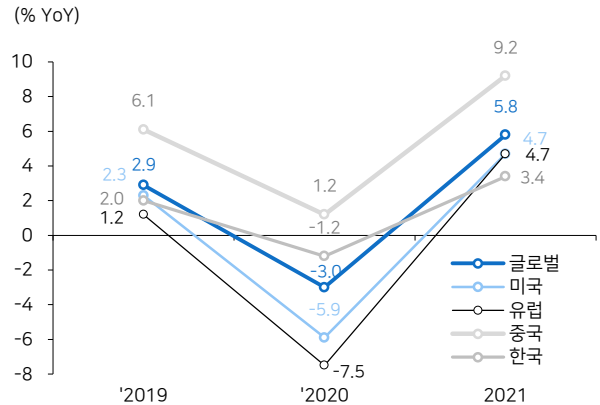
금번 유가 하락은 원유 수요가 급감한 점이 주요했다. 전방 산업의 원유 수요는 경기 성장률과 동행한다. 경기 회복 전망에 대해 다양한 의견이 있지만 2분기에 바닥을 찍고, COVID-19 완화와 함께 3분기부터 점진적 반등할 것으로 의견이 모아진다. 따라서 하반기 원유 수요 회복과 함께 유가 점진적 회복 논리를 제시하나, WTI 기준 38~42달러/배럴의 저유가 New Normal의 도래가 예상된다.

그림5 IMF의 성장 궤도: 4월 Covid-19 변수 감안한 전망



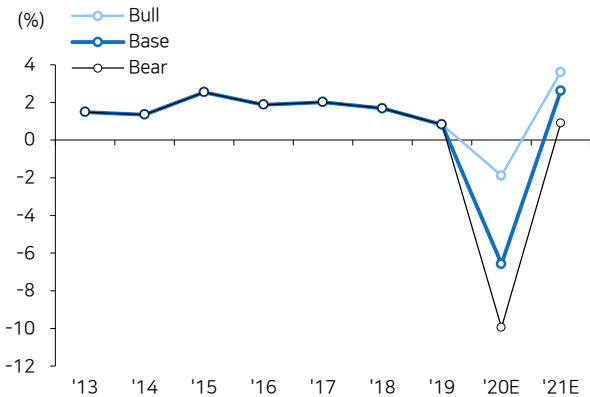
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 주요국별 경기 성장률: '20년의 기저효과 발생 전망



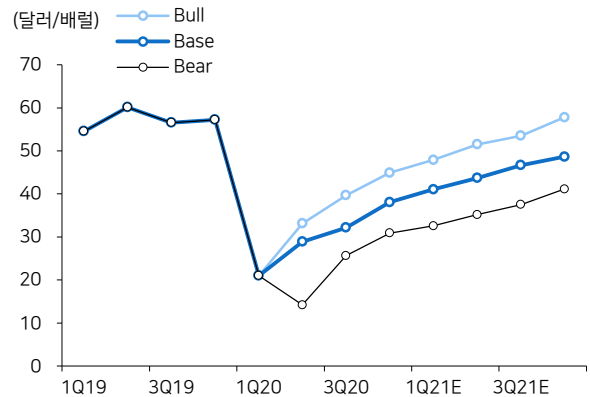
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 원유 수요 전망치



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 WTI 유가 전망

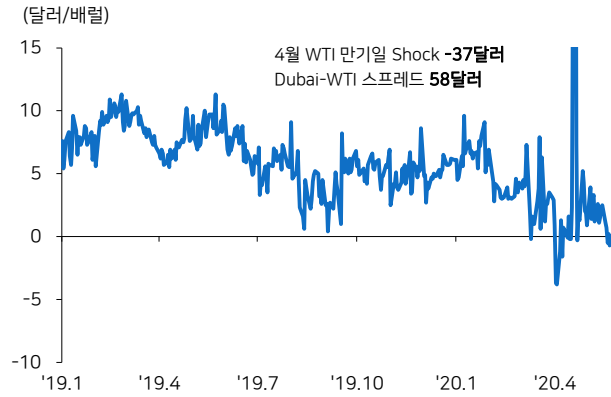


자료: 메리츠증권 리서치센터

Part II) 정유, 미워도 다시 한번 Overweight

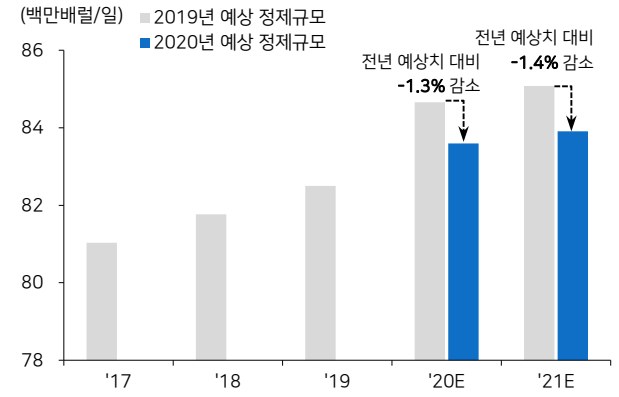
유가 상승과 IMO 2020 환경 규제에 따른 수익성 개선을 근거로 2H20 정유 업종에 대한 비중 확대 전략을 제시한다. 정유 업종은 유가 급락에 따른 재고 손실 반영, 주요 제품별 수요 급감으로 마진 악화를 겪었다. COVID-19 확산에 따라 글로벌 4월 PMI는 26.5로 '08년 금융 위기 당시의 36.9를 하회했다. 여기에 국가-지역 간 이동 제한 영향으로 글로벌 교역량이 감소하며 정유 제품 마진이 악화되었다. 그러나 5월 이후 유가가 반등하며 연초 발생한 재고 손실 규모가 상쇄되었고, 경기 회복으로 위축된 상업 생산 정상화, 물동량(Q) 정상화로 수익성 회복 여력이 마련되었다. 이에 더해 사우디 아람코의 OSP인하로 국내 정유사 원가 부담 축소, 글로벌 정제 설비 신규 공급 감소는 투자 심리 개선에 더욱 긍정적이다.

그림9 Dubai-WTI 스프레드는 축소



자료: 메리츠증권 리서치센터

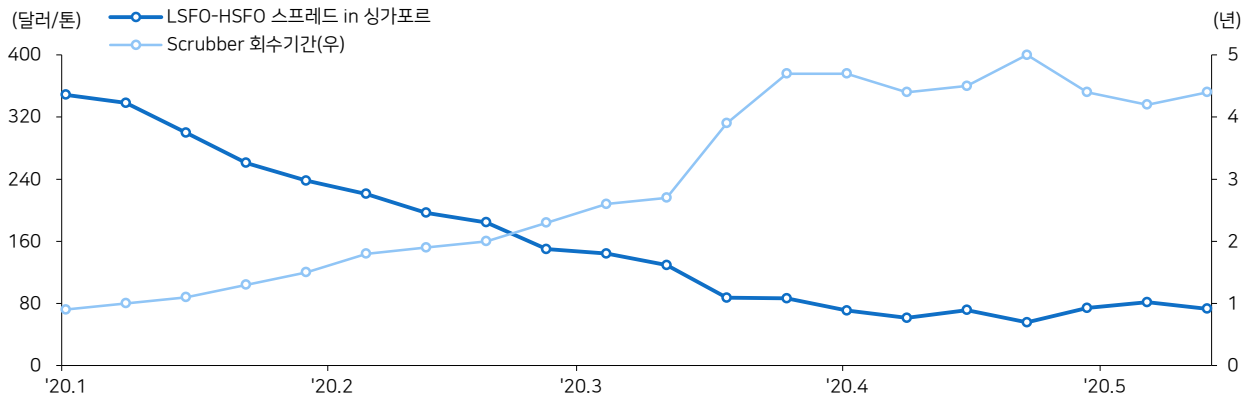
그림10 대외 불확실성으로 20~21년 신규 정제설비 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

금번 유가 급락은 IMO 선박 연료 규제 이행 수단인 저유황유 수요 증가 개연성을 높인 계기가 되었다. 이는 1)저유황유-고유황유 스프레드 축소, 2)스크러버 투자 회수 기간이 증가되었다는 점에 기인한다. 하반기 국가-지역 간 Lockdown 해제와 경기 회복 국면에서 글로벌 해상 물동량(Q)의 증가가 예상된다. 필연적으로 IMO 규제 이행률이 높아지며, 규제 이행 우선 순위는 저유황유> LNG> 탈황 설비로 판단된다. 따라서 '20년 정유 업종에 대한 기존의 투자 포인트인 IMO에 따른 정제 마진 개선을 다시금 상기할 필요가 있다.

그림11 LSFO-HSFO 스프레드 축소: 선주들의 운임 비용 부담 완화. 반면, 스크러버 투자회수 기간은 기존 전망 대비 연장



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 정유사 주요 가정

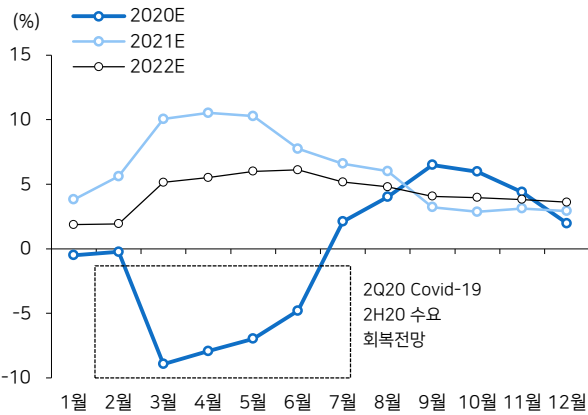
| (달러/배럴, 십억원) | 1Q20 | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 1Q21E | 2Q21E | 3Q21E | 4Q21E | 2019 | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|
| Dubai | 34.7 | 31.6 | 35.1 | 40.8 | 43.9 | 46.7 | 49.3 | 51.7 | 63.4 | 35.5 | 47.9 |
| HSFO마진 | -3 | -8 | 2 | 0 | 3 | 3.1 | 3.3 | 3.4 | -5 | -2.3 | 3.2 |
| LSFO마진 | 5 | 5 | 14 | 13 | 11 | 11.5 | 12 | 12.6 | 8.1 | 9.3 | 11.8 |
| 휘발유 마진 | 6.9 | 7.4 | 8 | 8.7 | 8 | 9 | 9.4 | 9.8 | 9 | 7.7 | 9.1 |
| LSFO-HSFO 스프레드 | 8 | 13 | 12 | 13 | 8 | 8.4 | 8.8 | 9.1 | 19 | 11.5 | 8.6 |
| 복합정제마진 | 3.4 | 2.2 | 7.7 | 7 | 6.5 | 7.9 | 8.1 | 8.9 | 6.1 | 4.8 | 7.8 |
| SK이노베이션 정유이익 | -1,636 | -657.6 | 279.1 | 353.4 | 67.9 | 350.7 | 375.1 | 473.3 | 450.3 | -1661.1 | 1267 |
| S-Oil 정유이익 | -1,190 | -294.5 | 161.8 | 235.2 | 153.4 | 167.8 | 167.9 | 172.6 | -20.4 | -1087.4 | 661.7 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

Part IV) 석유화학, Cycle 바닥을 다져가는 중

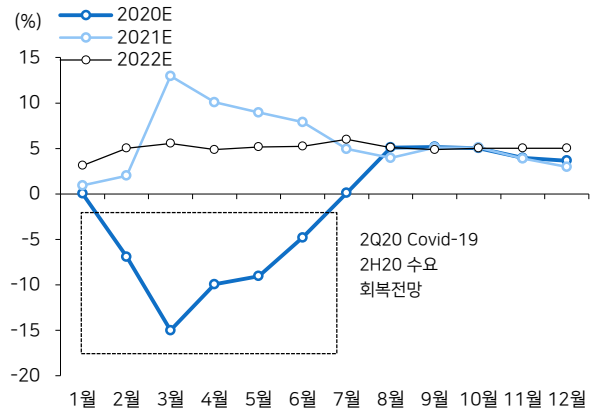
전 세계 실물 경기와 생산 활동은 COVID-19 충격으로 위축했다. 빠른 회복력을 보인 중국과 달리 중국 외 지역은 생산 활동 위축이 지속되며, 2Q20 화학 제품 수요 절벽을 확인할 가능성이 높다. 실제로 주요 설비 가동 중단 사례가 발생해 20년 3월 글로벌 석유화학 가동률은 과거 08년 금융 위기 수준인 76%로 하락했다. 당사는 경기 회복론에 기반하여 2Q20을 경기 저점으로 1H21까지 'V'자 회복(기저효과)을 전망, 글로벌 석유화학 가동률 반등을 예상한다. 20년 5월 중국이 제시한 경기 성장률 목표가 3.5~4.0%로 공격적이라는 점 역시 석유화학 업황에 긍정적이다.

그림12 글로벌 에틸렌 수요 YoY 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

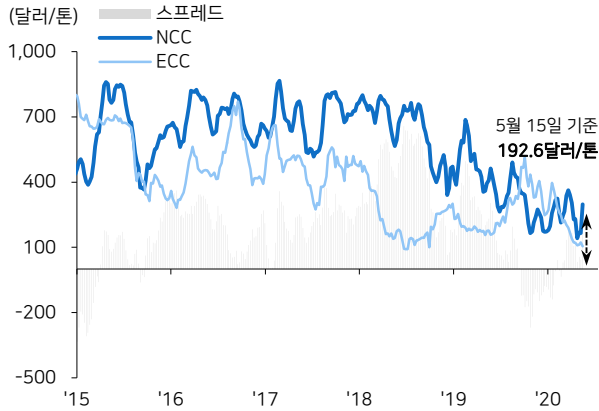
그림13 글로벌 프로필렌 수요 YoY 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

대부분의 화학 제품은 범용 성격으로 원가 절감을 통한 수익성 관리가 중요하다. 연초 유가 급락(나프타-에탄 스프레드 43달러/톤 축소)으로 NCC의 ECC 대비 원가 경쟁력이 부각되었다. 통상적으로 나프타/에탄 비율이 5배 미만일 경우 NCC의 원가 경쟁력이 우월하다. 현재 해당 비율은 3배 수준으로 NCC의 원가 경쟁력은 ECC에 버금가는 수준으로 회복했다. 또한 2개월간의 저유가 기조가 유지되며 석유화학 설비별 Cash-Cost 변화가 발생했다. WTI 23달러/배럴 기준 에틸렌 Cash-Cost는 ECC 180달러/톤, NCC 190달러/톤으로 운송비용까지 고려할 경우 NCC와 ECC의 제조 원가가 유사한 수준이다. '20년 전망치(WTI기준, 37달러/배럴) 수준으로 유가가 상승한다면 원가 경쟁력은 ECC가 다소 우위다. 그러나 공급량 감소로 인한 에탄 가격 상승 가능성은 NCC에게 긍정적 사안이다. 북미 E&P 기업들은 20~21년 CAPEX 축소, Rigs수 감소를 발표했다. 자연스레 셰일 생산량 감소로 에탄 공급량이 감소할 전망이다. 특히, 18년 이후 북미 에탄의 공급 과잉은 18년 560만톤에서 연평균 -5% 감소할 전망이다.

그림14 석유화학 설비별 투입원가 비교: 에탄 vs 나프타



자료: 메리츠증권 리서치센터

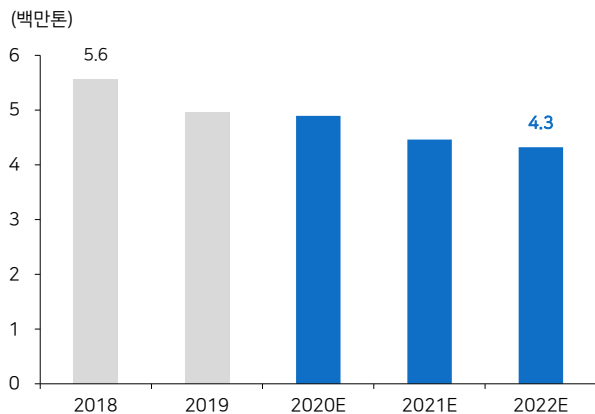
그림15 납사/에탄 비율: 5배 이하에서 NCC원가 경쟁력 우세



자료: 메리츠증권 리서치센터

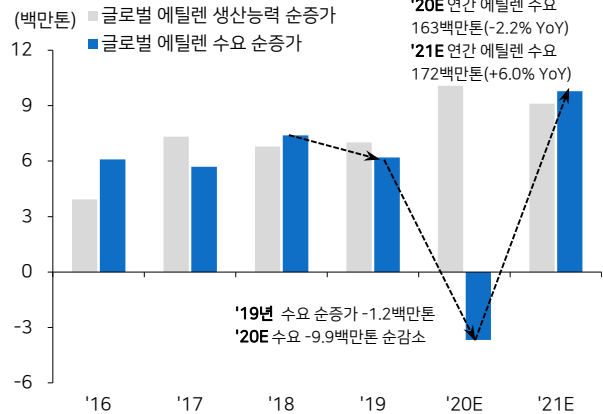
2020년 국내 NCC의 Down-cycle 전망 근거였던 수급 불균형도 완화될 전망이다. 기존 전망은 19~21년 연간 에틸렌 1천만톤(연 +5%) 증가를 예상했다. 북미 ECC 2차 증설 프로젝트는 과거 14년 유가 급락 사례와 유사하게 1차 대비 1/3규모로 축소될 가능성이 높다. 유가 하락으로 인한 NCC의 원가 경쟁력 강화, 2차 증설 규모 축소 가능성으로 투자 심리가 개선된 점은 긍정적이다. 그러나 현 시점에서 선부른 Cycle 반등을 경계해야 한다. 또한 주가의 추가 상승 여력은 높지 않기 때문에 Neutral 투자 의견을 제시한다.

그림16 북미 에탄 수급 밸런스 점검: 불균형 점진적 해소



자료: 메리츠증권 리서치센터

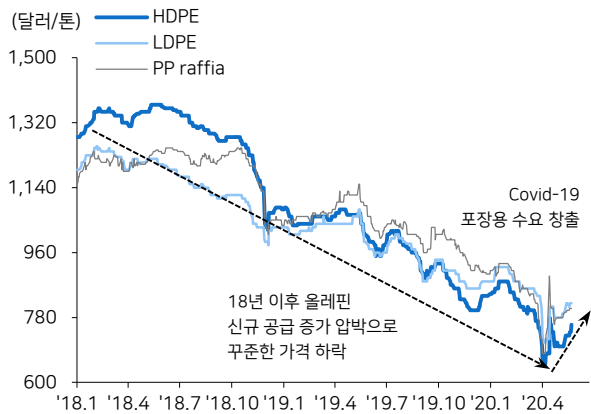
그림17 에틸렌 생산능력 및 수요 순증가 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

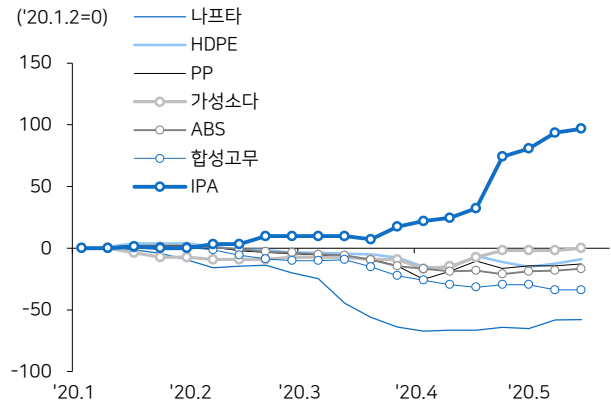
'20년 PE 제품은 글로벌 신규 증설에 따른 가격 약세로 스프레드의 바닥을 연내 확인 가능할 것으로 예상한 바 있다. PE는 2H20 점진적 회복 기조가 예상되는데, 그 근거로 1) '20년 유가 안정화로 수익성 바닥 통과, 2) COVID-19 이후 지역 간 고립주의 강화로 역내 PE 공급 타이트를 제시한다. 화학 제품 중, COVID-19로 신규 수요가 창출되는 제품 군들의 가격 차별화가 뚜렷했다. 의료-포장용 제품 군들이 강세를 보였는데 IPA(손세정제용 수요 증가), PP(포장용 필름 수요 증가)가 대표적이다. 당사는 '20년 점진적 수요 회복론에 근거, 수급이 건전한 제품 생산 비중이 높은 기업에 대한 선별적 투자 전략을 제시한다. '20년 수급 건전 화학 제품으로 가성 소다(중국 경기 부양책에 따른 전방 수요 정상화), 합성고무(동남아 고무가 특수 고무 수요 증가)를 들 수 있다. 또한 앞서 언급한 NCC Cycle 속 추가 프리미엄이 가능한 LG화학(EV향 전지)과 한화솔루션(태양광)을 최선호주로 제시한다.

그림18 PE 최악의 상황은 지나가는 중



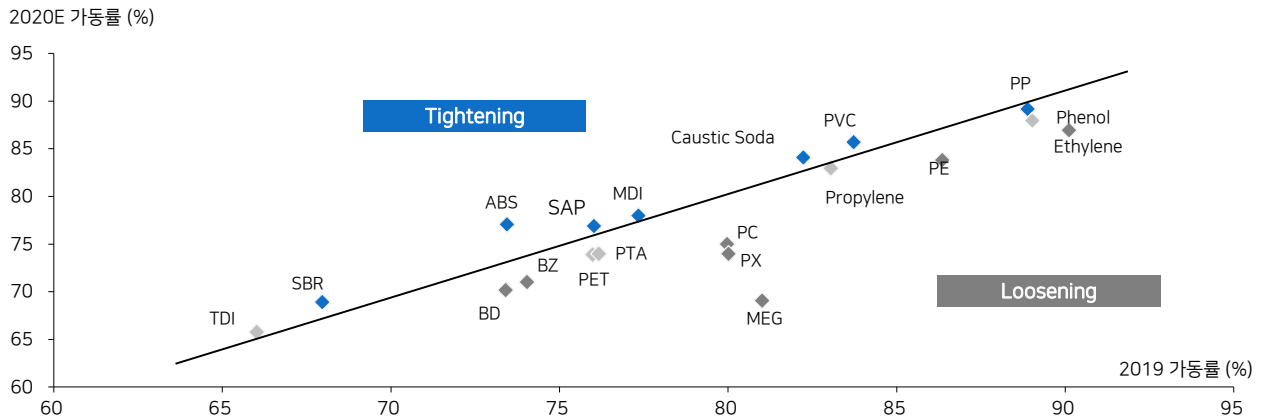
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림19 2020년 제품별 가격 흐름



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림20 2020년 제품군별 선호도 점검



자료: 메리츠증권 리서치센터

본 자료의 원본은 2020년 5월 27일 발간된
'2020년 하반기 전망 시리즈 7- 정유/화학: 기저 효과'임

Strategy Idea

2020년 하반기 전망 시리즈 8 스몰캡_Made in 코리아, 수출형의료기기 (해설판)



▲ 스몰캡
Analyst **윤주호**
02. 6454-4876
juho.yoon@meritz.co.kr



▲ 스몰캡
Analyst **이상현**
02. 6454-4877
sang-hyun.lee@meritz.co.kr

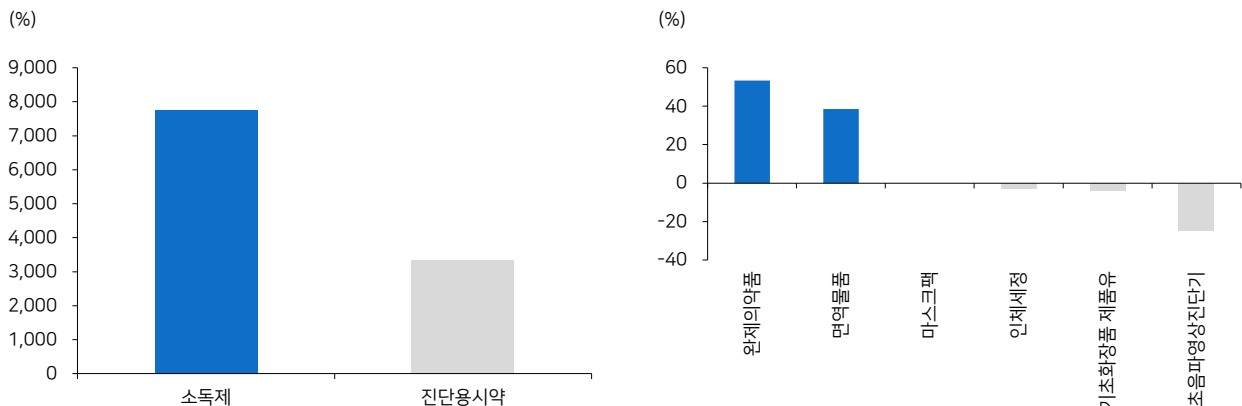
- ✓ COVID19에 따른 K브랜드의 기회로 수출형 의료기기의 수혜를 예상
- ✓ 의료기기 Distributor의 'Made in Korea'에 대한 선호도 상승 → Q ↑ → 기업 EPS ↑
- ✓ 정부의 의료기기산업 육성정책으로 Multiple 상승
- ✓ Favorite: 제이브이엠, 레이, 수젠텍, 디알젬, 뷰웍스, 제노레이, 메디아나

COVID19로 얻은 기회 Made in 코리아, K브랜드 형성

프랑스 공화당은 'COVID19 모범사례: 한국' 보고서를 통해 한국의 투명하고 신속한 COVID19 대응 전략을 소개했다. COVID19 관련 공공데이터 공개, 각종 정보를 이용한 동선 추적 등 최첨단 방역 방식을 배워야 한다고 역설했다. COVID19 위기에서 한국의 성공 사례가 유럽 상원에 모범사례로 등장한 점은 K방역, K의료기기 등 'Made in Korea'의 'K브랜드'에 대한 초석을 마련했다.

'20년 4월 보건산업 수출액은 17억 달러(+20.2% YoY)로 의약품 6.4억 달러(+23.4% YoY), 의료기기 4.9억 달러(+50.8% YoY)를 시현, 다른 수출 품목 대비 선전하였다. 품목별 수출 데이터 분석을 통해 관심 키워드로 '진단키트', 'X-ray 시스템(디텍터), 환자감시장치, ATDPS, 손소독제 등을 선정했다.

그림1 보건산업 품목별 수출액('20년4월 기준 MoM)



자료: 한국보건산업진흥원, 메리츠증권 리서치센터

COVID19, 아직은 끝이 아닌 진행형

COVID19는 중국 우한에서 시작하여 유럽, 미국, 러시아, 인도, 브라질 위주로 확산 중이다. '20년 3월 세계보건기구(WHO)는 감염병 경보 단계 중 최고 단계인 팬데믹(Pandemic)을 선언했다.

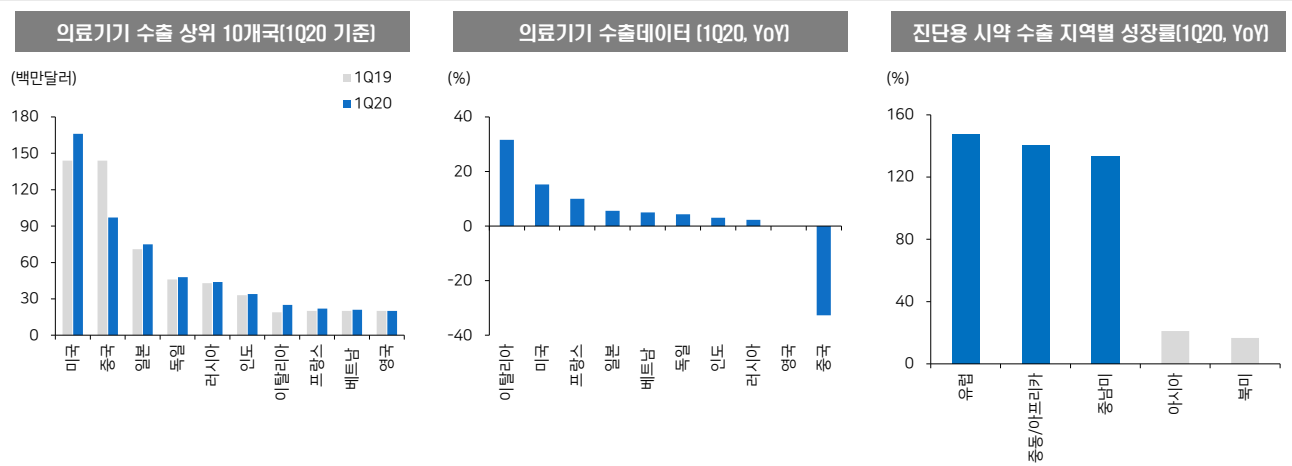
COVID19 확진자 수의 증가율 감소에도 불구하고 전체 Q의 급격한 감소가 없다면 COVID19로 인한 방역 수요는 큰 감소 없이 장기간 지속이 예상된다. 정부와 병원 등 COVID19 의료용품에 대한 수요는 2차 팬데믹을 대비하기 위해 정체가 인 여름에 재고축적(Restocking) 사이클을 예상한다.

제2의 COVID19 팬데믹 방지를 위한 각국의 노력

주요 국가들은 제2의 COVID19 팬데믹 방지를 위한 다양한 대책을 내놓고 있다. 1) 미국: 한국 대응 방식의 도입과 병원 인프라 확충, 2) EU: 방역물품 확보 및 COVID19관련 예산 확대, 3) 일본: 비대면 진료제도 개선과 예산확보 등 다양한 대책을 마련하고 있다.

각국 COVID19 대응에 대한 시사점으로 1) 의료물자 수입에 대한 규제 및 인증 완화, 2) 병원(B2B), 정부(B2G) 등 2차 팬데믹 이전에 재고확보 및 의료물자에 대한 확충 필요, 3) 국내 의료물자 및 의료기기 업체들의 수출 확대가 예상된다. 이는 한국 수출형 의료기기 기업들의 PER Multiple확장과 EPS Growth에 대한 고민이 필요한 시점이다.

그림2 한국 의료기기 수출 데이터 분석



자료: KKIDI, 메리츠증권 리서치센터

혁신 성장을 위한 의료기기산업 정부 정책

의료기기산업은 국민의 건강증진 등에 직간접적인 영향을 받기 때문에 정부의 정책 및 규제가 필요하다.

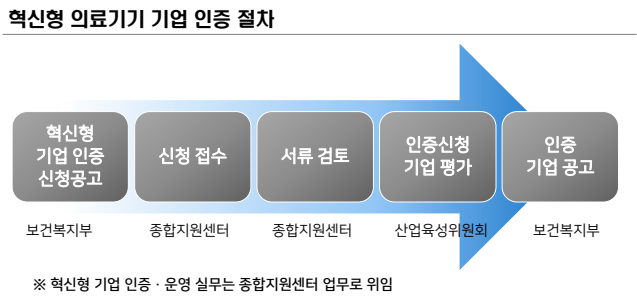
문재인 정부는 『의료기기산업 종합발전계획』(17.12)을 발표로 의료기기산업 육성을 위한 5년간 장기 로드맵을 제시했다. '20년 5월에는 『혁신형 의료기지원법』 시행령 및 시행 규칙을 제정, 범부처 전주기 의료기기 연구개발사업 등과 연계하여 혁신적인 의료기기 및 기업을 종합적으로 지원할 계획이다.

| 표1 의료기기산업 주요 정책 및 관련내용 | |
|------------------------|--|
| 시기 | 의료기기산업 주요 정책 및 관련 내용 |
| '20.5 | <ul style="list-style-type: none"> 『의료기기산업 육성 및 혁신 의료기기 지원법』 시행령 및 시행 규칙 제정 및 시행 § 범부처 전주기 의료기기 연구개발('20~'25, 1.2조원) 사업 등과도 연계하여 혁신적인 의료기기 및 기업을 종합적으로 지원할 계획 |
| '19.4 | <ul style="list-style-type: none"> 의료기기 혁신 성장을 위한 제도적 기반 마련 § 『혁신의료기지원법』 및 『체외진단의료기기법』, 의료기기법에서 분리하여 별도로 제정 국민 소통강화를 위한 정보제공 서비스 확대 및 의료기기 전주기 안전관리 강화 § 의료기기 안전정보를 검색할 수 있는 『의료기기 정보포털』서비스 구축 |
| '18.12 | <ul style="list-style-type: none"> 의료기기 혁신성장을 위한 규제 패러다임 전환 § 첨단의료기기 품목 신설(스마트콘택트렌즈 등 6종), 융복합 신개발 의료기기 평가기술 가이드라인 개발 |
| '17.12 | <ul style="list-style-type: none"> 의료기기산업 도약으로 수출과 일자리 창출을 위한 『의료기기산업 종합발전계획』 발표 § 미래 유망 의료기기 기술개발 및 사업화를 위한 R&D, 의료기기 기업 역량강화 및 국내·외 시장진출 지원, 의료기기산업 육성 및 시장진입을 위한 제도 마련, 의료기기 글로벌 강국 도약을 위한 육성기반 조성 |

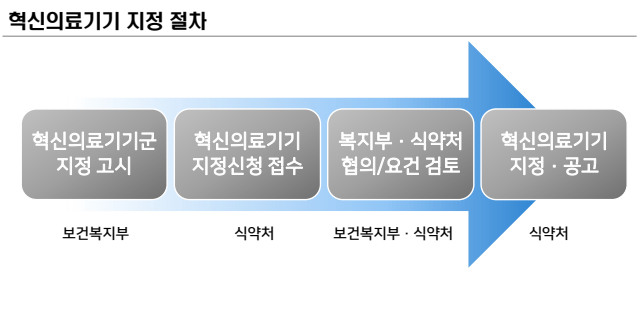
자료: 보건복지부, 메리츠증권 리서치센터

그림3 혁신형 의료기기군 및 기업 구분 및 인증 절차

| 혁신형 의료기기 기업 유형별 구분 · 인증 | | |
|-------------------------|--|----------------------------------|
| 인증 유형 | 인증 대상 | 인증방법 |
| 선도형 | 매출액 500억원 이상 기업 (R&D 투자 비중) 연간 의료기기 매출액의 100분의 6 | 인증기준에 따라 심사 후 위원회 심의를 거쳐 이증여부 결정 |
| 도약형 | 매출액 500억원 미만 기업 (R&D 투자 비중) 연간 30억원 또는 연간 의료기기 매출액의 100분의 8 | |
| | 혁신의료기기 지정 기업 제21조에 따라 지정된 혁신의료기기를 연구개발 및 생산하는 의료기기기업 | |



| 혁신의료기기군 지정 대상 분야 | |
|--|------------|
| 혁신의료기기군 지정대상 분야 | 정책 목적 |
| 기술집약도가 높고 혁신속도가 빠른 첨단기술 적용 분야 | 혁신기술 개발 촉진 |
| 안전성 · 유효성의 현저한 개선 또는 개선이 예상되는 분야 | 의료기술의 혁신 |
| 의료기기에 적용되는 핵심기술의 개발이 시급한 분야 | 기술경쟁력 고도화 |
| 희귀 · 난치성 질환 진단 및 치료 등에 있어 대체 의료기기가 부재하거나 국내 수입이 어려운 분야 | 공익적 가치 실현 |



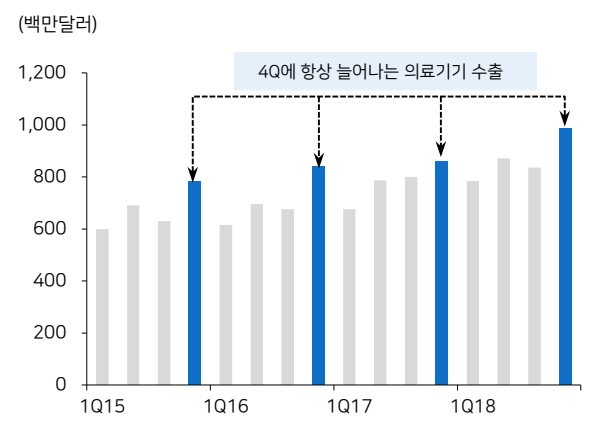
자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권 리서치센터

의료기기 유통 구조와 계절성

선진국 의료기기 유통구조는 Local Distributor의 의존도가 크다. 이는 브랜드 인지도가 높은 업체에게 유리하다. 국공립 병원의 비중이 높은 EU는 만성적인 재정적자로 가격 경쟁력 및 브랜드 인지도를 확보한 가성비 제품을 선호한다. 다른 지역 대비 이머징 국가에서 중국과 한국은 경쟁이 치열하다. 중국산 진단키트, 방호복 등의 불량으로 중국산 의료기기는 신뢰성이 하락하고 있다. COVID19로 인해 브랜드 인지도 확보와 이머징 국가로 수출 비중이 높은 업체를 선호한다.

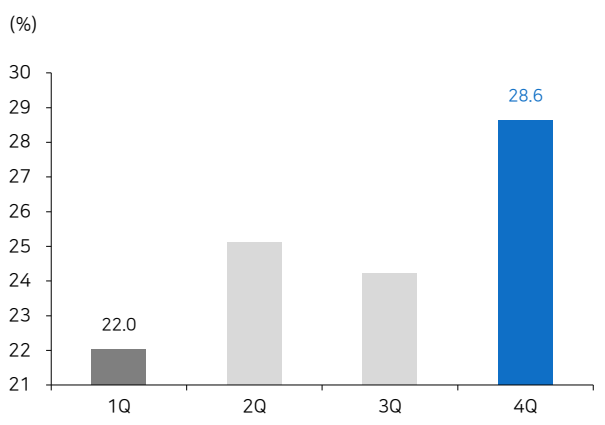
의료기기산업의 해외 수출 데이터 분석을 통해 연중 1분기가 최비수기, 4분기가 최성수기로 계절성을 확인하였다. 이는 의료기기 업종 특성상 국가 재정 지원분야가 많아 예산 집행에 따른 매출의 편중을 보인다.

그림4 의료기기 분기별 수출데이터



자료: 한국보건산업진흥원, 메리츠증권 리서치센터

그림5 의료기기 수출액 분기별 분포 ('15~'18년 평균)



자료: 한국보건산업진흥원, 메리츠증권 리서치센터

의료기기 품목별 산업분석

1) 진단키트

- 분자진단, 면역화학(항체)진단 분류, 수출동향 분석에 따라 이머징 국가위주, 항체진단 선호, 이머징향 수출 늘어나는 진단키트 업체에 관심
- 1,000명당 테스트 수 25명 이상 국가의 진단키트 수요 급증 가능성 높음
- '20.4월~5월 생산 CAPA를 확대하고 있어 2Q20부터 늘어난 수요와 본격 생산 시점은 업체별 차이가 존재
- 원재료 공급과 수출 이슈로 '20.6월부터 Full 가동 예상으로 2Q20 대비 3Q QoQ 증익 가능성 존재. 신규CAPA 증설업체와 선두업체의 영업이익률 차이 예상
- 진단키트 업체 투자 Key points: 기존 CAPA 증설시점 및 가동률, ASP 월별 추이, 수출국 포트폴리오(이머징 선호), 원자재 수급에 따른 수출

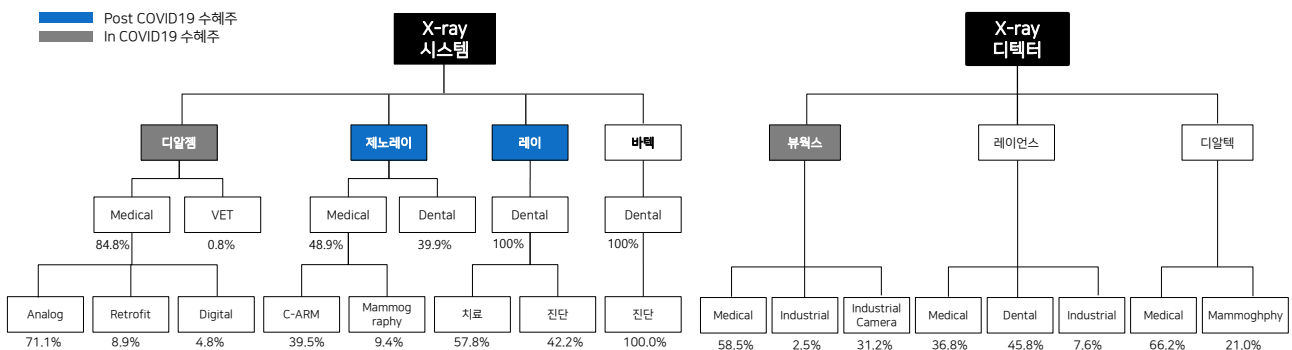
| 구분 | 분자진단검사 | 면역화학진단검사 | |
|--------|------------|-----------------------|-------------|
| | | 항원검사 | 항체검사 |
| 검출대상 | 유전자 | 항원 | 항체 |
| 검출시기 | 증상발현 초기~종료 | 증상발현 중기 | 증상발현 7~28일 |
| 정확도 | 민감도 | 95% 이상 | 50-70% |
| | 특이도 | 95% 이상 | 50-70% |
| 무중상 감염 | 가능 | 불확실 | 감염 후기에 가능 |
| 검사비용 | 높음 | 낮음 | 낮음 |
| 용도 | | 대규모발생, 분자진단검사가 어려운 환경 | 감염 종료후 역학조사 |

자료: KKIDI, 메리츠증권 리서치센터

2) X-ray 시스템 & 디텍터

- In COVID19 전략: 감염자 판정 및 관독을 위해 진단키트, 흉부 X-ray 촬영 증가. 이동형 X-ray 시스템과 Medical 디텍터 수요 증가로 사업내 Medical 비중이 높은 '디알젬', '뷰릭스' 선호
- Post COVID19 전략: COVID19로 부진했던 Dental, C-arm, Mammography 등 국가별 락다운 해제 시 이연 수요 발생을 예상. 1) 해외 매출 비중이 높고 2) 영업이익률 상승과 ROE가 높은 시스템 업체 '레이', '제노레이' 선호

그림6 X-ray 시스템 & 디텍터 분류



자료: 각사 사업보고서, 메리츠증권 리서치센터

3) ATDPS

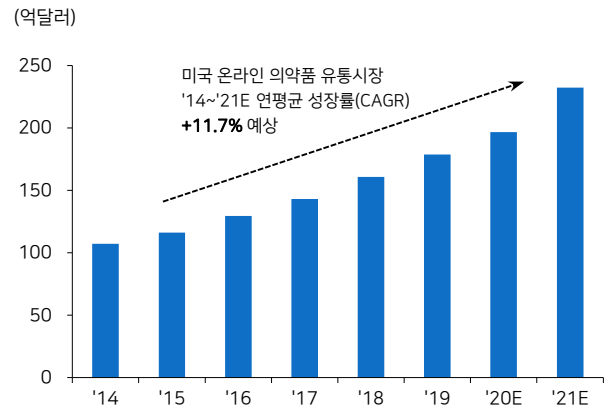
- COVID19로 미국 온라인 의약품 시장의 변화: 아마존이 인수한 필팩(Pillpack) 성공사례, 온라인 배송플랫폼, 한국형 파우치 문화 확대를 예상

그림7 아마존 필팩(Pillpack)의 종이상자



자료: ourworldindata.org, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 온라인 의약품 유통시장



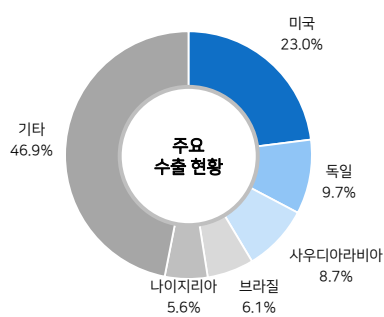
자료: ourworldindata.org, 메리츠증권 리서치센터

4) 환자감시장치

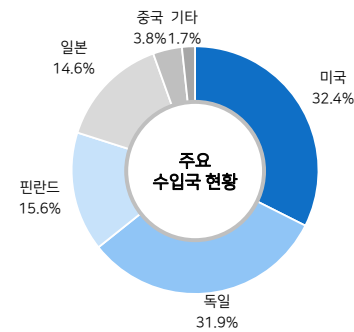
- 환자감시장치의 최종수요는 병원(68%)으로 병원/병실의 Capa증가와 연동. COVID19로 인한 정부지원 예산 증가를 전망

그림9 환자감시장치 세계시장

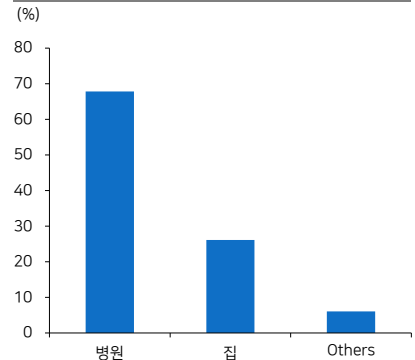
국내 환자감시장치 주요 수출 현황 ('16)



세계 환자감시장치 주요 수입국 현황 ('16)



세계 환자감시장치 최종소비자 비중 ('20E)



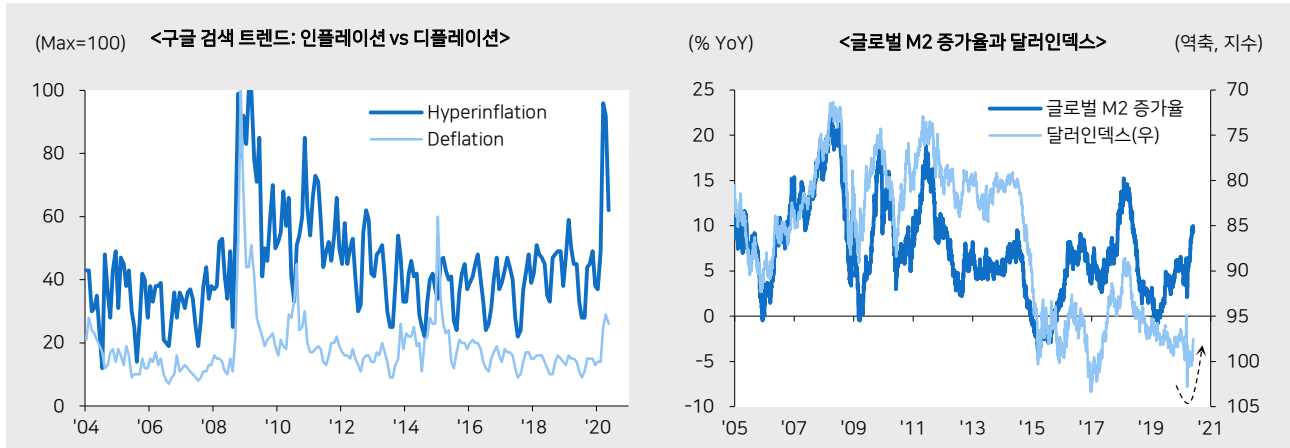
자료: KKIDI, 메리츠증권 리서치센터

본 자료의 원본은 2020년 5월 27일 발간된

'2020년 하반기 전망 시리즈 8 - Made in 코리아: 수출용의료기기'임

오늘의 차트 박범지 연구원

디플레이션인가, 인플레이션인가



주: 글로벌 M2는 미국, 유로존, 중국, 일본, 한국, 대만 등 10개국 대상
자료: Bloomberg, Google Trends, 메리츠증권 리서치센터

금융과 실물의 괴리
인플레이션 vs 디플레이션

금융시장과 실물 경기 간의 온도 차이는 인플레이션인지 디플레이션인지에 대한 논란을 가중시키고 있다. 주식시장이 빠르게 회복하는 모습을 보고 있으면 인플레이션 같기도 하고, 여전히 경기 침체의 한복판을 지나고 있는 실물 경기를 보면 디플레이션 우려가 커지는 현실이다. 그리고 이러한 논란은 이번 위기에만 해당되는 것이 아니고 매 위기 때마다 불거졌던 사안이다. 금융시장은 경기 회복에 대한 기대감을 빠르게 반영하지만, 실물 경기의 회복은 시차를 두고 후행적으로 이루어지기 때문이다.

구글 검색 트렌드로 보는 시장의 분위기(관심도)
인플레이션 > 디플레이션

이 사안에 대해 참고할 수 있는 지표로 사람들의 관심도를 나타내는 구글 검색 트렌드를 활용해 볼 수 있다. '인플레이션(Hyperinflation)'에 대한 최근 검색 트렌드는 금융위기 수준으로 급증한 반면, '디플레이션(Deflation)'의 경우 3분의 1 수준에 불과하다. 2008년 금융위기 당시의 분위기와 비교했을 때, 현재는 디플레이션 우려보다는 인플레이션에 대한 우려(혹은 기대)가 높다고 할 수 있다. 적어도 디플레이션에 대한 우려가 이전 위기 수준만큼은 아니라는 점은 분명하다.

최근의 달러화 약세 흐름도 무관하지는 않은 듯

한편, 이러한 관점의 연장선상에서 최근 달러화의 약세(달러인덱스 기준 5/14일 100.47 → 6/3일 97.55, -2.9%) 흐름도 무관치는 않아 보인다. 그 배경에는 빠른 정책 대응, 경제 활동 정상화 기대감, 막대한 유동성 공급 등 여러 복합적인 요인이 있겠지만, 달러화 약세 흐름은 경기 침체에 대한 불안, 디플레이션 우려와는 거리가 멀다고 할 수 있다.

인플레이션인지 디플레이션인지에 대한 논란은 금융시장과 실물 경기의 괴리가 해소되기 전까지는 지속될 수밖에 없다. 다만, 시장의 분위기는 디플레이션보다는 인플레이션에 무게를 두고 있는 듯하다.

칼럼의 재해석 이성현 수석연구원

코로나 진단키트주, 과연 버블일까 (TheMotleyFool)

코로나 19 확산에 따라 미국의 진단키트업체 Novavax, Co-Diagnostics 등과 같은 회사의 주가가 치솟았다. 그러나 새로운 투자자가 투자를 판단하기 전에 진단키트의 성능(정확도, 민감도)에 대해 고려해야 한다. 옥스포드대에 따르면 정확도를 측정할 때 표본 크기가 작으면 1,2%의 낮은 오류를 감지하기 어려울 수 있다고 한다. 실제로 회사의 진단키트의 정확도가 100%라고 공시했어도 작은 표본에 근거한 수치라면 경계심을 가지고 봐야 한다. 일례로 Abbott Laboratories (NYSE: ABT)가 개발한 COVID-19 실험실 테스트에 대한 뉴욕 대학의 연구는 환자에게 사용하기에 부정확하고 용인할 수 없음을 발견했다. 이러한 테스트는 초기 조사에서 100 % 감도와 99.9 % 특이성을 갖는 것으로 판명되었다. 이것은 COVID-19 와 같이 유병률이 낮은 질병에 대한 정확한 검사를 개발하는 것이 얼마나 어려운지를 강조하는 사례이다. 따라서 투자자들은 회사에서 공시한 정확도를 확인하기 전까지는 조심해야 한다.

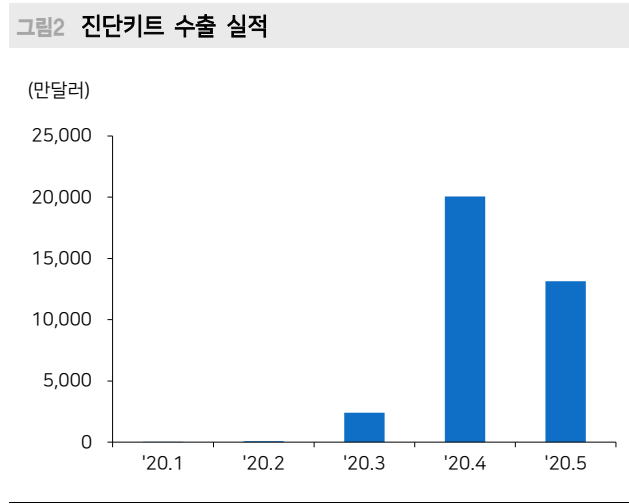
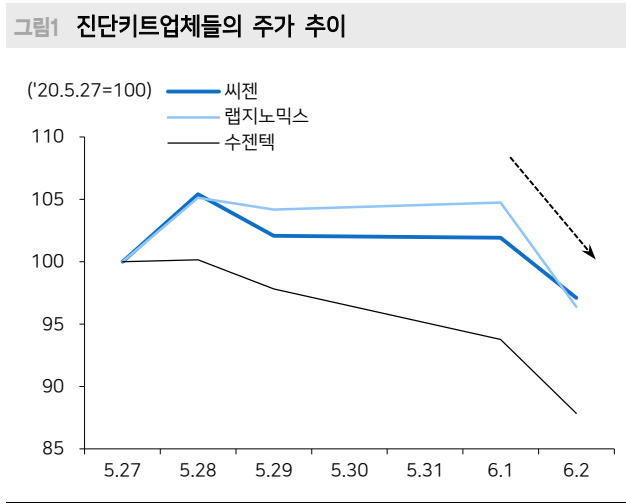
불안 심리에 의한 진단키트주 일제히 하락

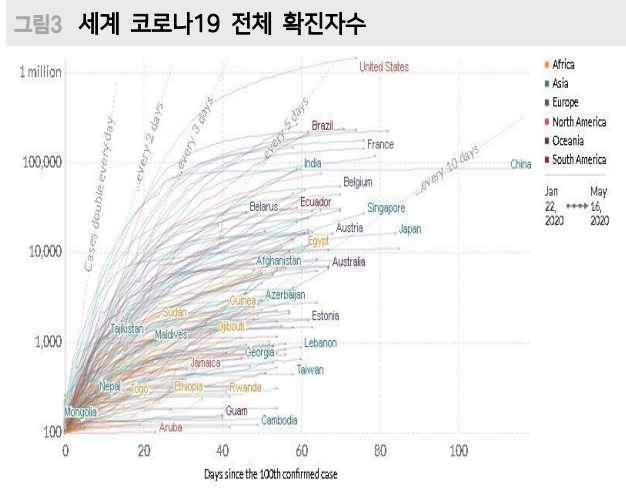
Peak Out 우려에 따른
진단키트업체 주가 하락

최근 코로나 진단키트의 악재와 관련된 뉴스가 나오면서 진단키트업체들의 주가가 일제히 하락하였다. 뉴스의 골자는 1)과잉 공급으로 인한 가격 하락, 2)진단키트 핵심 재료인 시약 가격의 상승, 3)후진적인 생산 방식에 인한 비효율화이다. 실제로 산업통상자원부가 공개한 진단키트 수출 실적에 따르면 '20년 5월 수출액은 1억 3,128만달러로 4월 2억 65만달러 대비 34.5% 감소하였다. 이 같은 뉴스와 데이터에 기존 투자자들의 2분기 실적 Peak Out 우려가 주가하락에 기인했다.

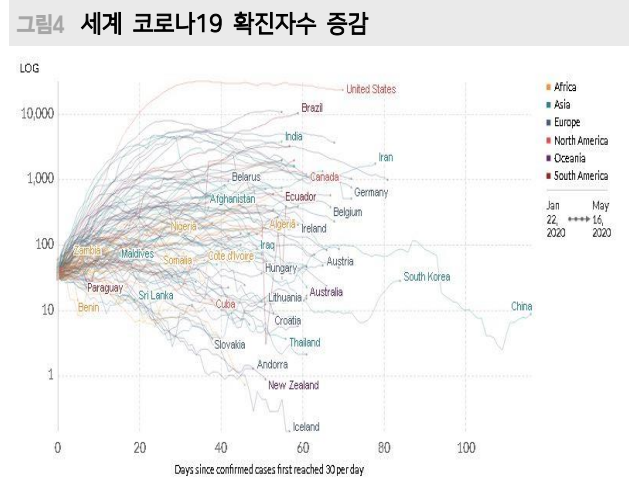
미국과 이머징 국가들의
확산세는 감소하지 않는 중

그러나 여전히 미국에서 확산세는 감소하지 않고 있으며, 이머징 국가들의 확산세는 증가하고 있다. 더불어 코로나19 바이러스가 올해 가을 재발한다면, 각국의 정부는 코로나19 진단키트를 비축할 것으로 예상됨에 따라 올해 하반기에는 진단키트 수출액이 우려와 같이 큰 폭의 하락으로 이어지지 않을 것으로 예상된다.





자료: ourworldindata.org, 메리츠증권 리서치센터



자료: ourworldindata.org, 메리츠증권 리서치센터

코로나 진단키트업체들 간의 옥석가리기가 필요한 시점

시장 성장세 둔화에 따른 옥석가리기 작업 필요

투자자들의 우려와 같은 진단키트 수출액의 큰 폭의 하락은 일어나지 않을 것으로 보이나 수출액의 성장세 둔화는 예상되는 시점이다. 이제까지는 시장의 규모가 커짐에 따라 모든 진단키트업체들의 주가가 올랐다면 이제는 업체들간의 옥석가리기가 필요한 시점이다. 특히 분자진단키트와 항체진단키트의 차이점에 주목해야 한다.

분자진단법: 높은 정확성, 허나 장시간 소요, 별도의 장비 필요

코로나19 진단키트는 검사 방법에 따라 분자진단법과 항체진단법로 나뉜다. 분자진단법은 전 세계적으로 표준이라고 하는 검사법으로 검체에 있는 바이러스에서 핵산을 추출한 뒤, 유전자증폭기로 증폭시켜 진단 장비로 읽어내는 방식이다. 이 방법은 정확도가 99%라는 장점이 있는데 반해 4시간 이상의 시간 소요, 별도의 음압시설, 보호장비가 필요하다는 단점이 존재한다.

항체진단법: 단시간 소요, 그러나 낮은 정확도

항체진단법은 바이러스 자체보다는 바이러스의 항체를 검사하거나 바이러스 부스리기 단백질인 항원을 검사하는 면역학법 검사법이다. 이 방법은 PCR 인프라 없이도 키트에 항체를 떨어트리면 10~15분에 검사 결과가 나온다는 장점이 있지만 정확도가 5~70%정도로 분자진단법 대비 낮은 편이다. 이 방법은 분자진단 PCR 인프라가 없는 이머징 국가에서 현장검사가 가능하다.

두 진단키트는 보완재로 다방면에 사용될 것

미국 FDA도 PCR, 항체, 항원을 이용하는 진단키트를 모두 허용하면서 여러가지 방식의 공용이 예상된다. 항체진단키트는 PCR 검사가 힘든 곳에서는 대체재로, PCR검사가 원활한 곳에서는 보완재로 다방면에 사용될 것으로 보인다.

표1 분자진단, 항체진단 비교

| | 항원-면역검사법 | 분자진단검사법 |
|-----------|--------------|-------------|
| 검사대상 | 항원 | 유전자 |
| 검출시기 | 증상 발현 중기 | 증상 발현 초기-종료 |
| 민감도 | 5~70% | 99%이상 |
| 무증상 감염 추출 | 항원배출량에 따라 다름 | 감염 초기부터 가능 |
| 사용현황 | 일부 국가 | 모든국가 |

자료: 언론사, 메리츠증권 리서치센터



자료: 언론사 메리츠증권 리서치센터

항체진단키트업체에 주목

5월 기준 진단키트 수출국은
이머징국가

한국무역통계에서 발표된 진단키트 수출데이터를 살펴보면 나라별 코로나 상황을 비추어 볼 수 있다. '20년 3월 수출 상위 3개국을 이탈리아, 미국, 스페인이 기록한 반면, 5월에는 브라질, 인도, 아랍에미리트와 같은 이머징 국가들이 수출 상위에 자리하고 있다. 이는 최근 한달동안 이머징 국가에서의 코로나 확산세와도 일치한다.

표2 국가별 진단키트 (HS Code: 3822.00) 수출데이터

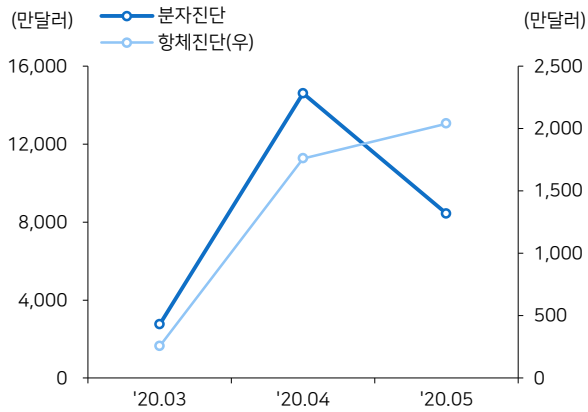
| '20.3월 | | | '20.4월 | | | '20.5월 | | |
|--------|-----------|---------|--------|-----------|---------|--------|-----------|--------|
| 순위 | 국가 | 금액(천달러) | 순위 | 국가 | 금액(천달러) | 순위 | 국가 | 금액 |
| 1 | 이탈리아 | 7,074 | 1 | 브라질 | 31,511 | 1 | 브라질 | 27,062 |
| 2 | 미국 | 5,182 | 2 | 미국 | 28,063 | 2 | 인도 | 16,953 |
| 3 | 스페인 | 3,925 | 3 | 인도 | 21,810 | 3 | 아랍에미리트 연합 | 11,036 |
| 4 | 독일 | 3,598 | 4 | 이탈리아 | 18,676 | 4 | 미국 | 10,888 |
| 5 | 아랍에미리트 연합 | 2,675 | 5 | 폴란드 | 17,103 | 5 | 사우디아라비아 | 10,458 |
| 6 | 프랑스 | 2,113 | 6 | 아랍에미리트 연합 | 10,896 | 6 | 이탈리아 | 8,964 |
| 7 | 브라질 | 1,815 | 7 | 러시아 | 8,889 | 7 | 스페인 | 6,741 |
| 8 | 중국 | 1,466 | 8 | 사우디아라비아 | 8,632 | 8 | 프랑스 | 6,067 |
| 9 | 인도 | 1,362 | 9 | 스페인 | 8,065 | 9 | 러시아 | 3,776 |
| 10 | 폴란드 | 1,101 | 10 | 콜롬비아 | 6,777 | 10 | 폴란드 | 3,296 |

자료: 한국무역통계, 메리츠증권 리서치센터

항체진단키트의 증가세
분자진단키트의 감소세

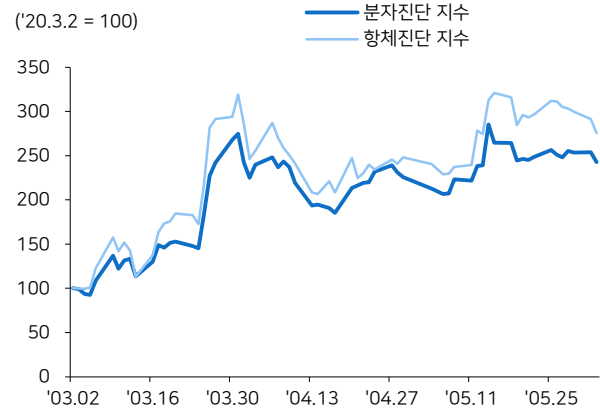
수출 상위 국가 변화에 따라서 검사방법별 진단키트 판매량에도 변화가 생겼다. '20년 3월 대비 4월에는 분자진단키트와 항체진단키트가 일제히 상승한 반면, 5월에는 분자진단키트 수출금액은 8,438만달러로 전월 대비 42.2% 감소한 반면 항체진단키트 수출금액은 2,040만 달러로 15.9% 상승하였다. 이 같은 디커플링의 이유는 이머징 국가들의 PCR 인프라 부족으로 분자진단보다는 항체진단을 선호하기 때문이다. 이를 반영한 듯 주가를 살펴보면 항체진단업체가 분자진단업체를 아웃퍼폼하고 있다.

그림6 분자진단, 면역진단 수출금액



자료: 한국무역통계, 메리츠증권 리서치센터

그림7 분자진단, 항체진단 Universe



주: 분자진단업체: 씨젠, 랩지노믹스, 바이오니아, EDGC
항체진단업체: 수젠텍, 피씨엘, 휴마시스
자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

상대적으로 경쟁강도가 낮은 항체진단키트

현재까지 FDA의 긴급사용승인을 받은 기업은 총 69개(분자진단 56개, 항체진단 13개)로 파악된다. 항체진단분야는 상대적으로 경쟁강도가 낮다고 판단된다. 또한 이머징 국가들의 코로나 확산세가 줄어들지 않는다면 항체진단키트업체들의 지속적인 관심을 권고한다.

원문: *Is Co-Diagnostics' Stock in a Bubble? (TheMottleyFool)*