



2022. 11. 24 (목)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

2023년 전망 시리즈 (해설판)

11. 유틸리티/건설_거인의 어깨에 올라서서
12. 제약/바이오_The Threshold of Growth

오늘의 차트

변화하는 통화정책 지형도

칼럼의 재해석

RMN(Retail Media Network), 미디어 광고 시장의 미래

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 2022년 11월 7일 발간된

[2023년 전망 시리즈 11 - 유트리티/건설: 거인의 어깨에 올라서서] 입



▲ **유트리티/건설**
 Analyst 문경원, CFA
 02. 6454-4881
 kyeongwon.moon@meritz.co.kr

2023년 전망 시리즈 11(해설판)

[유트리티/건설] 거인의 어깨에 올라서서

- ✓ [2023] 유트리티/건설 섹터 내에서 2023년 주목해야 할 정책 모멘텀은 한국의 원전 수출, 미국의 풍력 시장 성장, 사우디의 네옴시티 건설 등
- ✓ [유트리티] 원전 수출의 수혜를 입을 수 있는 한전KPS, 미국 풍력 시장 성장 최대 수혜인 씨에스윈드를 주목. 전력 요금 인상을 기대할 수 있는 한국전력 역시 주목
- ✓ [건설] 네옴, 원전 관련 모멘텀을 모두 받을 수 있는 현대건설에 주목. 2023년 화공 수주 본격화되는 삼성엔지니어링과 주택 부문 리스크 제한적인 DL이앤씨에도 관심 필요

Part I 2022년 Review

2022년 유트리티/건설 섹터에는 정책 변수의 영향력이 강해졌으며, 실적 변수의 영향력이 축소되었다. 실적 변수 영향력 축소의 배경은 1) 정부의 규제(ex. 정부의 전기 요금 정책), 2) 매크로 환경(ex. 금리 인상)에 따라 이익이 결정되는 상황이었으며 이는 실적 불확실성 확대로 이어졌다.

2023년에도 경기 하강이 지속되는 가운데 정책 모멘텀이 주가를 좌우할 전망이다. 결국 1) 어려운 산업에 정책 모멘텀이 집중이 되는지, 2) 경기 불확실성을 견뎌낼 수 있는 체력이 있는지에 대해 주목해야 한다.

그림1 한국전력 주가 vs 선행 EPS

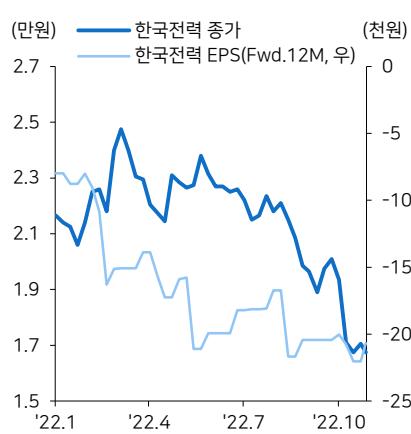
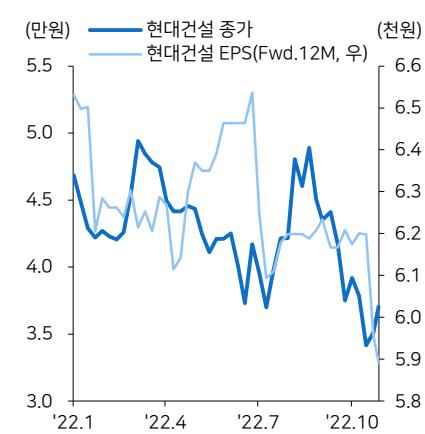


그림2 씨에스윈드 주가 vs 선행 EPS



그림3 현대건설 주가 vs 선행 EPS



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 유일리티 한국의 원전과 미국의 풍력

[원전] 폴란드 원전 수출이 가시화되고 있으며, 남은 변수는 수주 규모이다. 2~4기 건설을 계획하고 있으며, 양국은 부지 조사 등 절차를 마친 이후 구체적인 자금 조달 및 프로젝트 규모를 연말까지 확정하기로 계획하고 있다. 통상 1기 당 50억 달러 초반대를 가정할 경우, 총 수주 규모는 15~30조원일 것이나 산자부 제2차 판은 엘다바 원전(4기, 42조원)보다 수주 규모가 클 수 있다고 언급했다. 그리고 폴란드 원전과 함께 타임라인이 확정된 체코(2024년 확정)와 별개로 영국, 카자흐스탄, 네덜란드, 필리핀 등 잠재적 프로젝트 추가 수주를 기대할 수 있다.

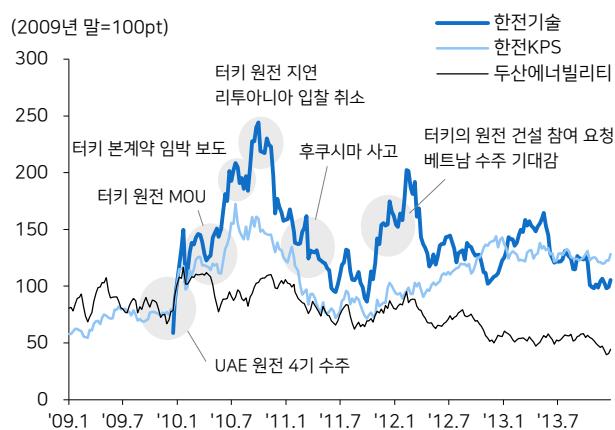
그림4 국내외 원전 사업 타임라인



자료: 메리츠증권 리서치센터

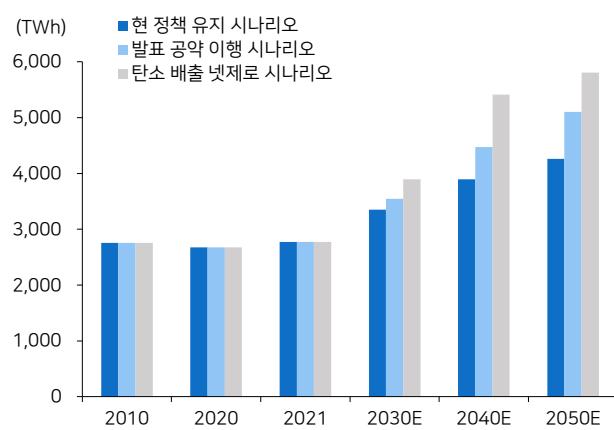
2009년 말 UAE 원전 수주 이후 관련주들의 주가 흐름을 되돌이켜보면, 터키/베트남 등 다음 수주 관련 뉴스 플로우가 주요 주가 변수로 작용했다. 물론 후쿠시마 사태 이후 원전 프로젝트들이 연이어 취소되면서 현실화된 수주는 없었으나, 과거와 달리 현재는 중장기적 원자력 발전량 확대의 초입에 있으니만큼 과거 사례를 반복할 가능성은 낮다는 판단이다.

그림5 2010년대 초반 원전 사이클



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 원자력 발전량 전망: 원자력 발전량 확대 초입



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

한국 수주 흐름과는 별개로 미국 Westinghouse 수주 활동에도 주목할 필요가 있다. Westinghouse는 폴란드, 중국 등지에서 신규 착공을 계획하고 있으며 이에 따라 관련 벤류체인들의 수주가 기대된다. 두산에너빌리티의 경우 원자로를 포함한 일부 주기기 공급이 예상되며(현재 가동 중인 AP1000에 모두 공급), 현대건설은 Westinghouse와 함께 지난 5월 원전 EPC 우선협상권을 포함한 MOU를 체결하였다.

한전KPS는 고평가 일색인 원전 벤류체인 내 합리적 벤류에이션(2023년 기준 PER 14.3배, PBR 1.2배) 강점이 부가된다. 그리고 2022년까지 매출액 상승세 대비 노무비 상승폭이 더 커 감의 불가피하나, 2023년부터는 추가적인 성과급, 충당금 반영이 제한적인 상황으로 보여 드디어 중의이 예상된다.

한전기술의 경우, 매출액 인식은 착공 시점부터 이뤄지기 때문에 2026년 이후 폴란드 원전 관련 매출 인식 예상된다. 신한울 3,4호기와 폴란드 원전이 모두 매출액에 반영되는 시점에서 연간 8,000억원 내외의 매출액이 가능하다. 인건비가 원가의 50%를 차지하는 원가 구조 상, 영업레버리지 효과가 강하게 발생하며 이익률도 개선될 전망이다.

두산에너빌리티는 원전 관련 수주 기회가 풍부하다. 2022년 이집트 엘다바 원전 1.3조원을 비롯한 2023년 신한울 3,4호기 2.5조원, 폴란트 루비아토프-코팔리노(Westinghouse향) 1~2조원 규모로 추정된다. 아직 규모는 미정이나 2024년 폴란드 풍트누프(한수원향), 2025년 체코(한수원향) 수주를 기대할 수 있는 상황이며 Nuscale 향 SMR 관련 연간 5,000억원 이상 수주가 기대된다. 2023년 수주는 올해 수주 가이던스 7.9조원 보다 커질 가능성 높아보인다.

그림7 한전KPS 실적 추이 및 전망

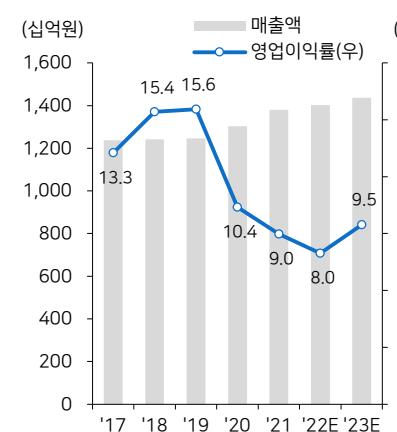


그림8 한전기술 실적 추이 및 전망

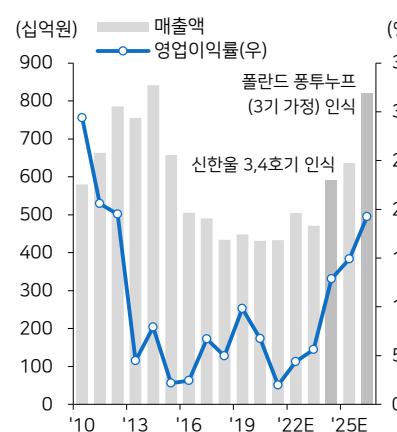
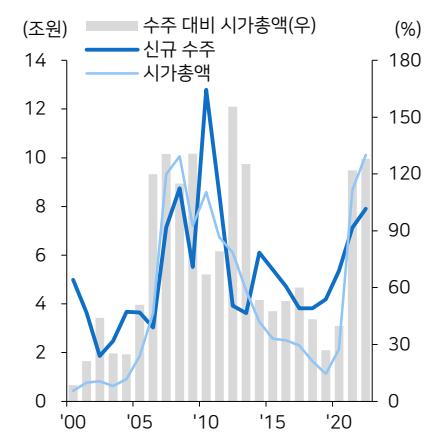


그림9 두산에너빌리티 수주 대비 시총



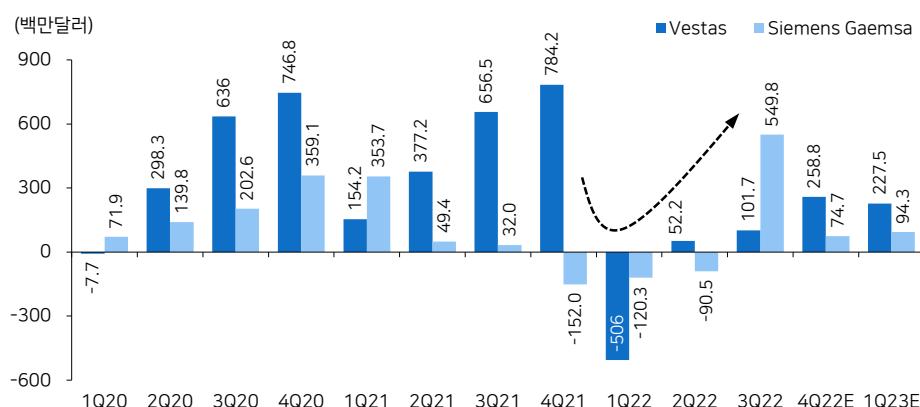
자료: 메리츠증권 리서치센터

자료: 메리츠증권 리서치센터

자료: QuantWise, 메리츠증권 리서치센터

[풍력] 풍력 업체들은 단기적으로 마진 하락을 겪고 있는 상황이나, IRA에 따른 중장기적 업황 개선은 확실하다. 2022년 풍력 터빈 업체들의 주가 하락 요인은 실망스러운 마진이었다. 대표 풍력 터빈 업체인 Vestas, GE는 모두 컨센서스를 하회하는 3Q22 실적을 기록하였다. 주요 요인으로는 원자재 가격 상승 및 공급망 차질로 인한 제품 인도 지연을 꼽았다. 다만 1Q22를 저점으로 수익성이 반등하는 방향성이 분명하며, 원자재 가격 하락분이 후행적으로 반영됨에 따라 반등은 점차 가속화될 전망이다.

그림10 풍력 터빈 업체들의 EBITDA 컨센서스: 1Q22를 저점으로 수익성 반등

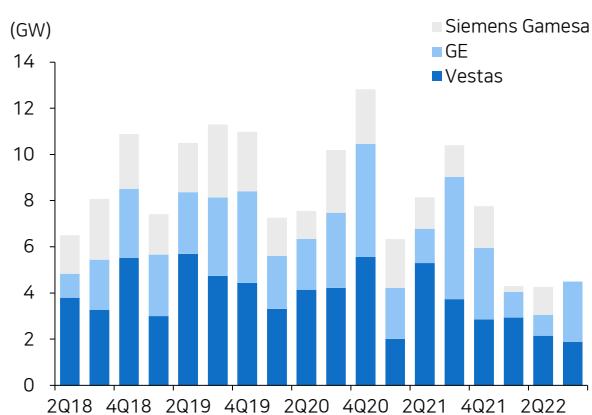


주: 3Q22 Vestas EBITDA는 잠정치, 3Q22 Siemens Gamesa EBITDA는 추정치

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

앞으로의 신규 수주는 개선되고 있으며, ASP도 꾸준히 상승하고 있어 수익성 개선 기대가 가능하다. 손익과는 달리 수주 측면에서는 지속적인 개선이 관찰 중인데, 3Q22 수주 규모의 경우 미주 및 유럽 지역에서의 회복은 꾸준히 관찰되고 있다. 그리고 2022년 상반기부터 본격적으로 수주 ASP가 증가하고 있기 때문에 이런 수익성 개선과 동반하여 2023년 수주 규모의 지속적인 성장을 전망한다.

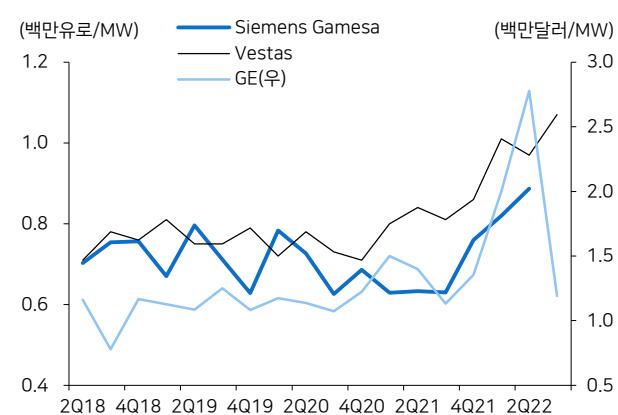
그림11 글로벌 풍력 3사의 신규 수주 추이



주: 3Q22 Siemens Gamesa 수주 규모는 미발표

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 풍력 3사의 신규 수주 ASP 추이



주: 1) GE는 전체 재생에너지 사업부의 수주를 GW 단위로 나눈 것

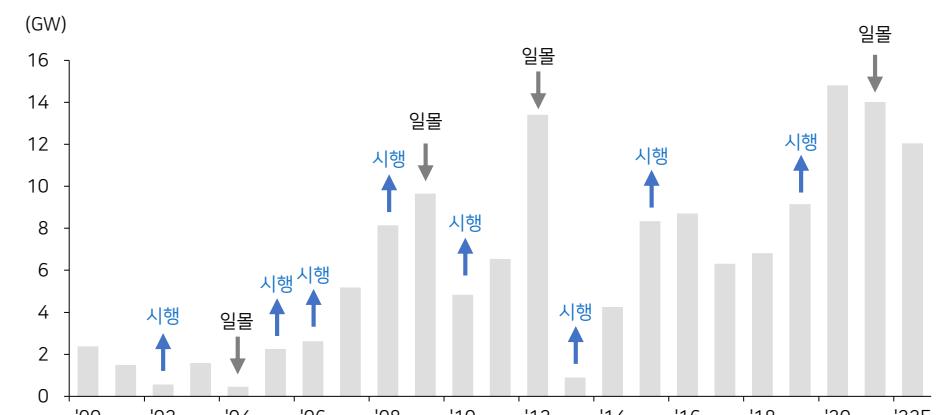
2) 3Q22 Siemens Gamesa ASP는 미발표

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

2023년에는 전반적인 풍력 밸류체인이 회복하는 가운데, 부진했던 미국 시장의 반등 여부가 전체 시장의 가장 큰 변수가 될 전망이다. 2022년 미국 시장에서 태양광과 달리 풍력의 설치량은 뚜렷하게 감소했으나, 이는 세계 혜택(PTC)의 종료(2021년 말)와 태양광 대비 긴 풍력의 설치 기간이 부담으로 작용했기 때문이다. IRA에 포함된 풍력 세제혜택(PTC) 연장 법안과 풍력 터빈 시장의 공급망 차질 완화를 통해 우호적인 환경이 조성될 것으로 보인다.

그리고 역사적으로 PTC 시행에 따른 설치량 증가가 확연히 돋보이며, 이번 IRA를 통해 또 다시 상승세를 보일 것이다. PTC 일몰 시 뚜렷한 설치량 감소, 시행 시 뚜렷한 설치량의 증가가 나타나왔으며 이는 발전사가 시행 시기에 집중하여 발주를 내기 때문이다. IRA 통과로 인해 2023년 이후 10년 동안 PTC가 다시 시행 확정되면서 풍력 설치량이 반등할 전망이다.

그림13 과거 PTC 시행/일몰에 따른 미국 풍력 설치량 전망

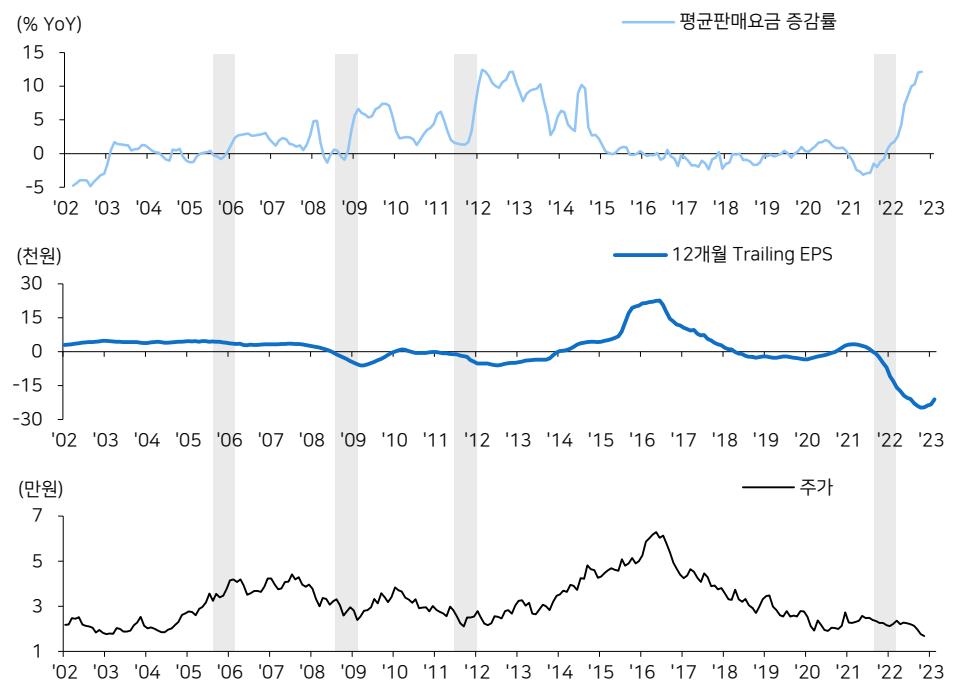


자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

미국 풍력 시장 확대에 따라 미국에 공장이 있는 풍력 업체에게 주목할 필요가 있다. IRA는 또한 품목 단위 세액공제(MTC)를 포함하고 있는데, 국내 업체들의 주력 수출 품목인 풍력 타워의 경우 초안 상 3센트/W의 세액 제공이 제안된 상태이다. 이는 풍력 타워 ASP의 15~20%에 해당하는 수준이다. 최종적인 시행령 내의 세액 공제 범위에 변동이 있을 수는 있지만, 세액 공제의 강도를 떠나 어찌되었든 미국 내에 공장을 가지고 있는 업체가 유리하다는 점은 분명하다. 이에 공격적인 미국 공장 충설을 준비 중인 씨에스원드에 주목할 필요가 있다.

[한국전력] 한국전력의 주가와 이익의 상승 사이클은 요금 인상으로부터 시작한다. 적자일 때 요금을 올리는 경우가 많기 때문에 인상 당시에는 주가가 곧바로 반응하지 않지만, 이후 원자재 가격 하락과 이익 안정화가 이어지면서 주가도 동반 상승했다. 2022년 하반기부터 공격적인 요금 인상을 이어가고 있는 지금이 매우 적기라는 판단이다.

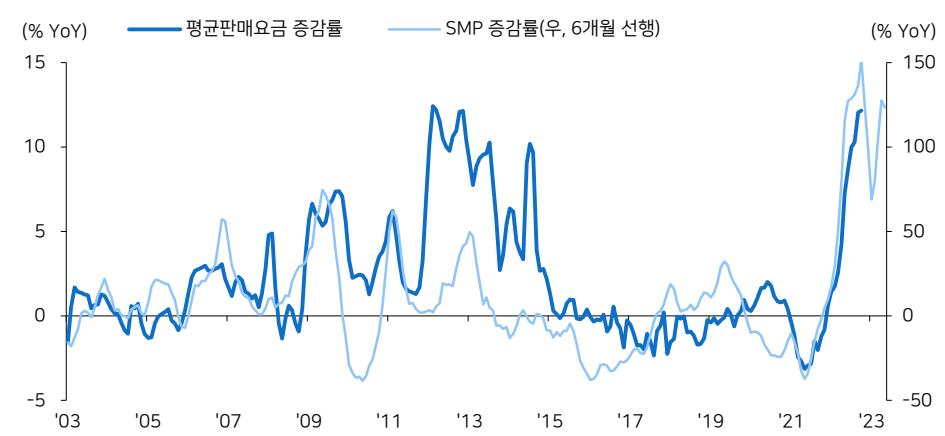
그림14 한국전력 요금 상승 전환기



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

한국전력 요금 인상 당위성은 그 어느 때보다 강한 상황이다. SMP 증감률과 판매 요금 증감률 사이에는 6개월 간의 시차가 존재해왔기 때문에 이번 연말~연초 중 2023년 기준연료비 조정을 기대할 수 있다. 분기별로 조정하는 연료비 조정단가 보다 큰 폭의 요금 인상이 결정될 가능성이 높다. 2022년 물가 상승 압박 속에서도 20원/kWh가 넘는 요금 인상이 이뤄졌다는 점을 감안하면, 2023년 요금 인상은 인상 폭이 문제일 뿐 추가 인상 가능성은 매우 높은 상황이다.

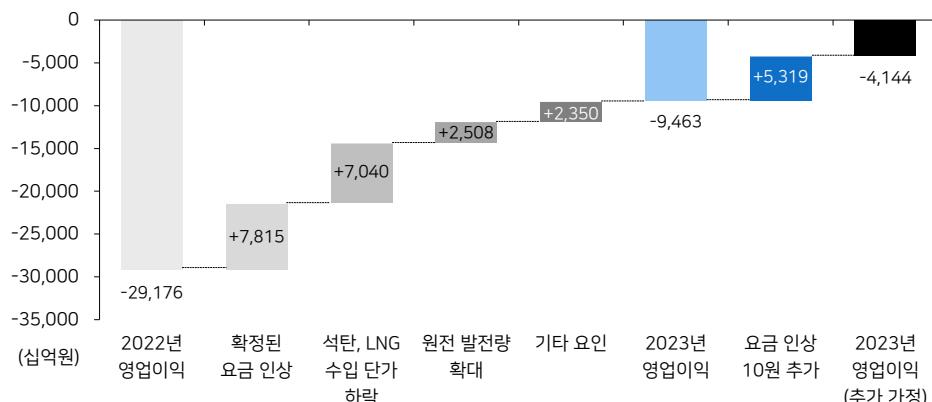
그림15 SMP 추이 vs 판매요금 증감률 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

한국전력의 2023년 영업이익 개선 항목을 살펴보자. 일단 확정된 요금 인상만으로도 2023년 7.8조원의 영업이익 개선, 원자재 가격 하락 효과 역시 7.0조원의 이익 개선(SMP -20%, 석탄 발전 단가 -13%, 가스 발전단가 -35%), 원자력 발전량 증가로 2.5조원의 이익 개선이 가능하다. 이 경우 19.7조원의 이익 개선으로 2023년 -9.5조원의 영업적자가 예상되는데, 이는 컨센서스 -14.8조원보다 높은 수준이다. 만약 2022년의 절반 정도의 10원/kWh 정도의 추가 요금 인상이 이뤄진다면 연간 영업적자 규모는 -4.1조원 수준으로 낮아지며, 하반기부터는 흑자전환도 가능하다고 보여진다.

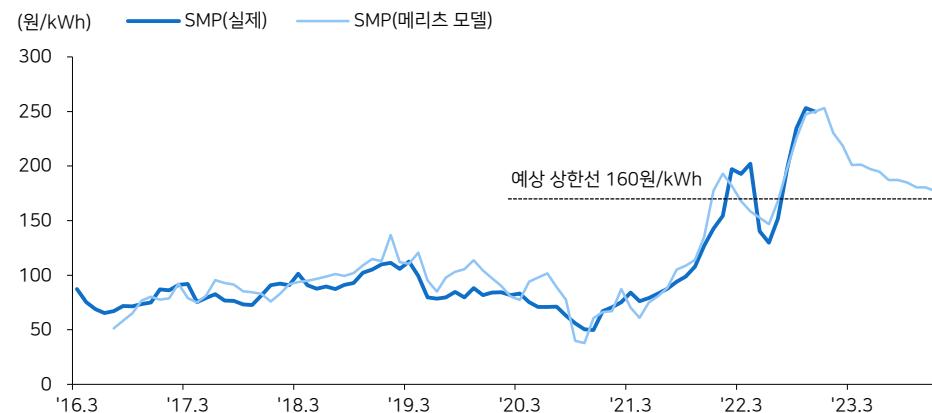
그림16 한국전력 2023년 영업이익은 어떻게 개선되는 걸까



자료: 메리츠증권 리서치센터

SMP 상한제 역시 기대 요소이다. 언론에 따르면 11월 국무조정실 심의를 거쳐 이르면 12월 시행 예정이며, 3개월 동안 한시적으로 도입하고 상한 가격 역시 초안(10년 평균 SMP의 125%)보다 완화하는 것이 골자이다. 원자재 가격과의 시차 및 스팟 비중을 고려한 메리츠의 추정 상 SMP는 11~12월 정점을 기록하고 2Q23 이후 200원/kWh 이하로 감소할 것으로 예상하고 있다.

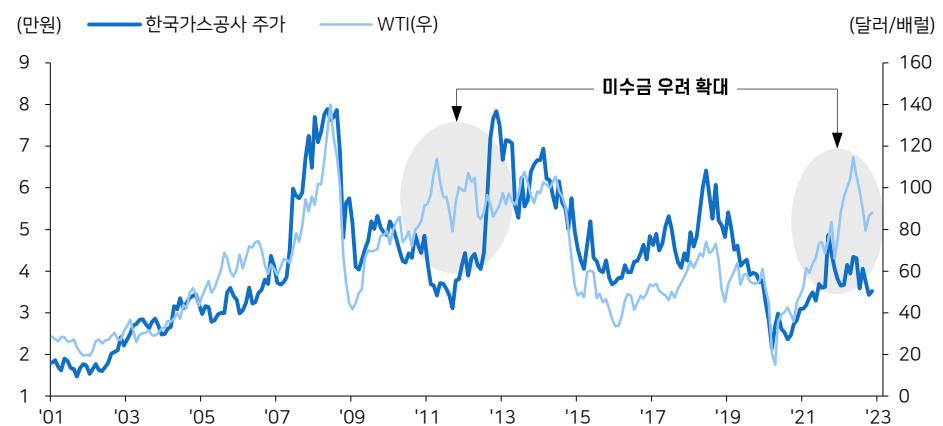
그림17 SMP 추이 및 전망



주: 메리츠 모델은 2023년 연말 두바이유 84달러/배럴을 기준 LNG 스팟 가격(JKM), 유가 등과의 래깅 관계 고려 계산
자료: 전력거래소, 메리츠증권 리서치센터

[한국가스공사] 한국가스공사의 주가 흐름은 전통적으로 유가에 연동된 모습을 보여왔다. 다만 2011~2013년, 2021년~현재 등 미수금 우려가 확대되는 시기에는 미수금 우려가 주요 변수로 작용해왔다. 과거 미수금 확대 사이클의 정점은 2014년이었으나, 2013년 해외 광구(모잠비크) 가치 재평가로 주가 상승은 그보다 일찍 찾아왔다. 2023년에는 해외 사업 관련 모멘텀이 부재한 상황에서, 미수금 Peakout 여부가 가장 큰 주가 변수로 작용할 것으로 보인다.

그림18 한국가스공사 주가 vs 유가



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

2022년 11월 기준 발전용 요금(35.87원/MJ)과 주택용 가스 도매요금(18.39원/MJ) 사이의 요금 과리율은 95%. 도시가스용 요금 전체 평균(24.57원/MJ)과의 과리율은 46%이다. 즉, 주택용 요금 95% 인상이 이뤄져야 미수금 증가가 멈출 수 있다. 4Q22~1Q23 도시가스용 도매 판매량이 전년 동기 대비 같고 1,347만 톤) 민수용 비중도 일정하다고 가정한다면, 연말까지 9조원 이상의 미수금이 쌓일 수 있으며, 1Q23 말에는 12조원 이상의 미수금이 쌓일 수 있는 상황이다(추가 요금 없다고 가정). 이처럼 미수금 정점 시기는 확신할 수 없는 상황으로 가스 요금 인상 추이를 확인해야 할 것이다.

한국가스공사 본격적인 반등 시기는 2023년 하반기부터로 예상한다. 미수금 급등 시기인 동절기에도 별다른 규제 조치가 없다면 미수금에 대한 정부 정책 스탠스에 대해 확신을 가질 수 있으며, 2023년부터는 본격적인 배당 반등이 가능하기 때문이다. 2022년 환차손으로 인해 배당 기대치가 연초 대비 많이 내려온 상황이지만, 이는 오히려 2023년 배당 기대감을 키워주는 요소이다. 추가적인 환율 상승이 없다면 2023년에는 2,500원 이상의 DPS가 가능하며 환율 안정화 시 3,000원 이상의 배당도 가능할 것으로 보인다.

Part 3 건설 사우디의 네옴

[국내 주택] 건설사 밸류에이션이 역사적인 저점을 개선하면서 역으로 주택 분양 시장 반등에 대한 관심도 커지는 중이다. 분양 물량의 반등을 기대하기 위해서는 먼저 매매량의 반등이 관찰돼야하는데, 아직 반등을 기대하기는 이른 시기로 보인다.

주택 분양 시장 악화의 근본적 원인은 금리 상승과 경기 부진에 따른 부동산 수요자들의 구매 능력 약화이다. 과거 주택담보대출 금리와 분양/인허가 비율 사이에는 뚜렷한 음의 상관관계가 존재했다. 현재 금리 수준 대비 분양 물량이 감소 폭이 오히려 적은 점, 2023년 상반기까지 추가적인 주택담보대출금리의 상승이 예상되는 점을 감안하면 향후 추가적인 분양 물량 감소도 우려되는 상황이다.

그림19 인허가 대비 분양 비율은 금리의 함수: 금리가 잡히기 전까지 분양 시장 반등 어려움



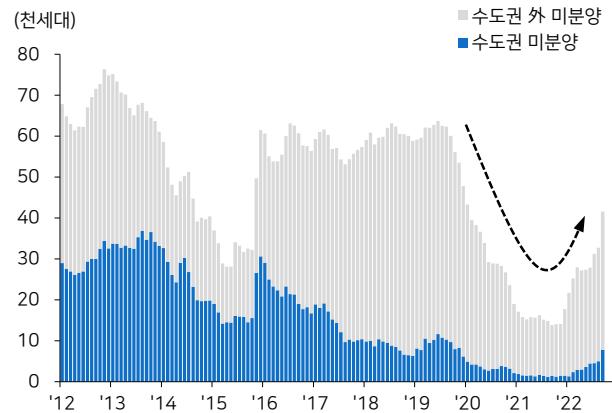
주: 인허가, 분양 물량은 12개월 평균 기준으로 계산

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

따라서 지금은 주택 시장의 반등 시점보다는 하락 시 발생할 수 있는 미분양 리스크에 주목할 필요가 있다. 시공사에게는 책임 준공 의무가 있기 때문에 악성 미분양 주택이 들어날 시 공사비에 대한 대손 리스크가 발생할 수 있는 상황이다. 다행히 현재 악성 재고로 분류되는 준공 후 미분양 물량 증가폭은 크지 않아 아직 대손 리스크가 가시화되었다고 보기 어렵다. 준공 전 미분양의 경우 최악의 경우 할인 판매 등을 통해 재고를 해소할 수 있으며, 이 경우 시행사의 사업수지는 악화되지만 시공사 입장에서 시공비는 회수가 가능할 것이다. 혹여나 준공 후 미분양이 들어나더라도 그 시점은 2023년 말~2024년 초가 될 가능성이 높다.

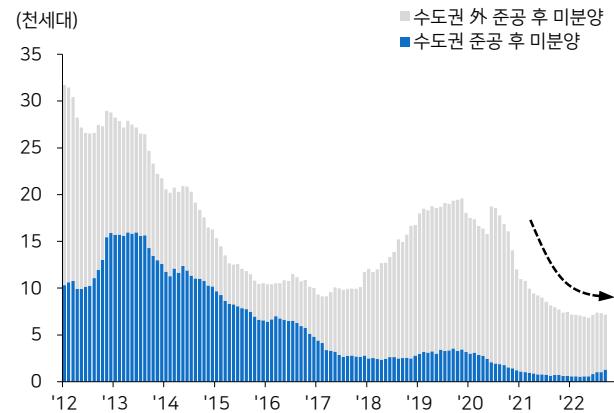
다만 지방에서의 미분양 리스크는 지속적인 모니터링이 필요하다. 2022년 9월 기준 전국 미분양 물량 중 41%가 대구, 경북 지방에서 발생하는 등 수도권과 지방 주택 시장의 간격이 심화되는 중이다. 미분양 물량이 지방 위주로 증가하고 있는 점은 대형 건설사보다는 중소형 건설사들에게 더 위협적이다. 다행이도 규제지역 해제 등 정책적인 효과로 7월 이후 미분양 물량 증가세는 주춤하고 있다.

그림20 전국 미분양 물량 추이



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

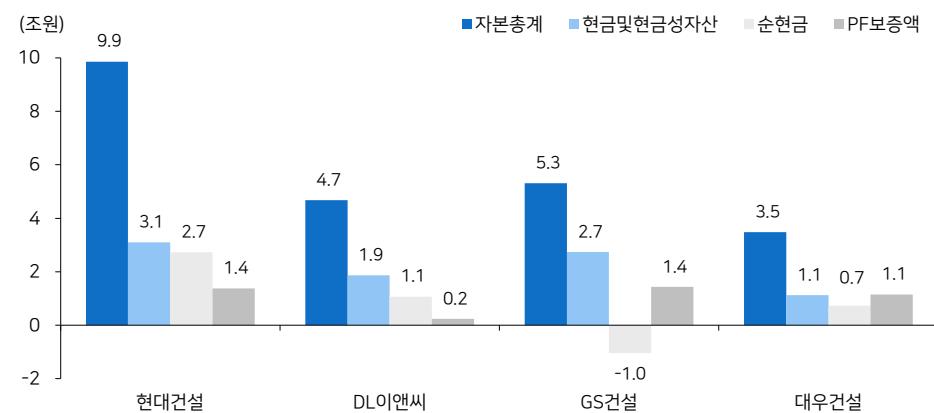
그림21 전국 준공 후 미분양 물량 추이



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

미분양 리스크와 함께 PF 우발부채 역시 주목할 필요가 있다. 시행사가 부도를 맞을 경우, 시공사들의 PF 지급보증은 채무로 전환되고 충당금 설정으로 영업외손익은 크게 악화된다. 다만 2008년 금융 위기를 거치며 전반적인 시공사들의 지급보증 규모는 감소했다. 그리고 줄어든 PF 우발채무 규모에 비하여 건설사들의 자본총계 및 현금 규모는 꾸준히 상승해왔다. 당사 커버리지인 대형 건설사들의 경우 대부분 PF지급보증의 규모가 현금 및 현금성자산의 규모보다 낮아 유동성 위기로 변질 가능성이 미미하다.

그림22 건설사별 PF우발채무 잔액 비교



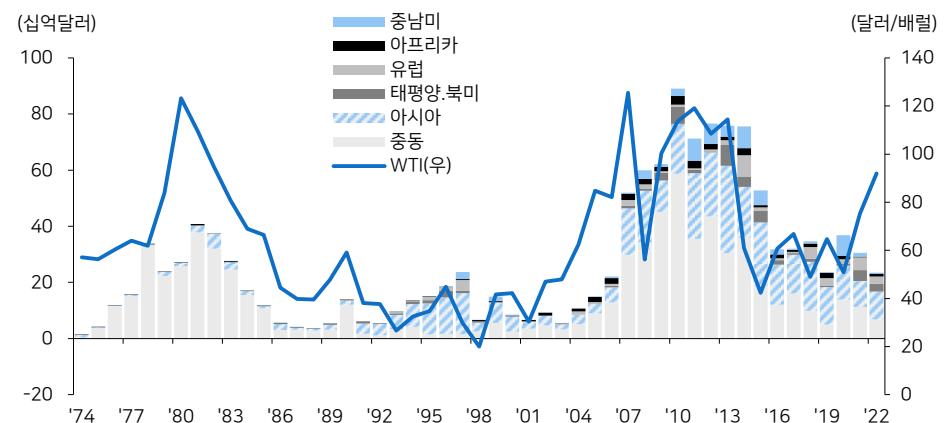
주: 2022년 상반기 기준

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

이런 미분양, PF우발부채 등의 리스크를 제외한다면 실적 흐름은 양호하다. 3Q22부터 건설사별로 그 정도는 다르나 주택원가율 정상화 흐름이 관찰되는 중이다. 대우건설이 정상화 속도가 가장 빨랐으며, 현대건설과 DL이앤씨 역시 예측 수준에서의 주택 원가율을 기록하고 있다. 철근 등 건자재 가격 하락을 감안하면 4Q22 주택 원가율 개선세 가속화될 전망이다. 2023년에는 분양 물량의 후행적 반영으로 매출 견조한 가운데, 이익률 개선으로 대형건설사들의 중익이 예상된다.

[해외 건설] 해외 건설 수주는 전통적으로 유가와 동행했다. 유가 상승은 곧 주요 발주처인 중동 국가의 재무 개선과 투자 확대로 연결되기 때문이다. 하지만 2021 ~2022년에는 유가 상승 대비 해외 수주 금액의 상승 폭은 저조했고 이는 해외 업체들도 마찬가지였다. 허나 사우디, UAE가 2개년 연속 재정 수지 흑자를 기록하는 등 발주처들의 재무 상황 개선은 분명히 관찰되고 있다.

그림23 건설사 해외 수주 vs 유가

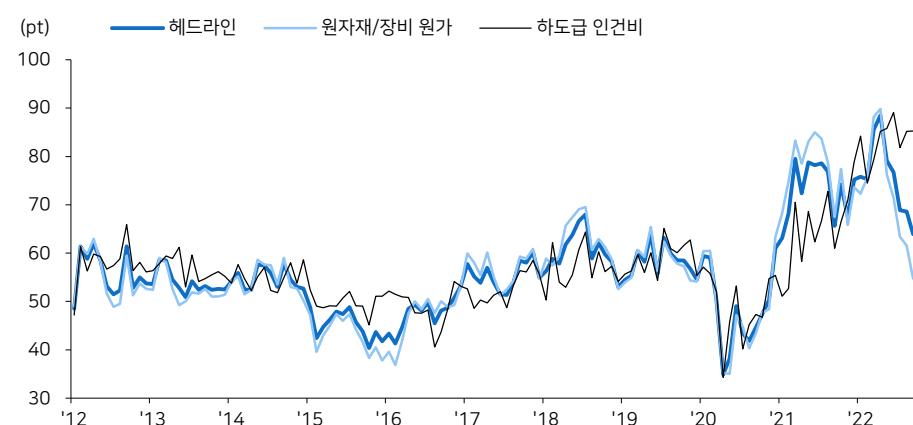


주: 2022년 수치는 11월 5일까지의 YTD 누적 수치

자료: 해외건설협회, QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

해외 수주 개선이 더딘 가장 직접적인 원인은 공급망 차질이었다. 재료비와 인건비 등 공사 원가 상승도 문제였지만, 극심한 원가 변동성은 프로젝트 사업성을 신뢰성 있게 추정하기 어렵게 만들었다. IHS 건설 공사 지수(ECCI)는 과거 평균적으로 40~70포인트 사이에서 변동했으나 2021년 80~90포인트로 급등하였다. 심지어 CoVID-19로 인해 물리적으로 공사 진행이 어려운 경우도 빈번했다. 2Q22를 정점으로 공사비가 안정화되면서 발주 환경의 개선은 뚜렷해진 상황이다.

그림24 IHS 건설 공사비 지수 추이: 2Q22를 정점으로 안정화 중



주: EPC 업체들 대상으로 전월 대비 공사 원가 등락폭을 설문 조사. 50포인트 이상은 상승, 50포인트 미만은 하락을 의미

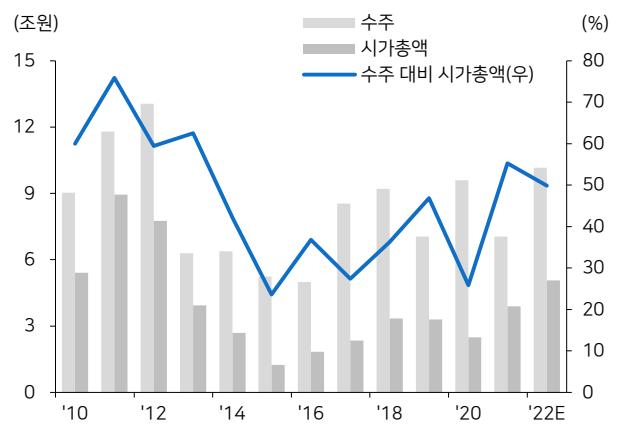
자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

각 건설사들의 해외 수주 파이프라인을 살펴보면, 2022년 찾아보기 힘들었던 조단위의 화공 플랜트 수주 기회가 연말/연초에 분포되어 있는 점을 확인할 수 있다. 2022년 파이프라인이 실제 수주로 연결되는 경우가 드물었지만, 전방 상황의 개선을 감안 시 하반기부터는 기대감을 더 크게 가져도 좋을 시점이다.

정유화학, 가스 등 기존 화공 플랜트 수주 성장도 기대되는 가운데, 네옴시티와 원전은 그 성장폭을 한 층 끌어올릴 수 있는 모멘텀으로 작용할 것이다. 3대 도시 'The Line', 'Oxagon', 'Trojena' 중 'The Line'에만 2030년까지 3,200억 달러(450조원) 투자가 예정되어 있다. 연간 투자 금액 약 50조원은 국내 전체 해외 수주 규모 30~70조원과 비슷한 규모. 향후 10년 동안 해외 수주 시장의 파이를 크게 키워줄 수 있는 프로젝트가 될 전망이다.

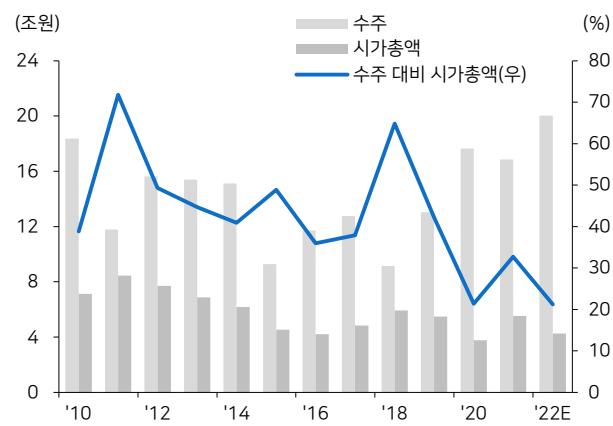
이에 현대건설은 2023년 네옴, 원전 등 해외 수주 모멘텀이 풍부할 것으로 전망된다. 주택 사업 관련 리스크로 인해 2022년 주가 폴모먼스는 좋지 않았으나, 10년 간 저점에 가까운 PBR 0.53배는 이를 충분히 반영한 수준이라 판단한다. 현대건설의 2022년 별도 기준 해외 수주 가이던스 5.6조원이었다. 2023년 네옴 시티 2~3조원 수주, 원전 관련 2조원 수주를 가정한다면 8조원 내외의 해외 수주를 기대할 수 있는 환경으로, 이제는 해외 모멘텀에 집중할 때로 보여진다.

그림25 삼성엔지니어링 수주 금액 vs 시가총액



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림26 현대건설 수주 금액 vs 시가총액



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2022년 11월 8일 발간된
[2023년 전망 시리즈 12 – 제약/바이오: The Threshold of Growth]입니다.

2023년 전망 시리즈 12 (해설판)



▲ 제약/바이오
Analyst 박송이
02. 6454-4865
songyi.park@meritz.co.kr

- ✓ **2022 Review:** 1) 지수대비 부진, 2) 줄어든 비상장 신규투자, 3) COVID-19 수혜주 파티 종료
 - ✓ **빅파마의 시선은 어디로 향하는가?:** 오리지널 의약품 매출액으로 확보한 풍부한 현금, COVID-19로 가격 매력도가 높아진 바이오텍, 2023년부터 다가오는 특허절벽으로 포트폴리오 확충 의지가 강한 빅파마
 - ✓ **2023년 K-제약/바이오 Trend:** 1) 항체 기반 의약품 지속 성장, 2) 뉴클레오시드, 뉴클레오티드 공급부족 현상, 3) 암 진단, 치료제 결정, 신약개발 등에 활용되는 AI기반 헬스케어, 4) 오리지널 Botox 대비 저렴하지만 고순도의 국내 보툴리눔 톨신에 주목

Part I 2022 Review

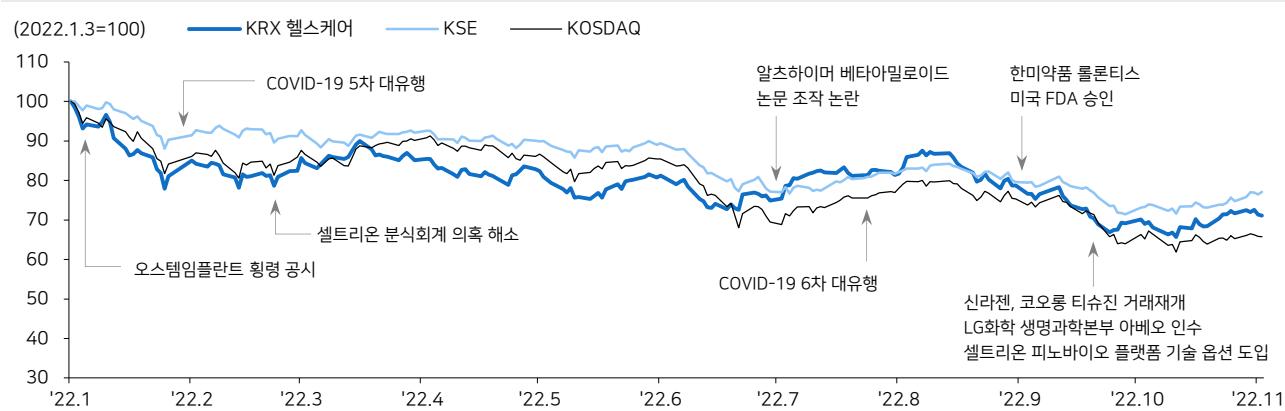
다사다난 2022년 제약/바이오

2022년 제약/바이오주는 코스피/코스닥 지수대비 크게 성과를 내지 못했다. 필수 소비재로 경기 영향이 적은 전통적인 경기 방어주지만, 금리 인상에 따른 자금 조달 어려움으로 임상시험이 중단되고 주가 하락으로 이어졌기 때문이다. 또한 오스템 임플란트 횡령사건 및 일부 바이오텍의 임상시험 결과 조작으로 투자 센티멘트가 악화되었다.

비상장 투자에서도 우선순위 밀린 제약/바이오

비상장 투자에서도 제약/바이오에 가혹했다. 업종별 비상장 투자에서 제약/바이오 부문은 항상 1~2위를 다했으나, 1H22 투자금액은 전년동기대비 큰 폭으로 하락했다. ICT 서비스 분야의 투자는 2배로 증가했으나, 바이오/의료 투자는 역성장했다.

그림1 제약/바이오 섹터 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: EnGuide, 메리츠증권 리서치센터

COVID-19가 창출한 여력

COVID-19로 다수의 관련주들이 수혜를 받았었다. 진단키트 관련주(에스디바이오센서, 씨젠, 휴마시스, 액세스바이오, 랩지노믹스 등), 백신 관련주(SK바이오사이언스, 진원생명과학, 아이진, 셀리드 등), 치료제 관련주(셀트리온, 신풍제약, 일동제약, 현대바이오, 부광약품 등)의 COVID-19 이전 3Q19와 2Q22 비교시 매출액, 영업이익, 현금이 모두 큰 폭으로 증가했다.

끝날 듯 끝나지 않는 COVID-19

오미크론 변이로 2022년 2~3월 5차 대유행, BA.5 재유행으로 2022년 7~9월 6차 대유행을 거쳤다. 국민의 97% 이상이 기초 면역을 획득했다는 평가가 존재하는 가운데, 연말 7차 대유행이 오더라도 6차 때보다는 규모가 작을 것으로 전망한다. 하지만 겨울이라는 특수성 때문에 정점 구간이 다소 길 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 사회적 거리두기 정책 완화로 COVID-19 관련주들의 매출액이 꺾이고, 주가가 COVID-19 이전으로 회귀한 상황이다. 풍부한 현금 확보한 다수 기업들에게 Next COVID-19 전략이 필요해 보인다.

Part II 빅파마의 시선은 어디로 향하는가?

2011~2020년 1st Patent Cliff

2000년대 특히 절벽은 매출액 108억 달러의 Pfizer의 리퍼토(Atorvastatin), 94억 달러 규모의 BMS의 플라비스(Clopidogrel)가 만료되면서 시작되었다. 2011~2016년 동안에는 전세계 매출액 2,550억 달러 규모의 특허가 만료되었다. 케미컬 의약품 위주로 제네릭에 의해 오리지널 의약품의 매출이 빠르게 잠식되었다. 빅파마들이 자사 제품의 독점성을 잃으면서 오히려 브랜드의 입지를 다지고, 혁신을 할 수 있는 기회로 작용했다.

2023~2030년 2nd Patent Cliff

2023~2030년 두 번째 특허 절벽이 다가올 것으로 예상한다. 2023년 전 세계 의약품 매출액 1위 휴미라(Adalimumab)의 미국 내 바이오 시밀러 출시를 시작으로 아일리아(Aflibercept), 스텔라라(Ustekinumab), 키트루다(Pembrolizumab) 등의 특허가 만료될 예정이다. 이번 특허 절벽은 바이오 의약품 위주로, 케미컬 의약품에서의 매출액 감소 속도보다는 느리게 감소될 전망이다.

적극적인 Deal 의지가 강한 빅파마

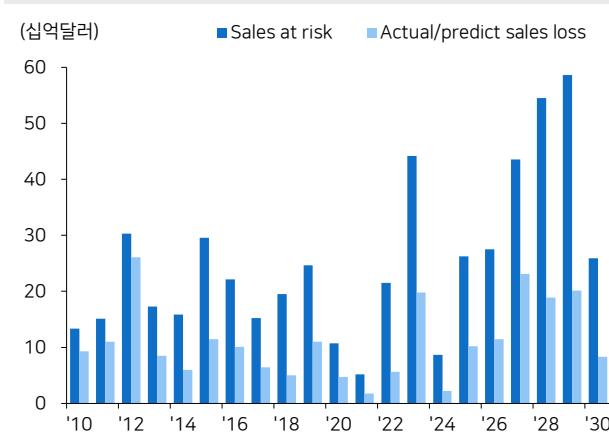
2028년까지 상위 10개 제약사는 매출액 46% 이상 감소, 상위 5개사는 50% 이상 감소할 우려가 있다. 기존 오리지널 제품으로 풍부한 현금을 확보하고 COVID-19로 바이오텍들이 많이 할인된 상황이다. 적극적인 Deal을 통해 포트폴리오를 보충하고자 하는 의지가 강할 것으로 예상된다.

표1 미국 내 블록버스터 의약품 특허 만료 시점

(십억달러, %)	Sales at risk (% for year)	특허 만료 시기
Humira - Abbvie	18.6 (42%)	2023
Keytruda - Merck & Co.	15.3 (28%)	2028
Eliquis - Bristol Myers Squibb	8.9 (18%)	2026
Revlimid - Bristol Myers Squibb	8.7 (40%)	2022
Opdivo - Bristol Myers Squibb	7.2 (13%)	2028
Darzalex - J&J/Genmab	6.8 (12%)	2029
Stelara - J&J	6.5 (15%)	2023
Eylea - Regeneron	6.2 (14%)	2023
Ocrevus - Roche	5.7 (10%)	2029
Trulicity - Lilly	4.3 (8%)	2028
Imbruvica - Abbvie	4.2 (10%)	2027

자료: Evaluate Pharma, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 내 의약품 특허 만료로 줄어드는 매출액



자료: Evaluate, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2023~2028년 의약품 특허 만료 예정

2025			
2023	2024	2025	2026
Humira Abbvie \$17.30bn	Brilinta AstraZeneca \$0.74bn	Benlysta GlaxoSmithKline \$0.95bn	Bridion Merck \$0.76bn
Januvia/Janumet Merck & Co. \$1.77bn	Gilenya Novartis \$1.43bn	Descovy Gilead \$1.40bn	Entresto Novartis \$1.71bn
Stelara Johnson & Johnson \$5.94bn	Isentress Merck & Co. \$0.29bn	Inlyta Pfizer \$0.60bn	Soliris AstraZeneca \$1.07bn
	Simponi J&J \$1.13bn	Prolia Amgen \$2.15bn	Kadcyla Roche \$0.87bn
	Sprycel Bristol Myers Squibb \$1.30bn	Soliris AstraZeneca \$1.07bn	Perjeta Roche \$1.53bn
		Xeljanz Pfizer \$1.65bn	Pomalyst BMS \$2.25bn
		Yervoy BMS \$1.27bn	Revlimid BMS \$8.70bn
			Kadcyla Roche \$0.87bn
			Perjeta Roche \$1.53bn
			Pomalyst BMS \$2.25bn
			Revlimid BMS \$8.70bn
			Xarelto J&J/Bayer \$2.44bn
			Revlimid BMS \$8.70bn
			Xtandi Pfizer \$1.19bn
			Yondasqel Pfizer \$0.91bn
2027			
		Dovato/Tivacay/ Juluca/Triumeq GSK \$3.63bn	Eloctate Sanofi \$0.48bn
		Ibrance Pfizer \$3.42bn	Jardiance Lilly \$0.81bn
		Imbruvica J&J/Abbvie \$1.75bn	Keytruda Merck & Co. \$9.77bn
		Trulicity Lilly \$4.91bn	Lynparza AstraZeneca/ Merck & Co. \$1.09bn
		Tysabri Biogen \$1.14bn	Opdivo BMS \$4.20bn
		Pomalyst BMS \$2.25bn	Otezia Amgen \$1.80bn
		Revlimid BMS \$8.70bn	Vyndasqel Pfizer \$0.91bn

자료: PwC, 메리츠증권 리서치센터

특허로 이익을 보호받는 의약품 산업

제약/바이오 산업의 핵심은 특허다. 통상적인 의약품 특허기간은 20년이다. 신약 개발 과정에서 신물질 탐색 단계부터 신약 되기까지 1/10,000의 확률로, 성공 시 특허를 통해 매출액 대비 20~30%의 높은 OPM을 보장받는다.

2022년 상반기 글로벌 딜 현황

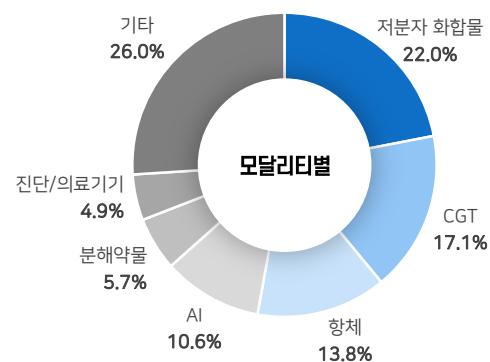
2022년 상반기 빅파마들의 글로벌 Deal 현황을 보면, Deal 규모는 617억 달러 (87조원)로 전년대비 58% 감소, Deal 개수는 137건으로 2021년 대비 33% 감소했다. 모달리티별로는 저분자 화합물을 제외하면 세포유전자치료제(CGT), 이중항체, ADC 등 항체 기반 의약품, AI 순으로, 질환별로는 암, 신경질환, 희귀/유전질환, 감염증, 염증/자가면역질환 순으로 많다. 빅파마들은 여러 모달리티에 대한 수요가 있고, 항암제 및 신경계 질환 신약에 높은 관심을 가지고 있다.

표2 2022 상반기 Deal 규모별 현황

피인수 회사	인수 회사	Deal 규모 (십억달러)
Biohaven Pharmaceutical Holding Company Ltd.	Pfizer, Inc.	12.2
Turning Point Therapeutics, Inc.	Bristol-Myers Squibb Company	4.0
Affinivax, Inc.	GlaxoSmithKline	3.3
Biosimilars Portfolio and Related Commercial and Operational Capabilities of Viatris Inc.	Biocon Biologics Limited	3.3
Pharma Intelligence U.K. Limited	Warburg Pincus LLC; Mubadala Investment Company PJSC	2.3
PeproTech, Inc.	Thermo Fisher Scientific Inc.	1.9
Sierra Oncology, Inc.	GlaxoSmithKline	1.9
Zogenix, Inc.	UCB Biosciences, Inc.	1.9
Columbia Care Inc.	Cresco Labs, Inc.	1.8
Parata Systems, LLC.	Becton, Dickinson and Company	1.5

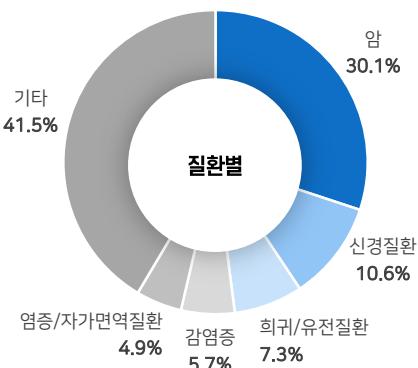
주: 2022년 6월 10일 기준 / 자료: PwC analysis of Refinitiv data, 메리츠증권 리서치센터

그림4 모달리티별 글로벌 deal



자료: 바이오스펙테이터, 메리츠증권 리서치센터

그림5 질환별 글로벌 deal



자료: 바이오스펙테이터, 메리츠증권 리서치센터

Part III 2023 K-제약/바이오 Trend

1. 항체 기반 의약품의 지속 성장

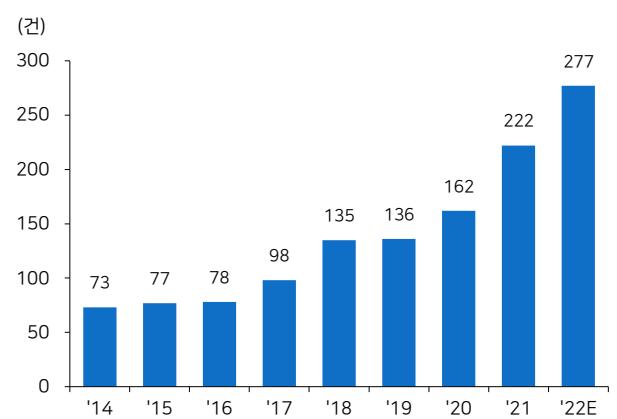
글로벌 CMO 시장은 연평균
약 10% 내외 성장 전망

글로벌 C(D)MO 시장은 2026년까지 연 평균 10% 내외로 성장이 예상된다. 케미컬 의약품 대비 바이오 의약품의 품질관리 비용은 1.3~1.8배, 설비투자 비용은 3~10배로 CMO 의존도가 높은 편이다. CMO를 통해 비용 절감뿐만 아니라 연구의 질적 개선, 빠른 시장 선점까지 할 수 있다. CMO 업체들이 공격적인 Capacity 증설 중이지만 2023년 기준 CMO 사업만을 운영하는 시설은 전체 Capacity의 6%에 불과하다.

CMO 성장의 주역
: 항체의약품

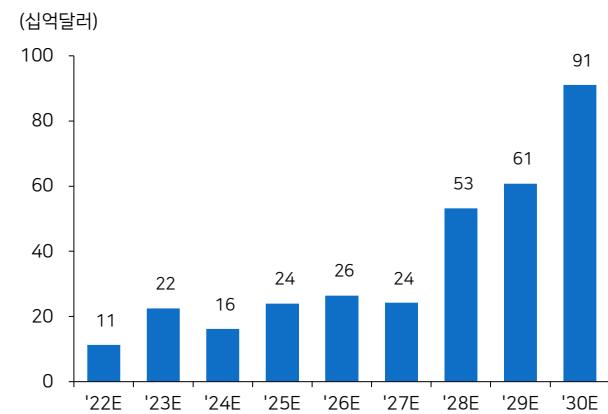
현재 CMO에서 주로 생산되고 있는 의약품은 항체 의약품이다. 2020~21년 글로벌 상위 10위 매출 의약품에서 항체 의약품이 약 50%를 차지하고 있다. 향후 항체의약품 수요가 계속 증가하는 이유는 ① 신약: ADC(Antibody Drug Conjugate) 임상시험 건수의 증가, ② 바이오시밀러: 연간 2~3품목의 오리지널 항체 의약품 특허 만료로 2030년까지 100조 이상의 시장 형성, ③ 항체의약품 알츠하이머 치료제의 임상시험 성공 및 상업화 예정되기 때문이다.

그림6 매년 증가하는 ADC 임상시험 건수



자료: GlobalData, 메리츠증권 리서치센터

그림7 블록버스터 항체의약품 특허 만료로
2030년까지 100조원 이상 시장 형성



자료: Supply and Demand Trends: Mammalian Biomanufacturing Industry Overview, 메리츠증권 리서치센터

2. RNA 기반 의약품

RNA 기반 의약품이 각광받는 이유

COVID-19 mRNA 백신 승인으로 RNA 기반 의약품 연구가 활발해지고 있다. RNA 기반 의약품은 ① 짧은 개발기간, ② Undruggable target 타겟팅 가능, ③ 화학적 변형을 통한 반감기의 증가, ④ 항체의약품 대비 생산에 필요한 바이오 리액터의 규모가 작다는 장점이 있다.

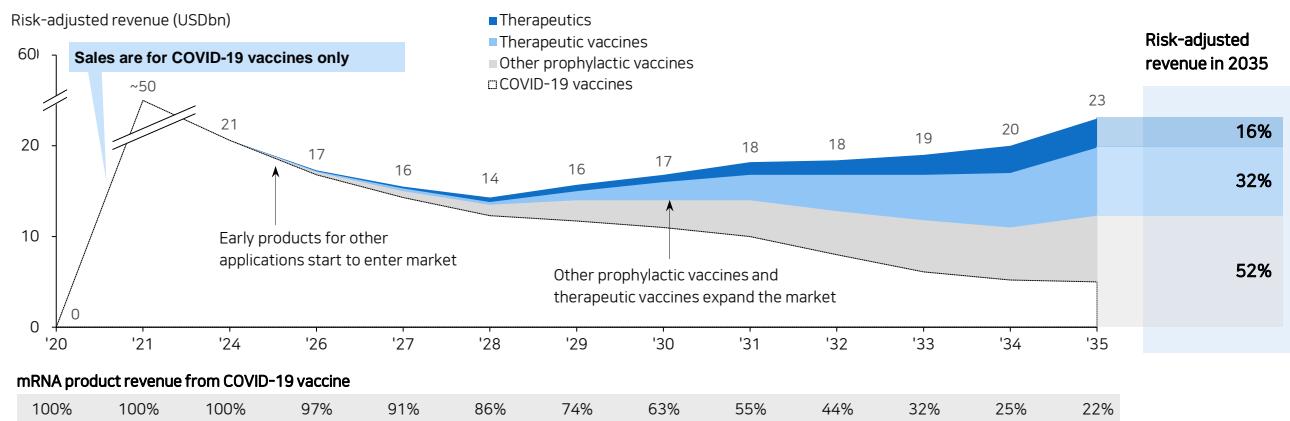
아직 초기 단계인
RNA 기반 의약품

RNA 기반 치료제 시장은 2021년 기준 약 49억 달러, 2030년까지 연평균 17.6% 성장하여 251억 달러에 이를 전망이다. 전방산업 성장에 따라 RNA 기반 의약품 생산에 필요한 밸류체인이 모두 수혜를 입을 것으로 예상된다.

RNA 기반 의약품 밸류체인

RNA 기반 의약품 밸류체인은 뉴클레오시드 → 뉴클레오티드 → DNA/RNA 합성이다. mRNA 의약품의 가장 큰 허들은 순도와 수율, 특히 상업화 수준에서 고순도, 고수율을 유지하기 어렵다는 점이다. 또한 제조 공정상 뉴클레오티드 생산시 약 10배 가량의 뉴클레오시드가 필요하다.

그림8 mRNA 시장 예상 매출 규모

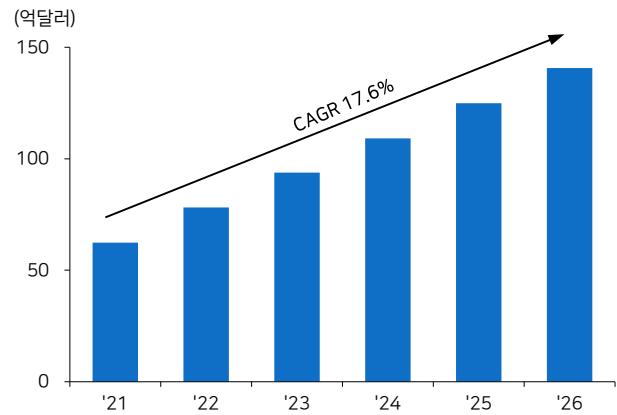


자료: Wen Xie et al. Nature Reviews Drug Discovery(2021), 메리츠증권 리서치센터

뉴클레오시드, 뉴클레오티드 공급부족

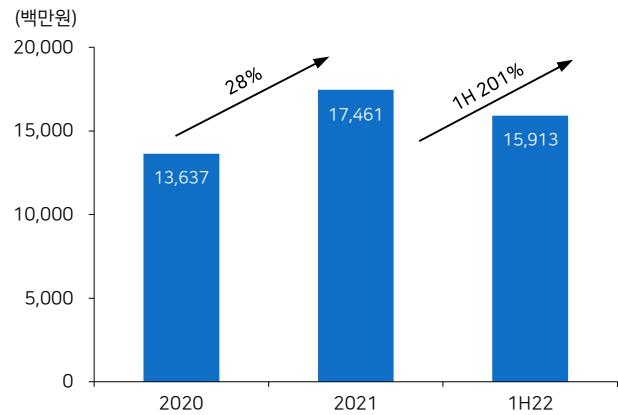
뉴클레오시드는 파미셀(한국), Hongene(중국), Invovasynth(인도) 업체가 생산 중이다. 글로벌 연간 생산 가능한 규모는 약 16T으로 추정되며, 올리고 뉴클레오티드의 약 10배 이상 필요하다. 올리고 뉴클레오티드는 에스티팜(한국), Agilent(미국), Avecia(일본) 업체가 생산 중이다. Agilent사의 2배 이상 증설계획에도 불구하고 글로벌 연간 뉴클레오티드 생산 규모는 6T을 못 미치는 수준이다. 2024년 기준 Inclisiran 올리고 뉴클레오티드 최대 필요량만 6~10T으로 예상된다.

그림9 매년 증가하는 올리고뉴클레오티드 치료제 시장



자료: Markets & Markets, 메리츠증권 리서치센터

그림10 뉴클레오시드 매출액 증가 추이



자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

3. AI 기반 헬스케어

AI로 똑똑해지는 헬스케어

AI 기반 헬스케어는 암 진단, 치료제 결정, 신약개발 등에 활용된다. 글로벌 헬스케어 시장은 2020년 기준 1,525억 달러에서 연평균 18.8% 성장해 2027년 5,088억 달러 규모에 이를 전망이다. 기술의 초기단계로 가이드라인이 마련되어 있지 않아 시장 진입이나 규제기관 승인에서 어려움이 예상되나, 치료 공급자 중심에서 환자 중심의 의료서비스로 패러다임이 변화하면서 디지털 헬스케어 수요를 촉진하고 있다.

국내 AI 선도 기업-루닛

국내 AI 선도 기업으로 루닛이 있다. 루닛은 암 진단 솔루션 Lunit INSIGHT와 암 치료 결정 솔루션 Lunit SCOPE를 보유하고 있다. Lunit INSIGHT는 폐 질환(CXR), 유방암(MMG)에서 판독의 정확도 및 효율 증가 효과를 가지고 있다. 국내 및 해외 주요국에서 승인이 완료된 상태이다. Lunit SCOPE는 신약 개발의 게임체인저로, 바이오마커 분류 맞춤치료가 가능해 환자의 생존기간은 늘리고, 제약사의 임상시험 성공확률은 높아지게 한다. 2024년 미국 FDA 허가 예정이고 고형암을 타겟으로 한다.

4. 의료기기-보툴리눔 톡신

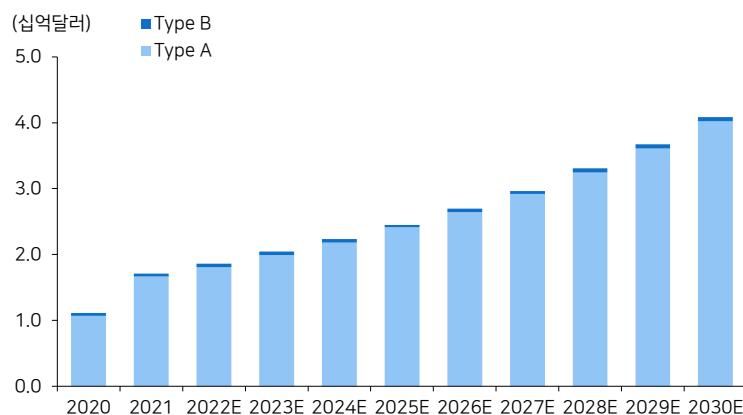
보툴리눔 톡신 업체들의 높아진 투자 매력도

국내 보툴리눔 톡신 업체들은 보툴리눔 톡신 규주 전쟁으로 인한 주가 하락, 소송 이슈 해결 이후 회복세를 보이고 있다. 높았던 벤류에이션 부담이 감소해 보툴리눔 톡신 업체들에 대한 새로운 접근이 필요하다. 보툴리눔 톡신은 1) 다양한 적응증에의 활용이 가능하고, 2) 에스테틱에서 치료제로 확장되는 시장이며, 3) 한번 투여한 사람은 지속적으로 투여해 꾸준한 시장의 성장 가능성이 있다. 오리지널 Botox 제품 대비 우수한 품질과 저렴한 가격의 국산 제품에 주목할 필요가 있다.

글로벌 보툴리눔 톡신 시장 규모의 증가

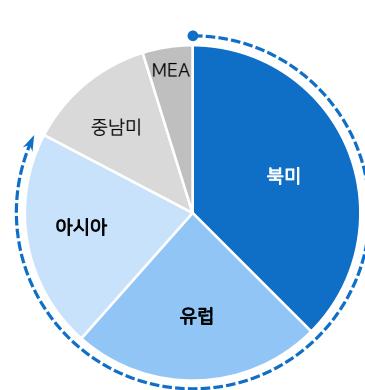
글로벌 보툴리눔 톡신 시장규모는 2021년 약 7.3조원, 2022년부터 2030년까지 연평균 11.5% 성장해 2030년 약 19.4조원 규모의 시장이 형성될 예정이다. 전 세계 보툴리눔 톡신 시장의 80%는 미국, 중국, 유럽이 차지하고 있다. 아시아·태평양 지역의 높은 인구 성장률과 헬스케어 시설의 증가로 시술 건수가 가파르게 증가하는 중이다. 또한, 시술대상 미국 여성 중 6%만 시술 경험이 있어 잠재력이 매우 크다. 여성 중심에서 남성까지, 연예인에서 사업가나 전문직 등 외모 경쟁력을 갖추고자 하는 needs로 가파른 시술 건수 증가가 전망된다.

그림11 미국: 가처분 소득의 증가와 미용 시술 증가로 보툴리눔 시장 성장



자료: Grand View Research, 메리츠증권 리서치센터

그림12 대륙별 보툴리눔 톡신 시장 규모(2021)



자료: Grand View Research, 메리츠증권 리서치센터

숨어있는 치료제 시장

국내 보툴리눔 톡신 시장의 90%는 미용 목적으로, 10%가 치료 목적으로이다. 미국, 유럽 등이 미용 목적으로 치료 목적의 사용이 큰 모습과 대조적이다. Botox는 11개의 FDA 적응증을 확보 중이고, 다른 보툴리눔 톡신이 적응증을 따라가는 추세이다.

시장 규모: 에스테틱<치료제

다만 보툴리눔 톡신은 치료제 시장이 더 큰 편이다. 미용 목적으로 사용 시 중화항체 발생 빈도는 약 1%이고, 치료 목적인 경우 15%이다. 미용 목적보다 치료제로 사용 시 사용되는 용량이 커서 내성에 대한 염려로 순수 톡신체제를 선호한다. 국내 보툴리눔 톡신제제는 엘리간 사의 Botox 적응증을 따라가고 있다. 해외시장 진출을 위해서 임상시험을 통해 치료 목적 적응증 확보가 필수적이라 할 수 있다.

표3 치료제로 사용시 미용보다 고용량 사용

적용증	용량
사시	각 근육당 1.25~5.0U, 1회 권장 최대량 25U
눈꺼풀 경련	눈 둘레근 초회 투여 권장량은 1.25~2.5U, 30일간 투여시 축적량 최대 200U
소아뇌성마비	<ul style="list-style-type: none"> 편마비의 경우에는 경직된 사지에 총량 4U/kg(체중)의 투여가 권장 양측마비의 경우에는 경직된 양쪽 사지에 총량 6U/kg(체중)을 각각 나누어 투여
경부근 긴장이상	한 부위당 50U 넘지 않도록 투여, 치료 첫 단계에서 최대 투여량 200U
원발성 겨드랑이 다한증	한 부위당 50U 투여
상지경직	최대 용량 360U 넘지 않도록 투여
미간주름	눈썹주름근 2곳과 눈살근 1곳 총 5개 부위에 총 20U 투여
만성 편두통	추천 용량 155U
신경인성 배뇨근 과활동성	추천 용량 200U
과민성 방광	추천 용량 100U

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 국내 보툴리눔 톡신 적응증 현황

회사명	제품명	적용증
대웅제약	나보타	<ul style="list-style-type: none"> 만20세 이상 만 65세 이하의 성인에 있어서 눈썹주름근 그리고/또는 눈살근 활동과 관련된 중등도 내지 중증의 심한 미간 주름의 일시적 개선 근육경직 : 만 18세 이상 성인의 뇌졸증과 관련된 상지 경직의 치료 만 18세 이상 만 65세 이하의 성인에 있어서 눈둘레근 활동과 관련된 중등도 내지 중증의 눈가 주름의 일시적 개선 만 18세 이상의 성인에 있어서 양성 본태성 눈꺼풀경련의 치료
	보툴렉스	<ul style="list-style-type: none"> 만 18세 이상 성인에 있어서 양성 본태성 눈꺼풀경련의 치료 만 18세 이상 65세 이하의 성인에 있어서 눈썹주름근 그리고/또는 눈살근 활동과 관련된 중등증 내지 중증의 심한 미간주름의 일시적 개선 근육경직 : 만 20세 이상 성인의 뇌졸증과 관련된 상지 경직의 치료 만 2세 이상의 소아뇌성마비 환자에 있어서 경직에 의한 첨족기형의 치료 만 19세 이상 65세 이하의 성인에 있어서 눈둘레근 활동과 관련된 중등증 이상의 눈가 주름의 일시적 개선
휴젤	메디톡신	<ul style="list-style-type: none"> 만 18세 이상 성인에 있어서 양성 본태성 눈꺼풀경련의 치료 만 2세 이상의 소아뇌성마비 환자에 있어서 강직에 의한 첨족기형의 치료 만 20세 이상 65세 이하의 성인에 있어서 눈썹주름근 그리고/또는 눈살근 활동과 관련된 중등증 내지 중증의 심한 미간주름의 일시적 개선 근육강직 : 만20세 이상 성인의 뇌졸증과 관련된 상지 국소 근육 경직의 치료 만 20세 이상 만 65세 이하의 성인에 있어서 눈둘레근 활동과 관련된 중등도 내지 중증의 눈가주름의 일시적 개선 경부근긴장이상의 징후와 증상의 치료
	리즈톡스	<ul style="list-style-type: none"> 미간주름 - 19세 이상 65세 이하의 성인에 있어서 눈썹주름근 그리고/또는 눈살근 활동과 관련된 중등도 내지 중증의 심한 미간 주름의 일시적 개선 증증의 심한 미간 주름의 일시적 개선 외안각주름 - 19세 이상 65세 이하의 성인에 있어서 눈둘레근 활동과 관련된 중등도 내지 중증의 눈가주름의 일시적 개선
종근당	원더톡스	19세 이상 65세 이하의 성인에 있어서 눈썹주름근 그리고/또는 눈살근 활동과 관련된 중등도 내지 중증의 심한 미간 주름의 일시적 개선

자료: 약학정보원, 메리츠증권 리서치센터

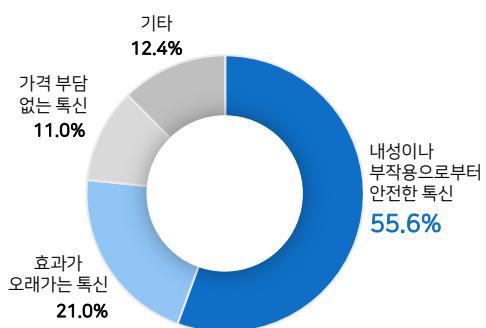
어떤 특신을 선택해야 할까?

보툴리눔 특신 내성이 나타나는 원인은 재구성 과정 중의 물성 변화, 과량 투여, 저용량 투여, 잦은 시술, 성별, 불순물에 의한 항체 생성 등이 있을 수 있다. 임상적으로 유의미한 상관관계가 밝혀진 요인은 없어 장기적인 추적·관찰 data가 필요하다. 제품별 안전성과 유효성을 head-to-head로 비교한 논문은 없어 직접적인 비교는 어렵다.

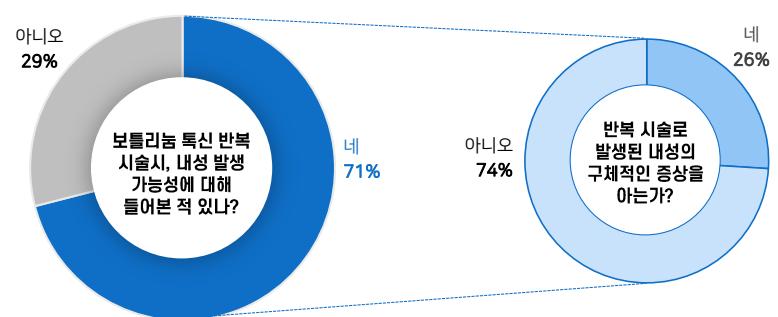
보툴리눔 특신의 내성을 줄일 수 있는 방법으로는 불순물이 적은 고순도의 특신을 정량, 적절한 투여간격으로 시술 받는 것을 권장하고 있다. 국산 특신은 오리지널 제품 대비 높은 순도와 유효성, 가격 매력도까지 있기 때문에 글로벌에서 한국산 특신에 주목할 것으로 예상한다.

그림13 보툴리눔 특신 브랜드 선택 및 개발 시 “안전성” 최우선

내성·부작용에 대한 안전성을 가장 먼저 생각하는 소비자들



반복 시술에 따른 내성 부작용 인지하나, 증상 및 관리에 대한 정보는 여전히 부족

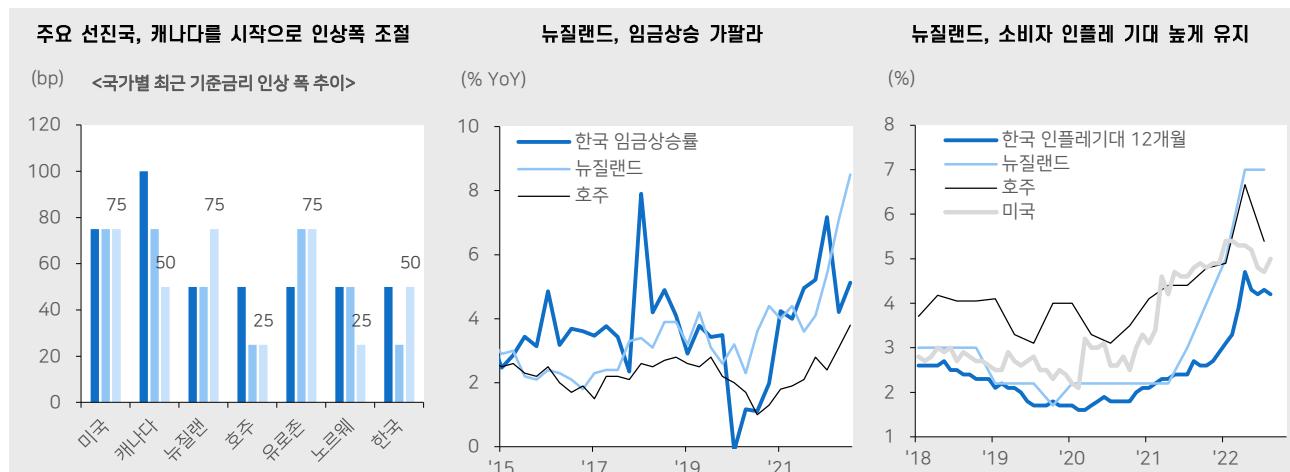


자료: 대한레이저피부모발학회, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

임제혁 연구원

변화하는 통화정책 지형도



자료: Bloomberg, RBNZ, RBA, 한국은행, Umich, 메리츠증권 리서치센터

11월 금통위를 앞두고 대외 통화정책 방향에 따라 국내 금리의 민감도가 높다. 캐나다를 시작으로 일부 선진국에서 긴축 속도 조절이 있었으나, 23일 뉴질랜드가 75bp 인상을 단행하며 예상보다 매파적이자 국채선물이 하락 전환하기도 하였다.

뉴질랜드 75bp 단행 및 최종금리 상향조정하며 매파적으로 해석

뉴질랜드는 로이터 폴 기준으로 23명 중 15명이 75bp 인상을 예상하며 인상 자체가 큰 서프라이즈는 아니었으나, 1) 강한 임금상승에 기반한 소비를 위축시키기 위해 최종 기준금리 전망을 기준 4%→5.5%로 상향조정한 점 2) GDP 대비 가계 부채가 100% 수준인데다 모기지대출의 상당부분이 1~3년 주기로 짧아 금리인상에 따른 주택경기가 금리에 민감한 부채구조를 가지고 있는 상황에서, 2Q23~1Q24까지 경기 역성장을 전망에 반영한 점이 매파적으로 해석되었다.

뉴질랜드 상대적으로 고용 타이트하고 임금상승률 또한 높아

이는 비슷한 수준의 인플레 압력과 부채 구조를 가진 호주와의 스탠스와 비교되는데, 가장 큰 차이는 1) 고용시장의 타이트함이 임금에 전가되는 정도와 2) 인플레 기대의 상방 리스크에 기인하고 있는 것으로 보인다. 호주는 이번 달 초 통화정책 회의에서 금리 인상폭을 지난번 50bp에서 25bp로 조절했다.

국내의 경우에도 뉴질랜드와 비교했을 때 임금상승 압력이 낮고, 과거 추이에 비해 크게 벗어나지 않아 최근 인플레기대의 상승세가 둔화되는 흐름이고, 소비자심리가 부진하며 향후 소비 위축 우려 또한 높은 상황이다.

이번 금통위에서 내생변수 고려하며 긴축 속도 조절할 가능성

또한 뉴질랜드는 금융안정 차원에서 여전히 은행 건전성이나 기업의 자금조달 여건이 양호하다고 밝혔으나, 국내는 정부의 시장 안정화조치에도 단기자금시장 및 기업 조달 여건에 리스크가 상존하는 상황이다. 미국과의 대외금리차 확대에도 불구하고 한국은 대외여건과 상이한 내생변수들을 고려하여 11월 25bp 금리인상을 시작으로 가팔랐던 긴축 속도를 조절할 가능성이 높아 보인다.

칼럼의 재해석

김민영 연구원

RMN(Retail Media Network), 미디어 광고 시장의 미래 (McKinsey)

2021년 애플과 구글은 개인정보 보호 강화 명목 하에 쿠키(사용자가 특정 홈페이지를 접속할 때 생성되는 정보를 담은 임시 파일)를 제한 또는 중단하겠다고 밝혔다. 애플과 구글의 서드 파티 쿠키 중단 선언은 그동안 외부업체들이 맞춤형 광고를 가능하게 했던 쿠키 활용의 종말이 다가오고 있다는 걸 의미한다. 광고 시장의 패러다임은 변화하기 시작했고, 이에 대한 다양한 대응책 중 하나로 RMN(Retail Media Network)가 각광받기 시작했다. RMN은 매장 내 광고판이나 전단과 같은 전통적인 소매업 광고를 디지털로 옮겨온 개념으로, 서드파티 쿠키 제한 정책으로 인한 마케터들의 어려움을 해결할 수 있는 대안으로써 등장했다. RMN의 파급효과는 상당할 것으로 예상된다. 미국에서는 2026년까지 RMN에 약 1,000억 달러 이상이 지출될 전망이며, 광고주의 80% 이상이 향후 12개월 동안 RMN 지출을 점진적으로 늘릴 예정이라고 밝힌 바 있다.

아마존의 2021년 광고 매출은 312억 달러로 마이크로소프트, 스냅 등 경쟁업체를 능가했는데, 이는 사용자의 실제 구매 데이터를 보유하고 있는 유통업체로서 소셜미디어 대비 데이터를 활용하기에 유리하다는 점에서 우위를 점할 수 있었던 것으로 판단된다. 국내에서도 쿠팡, 11번가 등의 전자상거래, 유통업체들이 RMN과 유사한 방식으로 새로운 광고 상품들을 시도하고 있다. 이처럼 웹사이트/앱 사용자 관련 데이터를 직접 수집할 수 있는 업체들이 이를 활용해 체계적으로 RMN을 적용해낸다면, 국내 리테일 미디어 시장에서 우위를 점하고 광고 매출 성장을 견인할 수 있을 것으로 기대된다. 아마존, 월마트 등 RMN을 활용하고 있는 해외 업체들의 성과와 RMN 적용이 가능한 국내 업체들의 광고 상품 정책 방향성을 지켜볼 필요가 있다.

쿠키의 종말? RMN(Retail Media Network)의 등장

Third-party 쿠키의 제한, 광고 시장의 패러다임 전환

2021년 애플과 구글은 개인정보 보호 강화 명목 하에 쿠키(사용자가 특정 홈페이지를 접속할 때 생성되는 정보를 담은 임시 파일)를 제한 또는 중단하겠다고 밝혔다. 구글은 2023년 말까지 제3자 쿠키(Third-party cookie, 서드 파티 쿠키)를 더 이상 지원하지 않겠다고 밝혔고, 애플은 iOS 14.5 업데이트를 통해 '앱 추적 투명성'(ATT) 정책을 도입해 앱에서 광고 제공을 목적으로 이용자 활동을 추적하고자 할 때 반드시 권한을 요청하는 팝업을 띄워 동의를 구하도록 했다. 조사에 따르면 아이폰 사용자의 95% 이상이 '광고 추적을 허용하지 않음'을 선택했다.

쿠키는 퍼스트 파티(first-party)와 서드 파티(Third-party)로 구분된다. 퍼스트 파티 쿠키는 웹사이트 운영자가 자체적으로 사용자 패턴을 수집한 데이터이고, 서드파티 쿠키는 광고업체 등 외부 회사가 다른 사이트를 통해 간접적으로 수집한 데이터를 의미한다. 애플과 구글의 서드 파티 쿠키 중단 선언은 그동안 외부업체들이 맞춤형 광고를 가능하게 했던 쿠키 활용의 종말이 다가오고 있다는 걸 의미한다. 광고 시장의 패러다임은 변화하기 시작했고, 이에 대한 다양한 대응책 중 하나로 RMN(Retail Media Network)가 각광받기 시작했다.

표1 애플 VS 구글 개인정보 보호 정책

애플	구글
<ul style="list-style-type: none"> 지난 해 4월부터 이용자 동의 있어야 검색·방문 기록 등 데이터 수집 가능 2020년 3월 '사파리' 브라우저에서 쿠키 수집 차단 	<ul style="list-style-type: none"> 중장기적으로 이용자 활동 기록 대신 취향 기반 '토픽' 정보 제공 계획 '크롬' 브라우저에서 2023년까지 쿠키 활용 단계적 기한

자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

그림1 퍼스트 파티 쿠키와 서드 파트 쿠키 활용 방식

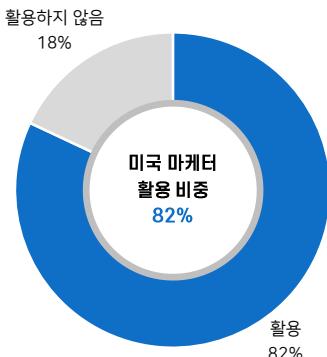


자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

RMN를 통한 광고의 시작

RMN은 애플과 구글의 서드파티 쿠키 제한 정책으로 인한 마케터들의 어려움을 해결할 수 있는 대안으로써 등장했다. RMN은 소매업체 소유의 디지털 자산에서 광고 공간을 구매하여 상품을 광고할 수 있는 개념인데, 매장 내 광고판이나 할인쿠폰 등과 같은 전통적인 소매업 광고를 디지털로 옮겨온 것이다. 아마존이나 월마트 같은 유통업체가 보유한 고객들의 실질 구매 데이터를 활용해 자체 애플리케이션이나 웹페이지에 광고를 싣는 것 등을 포함한다.

그림2 미국 마케터 중 RMN 활용 비중



자료: P2PIQ Trend Report 2022, 메리츠증권 리서치센터

그림3 RMN 활용 예시



자료: 인크로스 마켓인사이드, 메리츠증권 리서치센터

표2 국내 커머스 플랫폼 RMN 이용사례

	11번가	쿠팡
타겟팅	<ul style="list-style-type: none"> 노출 원하는 키워드 자동매칭 혹은 직접 등록 중 선택 가능 	<ul style="list-style-type: none"> 검색결과페이지: 키워드 상품 상세 페이지: 클릭상품 메인페이지: 고객 이용데이터에 맞추어 노출
상품	<ul style="list-style-type: none"> 포커스클릭(CPC) 브랜딩광고(RTB CPC) 	상품광고(CPC), 브랜드광고(CPM)
특징	<ul style="list-style-type: none"> 통합 검색 결과 페이지 상단 및 추천영역 등에 노출 최저 90원부터 10원단위 입찰 가능 	<ul style="list-style-type: none"> 매출 최적화 광고, 수동 성과형 광고 중 선택 가능 메인페이지/검색결과페이지/상품상세페이지 노출, 최저 100원
노출 영역	<ul style="list-style-type: none"> 11번가 제휴 파트너사 지면 웹/앱에 노출 : 쿠팡, 위메프, 애누리, 다나와 등 	-

자료: 11번가, 쿠팡 광고 상품 소개서, 메리츠증권 리서치센터

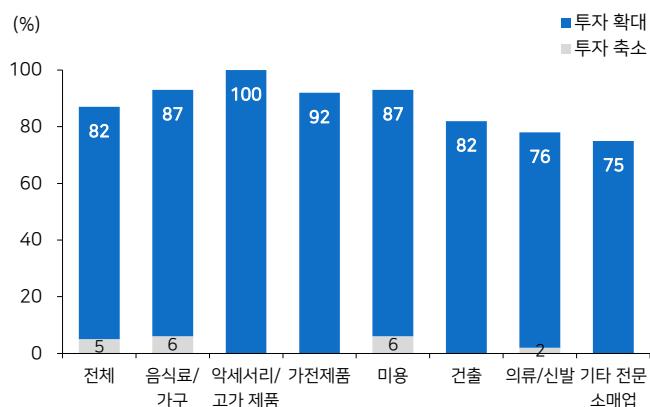
RMN의 파급효과

맥킨지 연구 결과에 따르면, RMN의 파급효과는 상당하다. 미국에서는 2026년까지 RMN에 약 1,000억 달러 이상이 지출될 전망이며, 최종적으로 소매업체뿐만 아니라 여행사, 출판사 등 다양한 분야에서 상용화 될 것으로 기대된다. 즉, RMN는 광고 가치 사슬 전반에 걸쳐 잠재적인 수익 영향을 미칠 전망이다. 2026년까지 리테일 미디어(Retail Media, 리테일 또는 이커머스 웹사이트와 앱에 광고 게재하는 것) 시장 가치는 1.3조원에 달할 전망이며, 그 중 63%는 RMN과 같이 수익성이 좋은 새로운 미디어 비즈니스를 개발하는 소매업체로부터 발생할 것으로 보인다.

RMN에 꾸준한 지출 예상

RMN 관련 맥킨지 조사에 따르면, 광고주의 82%가 RMN 투자를 확대한다고 응답했으며, 다양한 품목에서 투자를 확대할 것으로 조사되었다. 광고주 중 84%는 향후 12개월 동안 RMN 지출을 점진적으로 늘릴 예정이라고 밝혔다.

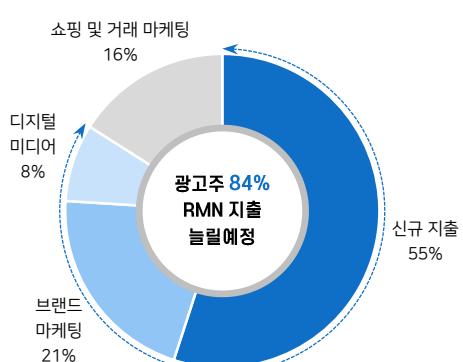
그림4 2023년 품목별 RMN 투자 계획



주: 2022년 기준, n=188

자료: Retail Media Network Survey, 메리츠증권 리서치센터

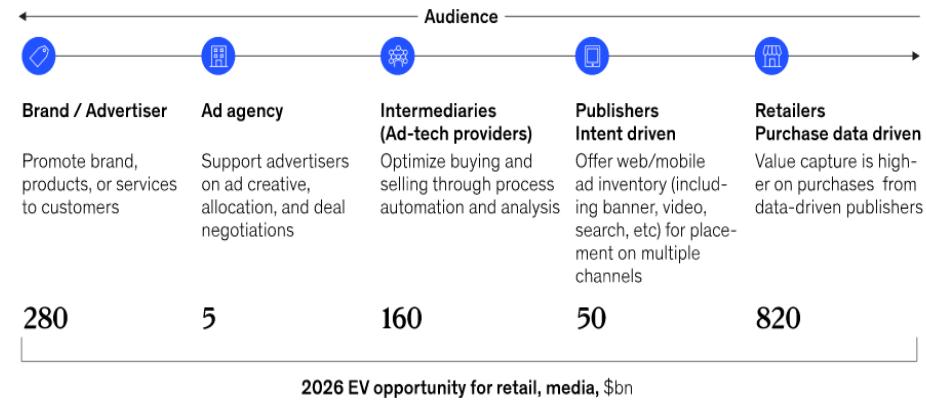
그림5 RMN 초기 예산 출처



주: 2022년 기준, n=188

자료: Retail Media Network Survey, 메리츠증권 리서치센터

그림6 광고 가치 사슬을 변화시키고 있는 RMN



자료: Expert interviews, Capital IQ, Research, Cowen&Company, McKinsey Finance

RMN 활용이 가능한 업체에 주목

아마존의 2021년 광고 매출은 312억 달러로 마이크로소프트, 스냅 등 경쟁업체를 능가했다. 시장 조사 업체 이마케터에 따르면, 아마존의 디지털 리테일 미디어 광고 매출 비중은 22년 76.9%로 추정되며, 미국 리테일 미디어 광고 중 광고 매출 비중이 가장 크다. 사용자의 실제 구매 데이터를 보유하고 있는 유통업체로서 소셜미디어 대비 데이터를 활용하기에 유리하다는 점에서 우위를 점할 수 있었던 것으로 판단된다. 쿠팡, 11번가 등 국내 이커머스, 유통업체들도 RMN과 유사한 방식으로 새로운 광고 상품들을 시도하고 있다. 이처럼 웹사이트/앱 사용자 관련 데이터를 직접 수집할 수 있는 업체들이 이를 활용해 체계적으로 RMN을 적용해 나간다면, 국내 리테일 미디어 시장에서 우위를 점할 수 있을 것으로 기대된다.

원문: *Commerce media: The new force transforming advertising (McKinsey)*