

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 11. 25 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2021년 전망 시리즈 12 **정유/화학_동상이몽**(해설판)

2021년 전망 시리즈 10 **제약/바이오_Inflection Point**(해설판)

오늘의 차트

백신 개발 이후: 주식시장과 채권시장의 동상이몽

칼럼의 재해석

그래도, 연말

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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.

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2020년 11월 17일 발간된
[2021년 전망 시리즈 12 - 정유/화학: 동상이몽] 임



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

2021년 전망 시리즈 12 정유/화학_동상이몽 (해설판)

- ✓ COVID 19의 대표적 피해 업종은 정유: '21년 Post-COVID 19에서 정유 기업에 매수 관점으로 대응이 필요. 장기적 관점에서 정유 업종은 Consolidation 가속화될 전망
- ✓ '21년 글로벌 CO₂ Free 정책 공조와 국내 순수 NCC 화학 기업들의 이익 성장에 따라 해당 기업들에 매수 의견 제시: '21년 석유화학에 비중 확대 투자 의견 제시
- ✓ 태양광은 원가 하락과 효율성 개선으로 수익성 창출이 가능한 신재생에너지원. 소재와 지역별 선호도는 (1) 셀/모듈, (2) 미국(주택용 태양광 프로젝트 IRR 17%), 중국 태양광 시장

시나리오별 2021년 전망

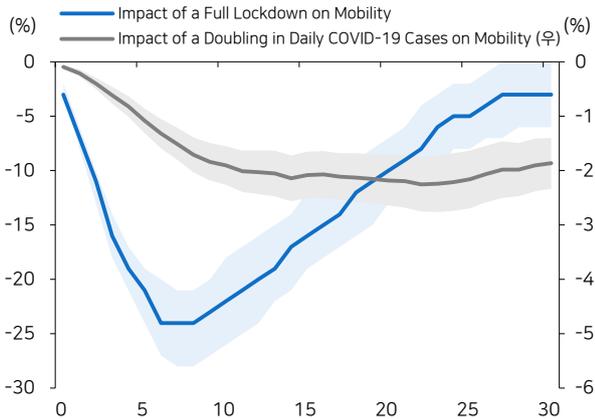
| 항목 | 변수 | Worst | Base | Best | |
|----------------------------|------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 주 가 결 정 요 인 | Macro 변수 | <ul style="list-style-type: none"> 글로벌 경기 COVID 19 종식시점 유가 | <ul style="list-style-type: none"> COVID 19 장기화 유럽/미국 등에 이동제한 재시행 수요 충격에 따른 유가 급락 | <ul style="list-style-type: none"> 유럽/미국 등 글로벌 경기 회복 국가별 경기 부양 강화 WTI 40~45달러/배럴 | <ul style="list-style-type: none"> '21년 COVID 19 종식 글로벌 전 지역 경기 정상화 WTI 44~48달러/배럴 |
| | 정유기업 | <ul style="list-style-type: none"> COVID 19 종식시점 전방 수요 글로벌 증설규모 | <ul style="list-style-type: none"> COVID 19의 재유행/이동제한 유가 급락에 따른 재고손실발생 2021년 이후 신규 증설량 증가 | <ul style="list-style-type: none"> WTI 40~45달러/배럴 수준 안착 경기 부양으로 디젤 등 중질유 수요 회복 | <ul style="list-style-type: none"> 전 제품 수요 개선 중등 등 정제설비 증설 의지가 뚜렷했던 지역들의 투자재원 부족으로 프로젝트 취소 여부 |
| | 석유화학 기업 | <ul style="list-style-type: none"> 유가 글로벌 경기 글로벌 증설규모 | <ul style="list-style-type: none"> COVID 19 재유행에 따른 유가 급락 대외변수 불확실성으로 트레이더들의 구매 심리 악화 북미 등 글로벌 전 지역 증설발표 | <ul style="list-style-type: none"> WTI 40~45달러/배럴 유지, NCC 등 수익성 개선 중국 중심으로 경기 모멘텀 발휘 수요회복에 근거한 수급변화 (연간 수요 증가량 +10% YoY) | <ul style="list-style-type: none"> 경기 회복의 수요 모멘텀과 판가 상승 연간 수요 +12% YoY 증가 글로벌 증설규모 연간 +5% YoY 하회 |
| | EV배터리 셀기업 | <ul style="list-style-type: none"> 계약가격 수율 | <ul style="list-style-type: none"> 해외 신공장 가동률 80% 이하 원가 상승/가격 인상률 0% | <ul style="list-style-type: none"> 해외 신공장 가동률 80% 이상 원가 변동폭 미미/ 가격인상률 +10% | <ul style="list-style-type: none"> 해외 신공장 가동률 80% 이상 원재료 가격 하락/가격 인상률+20% |
| | 태양광 | <ul style="list-style-type: none"> 태양광 설치량 소재별 수급/원가 | <ul style="list-style-type: none"> COVID 19 장기화로 태양광 설치량 100GW 하회 구리 등 태양광 소재 가격 상승 | <ul style="list-style-type: none"> '21년 태양광 설치수요 150GW 원재료 가격 안정화 글로벌 전지역 탄소배출제로 정책 공조 | <ul style="list-style-type: none"> '21년 태양광 설치수요 150GW 이상 |
| 산업 투자 전략 | | <ul style="list-style-type: none"> 국내 정유/화학에 대한 비중축소 | <ul style="list-style-type: none"> 국내 정유/화학 비중확대 투자 선호도는 화학기업에 우선순위 | <ul style="list-style-type: none"> 국내 정유/화학 비중확대 | |
| Top-Picks | | <ul style="list-style-type: none"> 중국 태양광 유리기업 Flat Glass(6865 HK) | <ul style="list-style-type: none"> 국내: LG화학, 한화솔루션, 롯데케미칼 해외: Longi(601012 SH) | <ul style="list-style-type: none"> 국내: LG화학, 한화솔루션, 롯데케미칼, S-Oil 해외: Longi(601012 SH) | |

정유: The Phase of Consolidation

COVID 19로 인한 봉쇄조치로
운송용 석유 제품 수요 감소

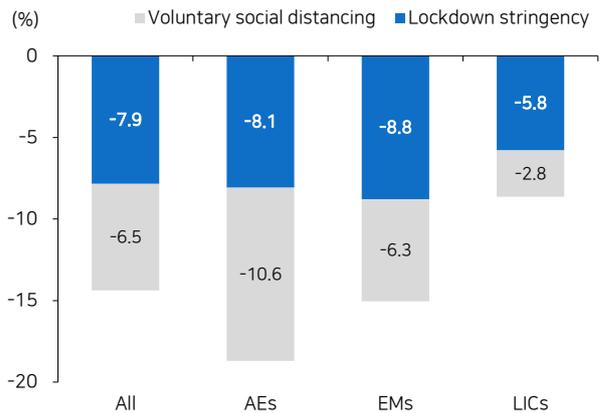
2020년 국내 정유사는 COVID 19로 인한 봉쇄 조치로 이익 충격을 시현 중이다. IMF World Economic Outlook은 자발적 거리두기로 30일간 약 2~3%의 모빌리티가 제약을 받은 것으로 분석했다. 90일간의 효과를 보면 선진국 내 인위적 봉쇄보다 자발적 거리두기의 부정적 영향이 더 큰 것을 볼 수 있는데, 이러한 이동 제한 영향으로 운송용 석유 제품 수요가 부진했다.

그림1 자발적 거리두기로 인한 모빌리티 타격 정도



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 락다운과 자발적 거리두기가 모빌리티에 미치는 영향



자료: 메리츠증권 리서치센터

'21년 원유 수요 +6% YoY 개선,
'22년 코로나 이전 수준 회복전망

'20년 원유 수요는 전년대비 -8% 감소가 예상되나 '21년 +6% YoY 개선, '22년에 코로나 이전 수준으로 회복할 전망이다. 단, 원유 수요의 주도권이 기존 운송용에서 석유화학으로 이동 중이다. 전 세계 원유 소비 1위 국가인 중국의 운송용 원유 수요는 '30년까지 연평균 +0.5% 증가하는 반면, 석유화학용 수요는 연평균 +2.0% 증가할 전망이다. '25년까지 중국의 석유화학 신규 증설 규모는 약 1,100만톤으로 운송용 원유 수요 감소분을 석유화학 수요 증가가 상쇄할 전망이다.

단, 운송용 수요 중심에서
석유화학 수요 중심으로 이동

그림3 중국의 원유 수요 전망치는 상향 조정: 석유화학 수요 ↑, 반면 운송용 수요 ↓



자료: 메리츠증권 리서치센터

'21년 이후 제품별 마진 회복속도 : 휘발유>디젤>FO>항공유

2021년은 COVID 19의 점진적 충격 완화와 경기 회복 국면에서 정유업 반등 가능성이 높다. '21년 이후 제품별 마진 회복 순서는 휘발유→ 디젤→ FO→ JET유를 예상된다. 코로나 확산 완화와 함께 국내 이동량 증가로 승용차 주행거리수가 늘어나며 휘발유가 가장 빠른 마진 회복 속도를 시현할 전망이다. '20년 디젤은 당초 예상과 다르게 공급이 타이트하지 않았다. 이는 전년 대비 온화했던 날씨로 난방 수요가 크지 않았고, 선사들의 MGO 대비 LSFO 선호 현상이 뚜렷했기 때문이다. 또한 글로벌 정유사들이 항공유 수요 부진에 대한 대응으로 휘발유/디젤을 대체 생산했기 때문에, 현재 적정 재고량을 상회하는 것으로 파악된다. COVID 19 이후 IMO 황규제 준수율 상승은 필연적이나 해당 요인이 디젤 마진 개선에 미치는 영향은 제한적이다. 쿠웨이트 AI Zour(22.5만배럴/연) 등 신규 LSFO 공급 증가로 선사들의 LSFO 선호 현상은 계속될 것으로 예상되기 때문이다.

표1 Post-COVID 19 제품별 수요 순증가량

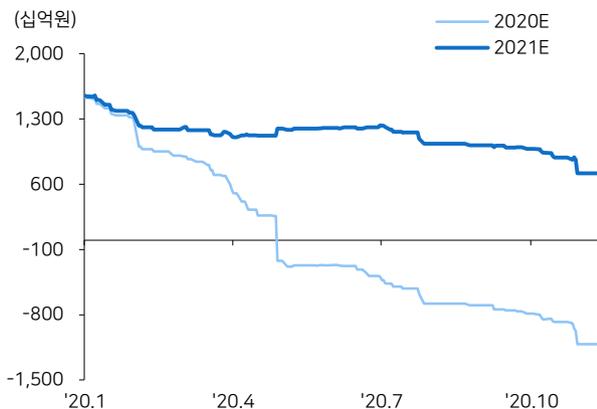
| (천배럴/일) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|----------------|--------------|----------------|--------------|--------------|-----------------|----------------|----------------|
| Gasoline | 760.0 | 595.0 | 433.0 | 325.0 | 159.0 | -2,059.0 | 1,935.0 | 487.0 |
| Diesel | 173.0 | -492.0 | 528.0 | 265.0 | 33.0 | -1,868.0 | 1,822.0 | 392.0 |
| Jet Kero | 331.0 | 334.0 | 198.0 | 342.0 | 158.0 | -2,341.0 | 1,046.0 | 665.0 |
| FO | -359.0 | 202.0 | -25.0 | -50.0 | -50.0 | -200.0 | -300.0 | -50.0 |
| Naphtha | 325.0 | 42.0 | 20.0 | 178.0 | 86.0 | -199.0 | 293.0 | 181.0 |
| LPG | 289.0 | 80.0 | 463.0 | 540.0 | 312.0 | -873.0 | 943.0 | 319.0 |
| 기타 | 645.0 | 45.0 | 136.0 | -606.0 | 96.0 | -8.0 | 151.0 | -20.0 |
| 총 | 2,164.0 | 806.0 | 1,753.0 | 994.0 | 794.0 | -7,548.0 | 5,890.0 | 1,974.0 |

자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

'21년 정유업종 최선후주 S-Oil

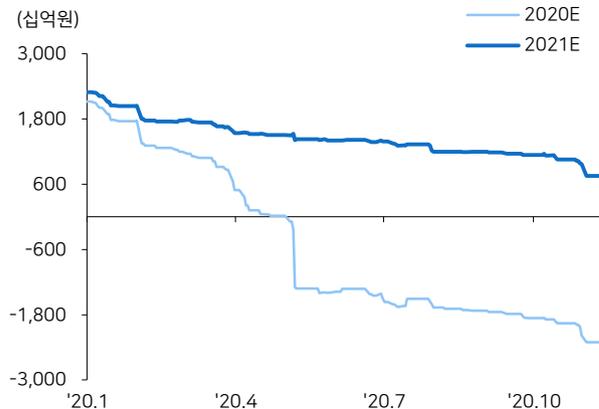
'21년 국내 정유 2개사(S-Oil, SK이노베이션)의 흑자 전환을 예상, 정유업종에 대한 비중 확대 의견을 제시한다. S-Oil은 1) 중질유 중심 마진개선, 2) 올레핀 수익성 향상, 3) 경쟁사 대비 투자 부담이 적어 DPS 지급 정상화 가능성이 높다는 점을 근거로 업종 내 최선후주로 제시한다.

그림4 S-Oil 연간 영업이익의 컨센서스 흐름



자료: 메리츠증권 리서치센터

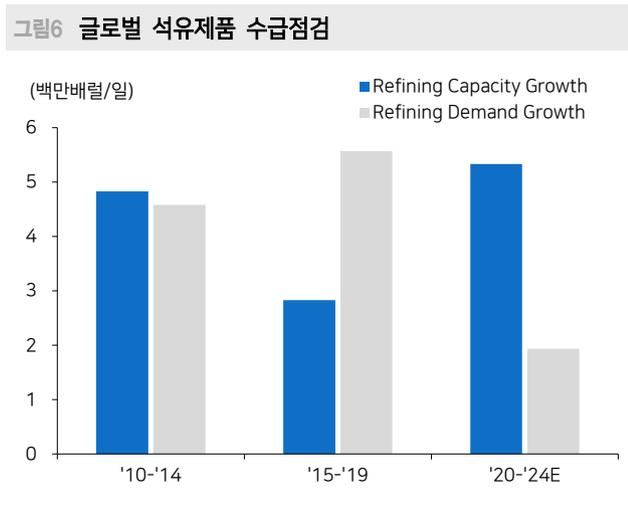
그림5 SK이노베이션 연간 영업이익의 컨센서스 흐름



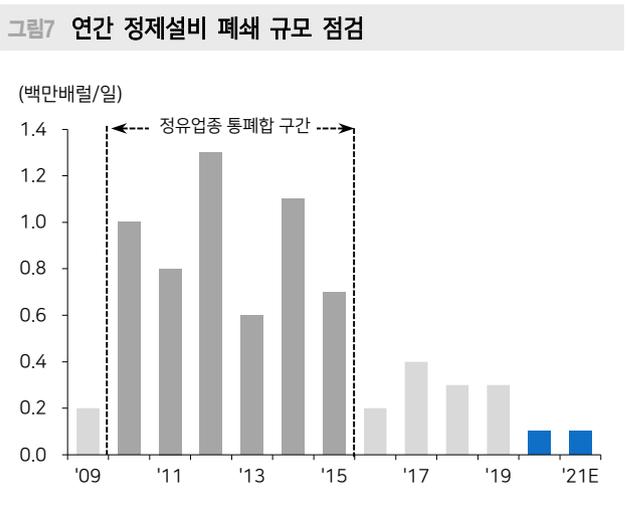
자료: 메리츠증권 리서치센터

중장기적 관점에서 정유 업종 내 산업 통/폐합 가속화 전망

중장기적 관점에서 COVID 19 이후 정유 설비 간 통/폐합 가능성이 높다. 원유 평균 수요는 23~25년 110만배럴을 정점으로, 25년 이후 50만 배럴까지 하락할 전망이다. 또한 '21년 하반기 이후 중국(화학 원재료 확보 목적)과 중동(E&P의 수익 계열화 목적)을 중심으로 200만배럴 규모의 신규 정제 설비 가동이 예상됨에 따라 공급 과잉은 심화될 전망이다. 정제 설비 신증설과 더불어 유럽 중심의 탄소 배출권 규제 강화는 정제 설비 가동에 부정적 요소다. 따라서 '22년 이후 글로벌 정제 설비 가동률 하락은 불가피하며, 수요 증가량을 압도하는 공급 증가량으로 기존 설비들이 통폐합될 공산이 크다.



자료: IHS, 메리츠증권 리서치센터



자료: IHS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 '20년 정제설비 순증가 규모는 160만배럴/일

| 정제설비 | 국가 | 생산능력 (만배럴/일) | 완공시점 | 가동률 | '20년 순증설 |
|---------------|-------|--------------|------|-----|----------|
| Hengli | 중국 | 40.0 | 2Q19 | 50% | 20.0 |
| Star Refinery | 터키 | 20.0 | 2Q19 | 35% | 7.0 |
| PES | 미국 | -34.0 | 3Q19 | 59% | -20.1 |
| Various | 쿠웨이트 | 6.4 | 3Q20 | 50% | 3.2 |
| Pulau Muara | 브루네이 | 16.0 | 4Q19 | 75% | 12.0 |
| Zhoushan | 중국 | 40.0 | 3Q20 | 50% | 20.0 |
| Edmonton | 캐나다 | 8.0 | 1Q18 | 38% | 3.0 |
| Jubail | 사우디 | 6.6 | 4Q20 | 25% | 1.7 |
| Jebel Ali | UAE | 7.0 | 4Q20 | 25% | 1.8 |
| Guangdong | 중국 | 20.0 | 3Q20 | 40% | 8.0 |
| Johor | 말레이시아 | 30.0 | 3Q20 | 33% | 9.9 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 '21년 정제설비 순증가 규모는 105만배럴/일 추정

| 정제설비 | 국가 | 생산능력 (만배럴/일) | 완공시점 | 가동률 | '21년 순증설 |
|-----------|-------|--------------|------|------|----------|
| Zhoushan | 중국 | 40.0 | 3Q20 | 50% | 20.0 |
| Johor | 말레이시아 | 30.0 | 3Q20 | 67% | 20.1 |
| Jazan | 사우디 | 40.0 | 1Q21 | 100% | 40.0 |
| Jubail | 사우디 | 6.6 | 4Q20 | 75% | 5.0 |
| 다수 | 쿠웨이트 | 6.4 | 3Q20 | 50% | 3.2 |
| Belfield | 미국 | 5.0 | 3Q21 | 56% | 2.8 |
| Mumbai | 인도 | 4.0 | 1Q21 | 100% | 4.0 |
| Jebel Ali | UAE | 7.0 | 4Q20 | 75% | 5.3 |
| Luoyang | 중국 | 4.0 | 1Q21 | 100% | 4.0 |
| Guangdong | 중국 | 20.0 | 3Q20 | 60% | 12.0 |
| Osaka | 일본 | -11.5 | 1Q21 | 100% | -11.5 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

화학: 2021년 Overweight

COVID 19의 충격 하에서도 수요/이익의 재빠른 복원 체력을 증명한 석유화학 업종

'21년 석유화학 투자 의견은 '비중 확대'로 상향한다. COVID 19 충격에서 화학은 수혜 업종으로 평가 가능하다. 주요 화학 기업 주가는 2차전지 성장과 그린 뉴딜 모멘텀의 LG화학과 한화솔루션이 COVID 19 수요 수혜 및 원가 하락으로 금호석유와 대한유화가 코스피 지수 대비 outperform 했다.

그림10 국내 NCC 기업 주가 변동 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 국내 에너지업종, 화학업종 지수 변동 추이



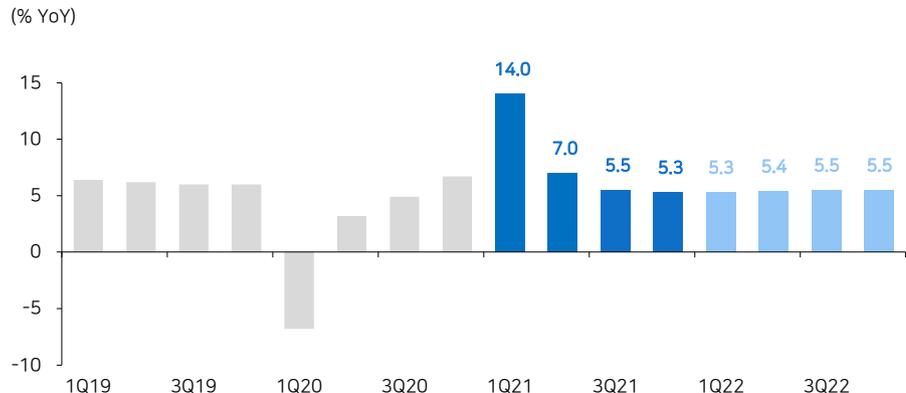
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

'NCC' New Paradigm

- 1) 저유가로 인한 원가절감
- 2) NCC의 제품 다양성
- 3) 주요 수요국 경기 회복에 따른 수요 우위로 수급 변화

'21년 석유화학 산업은 1) 수요 우위의 수급 상 변화, 글로벌 가동률 상승을 근거로 NCC 주도의 업황 회복을 전망한다. NCC 중심의 석유화학 강세는 1) 저유가로 인한 원가 절감, 2) NCC 제품포트폴리오 부각, 2) 중국/인도 등 역내 주요 수요국 경기 회복에 따른 높은 수요 성장률에 기인한다. 중국의 3분기 GDP는 4.9%로 8월의 산업 생산/서비스업 생산 가중 평균치로 추산 시 사실상 이미 위기 이전 수준으로 회복했다. 4Q20~1H21 신규 설비 완공에 따른 공급 과잉 우려가 상존 (한국 155만톤, 중국 255만톤 등) 하나 당사는 경기 회복에 따른 수요 우위 수급을 전망한다.

그림12 중국 분기별 경제전망

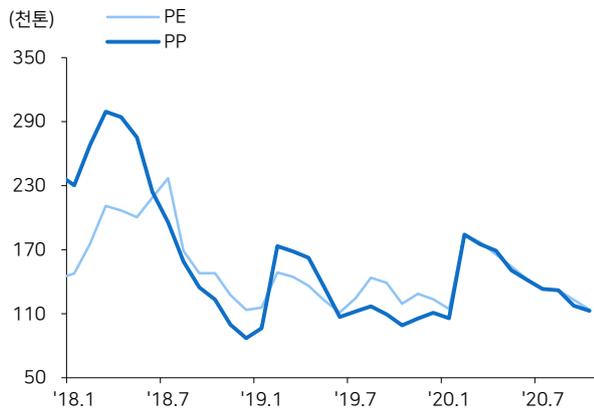


자료: 중국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

중국 내 화학 제품 재고 수준은 낮은 상태로, 경기 회복에 따른 재고 확보 움직임 예상

현재 중국 내 낮은 수준의 화학 제품 재고 수준도 수급 회복 개연성을 높인다. '18년 이후 글로벌 대외변수 불확실성(미-중 무역갈등, 유가 변동성 심화) 등으로 역내 구매자들의 구매 심리가 위축되며 현재 중국 내 주요 화학 제품의 재고 수준은 낮은 상태를 유지하고 있다. 중국이 현재 COVID 19 이전 수준으로 경기 회복 국면임을 감안할 때 경기 회복과 동행하는 화학 제품 재고 확보 움직임이 예상된다.

그림13 중국 동부 항구의 PE/PP 재고량



자료: WIND, 메리츠증권 리서치센터

그림14 중국 동부 항구의 MEG 재고량

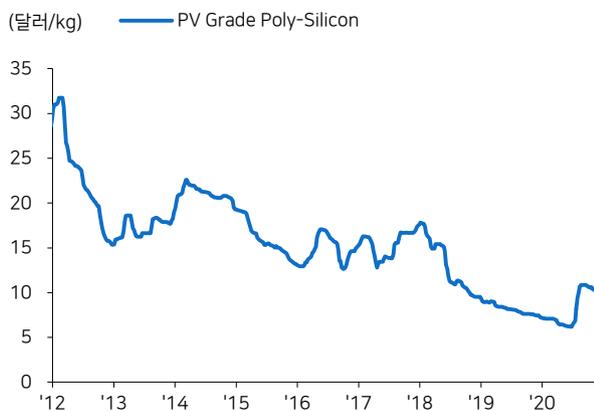


자료: WIND, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 석유화학 가동률 '20.3월 75.1%를 저점으로 회복중

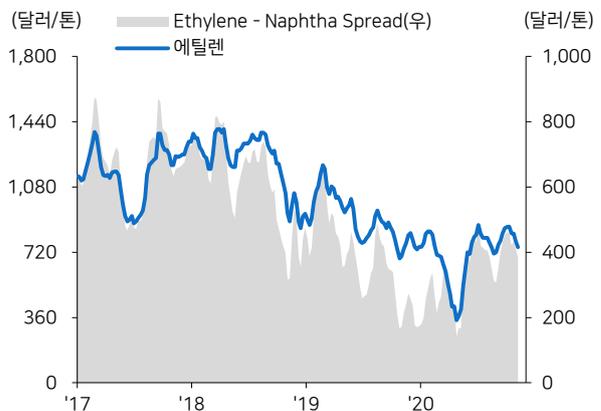
글로벌 에틸렌 가동률 또한 '20.3월 75.1%를 바닥으로 점차 회복세를 보이고 있다.('20.8월 79.1%). '21년 에틸렌 수요는 과거 평균 수요성장률(+3%) 대비 높은 성장률을 예상한다(+10% YoY /1,546만톤). 과거 SARS 사태와 글로벌 금융위기 당시에도 석유화학 산업은 가장 높은 수요 복원력을 증명해낸 바 있다. '21년 수요 모멘텀을 근거로 석유화학에 대한 비중 확대 전략을 제시한다.

그림15 글로벌 석유화학 가동률



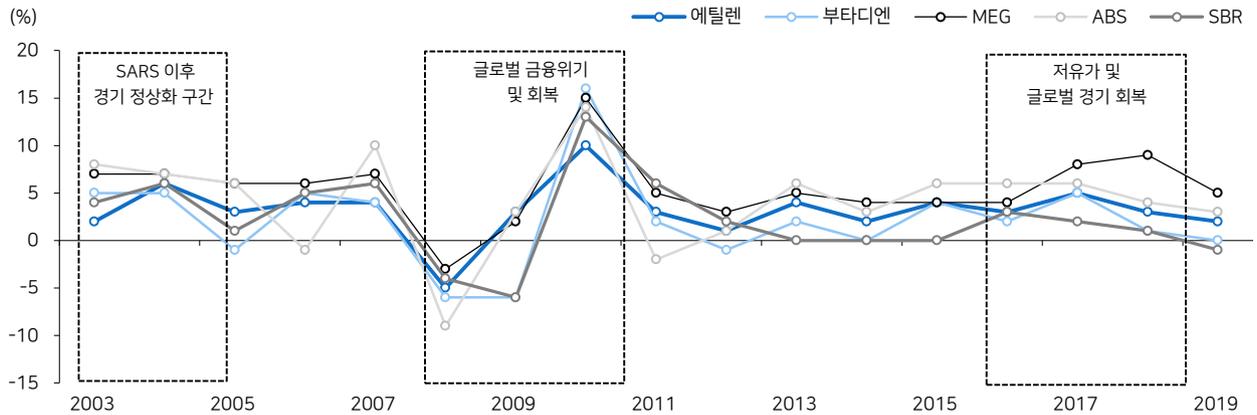
자료: IHS, 메리츠증권 리서치센터

그림16 글로벌 에틸렌 수익성 추이



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림17 제품별 석유화학 수요 반등폭 점검

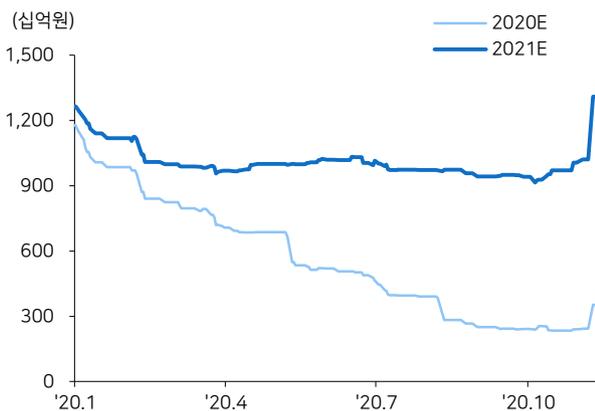


자료: 메리츠증권 리서치센터

석유화학 5개 기업 '21년 연간
영업이익 1.3조원으로 +207.6%
YoY 성장 예상

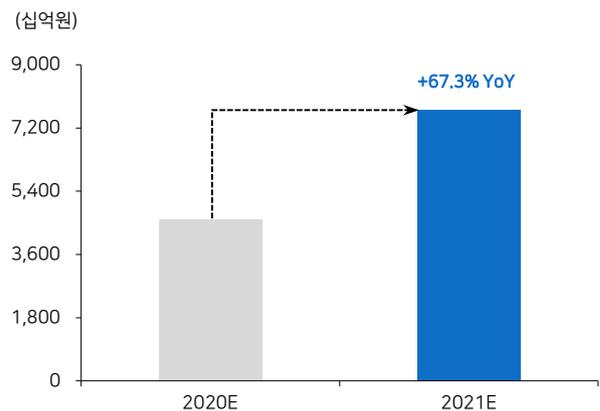
당사는 '21년 수급 우위의 업황 회복에 따라 석유화학 기업들의 영업 이익 증가를 예상한다. 그 중 롯데케미칼은 연간 영업이익 증가폭이 가장 클 것으로 예상된다. '20년 연간 영업이익은 4,339억원으로 전년대비 -60.8% 감소 예상하나, '21년 1.3조원으로 +207.6% YoY 성장을 전망한다. 따라서 롯데케미칼의 투자 의견을 Buy로 상향 조정하며 Pure-chem 중 최선호주로 제시한다.

그림18 롯데케미칼의 연간 영업이익 컨센서스



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림19 메리츠 추정 석유화학 5개 기업 합산 영업이익



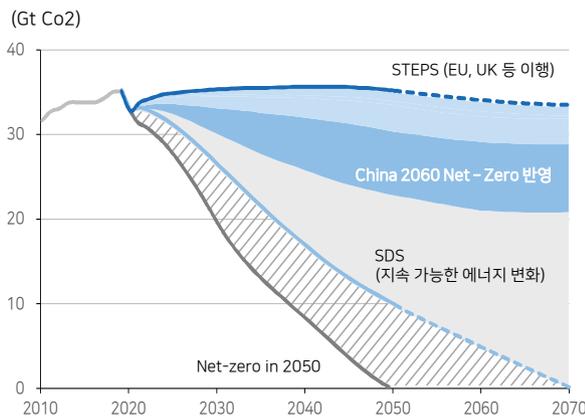
주: LG화학, 롯데케미칼, 한화솔루션, 금호석유, 대한유화 5개 기업 합산
자료: 메리츠증권 리서치센터

전력을 생산하는 에너지원은
풍력, 태양광으로 변모될 전망

The Era of Carbon Free

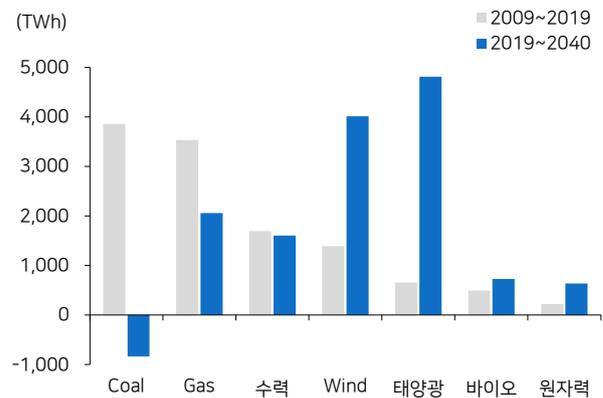
전 세계적으로 화두가 되고 있는 Net-Zero(CO2)에 도달하기 위해서는 전력 생산의 원천을 바꿀 필요가 있다. 따라서 그린 에너지는 단순 정책 구호가 아닌 새로운 공급자로서의 역할로 보는 것이 타당하다. 에너지원 교체에는 오랜 시간이 필요하지만 에너지원 변화는 피할 수 없는 하나의 추세가 될 것이 자명하다. EIA는 '19~24년 전력을 생산하는 에너지원은 기존 석탄, 천연 가스에서 풍력, 태양광이 될 것이라 전망하고 있다.

그림20 EIA의 탄소 배출 감소 시나리오



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 글로벌 전력생산 변화

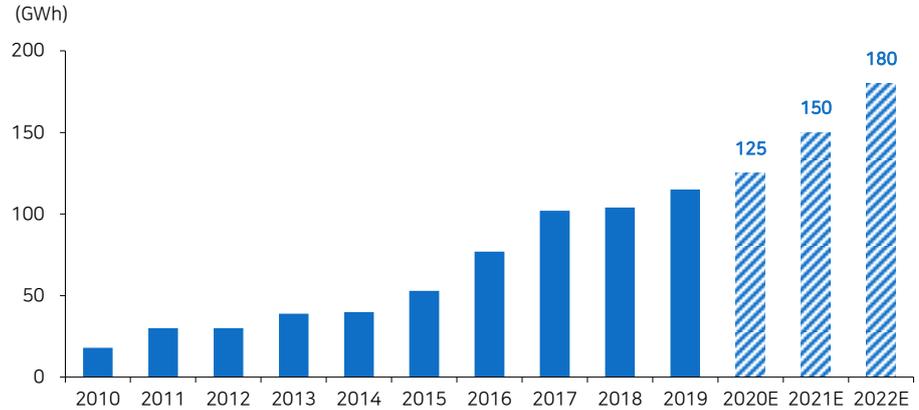


자료: EIA(World Energy Outlook, 2020), 메리츠증권 리서치센터

태양광은 발전 원가 하락으로
정부의 보조금 혜택 없이도
생산이 가능한 재생 에너지

태양광은 지난 10년간 발전 원가가 -90% 하락한 만큼 정부의 보조금 혜택 없이도 가장 저렴하게 생산이 가능하다. 태양광 발전의 LCOE(균등화발전원가)는 '18년 기준 43달러/MWh로 석탄(102달러/MWh), 원자력(151달러/MWh) 대비 낮아졌다. 이러한 원가 경쟁력 향상 배경은 공급 체인의 전반적 가격 하락 및 설치/운영비용이 감소했기 때문이다. '20년 COVID 19 충격에 따른 태양광 설치 수요 전망치는 기존 대비 -22%~-16% 하향 조정되었다. 이는 총 수요의 20%를 차지하는 주택용 수요 부진과 유틸리티 프로젝트 지연에 기인한다. 글로벌 태양광 누적 설치량은 '19년 634GW, '20년 754GW, '21년 894GW로 향후 5년간 연평균 +16~20%의 증가를 보일 것으로 기대된다.

그림22 글로벌 태양광 설치 규모 전망

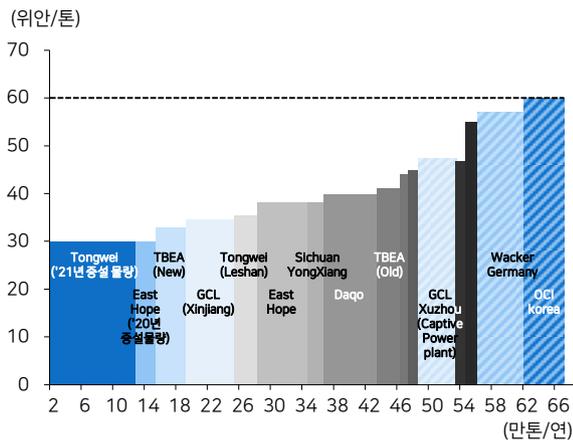


자료: 메리츠증권 리서치센터

폴리실리콘은 규모의 경제를 갖춘 중국 Tier 1 기업들의 지배력 강화 전망

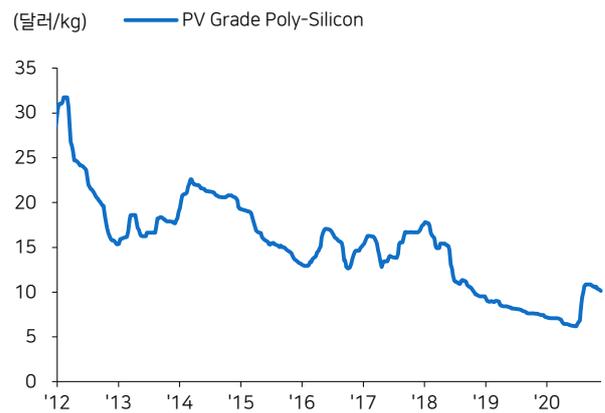
현재 국내 태양광 프로젝트 수익률은 약17% 수준이다. 태양광 공급 체인 내 수익성이 높은 셀, 모듈 외에 폴리실리콘의 투자 매력도는 떨어진다. 폴리실리콘의 '21년 기준 가격은 8.9달러/kg으로 규모의 경제를 갖춘 중국 Tier1 기업들(Tongwei, Daqo, GCL)의 헤게모니가 강화될 전망이다. '20년 글로벌 폴리실리콘 실질 생산능력은 59만톤, 수요는 42만톤으로 공급 과잉 상태였으며 '21년 역시 GCL-Poly 설비 정상화에 따라 공급 과잉이 지속될 전망이다.

그림23 2021년 기준 폴리실리콘 Cash-Cost 8.9달러



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림24 폴리실리콘 가격 동향



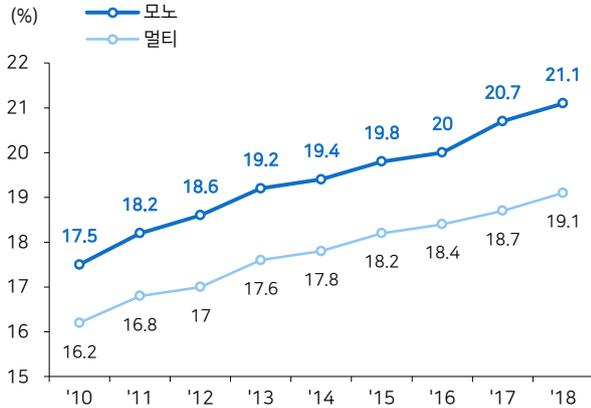
자료: 메리츠증권 리서치센터

태양광 발전 방향성은 기술 개발을 통한 고효율/발전 효율성 증대

반면 모노 등 기술 우위를 갖춘 셀/모듈 생산 기업들의 수익성 차별화가 예상된다. 향후 태양광 발전의 방향성은 LCOE 하락이 아닌 기술 개발을 통한 고효율/발전 효율성 증대로 귀결될 전망이다. 셀/모듈 효율성 개선은 단위 면적당 전력 생산량이 증가함을 의미한다. 태양광 관련 기업들은 멀티 모듈(19.1%) 대비 효율성이 높은 모노 모듈(21.1%)에 집중하고 있으며 향후 태양 전지 내에서 모노 모듈의 비중이 '18년 47%, '20년 65%로 확대될 전망이다.

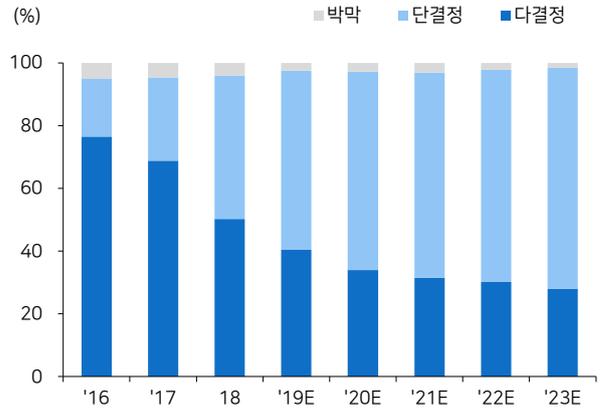
효율성이 높은 모노 모듈 비중확대 전망('20E 65%)

그림25 결정계 태양전지 효율성 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림26 태양전지 단결정(Mono) 비중 변화

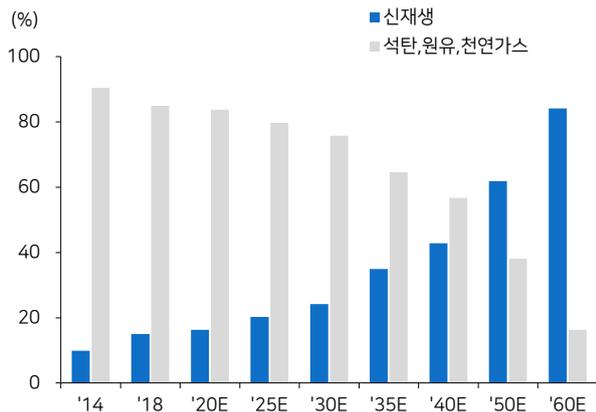


자료: 메리츠증권 리서치센터

중국의 '60년 탄소 중립 목표 감
안할 때 중국 내 태양광 설치량
'19년 204GW→ '25년 645GW로
확대 전망

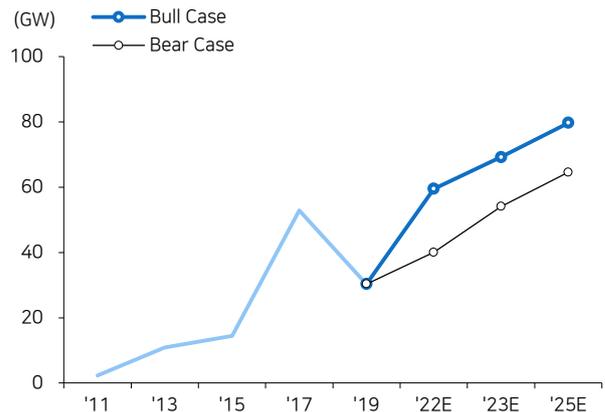
'21년 이후 글로벌 태양광 시장 확대는 중국 주도로 이루어질 가능성이 높다. '19년 글로벌 태양광 누적 설치 규모 626GW 중 중국의 누적 설치량은 200GW에 해당한다. 중국은 제75차 UN총회에서 '30년까지 탄소배출량 정점을 찍고, '60년까지 탄소 중립을 달성할 것을 제시했다. 해당 목표를 달성하기 위해서는 에너지 원 변화가 필요하다. 중국 청화대 연구소는 중국의 탄소 중립 목표 시현을 위해 태양광(6배)과 원자력 발전(4배) 용량 증대가 필요한 것으로 분석했다. '20년 현재 중국의 태양광 발전은 화석 연료와 Grid-parity를 달성했으며 기술/원가 경쟁력으로 생산 규모 증대 가능성이 가장 높다. '60년까지 중국 정부의 탄소 배출량 감축 노력(20% 감축)을 고려하면, 태양광 누적 설치량은 '19년 204GW에서 '25년 말 645GW로 증가할 전망이다.

그림1 중국의 에너지 발전 믹스 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국의 태양광 설치 수요 전망

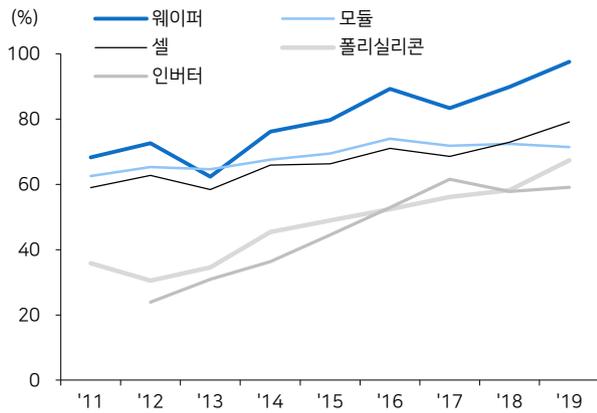


자료: 메리츠증권 리서치센터

중국 내 태양광 기업 중 최선호주 LONGi 제시

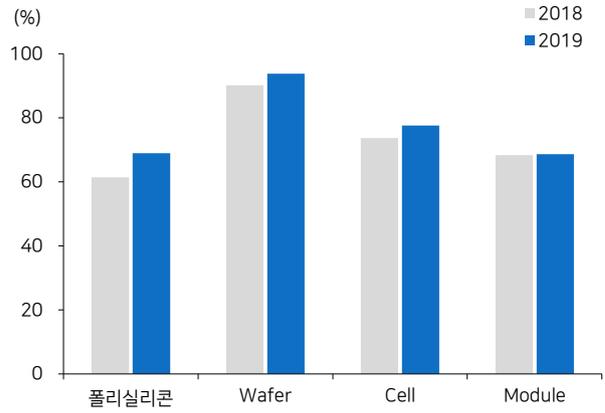
글로벌 태양광 시장 내 중국의 영향력은 강화될 공산이 크다. 현재 중국의 태양광 공급체인(폴리실리콘-잉곳-웨이퍼-셀/모듈) 글로벌 점유율은 64~92%에 달하며 향후 수직 계열화 등으로 우상향 할 전망이다. 중국 내 태양광 기업 중 최선호주로 LONGi를 제시한다. 동사에 대한 투자 포인트는 1) 글로벌 1위 웨이퍼 생산 기업으로 마진 방어 가능, 2) 수직 계열화 및 기술 경쟁력으로 원가 절감 가능, 3) 다운 스트림 영역(모듈) 수직 계열화를 통해 외부 의존도를 최소화한 점이다.

그림3 중국의 태양광 소재별 글로벌 점유율 47~92% 차지



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국의 태양광 소재별 생산 능력 비중

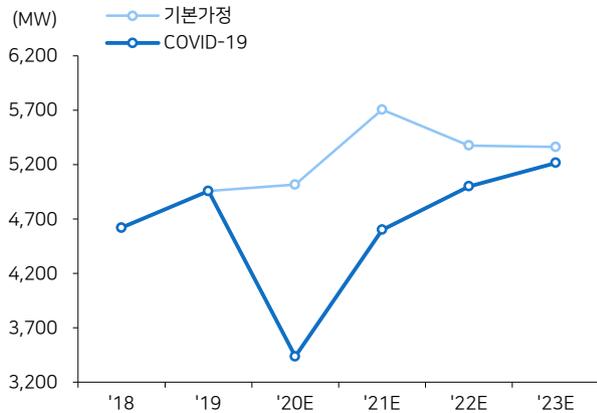


자료: 메리츠증권 리서치센터

고부가 모듈 제품 중심으로 미국 내 태양광 설치 수요 증가

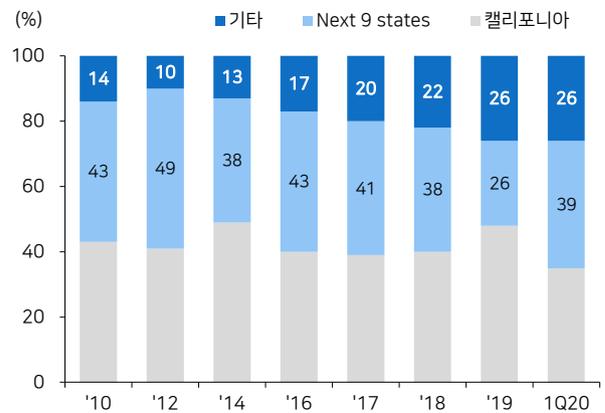
미국은 주택용 태양광 분야에서 고부가 모듈 제품 선호 현상이 뚜렷하다. 이는 주거용 태양광으로 사용 수명이 긴 제품을 선호하고, 주거용 제품이 유틸리티 대비 부대비용(Balance of Plant) 부담이 높기 때문이다. 미국의 태양광 설치 수요는 COVID 19 영향으로 2분기 역성장을 기록했으나 3분기 이후 정상 궤도로 진입 중이다. 미국 내 태양광 설치 수요는 분산형 발전 증가, 주택 태양광 설치 의무화, VPP 수요 증가로 설치 지역이 다변화되며 증가하고 있다.

그림1 미국 분산형 태양광 발전 생산능력



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 주거용 태양광 설치 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

미국 내 태양광 발전소 IRR은 유형별로 상이하다. 전체 비중의 66%를 차지하는 유틸리티의 경우 IRR이 6.5%인 반면, 19%의 비중을 차지하는 주택용 태양광 발전소는 IRR이 17%에 해당한다.

표2 미국 태양광 유형별 IRR 점검

| (달러) | 유틸리티 | 상업용 | 주택용 |
|---------------|-------------|-------------|------------|
| 발전규모 | 5~100MW | 100kW~1MW | 6.2kW |
| 모듈가격 | 0.47 | 0.47 | 0.47 |
| 인버터 가격 | 0.05 | 0.08 | 0.21 |
| Hardware cost | 0.21 | 0.24 | 0.61 |
| 인건비 | 0.1 | 0.12 | 0.27 |
| 세금 등 기타 | 0.3 | 0.69 | 1.14 |
| 총 비용 | 1.13 | 1.72 | 2.7 |
| 수익 | 0.05 | 0.11 | 0.33 |
| IRR | 6.5% | 7.0% | 17% |

자료: 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2020년 11월 16일 발간된
[2021년 전망 시리즈 10 - 제약/바이오: Inflection Point] 임



▲ **섹터**
Analyst **김지하**
02. 6454-4868
jiha.kim@meritz.co.kr

2021년 전망 시리즈 10

제약/바이오_Inflection Point (해설판)

- ✓ COVID-19 Vaccine: 출시 성공까지 해결할 과제 4가지
- ✓ Biden Care?: 공보험 확대로 바이오시밀러에 우호적
- ✓ 2021년 Preview: 백신과 치료제 개발에 주목
- ✓ 2021년 최선호주 삼성바이오로직스, 한올바이오파마 / 차선호주 에스티팜 제시

시나리오별 2021년 전망

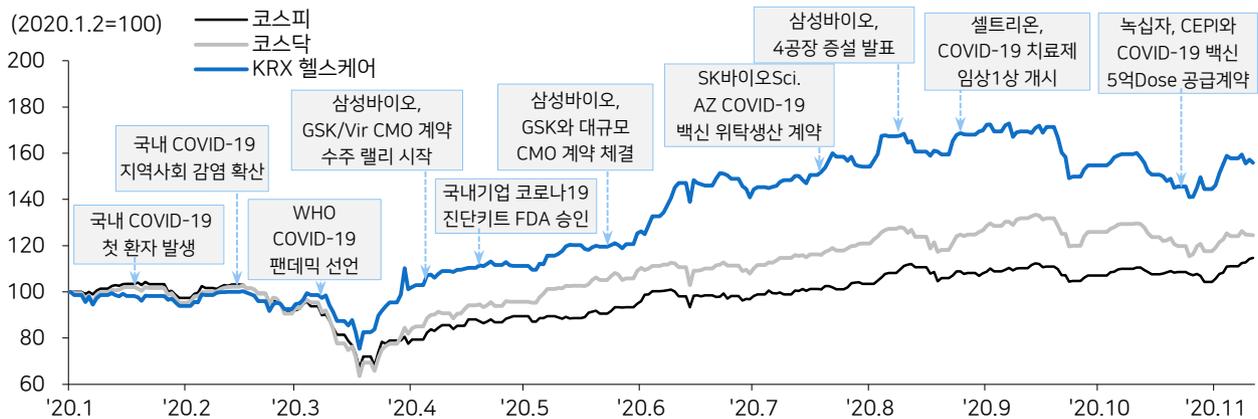
| 항목 | 변수 | Worst | Base | Best | |
|-----------|---------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 추가 결정 요인 | 1. COVID-19 백신 출시 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 화이자, 모더나 2개 모두 안전성 및 유효성 확보 실패 ▪ 임상 데이터 확보 기간 길어져 출시 시기 지연 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 화이자, 모더나 1개만 안전성 및 유효성 확보 ▪ 나머지 1개 임상 데이터 확보 기간 길어져 출시 시기 지연 ▪ 21년말까지 인구 20%이상 접종 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 화이자, 모더나 2개 모두 안전성 및 유효성 확보 ▪ 생산도 기존 스케줄 대로 이루어짐 ▪ 21년말까지 인구 30%이상 접종 | |
| | 2. COVID-19 치료제 출시 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 안전성/유효성 ▪ 생산 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 1개의 Remdesivir를 넘어설 유효성을 갖춘 항체 치료제 탄생 ▪ CMO 통한 생산 CAPA 부족으로 지연 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 2개의 Remdesivir를 넘어설 유효성을 갖춘 항체 치료제 탄생 ▪ CMO 통한 생산 CAPA 부족으로 지연 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 3개 이상의 Remdesivir를 넘어설 유효성을 갖춘 항체 치료제 탄생 ▪ 자체 생산 시설로 부족한 CAPA 보충 |
| | 3. Biden Care | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 공보험 확대 ▪ 약가 인하 정책 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 보수 집권 의회의 반대로 헬스케어 정책 통과 지연 또는 실패 ▪ COVID-19 진단 무료화 실패 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 보수 집권 의회의 반대로 공보험 확대 지연 ▪ 약가 인하 압력 ▪ COVID-19 진단 일부 무료화 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 바이든 헬스케어 정책 의회 통과 ▪ 약가 인하 압력 ▪ COVID-19 전면 무료화 |
| 산업 투자 전략 | | 비중 축소 | 비중 확대 | 비중 확대 | |
| | | <ul style="list-style-type: none"> ▪ CMO Shortage 지속 ▪ COVID-19 이후 제약/바이오 R&D 투자 활발 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ CMO Shortage 지속 및 바이오시밀러 우호적 사업 환경 조성 ▪ RNA 분야 신약개발 활발 ▪ COVID-19 이후 제약/바이오 R&D 투자 활발 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ CMO Shortage 지속 및 바이오시밀러 우호적 사업 환경 조성 ▪ RNA 분야 신약개발 활발 ▪ COVID-19 이후 제약/바이오 R&D 투자 활발 | |
| Top-Picks | | 삼성바이오로직스, 한올바이오파마 | 삼성바이오로직스, 한올바이오파마, 에스티팜 | 삼성바이오로직스, 한올바이오파마, 에스티팜 | |

2020년 Review

2020년 제약/바이오 섹터는 COVID-19 팬데믹 상황에도 시장 수익률을 상회했다. 올해 3월 WHO의 팬데믹 선언 이후 증시 하락으로 제약/바이오 섹터의 주가도 급락했다. 이후 수혜를 받는 업체들을 중심으로 주가가 크게 반등하였다.

우선, COVID-19 진단키트 업체들은 국내외 폭발적인 수요로 11월초까지 실적도 주가도 최고치를 경신 중이다. 셀트리온과 같은 국내 COVID-19 치료제 및 백신 개발 업체들의 주가도 크게 상승하였다. 글로벌 COVID-19 관련 임상시험이 증가하며 CMO Shortage 현상이 심화되고 있으며, 이에 국내 대표 CMO 업체인 삼성바이오로직스는 4월부터 대규모 수주 랠리를 이어갔다. SK바이오사이언스와 녹십자는 COVID-19 백신 위탁생산 계약 체결을 맺으며 백신 CMO에 대한 기대감이 높아진 상황이다.

그림3 제약/바이오 섹터 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Inflection Point ① COVID-19 Vaccine

현재 화이자와 모더나는 90% 이상의 매우 양호한 예방 효과를 임상 3상을 통해 입증하였으며, 화이자는 FDA에 EUA(긴급사용승인)를 제출한 상태이다. 모더나 역시 조만간 최종 결과를 바탕으로 FDA에 EUA를 제출할 예정이다. 아스트라제네카와 얀센은 안전성 이슈로 임상이 중단된 적이 있으나 곧 재개하여 연말 또는 21년 초 출시를 목표로 개발 진행 중이다. 아스트라제네카는 11월 23일 3상 중간 결과에서 평균 70%의 예방 효과를 입증한 바 있다.

화이자와 모더나의 백신이 앞서있는 상황이지만 하나 1~2개 품목으로는 수많은 사람들이 접종을 받기에 부족하기 때문에 1/2상 단계의 후보물질들도 개발에 박차를 가하고 있다. 사노피/GSK와 국내 바이오 기업 체넥신은 현재 임상 1/2상 단계로 21년 출시를 목표로 임상 시험을 진행 중이다.

| 표3 COVID-19 백신 개발 현황 | | | | | |
|----------------------|-------------|------------------------------|------|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 개발주체 | 후보백신 | 백신 플랫폼 | 개발단계 | 용법 | 개발 계획 |
| 모더나 | mRNA-1273 | RNA | 3상 | IM 2회 (D0, D28) | <ul style="list-style-type: none"> 임상 3상 30,000명 대상 진행 중(등록 완료, 2nd 투여 25,654명) 20년 11월 25일 이후 15,000명 투여 결과 확인, 미국 FDA EUA 신청 계획 21년 봄 일반적인 백신 유통 가능 |
| 화이자/바이오텍 | BNT162 | RNA | 3상 | IM 2회 (D0, D21) | <ul style="list-style-type: none"> 임상 2/3상 44,000명 대상 진행 중(등록 43,538명, 2nd 투여 38,955명) 현재 FDA 긴급사용승인(EUA) 신청한 상태 |
| 아스트라제네카/옥스포드대학 | AZD1222 | Non-replicating Viral Vector | 3상 | IM 2회 (D0, D28) | <ul style="list-style-type: none"> 20년 9월 횡단성 척수염 부작용 이슈로 임상 전면 중단 20년 9월 3일 뒤 영국 정부 임상 재개 결정, 일본에서도 임상 재개 20년 10월 FDA에서도 임상 재개 승인해 진행 중이며, 12월말 결과 발표 예상 |
| 얀센 | Ad26.COVS-2 | Non-replicating Viral Vector | 3상 | IM 1회 | <ul style="list-style-type: none"> 20년 9월 최대 6만명 규모 임상 3상 개시 20년 10월 1명의 피험자서 예상치 못한 질환(illness) 발생으로 모든 임상 일시 중단 중단 이후 수일 만에 재개, 연말 결과 발표 예상 |
| 노바백스 | NVX-CoV2373 | Protein Subunit | 3상 | IM 2회 (D0, D21) | <ul style="list-style-type: none"> 20년 9월 최대 1만명 대상 영국 임상 3상 개시 21년 초 결과 발표 예상 |
| Cansino | Ad5-nCoV | Non-replicating Viral Vector | 3상 | IM 1회 | <ul style="list-style-type: none"> 20년 4월 임상 2상 개시 20년 6월 중국 군인들에게 사용 승인 20년 9월 파키스탄, 사우디아라비아, 러시아에서 3상 진행 중 |
| Sinopharm | CoronaVac | Inactivated virus vaccine | 3상 | IM 2회 (D0, D14) | <ul style="list-style-type: none"> 20년 7월 8,870명 대상 임상 3상 개시, 중국 긴급승인 허가 받음 20년 9월 소아 대상 임상 1/2상 개시 20년 11월 브라질 정부, 부작용으로 인한 중단 발표 |
| 사노피/GSK | Candidate | Protein Subunit | 1/2상 | IM 2회 (D0, D21) | <ul style="list-style-type: none"> 20년 9월 임상 1/2상 진행 중 20년 12월 임상 3상 개시 예정 1H21 결과 확인 및 출시 예정 |
| 제넥신 | GX-19 | DNA | 1/2상 | IM 2회 (D0, D28) | <ul style="list-style-type: none"> 4Q20 중 1상 결과 발표 목표 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

COVID-19 백신의 출시 성공을 위해서는 해결할 과제가 총 4가지이다.

1) 가장 기본적인 조건으로 백신의 안전성 및 유효성을 최종 임상 결과로 입증해야 한다. FDA에서는 1차 유효성 평가 지표에서 적어도 대조군 대비 50% 이상의 예방 효과를 보여야 하며, 3상 데이터는 마지막 투여일 이후 관찰기간의 중간값이 적어도 2달 이상일 것을 요구한다.

2) 백신의 일관된 품질을 입증하기 위한 생산 데이터를 제출해야 한다. 또한 집단 면역 효과를 내기 위한 충분한 양의 백신이 확보되어야 한다. 현재 화이자와 모더나의 21년까지 백신 생산 계획은 총 23억 Dose뿐이며 2개 품목만으로는 매우 부족한 상황이다.

3) 화이자와 모더나의 mRNA 백신은 안정성이 떨어져 초저온 보관이 필수적이다. 화이자 백신은 최적 보관 온도가 영하 70도이며 자체 개발한 운반용 Cool Box에서는 10일까지, 냉장에서는 5일까지만 보관 가능하다. 모더나의 백신은 최적 보관 온도가 영하 20도이며 냉장에서 최대 30일까지 보관 가능하여 화이자 백신 대비 유통되는 동안 품질이 저하될 우려가 적은 편이다. 다만, 2개 품목 모두 초저온 보관에서 운송되어야 하기 때문에 초저온 보관 및 유통 시설이 필요하다.

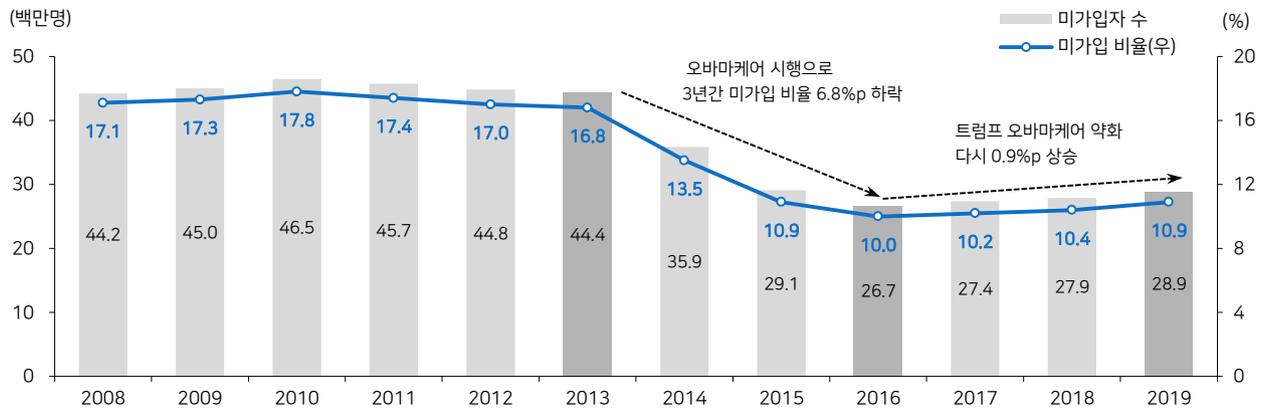
4) 백신 출시 이후 접종 우선순위에 대해서 국가별 가이드라인이 마련되어야 한다. 사회적 활동이 활발한 계층과 면역력이 취약한 계층(노인, 어린이) 간 우선순위에 있어서 아직까지 연구가 진행되고 있는 상황이다.

Inflection Point ② Biden Care?

미국은 우리나라처럼 국민건강보험 제도가 없으며, 오바마 케어를 시행하기 전인 2012년 약 17%의 인구가 의료보험에 가입되어 있지 않아 적절한 의료 혜택을 받지 못하고 있었다. 2013년 의료보험 의무가입 조항을 도입한 오바마 케어의 시행으로 3년간 미가입자 비중이 6.8%p 하락하여 10% 수준으로 크게 낮아졌다. 하지만 트럼프 정부는 2017년 오바마 케어 약화를 위한 행정명령을 시행하였고, 미국 내 의료보험 미가입자 비중이 약11%까지 소폭 상승하였다.

바이든 케어는 오바마 케어를 확장시켜 의료보험 미가입자 비중을 더 축소시키려 한다. 주요 조항으로는 메디케어 적용 연령 확대(기존 65세 이상 → 60세 이상), 메디케이드 자동 등록, 그리고 사보험과 경쟁할 만한 공보험 옵션 제공 등이 있다. 모두 공보험 비중이 확대되는 정책들로 보험 재정 절감을 위해 저가 약품을 선호하는 경향에 따라 바이오시밀러에게 우호적인 환경이 조성될 것으로 판단된다.

그림4 2008년~2019년 64세 이하 인구 중 의료보험 미가입자 수와 비중



자료: KFF analysis of 2008-2019 American Community Survey, 메리츠증권 리서치센터

표4 바이든 헬스케어 정책 주요 내용 및 산업 영향 정리

| 항목 | 공약 내용 | 산업 영향 |
|--------------------------------|---------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| 오바마케어 (Affordable Care Act) 확장 | 공보험 옵션 제공(오바마 케어의 확장판) 사보험사와 경쟁할 정부 주도 건강보험 기관 설립, 공보험 가입자 비율 증가 | 공보험 비중 확대 → 보험 재정 절감 위한 저가 약품 선호 → 바이오시밀러에 우호적 |
| 메디케이드 자동 등록 | 확대 비참여 주에서는 자격 갖춘 사람들 자동 등록 | |
| 메디케어 적용 연령 확대 | 60세로 가입 연령 낮춤. 안과/치과/청각 관련 커버리지 포함 | |
| 여성 낙태권 보호 | 낙태권 보호 연방법 마련 | 여성 건강권 보호 |
| 정신건강, 마약 중독 치료 확대 | 빅파마 규제, 약물 중독 치료 확대, 과잉 처방 억제 | 불필요한 처방 감소 및 약가 인하 압력 → 제약사 수익성에 부정적 |
| 처방약가 인하 | 메디케어와 기업 간 가격 협상 요구, 제약광고 세금 감면 폐지 | |
| 서프라이즈 빌링 폐지 | 서프라이즈 빌링(보험사 네트워크 외부 의료인에게 치료받을 때 외부 요금 청구) 폐지 | 청구금액 감소효과 → 보험사 수익성에 부정적 |
| COVID-19 대응 강화 | 전국민 진단 검사 무료, 치료비 본인 부담금 면제, 백신 및 치료제 개발 지원 | 개발 업체 개발비 부담 축소, 진단 수요 증가 → 제약사 및 진단키트 업체에 긍정적 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

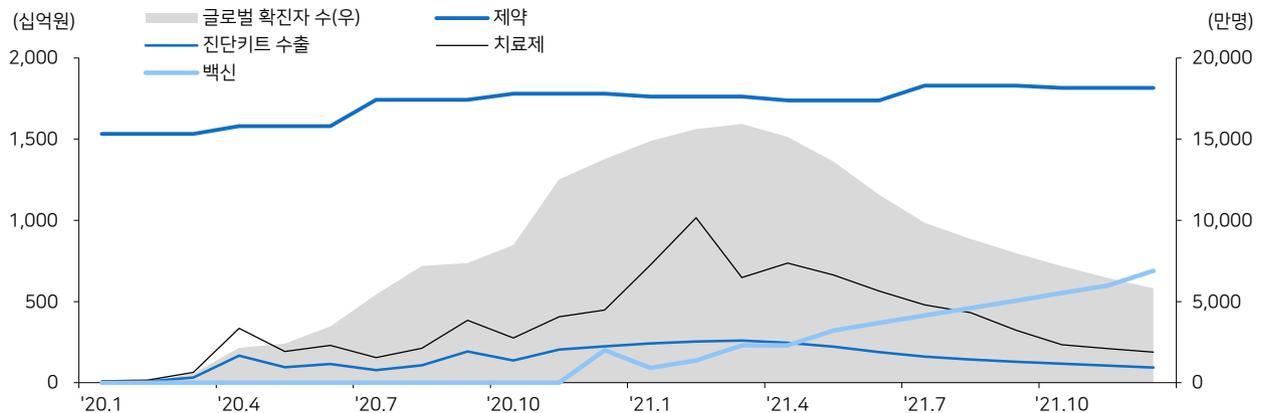
2021년 Preview

올해 연말 화이자와 모더나 백신이 상업화에 성공할 경우 생산 및 유통 과정에서의 병목 현상 발생으로 일반 시민들의 본격적인 백신 접종은 2H21부터 가능할 것으로 전망한다. 이에 COVID-19 확진자 수는 백신의 효과가 나타나는 21년 중반 이후부터 점진적으로 줄어들 것으로 가정하였다.

COVID-19 치료제는 백신 접종이 시작되어도 단기간 많은 양의 접종이 불가하고 집단 면역 효과 발생이 늦어질 것이기 때문에 올해 말부터 출시될 예정인 항체 치료제들의 판매량이 1H21까지 크게 증가할 것으로 예상된다.

제약 업종의 경우 업황이 회복할 예정이나 감염자 수가 크게 줄지 않아 올해 대비 소폭 성장할 것으로 전망한다. 반면 진단 업종의 경우 1H21까지는 수출액 성장이 이어지겠지만, 백신의 집단 면역 효과가 발생하는 2H21부터 하락세로 전환될 것으로 판단한다.

그림5 COVID-19 백신 상업화 성공 가정시 예상 시나리오



자료: QuantiWise, TRASS, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 이승훈 연구위원

백신 개발 이후: 주식시장과 채권시장의 동상이몽



자료: CEIC, Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

백신 임상실험 성공에 대한 반응

- 1) 주식: 경기회복 기대 선반영
- 2) 채권: 보수적 접근에 금리하락

11월 9일(현지시간) 화이자 백신 BNT162b2 3상 1차 중간 분석 결과, 90% 이상의 COVID-19 감염 예방 효과가 확인되면서 경제는 봉쇄해제 및 정상화에 한 발 다가섰다. 그런데 백신 임상실험 성공이라는 이벤트 이후 주식시장과 채권시장의 반응은 사뭇 다른 모습이다.

채권시장의 의식

- 1) 백신 상용화 시기
- 2) COVID-19 확산, 경기회복둔화
- 3) 재정부양책 관련 마찰

주식시장은 'Back to normal'의 꿈을 꾸며 지역봉쇄 해제 및 경제정상화에 대한 기대감을 선반영하는 모습이다. 지난 한 달 간 S&P500 내 수익률 상위 업종이 에너지(+15.6%), 금융(+7.8%), 산업재(+7.0%) 등 경기와 금리에 민감한 업종이라는 점이 이를 방증한다. 반면, 경기회복과 향후 적자재정 확대 가능성으로 상승압력이 커 보였던 미 국채금리의 경우, 임상 중간분석 결과발표 직후 큰 폭으로 상승했지만, 이후로는 꾸준히 하락하며 10월 중순 수준으로 회귀했다.

같은 상황을 누리고 있지만 각각의 시장반응이 상이한 이유는 채권시장이 1) 백신 상용화 가능성 및 시기, 2) 현 COVID-19 재확산세 및 경기회복세 둔화 우려, 3) 재정부양책 관련 마찰에 더욱 민감하게 반응하기 때문이다.

선진국 중앙은행이 추가 대응에 나설 가능성도 금리 상승을 제약

이와 더불어 주요 선진국 중앙은행이 연말 경 추가 대응에 나설 가능성도 금리 상승을 제약하는 요인이다. ECB는 12월 회의에서 PEPP를 비롯한 모든 수단을 재검토할 것임을 이미 시사했고, Fed도 재정적자 확대에 선제적으로 대응하는 차원에서 장기채 매입비율을 늘릴 것이라는 전망이 나오고 있다.

백신 기대감만으로 금리가 크게 상승할 가능성은 제한적

이러한 여건들을 종합했을 때 백신 기대감 만으로 금리가 크게 상승하는 등 향후 금융 환경이 급격하게 변하지는 않을 가능성이 크다. 백신 보급의 효과를 보수적인 채권시장과 중앙은행들이 받아들일 시기는, 적어도 전염병에 취약한 계층의 접촉이 완료되고 이들의 자유로운 경제활동이 시작될 때일 것으로 예상된다.

칼럼의 재해석 정은수 연구원

그래도, 연말 (McKinsey)

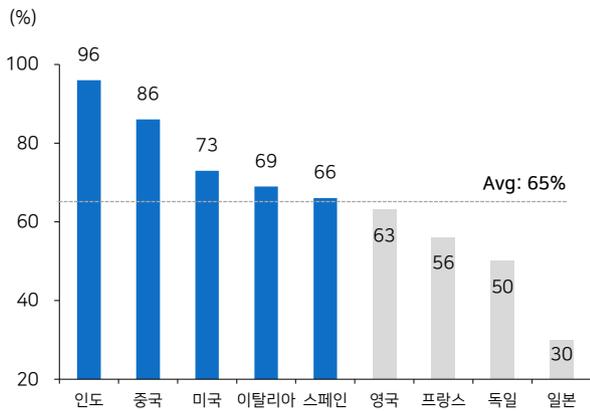
올해 전세계 연말 휴일맞이 쇼핑의 78%가 10월과 11월, 양월에 걸쳐 이루어질 것으로 전망된다. COVID-19로 인한 온라인향 소비 확대에 미국의 최대 쇼핑 행사인 블랙 프라이데이와 중국 광군제가 더해지는 결과다. 10월, 11월의 몇 개의 굵직한 휴일이 지나면 금세 크리스마스 시즌이다. 매년 전세계가 활기 넘쳤던 연말, 올해는 팬데믹 재확산으로 유례없는 연말 분위기가 조성될 예정이다. 연말 소비 트렌드는 작년과 달리 어떻게 변했을까.

글로벌 주요 국가 소비자 설문에 의하면, 팬데믹으로 인해 응답자의 44%가 소득이 줄었다고 답했다. 그러나 82%의 응답자는 올해 연말 쇼핑 행사에서 전년과 비슷한 수준 혹은 더 많은 금액을 지출할 것으로 답했다. 소비자 입장에서 대규모 쇼핑 행사는 할인 폭 방면에서도 매력적인데다 업체들의 재고가 풍부하고 배송비를 더욱 절감할 수 있기 때문이다. 덧붙여, 응답자의 12%만이 작년에 이용했던 유통 플랫폼 및 구매 전력이 있는 브랜드를 이용할 것이라 답했다. 이는 곧 오프라인에서 온라인향 소비 이전 가속화, 어려워진 살림살이로 인해 가격에 따른 구매결정 심화로 브랜드 충성도가 낮아졌음을 방증한다.

소비, 팬데믹 이전과 이후

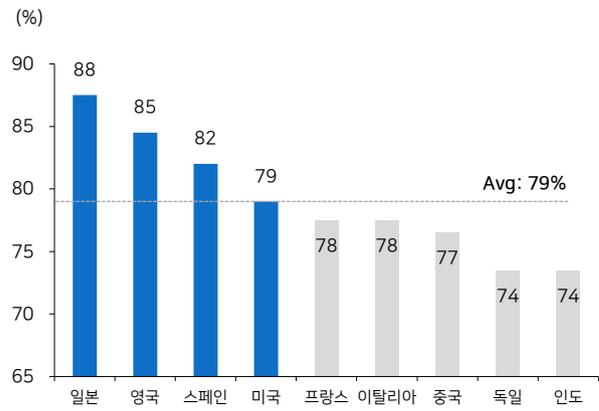
- 어김없이 다가온 연말 쇼핑 시즌** 이를 뒤인(11/27)은 미국 최대 쇼핑 행사인 'Black Friday'다. 이후 한 달이 채 지나지 않아 크리스마스 시즌이 온다. 팬데믹과 함께인 유례없는 연말, 소비 트렌드는 어떻게 변했을까.
- 접근 편리성과 가격이 최고** 최근 맥킨지의 조사에 따르면 전세계 주요국 소비자들의 65%는 팬데믹 이후 소비행태가 변했고, 이들 중 79%는 종식 후에도 바뀐 행태를 유지할 것이라 답했다. 이는 오프라인에서 온라인으로의 소비 플랫폼 이동과 브랜드 충성도 하락을 의미한다. 즉, 소비자에게 구매 편리성과 가격의 중요성이 더 부각 중이란 뜻이다.

그림1 팬데믹으로 소비행태가 변했는가?



주: 각 국 소비자 설문조사 응답률 기준, 표본 합계 약 3,500명
 자료: Periscope, McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

그림2 종식 후에도 바뀐 소비행태를 유지할 것인가?



주: 각 국 소비자 설문조사 응답률 기준, 표본 합계 약 3,500명
 자료: Periscope, McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

2020 팬데믹 블랙 프라이데이 풍경

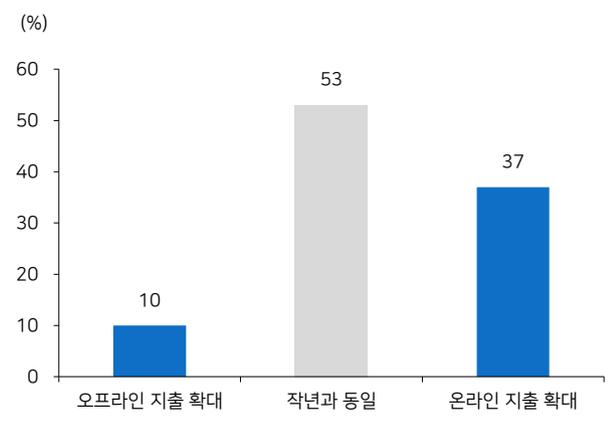
Third-wave에 진입한 미국

올해 미국 블랙 프라이데이 쇼핑 기간에는 오프라인 매장 앞 길게 늘어선 줄을 찾아볼 수 없다. 월마트는 평년과 달리, 11월 초부터 블랙 프라이데이 프로모션 기간을 상품군별 3개로 나누어 소비자를 공략하고 있다. 오프라인 매장에 손님이 몰릴 것을 우려한 조치다. 매장 동시 입장인원도 평시의 20%로 제한했다.

소득은 줄었지만
연말 쇼핑 시즌 지출은 UP

소비 자체가 줄어든 것은 아니다. 오히려 올해 연말 쇼핑 지출액은 늘어날 전망이다. 미국, 영국, 중국, 독일, 프랑스 등 글로벌 주요국 소비자 설문에 따르면, 전세계 주요 국가 인구의 44%가 팬데믹으로 인해 소득이 줄었다고 답했다. 그러나 82%의 인구는 올해 연말 쇼핑 행사에서 전년과 비슷한 수준 혹은 더 많이 지출할 계획인 것으로 조사됐다. 응답자의 절반은 할인 폭, 즉 가격이 최대 구매결정 요소라고도 답했다. 결국 줄어든 소득 탓에 평상시 정가상품 소비가 줄었고, 할인상품 소비를 늘리게 되면서 자연스럽게 대규모 쇼핑 행사에 수요가 쏠린 것이다.

그림3 '19년 vs. '20년 연말 쇼핑 구매처 변화 전망



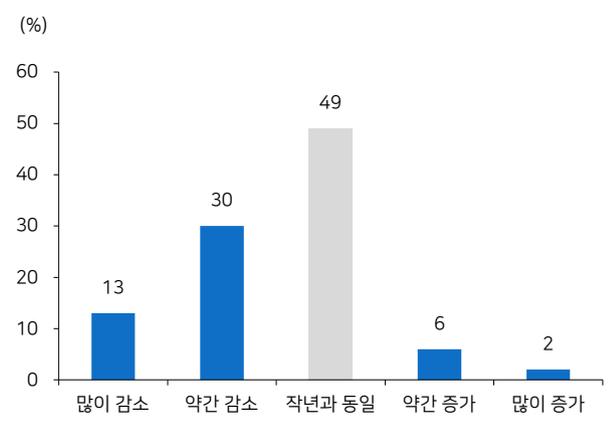
주: 미국, 영국, 중국, 독일, 프랑스 소비자 설문조사 종합 응답률 기준
자료: Periscope, McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

표1 2020년 미국의 주요 연말 쇼핑 행사

| 행사명 | 시기 |
|-----------|-----------------------------|
| 아마존 프라임데이 | 10월 13~14일 |
| 싱글즈 데이 | 11월 11일 (중국 광군제와 유사) |
| 블랙 프라이데이 | 11월 27일 |
| 사이버 먼데이 | 11월 30일 (추수감사절 이후 첫 번째 월요일) |
| 사이버 워크 | 추수감사절 이후 7일 |
| 슈퍼 토요일 | 12월 19일 (크리스마스 전 마지막 토요일) |
| 크리스마스 | 크리스마스 전 주 |
| 박싱 데이 | 12월 26일 |
| 사이버 워크 II | 크리스마스 이후 연말 (26일~31일) |

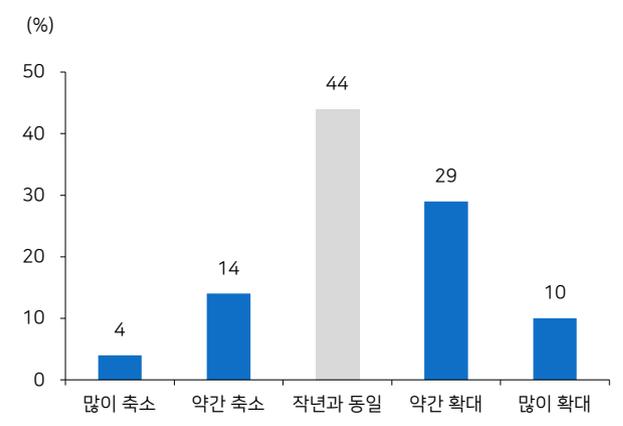
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 팬데믹으로 소득이 줄었는가?



주: 미국, 영국, 중국, 독일, 프랑스 소비자 설문조사 종합 응답률 기준
자료: Periscope, McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

그림5 '19년 vs. '20년 연말 쇼핑 지출액 변화 전망



주: 미국, 영국, 중국, 독일, 프랑스 소비자 설문조사 종합 응답률 기준
자료: Periscope, McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

4분기는 유통업체의 전통적 성수기

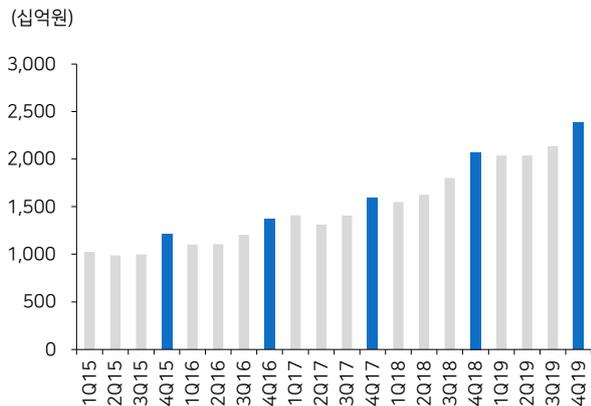
주가에 녹아들기 어려워진 연말 성수기 기대감

유통업체 대부분은 4분기에 연중 최대 실적을 올린다. 연말맞이 수요 증가 때문이다. 실적이 뒷받침이 되면 주가도 따라 올라야 마땅하다. 하지만 주요 글로벌 업체 주가 및 실적을 스크리닝한 결과, 2016년 이후로는 연말 성수기 기대감에 주가에 전혀 발현되지 않는 양상이다. 이는 2017년부터 본격화된 이커머스 업체의 시장 점유율 확대 가속화로 글로벌 유통 시장 내 경쟁이 심화되었기 때문이다. 온/오프라인 업체 모두 가격 경쟁력을 갖추기 위해 외형확대에 집중, 할인 폭을 늘리며 이익률이 점점 하락했다. 전통 오프라인 유통업체들은 기존에 하지 않던 사업까지 확장하며 몸집을 더 키웠다. 다양한 사업을 보유하며 주가에 변수 또한 많아져 연말 성수기 기대감이 주가에 반영되는 관습이 없어진 부분도 주효하다.

2020년 연말은?

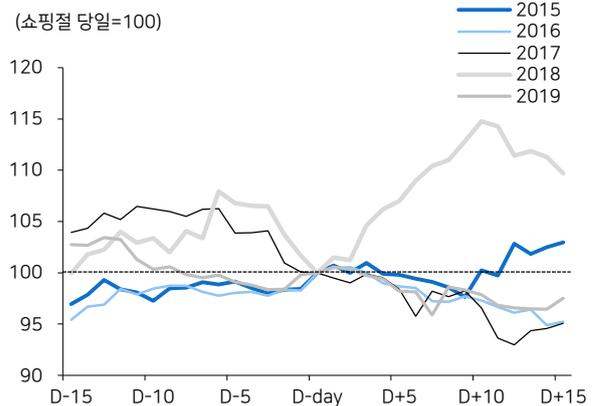
올해 연말은 팬데믹 심화로 실적과 주가의 상관관계가 더 낮아졌다. 이익률은 더욱 좋지 않다. 쌓이는 재고와 할인 경쟁으로 이익률이 '0' 또는 '-'인 품목들을 찾기 어렵지 않기 때문이다. 그럼에도 불구하고, 올해는 팬데믹이 없었던 평년보다 연말 쇼핑 규모가 성장할 것으로 보인다. 상기에 서술한 달라진 소비 트렌드 때문이다. 유통업체에게는 희소식이지만 온라인 역량을 갖춘 업체에 국한된 얘기다.

그림6 유통업체의 연중 최대 실적은 4분기



주: 신세계, 현대백화점 매출 합산치 기준
 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 연말 쇼핑절 중 글로벌 주요 유통업체 주가 추이



주1) 월마트, 타겟, 아마존, 메이시스, 알리바바 상대주가 평균값 기준
 주2) 알리바바는 광군제, 나머지 업체는 블랙 프라이데이를 쇼핑절로 설정
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: 2020 Holiday Season: Navigating shopper behaviors in the pandemic - McKinsey