

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 6. 11 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2020년 하반기 전망 시리즈 13 인터넷/게임_Skyrocketing (해설판)
2020년 하반기 전망 시리즈 14 통신/미디어_The Right Direction (해설판)

오늘의 차트

신흥국 주식이 매력적인 이유

칼럼의 재해석

Low Sulfur Momentum + Now De-Carbonization

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



▲ 인터넷/게임
Analyst 김동희
02. 6454-4869
donghee.kim@meritz.co.kr

2020년 하반기 전망 시리즈 13 인터넷/게임_Skyrocketing (해설판)

“The World Just Doesn’t End That Often. We Will Get Through This. But Life Will Be Different. ”

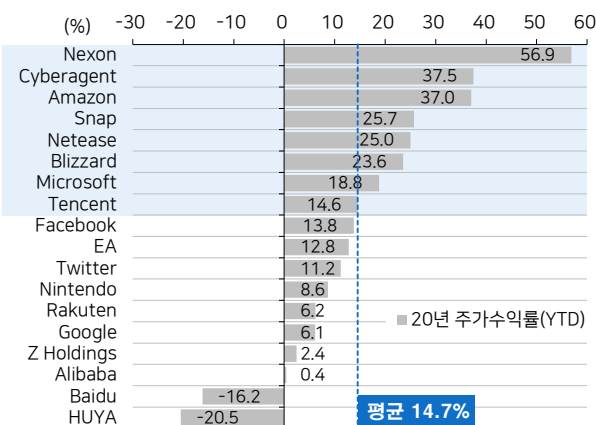
- ✓ ‘Life with Disease’로 인해 사람들의 삶의 패턴이 변화되었고 고착화될 가능성 높음. 1) 여가 시간의 확대, 2) 재택/원격 근무의 일상화, 3) ‘Stay at Home’ 엔터테인먼트에 대한 관심. 코로나를 통해 경험한 편리성, 재미, 삶의 방식은 학습 효과로 인해 고착화
- ✓ COVID-19로 가속화된 글로벌 소프트웨어 업종의 재평가. 우리 삶은 모바일을 매개로 빠르게 변화하고 있으며 그 중심에 NAVER와 카카오 존재
- ✓ Top picks로 NAVER, 카카오, 엔씨소프트 추천

Skyrocketing

COVID-19로 글로벌 소프트웨어 업종의 재평가 가속화

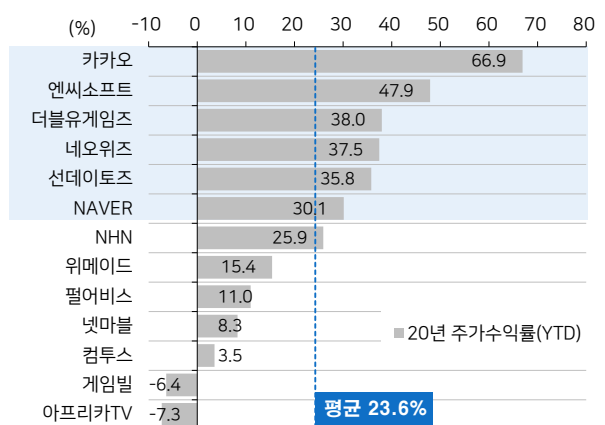
2020년 상반기 글로벌 소프트웨어 업종의 재평가는 COVID-19로 오히려 가속화되었다. 글로벌 기업별 수익률(Ytd)은 아마존 37.0%, 블리자드 23.6%, EA 12.8%, Facebook 13.8%, 넥슨은 56.9%로 강세를 시현했다. 국내에서는 카카오 66.9%, NAVER 30.1%, 엔씨소프트 47.9%로 상승하며 주식 시장을 주도하였다. ‘Life with Disease’로 인해 사람들의 삶의 패턴이 변화되었고 고착화될 가능성이 높다. 여가 시간이 확대되었고, 재택/원격 근무가 일상화되었으며, ‘Stay at Home’ 엔터테인먼트에 대한 관심이 고조되었다.

그림1 글로벌 소프트웨어 업종 수익률



주: 2020.6.9 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국내 인터넷/게임 업종



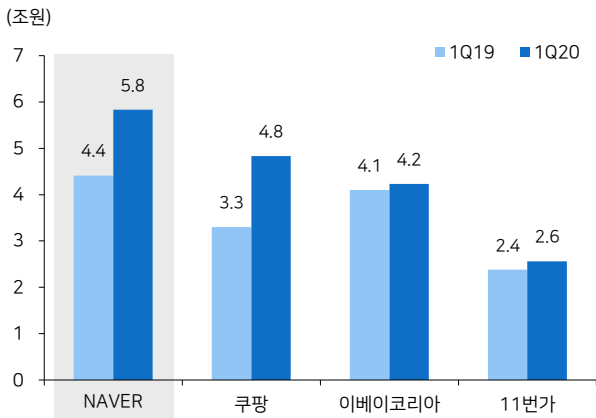
주: 2020.6.9 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

쇼핑도 오락처럼

언택트 쇼핑

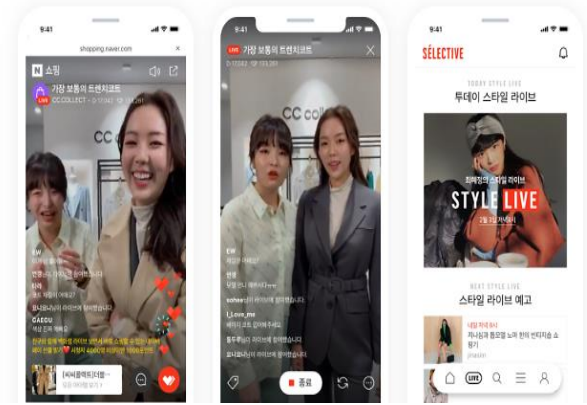
올해 한국인이 가장 많이 결제한 온라인 서비스 1위는 NAVER, 2위는 쿠팡이었다. 상위사업자들의 전자상거래 시장 지배력은 오히려 확대되었는데 1Q20 NAVER 결제액은 5.8조원으로 32% YoY 증가, 쿠팡 결제액도 46.4% YoY 증가하였다. NAVER의 '라이브 커머스'는 잼라이브, 셀렉티브 등을 통해 운영되며 기존 홈쇼핑과의 차별점은 '소통'으로, Z세대는 라이브 커머스 방송을 오락처럼 즐기며 채팅에서 구매까지 경험한다. 또한 쇼호스트가 아닌 인플루언서나 일반인(업체 직원)으로 확대되어 패션/의류/음식/가전제품/여행상품까지 다양하게 판매한다.

그림3 2020년 한국인이 가장 많이 결제한 서비스 - NAVER



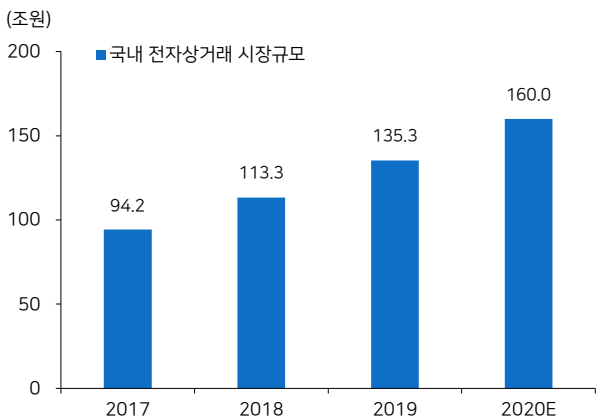
자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

그림4 NAVER의 라이브 커머스 - 방구석 1열 쇼핑



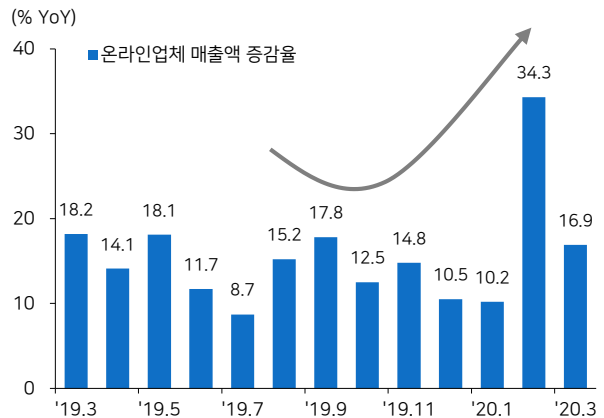
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내 전자상거래 시장 규모



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림6 온라인 커머스 매출 증감율



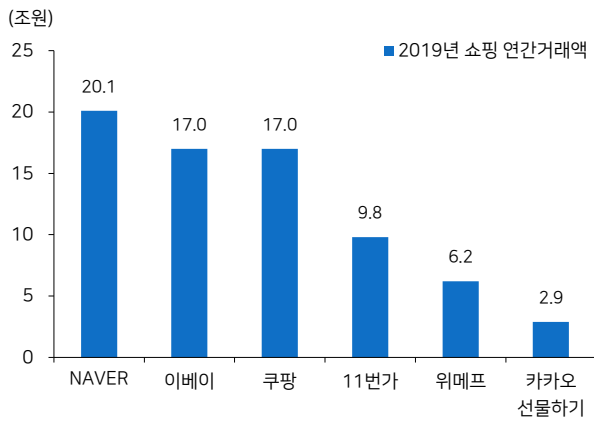
주: G마켓, 쿠팡 등 주요 13개 주요 업체 종합
 자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

쇼핑 비즈니스의 가치

NAVER는 7.5조원,
카카오는 1.3조원

네이버쇼핑과 카카오커머스의 기업가치를 각각 7.5조원, 1.3조원으로 평가한다. 쿠팡, 이베이코리아 등 온라인 쇼핑 사업자들의 평균 PSR 0.5배 대비 30% 할인하여 산출하였다. 2020년 네이버쇼핑은 풀필먼트 서비스를 도입하고 '플러스(멤버십)' 서비스를 출시하였다. 이로써 네이버쇼핑 고객들의 플랫폼 락인은 더욱 가속화된다. 카카오는 선물하기로 전자상거래 시장을 영위하고 있으며 2020년 카카오 선물하기 거래액은 3.9조원(+36.7% YoY)로 추정, 특딜/톡스토어/장보기/주문하기 등으로 E커머스 포트폴리오를 다각화한다.

그림7 국내 쇼핑사업자의 거래액 비교 (2019)



자료: 오픈서베이, 메리츠증권 리서치센터

표1 쇼핑 비즈니스의 가치

(조원)	기업가치	2020E 총매출액	2020E PSR (배)
쿠팡	15.0	20.0	0.8
이베이코리아	5.0	19.0	0.3
마켓컬리	0.8	1.0	0.8
11번가	3.0	12.0	0.3
위메프	2.8	6.8	0.4
티켓몬스터	1.7	4.0	0.4
평균	4.7	10.5	0.5
네이버쇼핑	7.5	22.0	0.3
카카오 선물하기	1.3	3.9	0.3

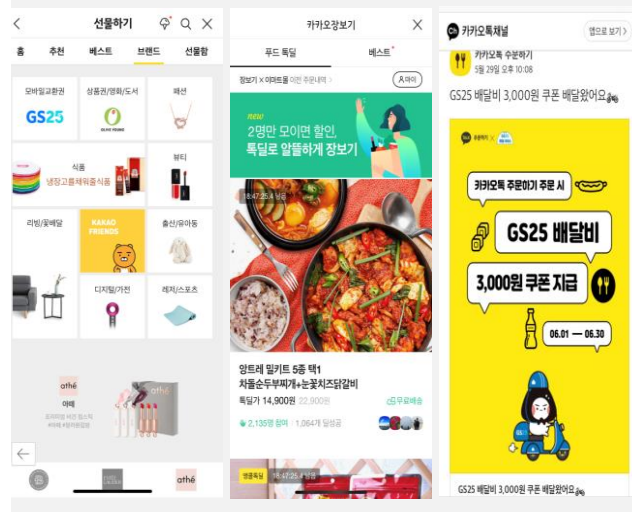
자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

표2 카카오커머스 손익계산서

(십억원)	2018	2019
영업수익	22.7	296.2
(% YoY)	-	-
영업비용	18.5	220.5
인건비	2.3	23.7
지급수수료	9.1	120.3
상품판매원가	4.6	61.7
광고대행수수료	1.4	7.5
기타	6.2	74.4
영업이익	4.2	75.7
(% YoY)	-	-
OPM(%)	18.4	25.6
기타손익	0.6	-2.1
금융손익	0.1	2.6
지분법손익	-	-
세전이익	4.8	76.2
법인세비용	0.2	18.7
당기순이익	4.6	57.5
(% YoY)	-	-
NPM(%)	20.3	19.4

자료: 카카오커머스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 카카오 선물하기부터 장보기/주문하기/톡스토어까지



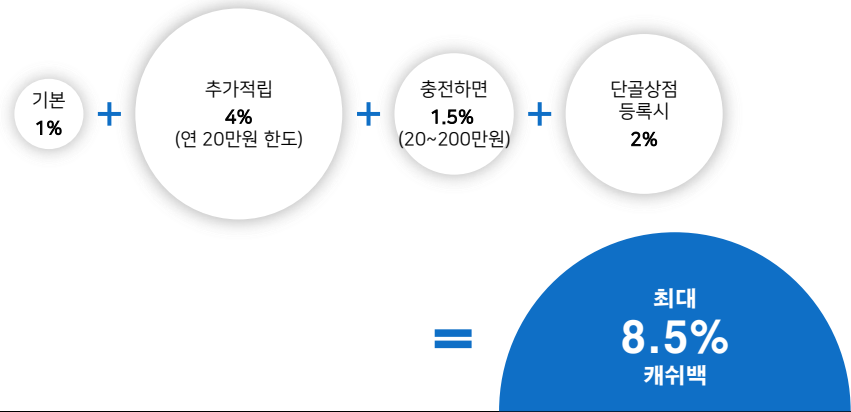
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

한국형 구독경제의 시작

NAVER '플러스'

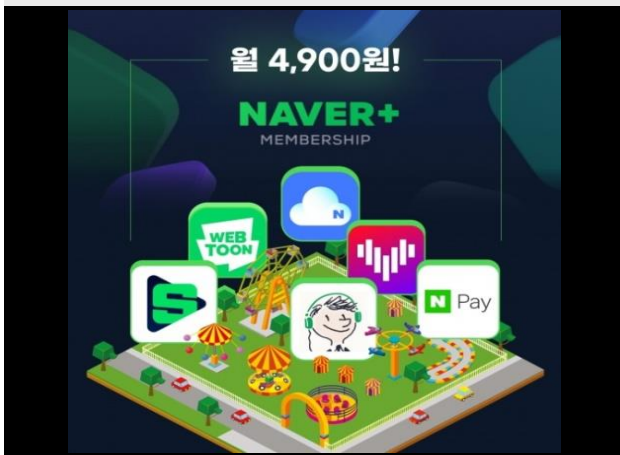
6월 1일 NAVER는 유료 회원제 서비스 '네이버 플러스' 멤버십을 출시하였다. 한국형 구독경제의 시작으로 NAVER의 쇼핑, 예약, 검색, 콘텐츠(음악, 웹툰/웹소설, 영상), 파이낸셜까지 생태계를 하나로 묶는 회원제 서비스이다. 국내 e커머스 시장에서 유료회원제 도입이 많아지고 있는데 2018년 10월 출범한 쿠팡의 로켓와우 클럽(500만 회원)이 가장 성공적이다. '네이버 플러스'는 월 회비 4,900원으로 12,000원 상당의 웹툰/클라우드/음악 등의 디지털 콘텐츠를 제공한다. 또한 쇼핑/예약/웹툰 서비스 등에서 네이버페이로 결제하면 최대 4% 추가 적립, 단골상점 등록하면 +2%, 충전 결제시 +1.5% 포인트 합산하면 최대 8.5%의 캐쉬백 가능한 파격적인 혜택을 제공한다. 향후 네이버 멤버십의 핵심은 '쇼핑 무료 배송' 도입 여부에 있으며, 현재 CJ대한통운과 풀필먼트 서비스 테스트 중으로 연내 배송 혜택도 추가될 가능성이 높다.

그림9 '네이버 플러스' 멤버십 적립금 혜택은 최대 8.5%까지 가능



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림10 '네이버 플러스' 출시



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표3 '네이버 플러스' 멤버십 회원 혜택

No.	구성	서비스 내용	가격(원)
1	웹툰/시리즈	쿠키 20개 (웹툰 미리보기 10편)	2,000
2	시리즈On	영화·방송 감상용 캐시 (최신 드라마 2편 상당)	3,300
3	네이버클라우드	100GB 이용권	3,000
4	바이브	음원 300회 듣기	3,000
5	오디오클럽	오디오북 대여 할인쿠폰	3,000
합계		4개 선택 가능, 약 12,000원으로 2배 이상의 효용 제공	
멤버십 가격			월 4,900원

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

모여봐요, '게임'의 숲

사회적 거리두기 속
게임의 재발견

올해 디지털 게임 시장 규모는 COVID-19로 인해 성장성이 확대되고 있다. 2020년 글로벌 디지털 게임 시장은 144조원으로 18.3% YoY 증가가 기대된다. 휴면 유저들의 컴백과 Free-to-Play 콘텐츠, 올드 IP의 인기, 모바일 뿐만 아니라 콘솔과 PC 게임의 인기에 힘입어 성장성이 제고된다.

닌텐도와 넥슨

2020년 닌텐도의 영업이익은 3,523억엔(+41% YoY)으로 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 소프트웨어 판매량은 3월 출시된 '모여봐요 동물의 숲' 흥행에 힘입어 42.3% YoY 증가한 1억 6,872만개를 기록하였다. 넥슨의 시가총액도 20조원을 돌파하며 호조세인데 5월 12일 출시된 '카트라이더 러쉬플러스'의 흥행에 기인한다. 과거 인기 IP가 모바일로 재탄생하며 실적 성장과 가치 재평가를 이끌고 있다. 참고로 '카트라이더 러쉬플러스'의 글로벌 이용자수는 900만명을 돌파하였으며 실적 기반의 승부, 탄탄한 콘텐츠와 게임 운영으로 흥행 장기화가 기대된다.

그림11 '모여봐요 동물의 숲'



자료: 닌텐도, 메리츠증권 리서치센터

그림12 '카트라이더 러쉬플러스'



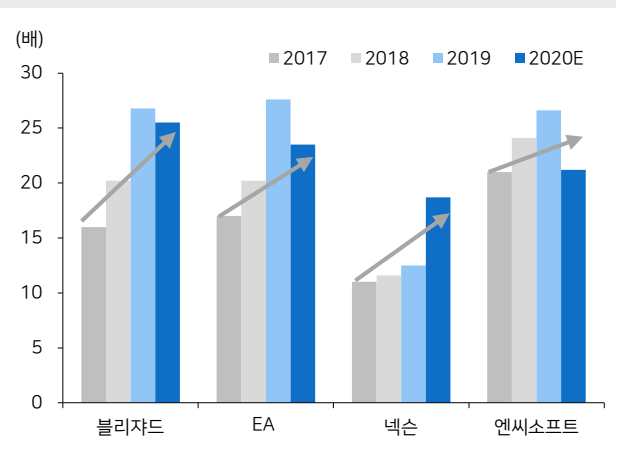
자료: 넥슨, 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 디지털 게임 시장 규모

(조원)	'18	'19	'20E	'21E	'22E	'23E	'24E	'25E
콘솔	34.9	41.0	50.5	53.7	52.1	53.5	54.1	54.3
PC	28.5	27.3	29.1	28.6	28.7	28.3	28.2	28.2
모바일	50.0	52.8	62.5	70.4	78.6	86.4	94.4	102.1
기타	0.4	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
전체 게임 시장 규모	113.8	121.7	144.0	156.8	164.8	174.7	184.6	193.3
(% YoY)	8.0	6.9	18.3	8.9	5.1	6.0	5.7	4.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 글로벌 대형 게임사의 밸류에이션 레벨업



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내 게임 시장의 PIE-UP

크래프톤 IPO

크래프톤은 2007년 설립되어 2015년 ‘테라’, 2018년 ‘배틀그라운드’ 를 출시하였다. 창업자인 장병규 의장은 초대 4차 산업혁명 위원장을 역임하였으며, 2019년말 경영에 복귀하며 기업공개를 준비하고 있다. 1Q20 크래프톤의 매출액과 영업이익은 각각 5,082억원(+98.8% YoY), 영업이익은 3,524억원(+255.6% YoY)으로 사상 최대 실적을 기록하였다. 1Q20 PC와 모바일게임 매출액은 각각 719억원, 4,215억원을 기록하였는데 중국 텐센트가 출시한 ‘화평정영’ 흥행에 힘입어 자문수수료 수익을 인식하였기 때문이다. 이미 장외 기업가치는 연초대비 84% 상승하며 6조원에 육박하고 있는데, 올해 하반기 카카오를 통해 출시 예정인 ‘엘리온’의 성과에 따라 추가 재평가도 가능하다.

(십억원)	2016	2017	2018	2019	1Q20
영업수익	26.5	310.4	1,120.0	1,087.5	508.2
PC	26.4	238.9	923.4	450.9	71.9
모바일	0.1	16.1	104.9	545.6	421.5
콘솔	-	47.0	82.2	80.2	11.3
기타	-	8.3	9.6	10.7	3.4
(% YoY)	-	1,071.1	260.9	-2.9	98.8
영업비용	22.9	283.7	819.8	728.2	155.7
인건비	15.7	103.4	144.6	179.7	48.0
앱수수료/매출원가	-	63.0	295.7	183.6	36.5
지급수수료	2.2	78.8	202.3	187.2	33.6
광고선전비	0.2	11.5	68.4	43.6	10.6
유무형자산상각비	1.3	3.9	5.6	37.6	10.0
기타	3.5	23.1	103.3	96.4	17.1
영업이익	3.6	26.6	300.3	359.3	352.4
(% YoY)	-	639.9	1,027.2	19.7	255.6
OPM(%)	13.6	8.6	26.8	33.0	69.4
기타손익	-12.3	-891.6	63.7	5.6	31.2
금융손익	-0.6	-3.2	-3.2	-3.1	-0.5
지분법손익	-13.5	-	-	-	-
세전이익	-22.8	-868.2	360.8	361.8	383.2
법인세비용	2.1	11.3	109.8	83.0	89.2
순이익	-24.9	-879.5	251.0	278.9	294.0
(% YoY)	-	적지	흑전	11.1	215.1
NPM(%)	-94.0	-283.4	22.4	25.6	57.9

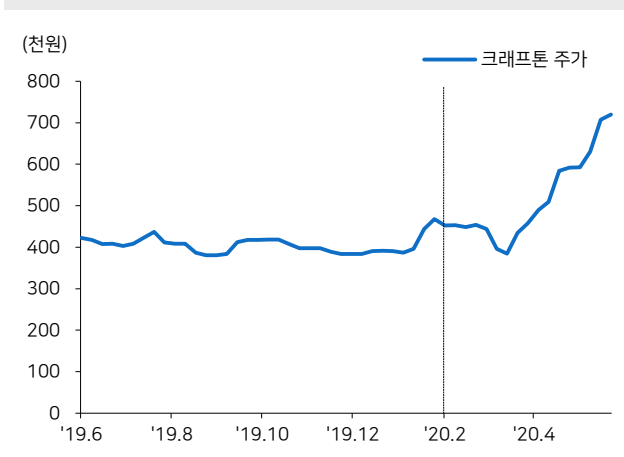
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표6 크래프톤은 어떤 회사인가?

구분	내용
회사명	크래프톤 (2018년 11월 블루홀에서 사명변경)
설립일	2007년 03월 26일
대표이사	김호섭 (네오위즈 스페셜포스 개발팀장 역임)
사업 내용	게임(PC, 모바일, 콘솔) 개발 및 퍼블리싱
주요 주주	장병규 의장 17.5%, Image Frame Investment 13.2%, 벨리즈원 유한회사 6.9%, 케이넷문화컨텐츠 전문투자조합 5.7%
주요 게임	PC 온라인게임, ‘테라’와 ‘배틀그라운드’ 개발사 18년 ‘배틀그라운드’ 모바일 출시, 2020년 ‘엘리온’ 출시 예정
연혁	2015년 테라 서비스/ 지노게임즈, 피닉스게임즈, 스콜 인수
	2017년 ‘테라M’ 상용 서비스, 레드사하라 인수 12월 PUBG ‘배틀그라운드’(서바이벌 슈팅) 출시
	2018년 ‘배틀그라운드 모바일’ 출시 8월 텐센트 지분투자 (13.2%, 5,700억원 규모)
	2020년 ‘엘리온’ 출시, 기업공개 준비

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림14 크래프톤 주가 - 6조원에 육박



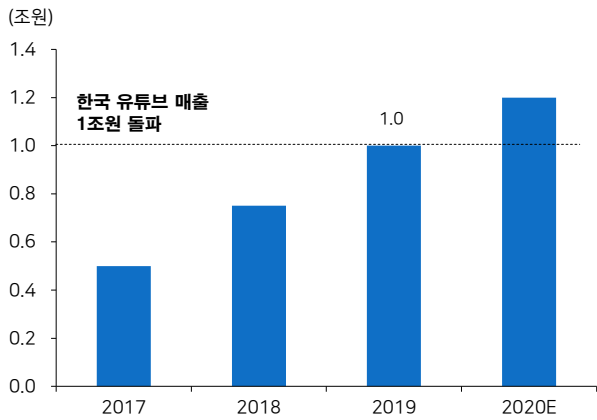
자료: 38커뮤니케이션즈, 메리츠증권 리서치센터

Now Playing, Everywhere

동영상은 아직 성장잠재력 풍부

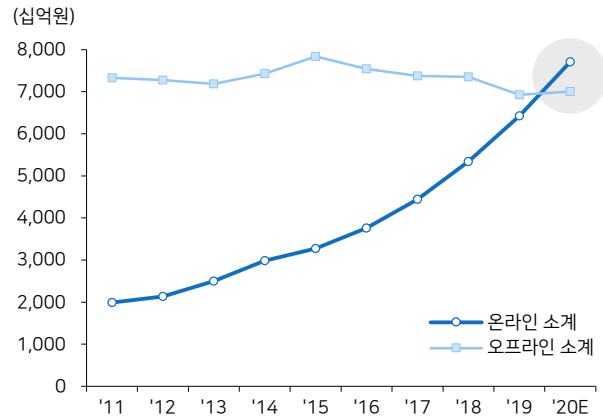
19년 국내 디지털 광고시장은 6.5조원을 넘어섰고 모바일은 4.5조원, 디지털 동영상 광고비는 1.3조원을 기록하였다. 2020년은 온라인광고가 오프라인 광고를 추월하는 원년으로 디지털 동영상 광고 비중은 아직 20%에 불과해 성장 여력이 풍부하다. NAVER의 'V라이브'는 기술력에 기반한 글로벌 '언택트' 공연 플랫폼으로 부상하였다. 올해 NCT, 슈퍼주니어, 동방신기 등의 공연이 진행되었고, 최대 1,500코인(3만 3천원)이 지불됨에도 불구하고 멀티캠(폴샷부터 멤버별 앵글 선택), 멀티뷰(한 화면에서 다양한 화면 볼 수 있음), 응원봉 싱크플레이 등의 기능 제공되며 인기를 끌고 있다. 카카오는 카카오페이지와 카카오M을 통해 동영상 경쟁력 강화하려는 노력이 진행중이다. 카카오페이지는 웹툰 원작을 드라마/영화화 하고 있으며, 카카오M은 하반기 '톡TV'를 출시한다.

그림15 한국 유튜브 광고 매출 1조원 돌파



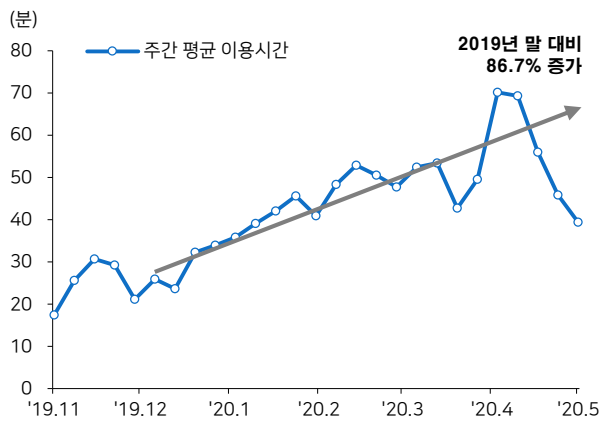
자료: 업계자료, 메리츠증권 리서치센터

그림16 2020년 온라인광고가 오프라인 추월



자료: 한국온라인광고협회의, 메리츠증권 리서치센터

그림17 V라이브 주간 평균 이용시간



자료: 와이즈앱, 메리츠증권 리서치센터

표7 카카오페이지 - 적극적인 영상화 작업

타이틀	작가	형태	특징
이태원클라쓰	광진	드라마	다음 웹툰 원작, JTBC 20년 1-3월 방영, 최고시청률 16.5%
메모리스트	재후	드라마	다음 웹툰 원작, tvN 20년 3~4월 방영
계약우정	권라드	드라마	다음 웹툰 원작, KBS 20년 4월 방영
저녁같이 드실래요	박시인	드라마	다음 웹툰 원작, MBC 드라마, 송승헌, 서지혜 주연
쌍갑포차	배혜수	드라마	다음 웹툰 원작, JTBC 5월 방영중
승리호	홍작가	영화	다음 웹툰 원작, 카카오페이지가 공동투자. 영화를 웹툰으로 역전환 프로젝트
좋아하면 울리는 시즌2	천계영	넷플릭스 오리지널	다음 웹툰 원작, 김소현/정가람/송강의 주연

자료: 카카오페이지, 메리츠증권 리서치센터

전지적 '웹툰' 시점

글로벌 디지털 만화 산업,
한국 웹툰이 주도

세계 디지털 만화 시장 규모는 2022년까지 연평균 8.1% 성장해 135억 달러에 달할 것으로 추정된다. 국가별 시장규모는 일본 38억 달러, 중국 15억 달러, 미국 14억 달러로 1~3위를 기록하였는데 한국 웹툰의 주 성공 요인은 1) 빠른 디지털화, 2) 최적화된 플랫폼과 수익모델(기다리면 무료) 구축에 있다.

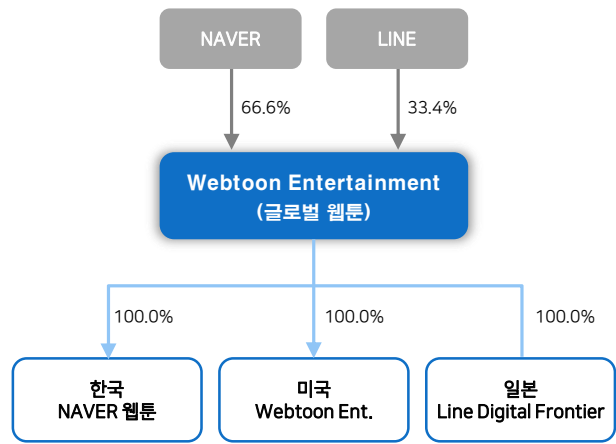
NAVER 웹툰- 글로벌 성장 향유

2020년 네이버웹툰의 거래액은 5,000억원(+66.7% YoY) 성장, 해외 비중은 30%까지 확대를 예상한다. 2021년 네이버웹툰의 북미/유럽 진출을 위한 마케팅 및 인프라 투자가 마무리되며 흑자 전환이 기대된다. 5월 NAVER는 글로벌 웹툰 사업의 지배구조를 재편하였다. 미국 법인 '웹툰 엔터테인먼트'가 라인망가 '라인 디지털 프론티어'의 지분 70%를 현물출자 형태로 인수(2,300억원)하게 되었다.

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
거래액	80.0	160.0	300.0	500.0	650.0
(% YoY)	-	100.0	87.5	66.7	30.0
영업수익	34.1	72.2	161.0	241.5	338.1
(% YoY)	-	111.7	123.0	50.0	40.0
콘텐츠매출	23.9	50.5	100.0	155.0	217.0
광고수익	10.2	21.7	61.0	86.5	121.1
영업비용	72.2	126.3	181.8	244.5	317.8
인건비	8.5	23.5	36.6	47.6	61.9
지급수수료	30.3	54.9	82.2	115.0	149.5
광고선전비	29.0	43.5	55.4	72.0	93.6
기타	4.4	4.4	7.6	9.9	12.8
영업이익	-38.1	-54.1	-20.7	-3.0	20.3
기타손익	0.0	-9.9	-14.0	-4.8	-4.8
금융손익	-	0.5	-1.8	0.4	0.4
세전이익	-38.0	-63.5	-36.5	-7.4	15.9
법인세비용	1.5	0.8	3.0	-3.0	1.6
당기순이익	-36.5	-62.7	-33.5	-10.3	17.5
(% YoY)	적지	적지	적지	적지	흑전

자료: 네이버웹툰, 메리츠증권 리서치센터

그림18 NAVER 웹툰 지배구조 재편



자료: 네이버웹툰, 메리츠증권 리서치센터

카카오페이지 - IPO를 통한
가치 현실화

카카오페이지의 2020년 영업수익은 3,300억원(+28.4% YoY), 영업이익은 600억원(+96.3% YoY)을 예상한다. 카카오페이지는 2010년 7월 설립되어 국내 대표 웹툰 플랫폼으로서 고성장을 지속하며 2020년 하반기 기업공개가 기대된다. 기업가치는 2.5조원으로 평가(영업가치 2조원 + 투자자자산의 가치 0.5조원)하며, 영업가치는 EBITDA multiple 25배를 부여한 수준이다. 참고로 카카오페이지의 종속/관계기업의 가치는 0.5조원으로 카카오재팬(픽코마 2,784억원), 디앤씨미디어 604억원, 삼양씨앤씨 277억원 등이 포함되어 있으며, 일본 웹툰 비즈니스, '픽코마'에 대한 지분을 확대가 필요하다.

표9 카카오페이지 손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
거래액	50.0	93.0	146.9	230.0	290.0	377.0
(% YoY)	-	86.0	58.0	56.6	26.1	30.0
영업수익	30.1	64.0	118.4	187.6	257.1	330.0
(% YoY)	-	112.7	84.9	58.4	37.0	28.4
영업비용	30.7	63.5	115.1	174.9	226.5	270.0
인건비	3.3	5.6	8.4	14.1	25.9	27.0
컨텐츠사용료	13.7	31.3	60.1	91.2	112.6	130.0
위탁판매수수료	8.1	17.1	19.4	25.6	18.5	20.0
판매촉진비	3.9	7.0	10.8	17.7	26.5	30.0
기타	1.7	2.5	16.4	26.3	43.0	63.0
영업이익	-0.6	0.5	3.3	12.6	30.6	60.0
(% YoY)		흑전	560.5	281.0	141.9	96.3
OPM(%)	-1.8	0.8	2.8	6.7	11.9	18.2
기타손익	-0.1	108.2	0.0	-8.8	-14.0	-0.1
금융손익	-1.9	-2.2	1.7	0.9	0.6	-1.9
지분법손익	-	-	-3.1	-7.5	-2.9	-
세전이익	-2.5	-3.4	1.9	-2.7	14.3	55.0
법인세비용	-	0.0	-1.4	1.5	8.2	10.0
당기순이익	-2.5	-3.4	3.4	-4.2	6.1	45.0
(% YoY)	-	적지	흑전	적전	흑전	638.3
NPM(%)	-8.5	-5.3	2.9	-2.2	2.4	13.6

자료: 카카오페이지, 메리츠증권 리서치센터

표10 카카오페이지 - 종속/관계기업의 가치 0.5조원

구분	기업명	지분율 (%)	회사 개요	기업가치 (억원)
자회사	네오바자르	70.1	동남아시아 웹툰 업체, 138억원에 인수	197.0
	삼양씨앤씨	70.0	웹툰, 웹소설 제작 출판사	277.0
	다운크리에이티브	70.2	웹툰, 웹소설 제작 출판사	130.0
	사운드스트	60.0	보이스테이너 활용 콘텐츠 제작	21.0
관계사	디앤씨미디어	18.2	웹툰, 웹소설 콘텐츠 공급기업	604.2
	카카오재팬(픽코마)	19.9	일본 웹툰 No.2 서비스	2,784.6
	학산문화사	19.8	만화, 교과서, 학습서적 출판	113.0
	대원씨아이	19.8	만화단행본, 만화잡지, 아동도서 출판	92.0
	서울미디어코믹스	22.2	만화, 웹소설 출판, 구 서울문화사	85.0
	케이더블유북스	20.0	서적/전자책 출판, 멀티미디어 소프트 개발	80.0
	기타	-		- 87.0
총 합계				4,470.8

자료: 카카오페이지, 메리츠증권 리서치센터

‘Pay’가 바꾼 현재, ‘Pay’가 바꿀 미래

초연결, 데이터, 플랫폼 기반의 디지털 혁신

디지털 금융에 대한 정책적 의지는 1) 20년 1월 데이터3법 통과와 하반기 전자금융거래법 개정 등의 법률 개정과 2) 금융규제 샌드박스 지정과 자본 조달을 통한 핀테크 기업 지원 등을 통해 구체화되고 있다. 테크핀 사업자들의 기업가치는 거래액 증가와 금융플랫폼 구축 여부 등에 따라 지속적으로 우상향 될 것으로 기대된다. 2020년 예상 테크핀 사업자별 기업가치는 네이버페이 3.6조원, 카카오페이 4.4조원, 토스 3.5조원 등으로 추정한다. 올해 카카오페이는 카카오페이증권 출범, 디지털 보험사 단독 설립에 대한 의지를 표명하였다. 또한 6월 8일 네이버페이는 미래에셋대우와 첫 테크핀 금융플랫폼 ‘통장’을 출시하였으며, 토스는 19년 12월 인터넷은행 예비인가, 20년 2월 증권 라이선스를 취득하며 금융 사업자로의 성장을 준비하고 있다.

그림19 한국 핀테크의 성장 패스



자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

표11 사업자별 가치평가

	가입자수 (만명)	이용자당 가치 (원)	거래액당 가치(PSR) (배)	기업가치 (EV) (억원)	비고	MAU (만명)	2019 거래액 (십억원)	매출액 (억원)	결제 비중 (%)	2020E 거래액 (십억원)	2020E 기업가치 (EV,억원)
네이버페이	3,000	90,000	1.5	27,000	미래에셋대우 금융그룹 피투자기준	1,090	18,500	4,000	90.0	25,000	36,486
카카오페이	3,300	100,000	0.6	30,000	네이버페이 대비 할인 거래액 대비 높은 송금 비중.	2,000+	48,000	1,400	20.0	70,000	43,750
토스	1,700	180,000	0.6	28,000	2020년 2월 시리즈F 펀딩 기준 인터넷은행 예비인가/증권사 라이선스 취득	1,000	42,000	1,200	1% 미만	55,000	35,357
페이코	1,000	73,000	1.2	7,350	2019년 7월 한화생명과 너브로부터 750억원 피투자기준	410+	6,000	300	83.0	7,000	8,517
평균	2,175	110,750	1.0	22,825							

자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

본 자료의 원본은 2020년 6월 3일 발간된
'2020년 하반기 전망 시리즈 13 - 인터넷/게임: Skyrocketing' 임.

Strategy Idea



▲ 통신/미디어
Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

2020년 하반기 전망 시리즈 14 통신/미디어_The Right Direction (해설판)

- ✓ **통신서비스:** 5G 가입자 및 무선 ARPU 성장에 따른 실적 개선으로 2H20와 2021년 국내 통신업종 주가는 점진적인 우상향 전망. 5G 가입자 점유율이 높은 LGU+, 전방위적 비용 통제와 B2B 시장 내 성장이 두드러진 KT를 최선호주로 추천
- ✓ **미디어/광고:** 대면 마케팅의 비대면 전환 등 광고 시장도 변화된 트렌드에 적응. COVID-19가 주가에 과도하게 반영된 제일기획 선호

통신서비스 1H20 Review

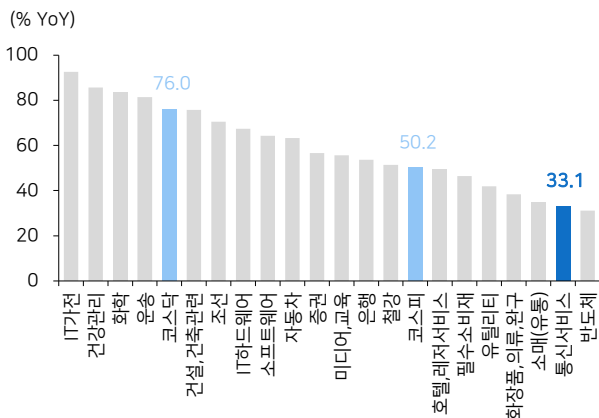
코스피 대비 Underperform 중인 통신주

통신주의 주가는 COVID-19 사태가 진정되며 COVID-19 이전 수준으로 회복한 상황이다. 다만, 상대적인 관점에서는 상반기 국내 통신업종 주가지수는 KOSPI 대비 -6.4%p Underperform하고 있다. 코스피 저점(2020년 3월 19일) 대비 수익률도 +33.1%로 섹터 중 최하위 수준을 기록 중이다.

실적 측면에서는 견조한 모습

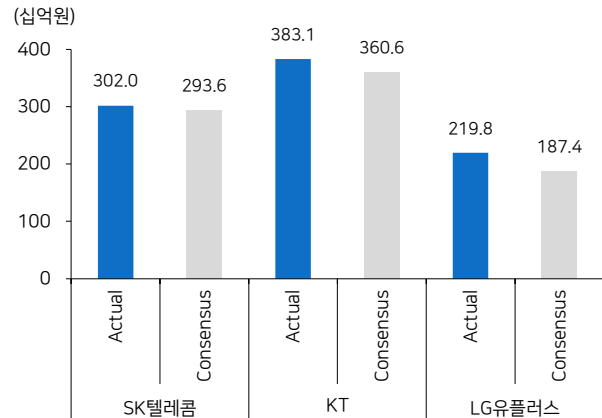
반면 실적 측면에서는 견조하다. 1Q20 통신 3사 합산 영업이익은 9,049억원으로 시장 컨센서스(8,416억원)를 상회했다. 5G 가입자 증가에 따른 무선 ARPU 개선과 M2M 회선 증가로 안정적인 외형 성장을 달성했으며, 시장 경쟁 완화에 따른 마케팅비용 절감 등 보수적인 비용 집행으로 마진 방어에 성공했다.

그림1 KOSPI 저점(2020년 3월 19일) 대비 섹터별 수익률



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 통신 3사 1Q20 영업이익은 시장 컨센서스를 상회



자료: 각 사, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

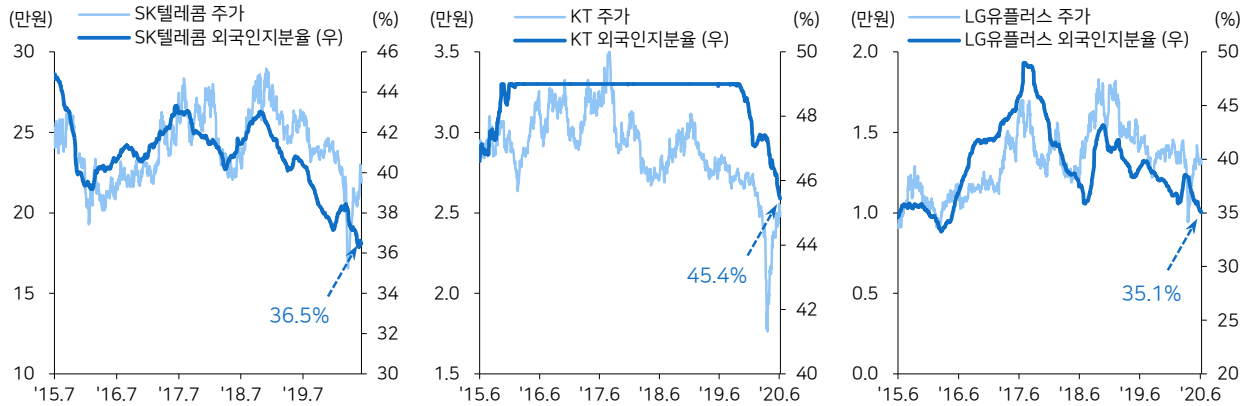
**다양한 우려로 현재
외국인지분율은 역사적 저점 수준**

전통적으로 통신업종 주가지수는 외국인 지분율과 높은 상관관계를 나타낸다. 5G 가입자 둔화, 마케팅 경쟁 우려, 선거에 따른 규제 불확실성에 COVID-19 사태까지 확산되며 국내 통신 3사에 대한 외국인 지분율은 최근 5년 내 최저 수준까지 하락한 상황이다. 반면, 통신주에 대한 국내 기관 및 개인 순매수가 지속되며 주가는 반등에 성공했다.

통신사의 배당 매력 부각 전망

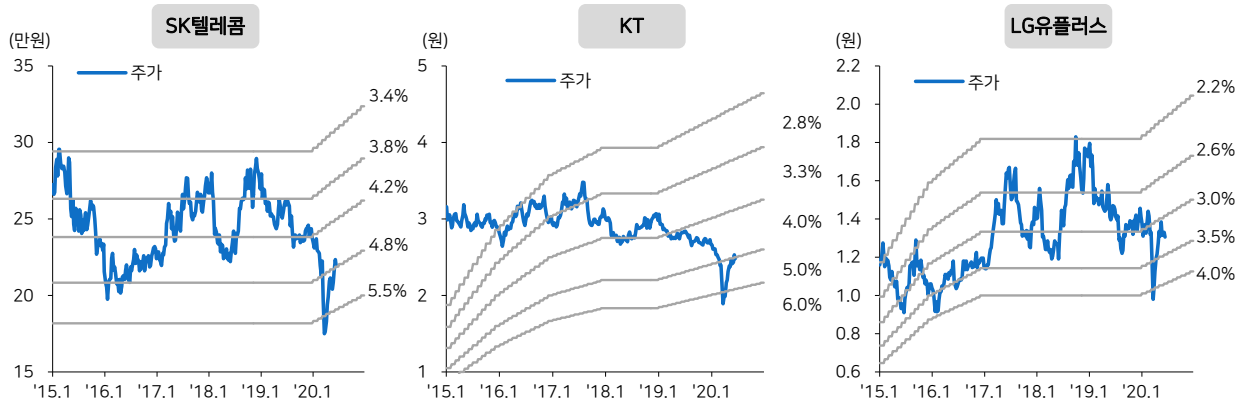
국내 통신 3사의 2020년 배당은 설비 투자 부담으로 전년 수준을 유지할 전망이다. 다만, 통신 사업자 모두 주주 친화적인 배당 정책 변화를 예고한 만큼 2021년 DPS 향상이 기대된다. SK텔레콤은 SK하이닉스 배당과 연계한 새로운 배당 정책을 고려 중이며 절대 배당 규모도 상향할 계획이다. KT 역시 기존 DPS 방식에서 최근 별도 당기순이익의 50%라는 명확한 배당 정책을 시장에 제시했다.

그림3 통신 3사 주가 및 외국인 지분율 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 통신 3사 12M Fwd 배당수익률 밴드



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

통신서비스 2020년 하반기 투자전략

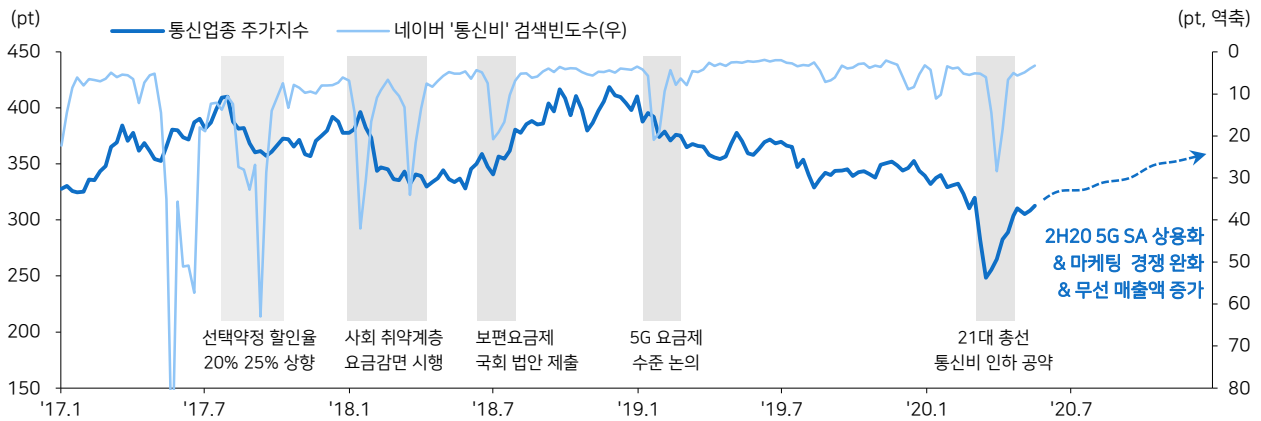
2H20&2021년 통신업종 주가
점진적 우상향 전망

2020년 하반기 국내 통신업종 주가는 점진적으로 우상향할 전망이다. 1H20는 COVID-19와 21대 총선에 따른 규제 불확실성으로 일시적인 주가 조정이 있었다. 2H20는 무선 ARPU 상승에 기반한 MNO 매출 확대와 마케팅 경쟁 완화로 실적 개선이 기대되며, 요금 인가제 폐지, 망 무임승차 금지 등 규제 완화로 인해 업종センチ멘트 역시 개선될 전망이다.

5G 가입자 및 M2M 회선 증가로
무선 매출액 성장 재개 예상

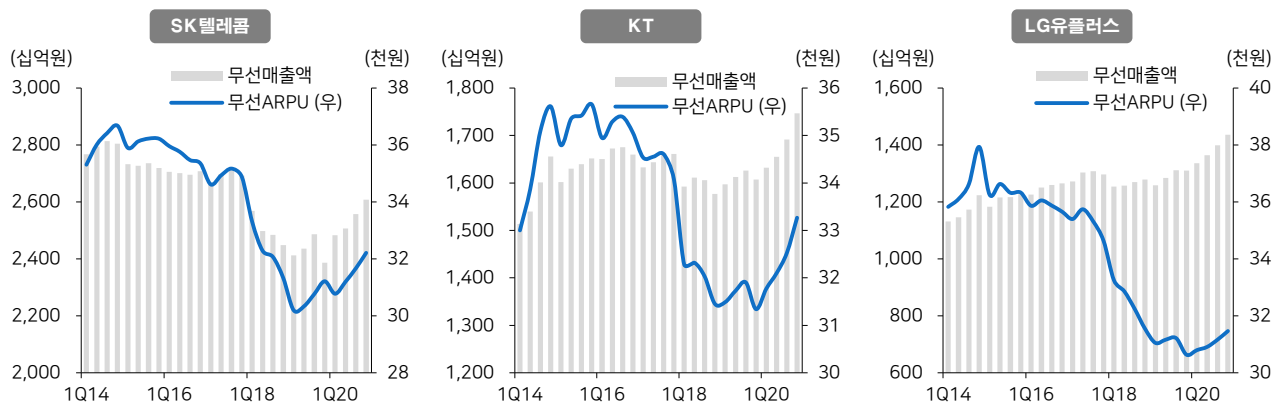
2019년 통신 3사 합산 무선 매출액은 21조 3,284억원으로 전년 대비 -0.5% 감소했으나, 5G 가입자 및 M2M 회선 증가로 2020년 합산 무선 매출액 22조 4,174억원(+5.1% YoY)을 기록하며 성장을 재개할 전망이다. COVID-19 사태로 다소 둔화된 5G 가입자 성장 역시, 하반기 단말기 라인업 확대로 성장을 재개할 가능성이 높다. 5G 가입자는 2019년 467만명(보급률 6.8%)에서 2020년 1,299만명(18.4%), 2021년 2,606만명(36.0%)이 예상된다.

그림5 통신서비스 2020년 주가 전망



주: 네이버 트렌드 '통신비', '요금할인', '기본료' 등 요금 인하 관련 검색빈도수 추이의 역축 그래프
자료: WiseFn, 네이버 트렌드, 메리츠증권 리서치센터

그림6 통신3사 무선 매출액 및 ARPU 성장률



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

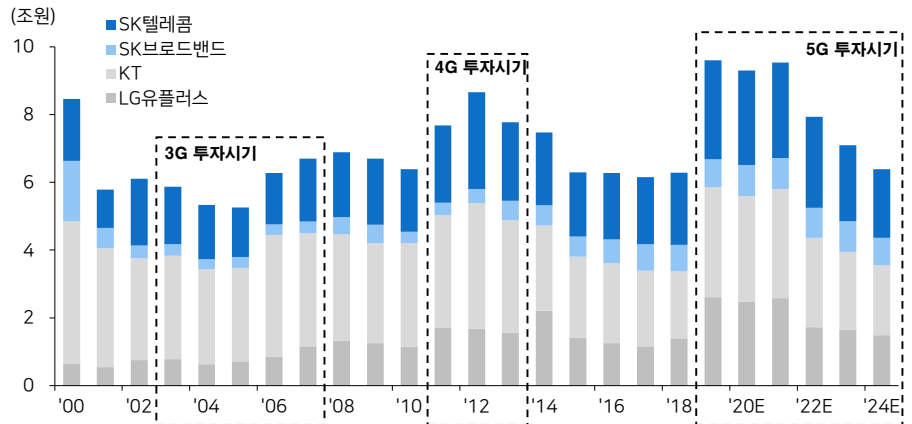
통신사 CAPEX는 2020년 소폭 감소 이후 2021년 다시 증가

통신 3사의 CAPEX는 2019~2021년 평균 9.5조원 규모가 유지될 전망이다. 2020년 합산 CAPEX는 재고 소진 이슈와 5G SA 상용화 준비로 전년 대비 소폭 감소가 예상되나, 28GHz 주파수를 활용한 망 구축이 시작되는 2021년에는 CAPEX는 다시 증가하게 되며, 이후 빠르게 감소할 예정이다.

통신사 마케팅비용 자산화 규모 최근 안정세

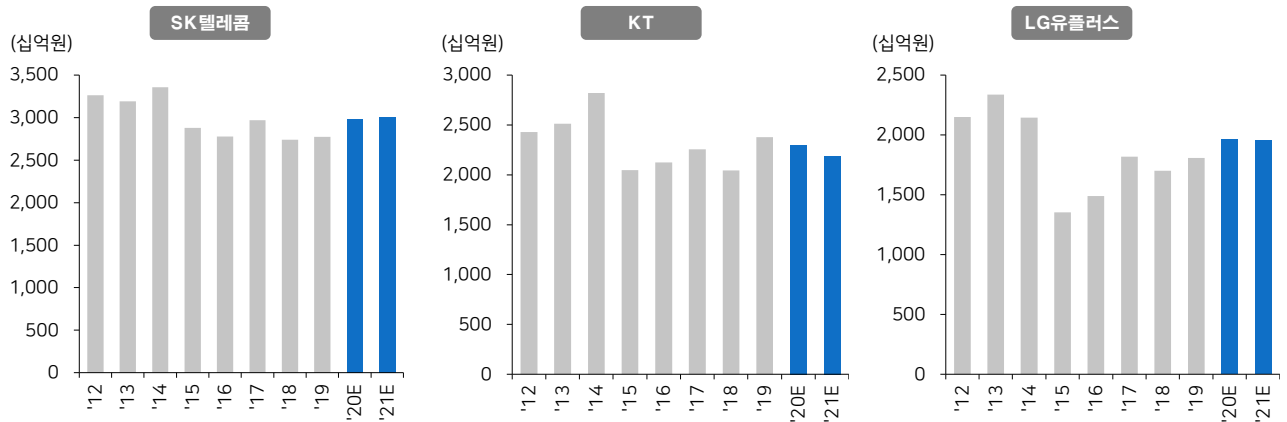
통신사 마케팅비용 자산화 규모는 5G 상용 서비스를 시작한 2Q19부터 큰 폭으로 증가했으나, 최근 안정세를 보이고 있다. 한편, 상각 연수에 따라 통신 3사의 판매 수수료는 2020년에서 2021년으로 넘어가는 시점부터 차별화될 전망이다. 국내 통신사업자들의 마케팅비용 상각 연수는 SK텔레콤 28개월, LG유플러스 24개월, KT 21개월로 3사 중 KT가 가장 보수적으로 집행 중이다.

그림7 통신 세대별 CAPEX 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 통신 3사의 판매수수료 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

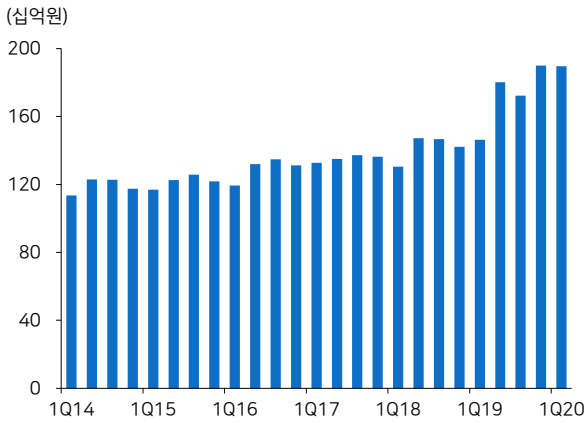
마진과 성장성이 높은 B2B사업에 주목

통신사의 B2B 사업 확장에도 주목할 필요가 있다. KT와 LG유플러스의 IDC 합산 매출액은 1Q14 1,136억원에서 1Q20 1,896억원으로 +66.9% 증가했다. 국내 진출한 글로벌 ICT 업체와 국내 중소형 업체들의 서버 수요가 증가하며, KT와 LG유플러스는 목동과 평촌 등에 추가적인 데이터센터를 구축하고 있다. IDC 전용회선 등 B2B 사업 영업이익률은 10% 중반대로 기존 B2C 사업 대비 마진이 높다는 점에서 매력도가 높다.

적극적으로 B2B 시장 공략중인 통신사들

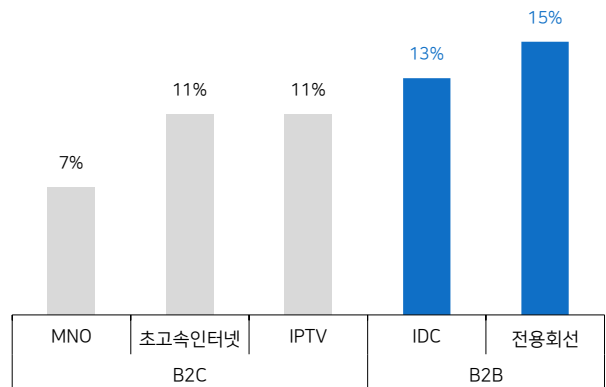
이에 따라 각 통신사들은 제조업 등 다양한 산업군과 함께 제휴를 맺고 스마트팩토리, 모빌리티, 클라우드 등 다양한 B2B 사업을 시도하고 있다. KT, LG유플러스는 기업 전용 5G 서비스를 출시하기도 했다.

그림9 KT와 LG유플러스 데이터센터 사업 합산 매출액 추이



자료: KT, LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

그림10 통신사 B2C vs B2B 비즈니스 마진 비교



자료: KT, LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

넷플릭스 무임승차 규제법 개정으로 글로벌 CP에 망 이용대가 요구 가능

규제 완화 추이 역시 긍정적인 요소이다. 지난 5월 20일 국회 본회의에서 전기통신사업법 개정안이 통과되었다. 이 중 '넷플릭스 무임승차 규제법'은 콘텐츠 사업자(CP)들에게 망 품질 유지의무를 부과하고, 국내 대리인 지정을 의무화하였다. 이로써 국내에서 공짜로 망을 이용 중인 넷플릭스에게 망 이용대가를 요구할 수 있는 법적 근거를 마련했고, 더 나아가 향후 5G B2B 사업에서 통신사의 망 제공에 대한 요구가 가능해질 전망이다. 또한, 일반 소비자가 아닌 기업들에게 망 이용대가를 받는 개념은 망 중립성 논의로 확장 가능하다는 판단이다.

요금 인가제 폐지로 빠른 요금제 심사 예상

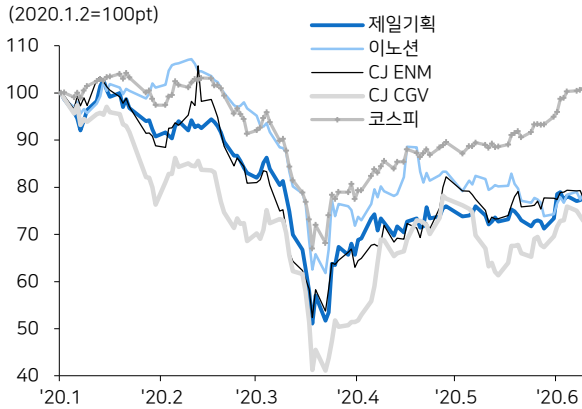
한편, 통신 요금 인가제 폐지 법안이 지난 5월 20일 국회 본회의에서 통과되며 요금 인가제가 30년 만에 폐지되었다. 인가제 대신 유료요금제가 도입됨에 따라 통신 요금제에 대한 정부의 규제는 여전히 가능한 상황이다. 다만, 인가제 폐지로 기획재정부 심사가 배제되어 이전보다 빠른 요금제 심사가 가능해진다는 점은 긍정적이다.

미디어/광고 1H20 Review

COVID-19 이후 부진한
미디어/광고 업종 주가

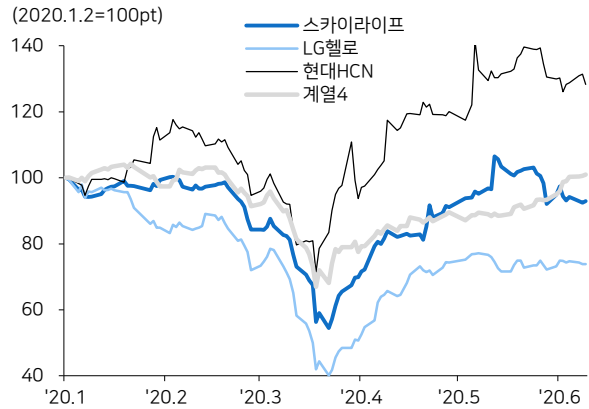
2020년 상반기 미디어/광고 업종은 COVID-19 사태에 따른 국내 광고 시장 위축으로 부진했다. 광고대행사, 방송사, 영화사 모두 코스피 대비 Underperform하는 모습을 보여주었다. 한편, 국내 유료방송 3사의 1H20 주가는 실적이나 주요 지표와 무관하게 외부 환경 변화에 따라 등락을 거듭했다. LG유플러스로부터 인수 절차가 마무리된 LG헬로비전 주가는 연초 대비 -26.1% 하락했으며, 공개적으로 케이블TV 사업 매각 의사를 밝힌 현대HCN은 연초 대비 +28.3% 주가 수익률을 기록했다. 스카이라이프는 딜라이브 인수 가능성이 꾸준히 제기되고 있으며, 투자 확대를 포함한 콘텐츠 사업 확장 계획을 밝히며 주가가 -7.1% 하락하는 양호한 모습을 보여줬다.

그림11 2020년 상반기 미디어/광고 상대주가 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2020년 상반기 유료방송 3사 상대주가 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

2H20 국내 매체별 광고 시장 전망

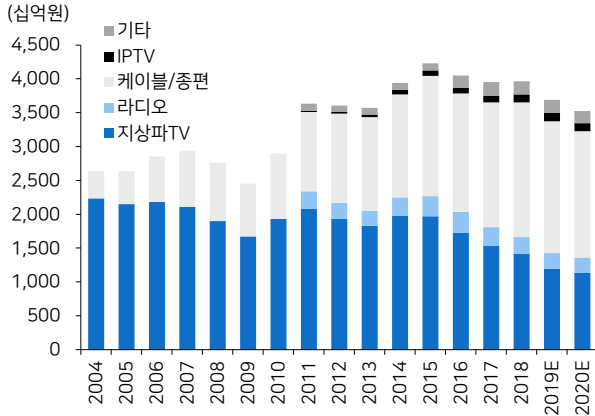
2020년 광고 시장은 +0.2% 성장
하며 GDP 성장률 하회 예상

2020년 국내 광고 시장은 전년 대비 +0.2% 성장한 11조 9,942억원이 예상된다. COVID-19 사태로 인한 경기 침체와 광고주들의 마케팅 예산 축소 영향으로 금융위기 이후 가장 낮은 성장률을 기록할 전망이다. 2020년 국내 GDP 성장률이 +1.1%로 예상되는 반면, 광고 시장 성장률은 +0.2%로 GDP 성장률을 하회할 전망이다.

방송 광고 역성장하는 반면
디지털 광고는 고성장 지속

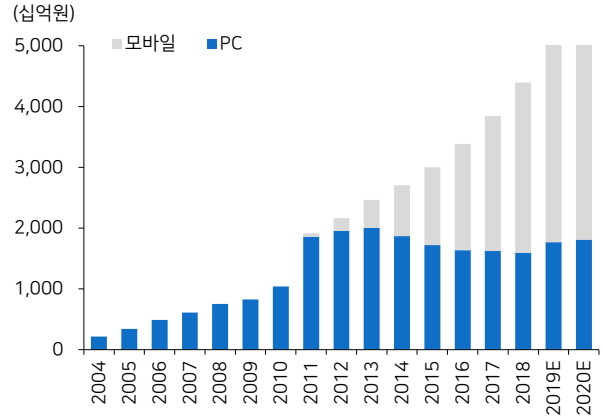
한편, 광고 시장 내에서는 카테고리별 차별화가 심화될 것으로 예상된다. 2020년 국내 방송 광고 시장 규모는 3조 5,267억원으로 전년 대비 -4.4% 감소하는 반면, COVID-19에 따른 광고주들의 디지털 광고 선호 현상으로 2020년 디지털 광고 시장은 +7.0% 성장할 전망이다.

그림13 방송 광고 카테고리별 시장 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

그림14 디지털 광고 카테고리별 시장 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

컨택트(Contact)의 최소화

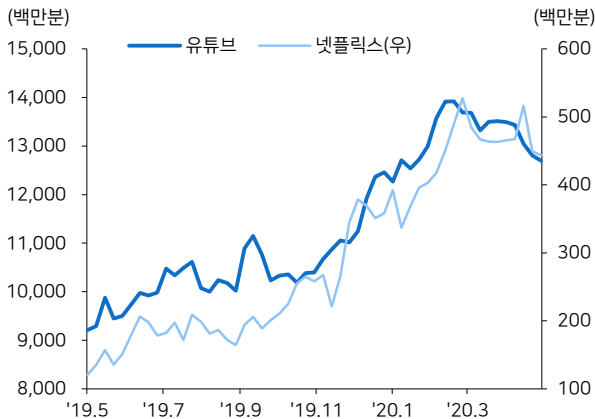
COVID-19 확산 이후
비대면 영업 활동 증가

COVID-19 확산으로 나타나는 변화는 대면 활동이 위축되면서 비대면 영업 활동 증가한다는 점이다. 국내 홈트레이닝 수강생은 2020년 2월 11,000만명으로 1년 사이 +156% 증가했으며, 넷플릭스 이용자와 IPTV 영화 유료 결제 건수도 2020년 2월 한달 사이 각각 +13%, +31% 증가했다.

디지털 광고 수요 확대

또한, 비대면 마케팅 수단으로 디지털 광고 수요가 확대되고 있다. 사회적 거리두기로 외부 활동이 줄어들면서 동영상 포함 온라인 콘텐츠 수요가 증가 중인 상황이다. 생활 소비 패턴이 구조적으로 변화하면서 COVID-19 이후에도 디지털 광고 시장 성장은 지속될 전망이다.

그림15 유튜브, 넷플릭스 동영상 시청시간 추이



주: 안드로이드 기준
자료: WiseApp, 메리츠증권 리서치센터

그림16 전통 vs 디지털 광고대행사 주가 차별화



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

전통 광고대행사의 영업도
비대면 마케팅 위주로 진화 중

전통 광고대행사의 마케팅 수단도 COVID-19가 촉발한 실생활의 변화와 함께 진화 중이다. 대표적으로, 제일기획은 올해 갤럭시 S20 출시와 함께 기존 체험존을 10개 수준으로 대폭 축소했다. 대신, 소비자가 스마트폰을 직접 빌린 뒤 5시간 체험 후 반납하는 '갤럭시 투 고(To Go)' 서비스를 시작했다. 또한, 대면 마케팅이 필수로 여겨졌던 자동차 시장에서도 비대면 광고가 등장했다. 쌍용차는 온라인 커머스와 TV홈쇼핑 등 디지털 채널을 통해 5월 한달 간 코란도와 티볼리의 홍보를 진행했다. 이를 통해 코란도와 티볼리 판매가 전달 대비 +32%, +44% 증가하는 성과를 거뒀다.



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

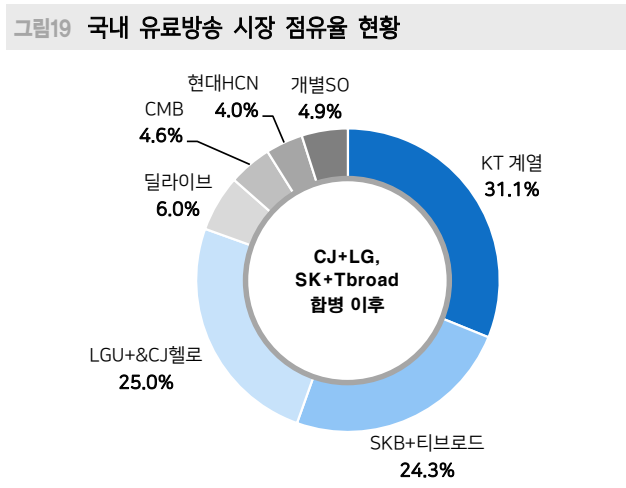


자료: 11번가, 메리츠증권 리서치센터

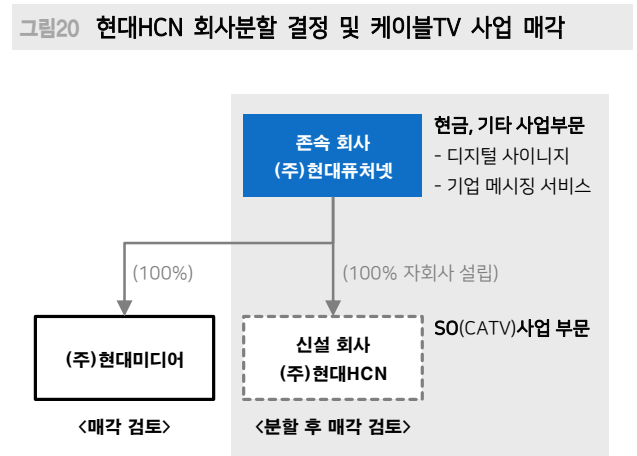
유료방송 시장 재편 가속화

현대HCN 등 유료방송 사업자
매각 진행 가속화

유료방송 시장 재편은 점차 가속 중이다. 현대HCN은 케이블TV 사업 매각 계획을 공시했으며, 최근 매각 예비입찰에 통신 3사 모두 참여했다. 딜라이브는 KT와 꾸준히 매각 협상 진행 중이며, CMB 역시 매각 의사를 밝힌 바 있다.



주: 2019년 하반기 기준
자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터



자료: 현대HCN, 메리츠증권 리서치센터

어려운 경영 환경에서 콘텐츠 경쟁력을 강화하는 유료방송사들

어려운 경영 환경 극복을 위해 국내 유료방송 업체들은 다양한 체질 변화를 시도하고 있다. 스카이라이프 자회사 스카이TV는 SM C&C와 디지털 콘텐츠 공동 기획 및 제작 협력을 체결했다. 플랫폼 사업자에서 콘텐츠 제작사로의 변화를 시사하는 대목이다. LG헬로비전은 LG유플러스의 '아이들나라' 도입 이후 키즈 및 스포츠 채널을 보강했으며, 기존 OTT 플랫폼 '뷰잉' 서비스 종료 후 LG유플러스와 새로운 OTT 사업 전략을 모색 중이다.

2H20 국내 영화 시장 전망

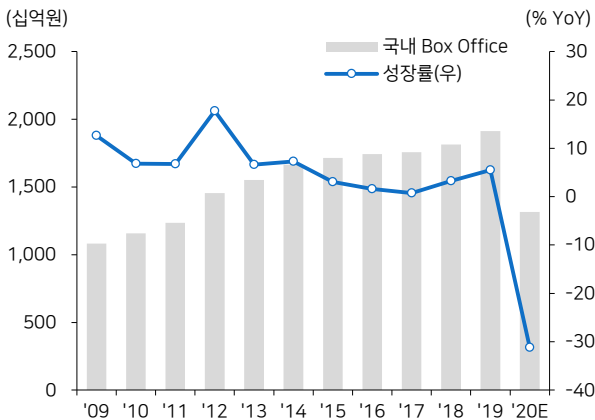
하반기 회복 불구하고 2020년 영화 산업 큰 폭 역성장 불가피

휴업 조치에 들어갔던 극장 상영관은 4월부터 영업을 재개했다. 그러나 하반기 회복에도 불구하고 역성장은 불가피할 전망이다. 2020년 국내 박스오피스는 전년 대비 -31.2% 감소한 1조 3,168억원이 예상되며, 2020년 국내 영화 관람객수 역시 전년 대비 -35.0% 하락한 1억 4,730만명을 기록할 전망이다. COVID-19 사태 완화와 관람객 수 회복이 주가 정상화의 신호탄으로 작용할 것으로 판단한다.

하반기 할리우드 대작들의 흥행 여부에 주목

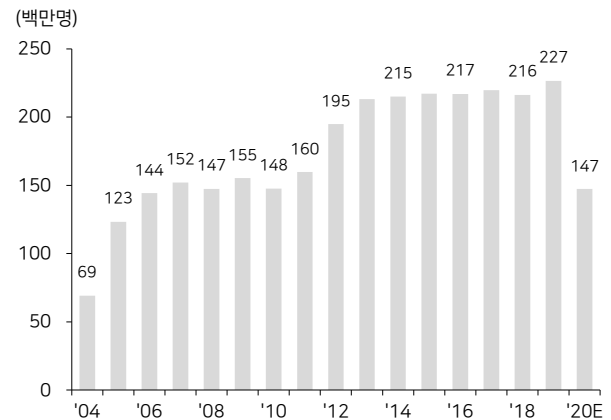
하반기 기대작들은 예정대로 개봉할 예정이다. COVID-19로 인해 주요 대작의 개봉이 늦춰졌으나, 하반기부터는 개봉이 이뤄질 전망이다. 하반기 개봉작 중에서는 '데넷', '킹스맨: 퍼스트 에이전트', '블랙위도우' 등 할리우드 대작의 흥행 여부에 주목할 필요성이 있다.

그림21 국내 박스오피스 추이 및 전망



자료: KOFIC, 메리츠증권 리서치센터

그림22 국내 영화관 관람객수 추이 및 전망

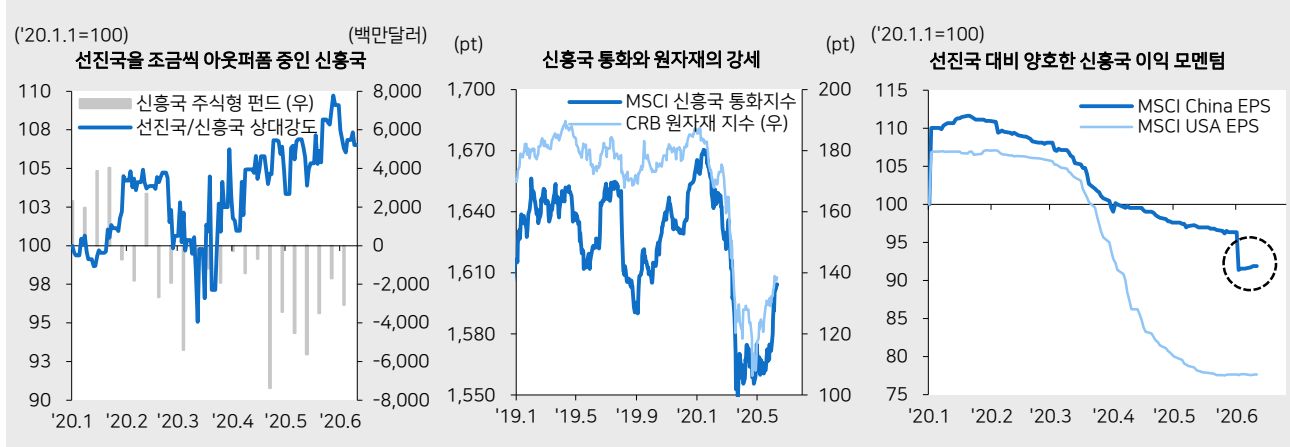


자료: KOFIC, 메리츠증권 리서치센터

본 자료의 원본은 2020년 6월 2일 발간된 '2020년 하반기 전망 시리즈 14 - 통신/미디어: The Right Direction'임

오늘의 차트 김태형 연구원

신흥국 주식이 매력적인 이유



주: 1) 선진국/신흥국 상대강도는 MSCI World/Emerging Index 기준으로 계산
 2) EPS는 12개월 Forward 기준
 자료: Bloomberg, EPFR, 메리츠증권 리서치센터

주가지수와 자금흐름을 통해보면 신흥국을 아웃퍼폼 중인 선진국, 그러나 5월 중순 이후부터 조금씩 약해지고 있는 선진국 선호현상

글로벌 증시는 코로나19경 경기 둔화 우려를 딛고 반등하고 있다. 한편, 반등 속에서도 선진국 선호현상이 뚜렷하다. NASDAQ은 사상최고치를 경신하며 연초 수준을 회복한 반면, 같은 기간 신흥국 증시(MSCI 기준)는 9.4% 하락했다. 북미지역을 중심으로 선진국 주식형 펀드로는 2주전부터 자금이 유입되고 있는 가운데, 신흥국으로는 16주 연속으로 자금이 유출되고 있다. 하지만, 5월 중순 이후부터 흐름을 보면 신흥국 대비 선진국 선호현상이 조금씩 약해지고 있는 모습이다.

선진국 선호현상이 약해질 이유:
 1) 연준의 완화적 통화정책 기조 속 달러화 약세/원자재 강세

신흥국 선호심리가 강해지고 있는 원인은 달러화의 약세와 원자재 가격의 강세다. 연준의 대규모 유동성 공급에 달러인덱스는 200일 이동평균선을 하회하며 추세 이탈을 시도 중이다. 한편, 신흥국 통화는 강세를 보이고 있으며 원유, 구리 등 원자재의 가격도 반등하고 있다. 통화 강세와 원자재 가격 상승은 위험 선호심리가 살아나는 것을 의미하며 신흥국 증시에 우호적인 재료다. 아직 경기가 코로나19 이전 수준을 회복하지 못한 가운데, 연준의 정책 기조는 유지될 것으로 예상된다. 이는 달러화 약세와 원자재 강세를 연장시켜 신흥국 선호심리를 강화시킬 것이다.

2) 선진국 대비 양호한 신흥국의 이익 모멘텀

신흥국 선호심리를 더욱 강화 시킬 요인은 선진국 대비 양호한 이익 모멘텀이다. 코로나19의 여파로 인해 전세계적인 이익 전망치의 하향 조정은 불가피했다. 이익 전망치의 하향 조정이 지속되고 있는 가운데 신흥국을 대표하는 중국의 이익 전망치는 연초 대비 8.1% 낮아진 반면, 같은 기간 선진국을 대표하는 미국은 22.3% 낮아졌다. 또한, 6월 이후 이익 전망치의 변동 추이를 보면 미국의 경우 변동폭이 미미했던 가운데 중국은 조금씩 반등의 조짐이 나타나고 있다. 그 동안 글로벌 증시는 밸류에이션 부담 속 경제 정상화 기대로 상승했었다. 앞으로의 상승이 연장되기 위해선 높아지는 주가 지수만큼 이익전망치의 반등이 필수적이다. 따라서, 양호한 이익 모멘텀은 당분간 신흥국의 매력을 더욱 돋보이게 할 것이다.

칼럼의 재해석 배기연 연구원

Low Sulfur Momentum + Now De-Carbonization (TradeWinds)

노르웨이의 국영석유회사(NOC, National Oil Company) Equinor가 해상활동에서 발생하는 온실가스 감축을 위해 저탄소/제로탄소 연료를 사용하겠다고 선언했다. 세계 해양의 날을 맞아 Decarbonization(탈탄소) 목표를 밝혔으며, 2025년까지 회사측 탱커 선대의 탄소집약도(Carbon intensity)를 2008년 수치의 45% 수준으로 낮추겠다고 발표함. 자국 내 선대를 시작으로 향후 10년 간 저탄소 연료(Low-carbon fuel) 사용을 늘려나갈 방침이라고 발표하였다.

Equinor는 온실가스(GHG, Green-House Gas)를 줄이려는 IMO(국제해사기구)의 의지에 따라 2030년까지 자국 내 해상활동에서 발생하는 배기가스를 2005년 수준의 절반까지 감축하는 목표를 발표했다. 또한 2050년까지는 전세계에서 활동하는 회사측 선박들의 배기가스를 2008년 수준의 절반까지 감축한다는 장기 목표를 밝혔다.

Equinor,
배기가스 감축 목표를 위해 저탄소/제로탄소 연료 사용 확대

Equinor, 2025년까지 탄소배출량 45% 감축

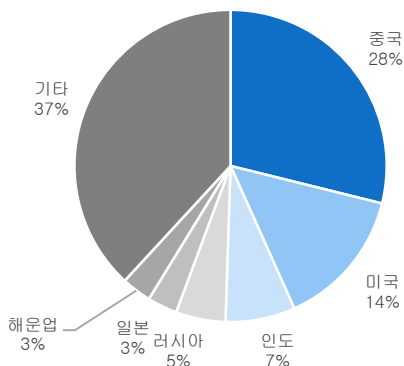
국제 에너지기업들이 탈탄소화(Decarbonization) 의지를 공식화하며, 관련 계획을 발표하고 있다. 노르웨이 국영석유회사 Equinor는 세계 해양의 날(6/8)을 맞아 온실가스(GHG, Green-House Gas) 감축 의지와 탈탄소화 계획을 발표했다. 2025년까지 Equinor가 운영하는 탱커 선대의 탄소 집약도(Carbon-Intensity)를 2008년 수치의 45% 수준으로 낮출 계획이며 이를 위해 저탄소/제로탄소 연료 사용을 확대해 나가겠다고 밝혔다.

탄소 집약도
= 발생한 CO2량 / 에너지소비량
탄소 발자국
= 생산 및 소비 활동으로 발생한 CO2량

IMO 온실가스 및 탄소배출량 감축 전략 채택

2018년 4월 국제해사기구(IMO)는 선박에서 배출하는 온실가스 감축을 위한 장기 목표를 수립했다. 1) 온실가스 배출량을 2050년까지 2008년 수치의 50%수준으로 줄이는 큰 계획과 2) 탄소 집약도를 2030년까지 2008년 대비 40% 감축, 2050년까지 70% 감축한다는 계획, 3) EEDI(Energy Efficiency Design Index) 기준을 선종별로 강화하여 신조선 선박들의 연료 효율성을 제고하는 등 3가지 방안이 마련됐다.

그림1 국가별 탄소배출 비중, 해운업이 국가라면 6위 수준



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

그림2 EEDI(Energy Efficiency Design Index) 개념

$$EEDI = \frac{CO_2 \text{ emission}}{\text{transport work}}$$

$$= \frac{\text{Engine power} \times SFC \times C_F}{DWT \times \text{speed}} \quad (\text{gCO}_2/\text{ton-mile})$$

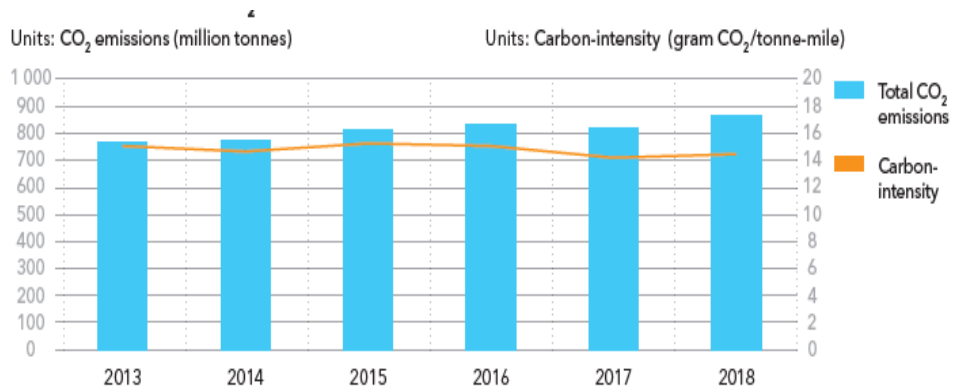
자료: IMO, 메리츠증권 리서치센터

Decarbonization
추진 의지 부족

온실가스/탄소 배출 관련 국제 협약, 유명무실?

교토 의정서(1997년), 파리 기후협약(2015년)이 이어지는 동안 전세계 선대의 이산화탄소 배출량은 8~9억톤 수준으로 정체 중이며, 탄소집약도 또한 톤마일 당 14~16그램 수준으로 답보 상태다. 중·단기 명시적인 규정이 확립된 IMO 2020 황함량 규제와 달리, 추상적인 목표와 필요성 언급에 그친 그 동안의 국제협약은 해운업 내 탈탄소화(Decarbonization) 의지를 고취시키기에는 역부족이었다.

그림3 전세계 선대(fleet) 이산화탄소 배출 추이



자료: DNV-GL, 메리츠증권 리서치센터

Global Energy/Maritime
업체들의 탄소 및 GHG관련 중·
단기 계획 등장

국제 해운/에너지기업들, 탈탄소화 의지 천명(闡明)

1) 2018년 IMO의 GHG 감축 전략 채택, 2) 전세계 ESG 트렌드 심화로 인해 Global Energy/Maritime 업체들은 탄소 배출 및 온실가스 감축을 위한 중·장기 계획을 수립하기 시작했다. 세계 4위 컨테이너선사 CMA-CGM은 6월 발표에서 2023년까지 친환경연료 사용 비중을 10%로 확대하는 등 구체적인 단기 계획까지 발표하고 있다.

표1 국제 에너지/해운업체들 탄소관련 정책 발표 - 중·단기 계획도 등장하기 시작

업체명	분류	날짜	계획
CMA CGM	컨테이너선사	2020-6	- 2023년까지 친환경연료 사용 비중을 10%로 확대 - 2050년까지 탄소중립(탄소제로) 실현
Eagle Bulk	벌크선사	2020-5	- 2021년까지 배기가스 감축 계획 수립 예정 - 지난 4년 간 선대의 연료효율성 개선 전략 추진 중 - DWT당 연료 소모량 -1.1% 감축 - Pre-swirl duct / Post-swirl fin / Low friction hull coating에 투자하며 연료 소비량 감축 노력 지속
Eni	국영석유회사	2020-2	- 2050년까지 온실가스 배출량을 -80% 감축 - 2030년까지 탄소발자국 0 도전
ADNOC	국영석유회사	2020-1	- 2030년까지 온실가스배출 집약도를 -25% 감축 - Carbon Capture Utilisation and Storage 설비를 확대해서 현재 연 80만톤의 CO2처리 능력을 500만톤까지 확대할 계획

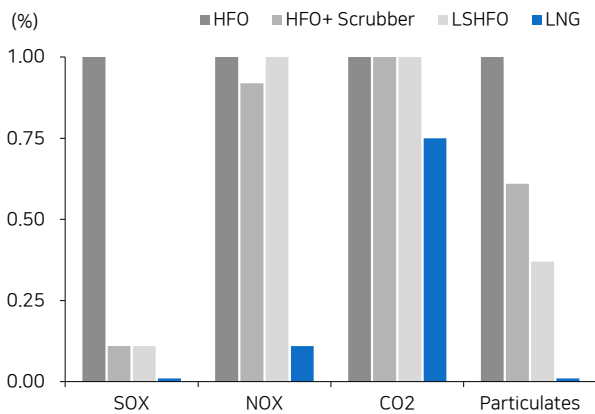
자료: TradeWinds, Upstream, 메리츠증권 리서치센터

해운업 탈 탄소화 의지
→ 친환경 대체연료 탐색으로
귀결

내연기관(Combustion Engine) → 선박연료(fuel)에서 답을 찾다

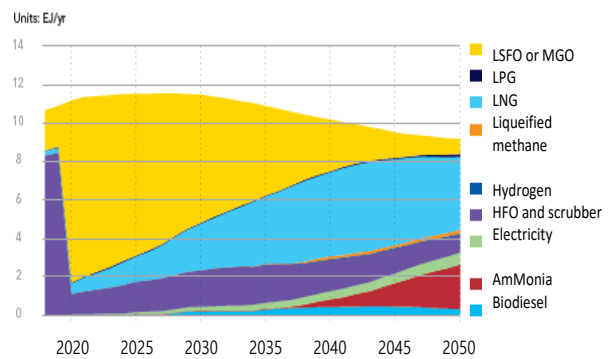
해운업의 탈탄소화 정책 추진 대상은 '선박'이며 배기가스의 근원은 선박연료이다. 배터리엔진, 풍력추진 등 新동력 엔진이 시장에 자리잡기까지 20~30년 소요될 전망이다. 선박의 life-time을 30년이라고 가정하면 최소 30년 간 신조선 발주 시장은 '내연기관' 선박이 지배한다. 따라서 탈탄소화 정책은 친환경 대체연료(fuel) 탐색으로 귀결된다.

그림4 Decarbonization에서도 LNG Fuel 부각



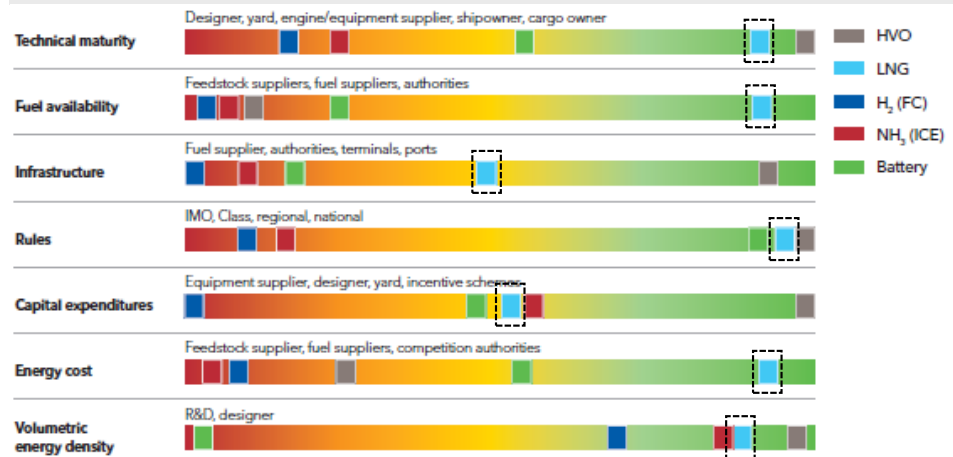
자료: GTT, 메리츠증권 리서치센터

그림5 선박연료(Fuel)별 사용량 전망 및 추이



자료: DNV-GL, 메리츠증권 리서치센터

그림6 선박 연료별 Dashboard -LNG가 최적의 대체연료



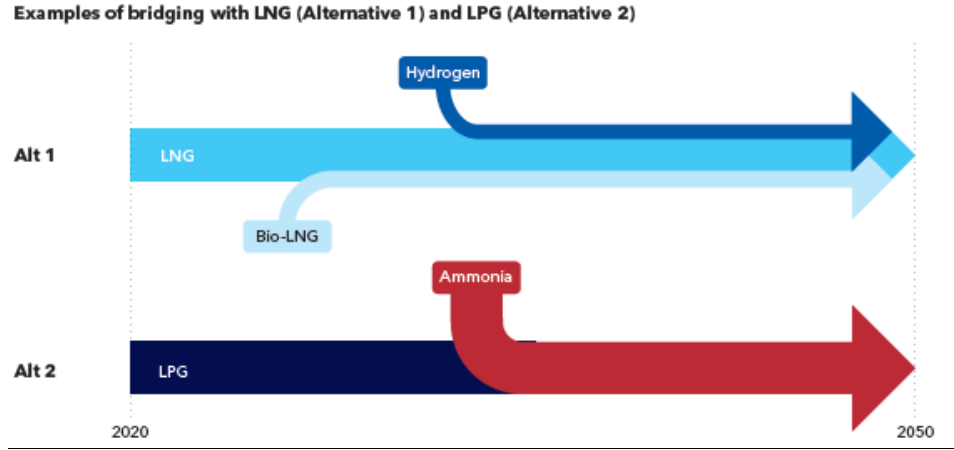
자료: DNV-GL, 메리츠증권 리서치센터

LNG, 향후 20~30년 간 친환경 대체연료로서 입지 굳건

LNG, Zero-Carbon fuel로 가는 중간자 역할 수행

현재 배터리를 제외하고 내연기관 연료로 사용가능한 대체연료는 LNG, 저유황유, 고유황유(scrubber), 수소, Bio-diesel, 암모니아 등 있다. 이 중 Zero-Carbon 을 실현할 수 있는 연료는 수소(H2)와 암모니아(NH3)지만 기술적인 문제와 추가적인 환경오염 문제를 감안하면 상용화 및 확대는 2040년 이후에 가능하다. LNG는 시장이 Zero-Carbon Fuel 시대로 진입하기 전 20~30년 간 중간자 역할을 수행할 전망이다.

그림7 LNG, Zero-Carbon 연료인 수소, 암모니아로 가는 중간자 역할 수행



자료: DNV-GL, 메리츠증권 리서치센터

COVID-19 이후, Oil → Gas
헤게모니 변화 더욱 부각될 전망

COVID-19 이후, Oil→Gas 헤게모니 변화 더욱 부각

에너지원 수요 감소로 LNG가격 부진은 여전하지만, 팬데믹 종식 후 Oil → Gas 헤게모니 변화는 더욱 부각될 전망이다. 1) Global 교역 회복의 신호로써 LNG회복 및 LNG선 운임 반등이 기대되고, 2) 바이러스로 인해 소멸된 IMO2020 효과가 회복될 기대감 있으며, 3) Global 에너지/해운업체들의 탈탄소화向 중·단기 계획 수립은 LNG 수요 성장의 추가 모멘텀으로 작용할 개연성이 있다.

원문: Equinor unveils decarbonisation targets for shipping operations (TradeWinds)