

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 11. 18 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2021년 전망 시리즈 6 **지주_711조원**(해설판)

2021년 전망 시리즈 11 **핸드셋/전기전자_Recovery**(해설판)

오늘의 차트

가치주 로테이션은 지속될 수 있을까

칼럼의 재해석

콘솔의 종말?

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 12일 발간된 [2021년 전망 시리즈 6 - 지주: 711조원] 임



▲ 은행/지주
Analyst **은경완**
02. 6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

2021년 전망 시리즈 6 지주_711조원 (해설판)

- ✓ [711조원] '삼성그룹 + 현대차그룹 + SK그룹' 지배구조 관련 종목 합산 시가총액
- ✓ [삼성그룹] 故 이견희 회장 삼성전자 지분 → 이재용 부회장 상속 → 삼성전자 배당 정책 강화 예상
- ✓ [현대차그룹] 그룹 지배권 확보 및 일감몰아주기/순환출자 해소 → 현대모비스 분할 여부에 따른 2가지 시나리오 제시
- ✓ [SK그룹] SK텔레콤 중간지주회사 전환 → SK하이닉스 자회사 편입(인적분할) 또는 지분을 확대(물적분할) 가능

[삼성그룹] 513조원

故 이견희 회장이 보유한 주요 지분은 삼성전자 4.2%, 삼성물산 2.9%, 삼성생명 20.7% 등이다. 삼성그룹의 급격한 지배구조 개편 가능성은 낮아 보이나 상속 절차가 개시된 만큼 상기 지분의 상속 향방에 따른 영향은 점검할 필요가 있다.

우선 삼성물산 지분은 오너3세가 충분한 지배권을 확보하고 있다는 점에서 중요도가 낮다. 반면 삼성생명 지분은 삼성전자의 대주주 지분이기에 오너3세에게 상속될 가능성이 높으며, 현재로서는 대주주 변경과 관련해 금융당국의 사전 승인을 득해둔 이재용 부회장이 유력하다.

문제는 삼성전자다. 이론적으로 삼성물산 증여, 공익법인 출연 등의 시나리오도 가능하나 세 부담 회피를 위한 편법 증여 논란, 배당수익 및 지배권 상실 리스크 등을 감안시 선택하기 어려운 방안들이다.

즉, 오너3세가 삼성전자 지분을 직접 상속 받을 가능성이 높은 가운데, 약 10조원에 육박하는 막대한 세 부담을 어떻게 해소할 것이냐가 고민의 핵심이다.

상속세 재원 마련 방안은 크게 2가지다. 보유 지분을 매각 하거나 주식담보대출 활용 및 배당 수입 확대로 현재 시장에서 언급되는 오너가 보유 삼성전자 지분 일부 매각 가능성에 대해선 회의적인 입장이다.

공정거래법상 삼성전자의 의결권이 15%로 제한 받고 있는 것은 사실이나 금산분리 및 보험업법 개정안 등 삼성생명 보유 삼성전자 지배권이 흔들릴 수 있는 상황에서 삼성전자 지분을 매각하는 결정은 쉽지 않아 보이기 때문이다.

삼성생명의 급격한 배당정책 확대 가능성도 제한적이다. 본업 회복만으로는 한계가 있기에 '삼성전자 지분 매각 → 삼성물산의 삼성전자 지분 매입 → 삼성물산 보유 삼성바이오로직스 지분 매각'과 같은 공격적인 가정이 추가적으로 필요한데, 이재용 부회장의 사법 처리 관련 불확실성이 잔존하는 만큼 현실화 가능성은 높지 않다.

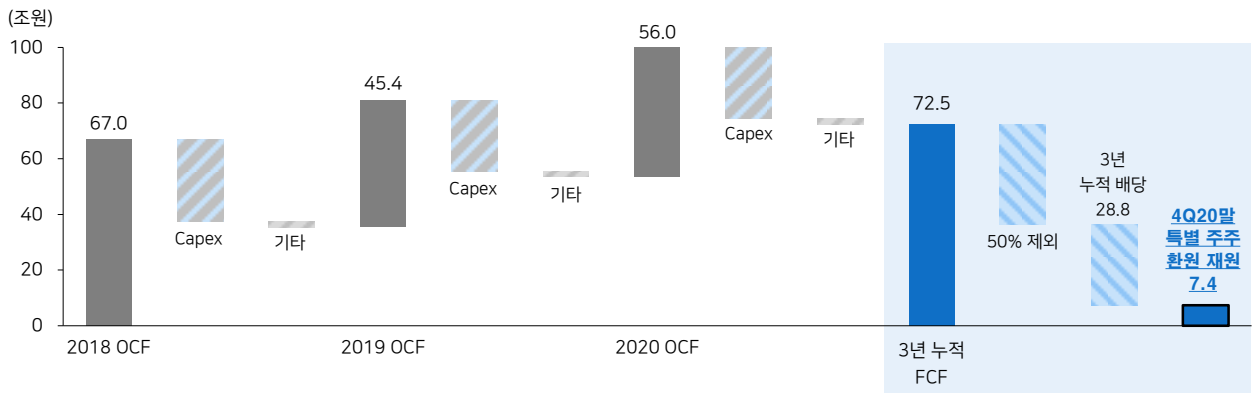
결국 유일한 해법은 삼성전자의 강도 높은 주주환원정책 시행뿐이다. 우리는 연말 약 7.4조원의 특별주주환원을 시작으로 특수관계인 및 모든 주주를 위한 강도 높은 주주환원정책 시행을 기대하고 있다. 지배구조 관점에서 삼성전자, 삼성전자 우선주의 수혜가 예상되며, 관계사 배당수익의 60~70% 재배당 정책을 실시하고 있는 삼성물산에 대한 관심도 필요하다는 판단이다.

그림1 삼성그룹 상속 관련 시나리오



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼성전자 3개년 주주환원계획 현금흐름 분해도, 연말 주주환원 자원 7.4조원



자료: 메리츠증권 리서치센터

[현대차그룹] 101조원

지난 10월 14일 정의선 현대자동차 그룹 수석 부회장이 그룹 회장으로 취임했다. 하지만 오너경영인이라고 하기엔 핵심 계열사 보유 지분은 미미하며, 일감몰아주기 및 순환출자 등 법 개정에 따른 외풍도 존재한다.

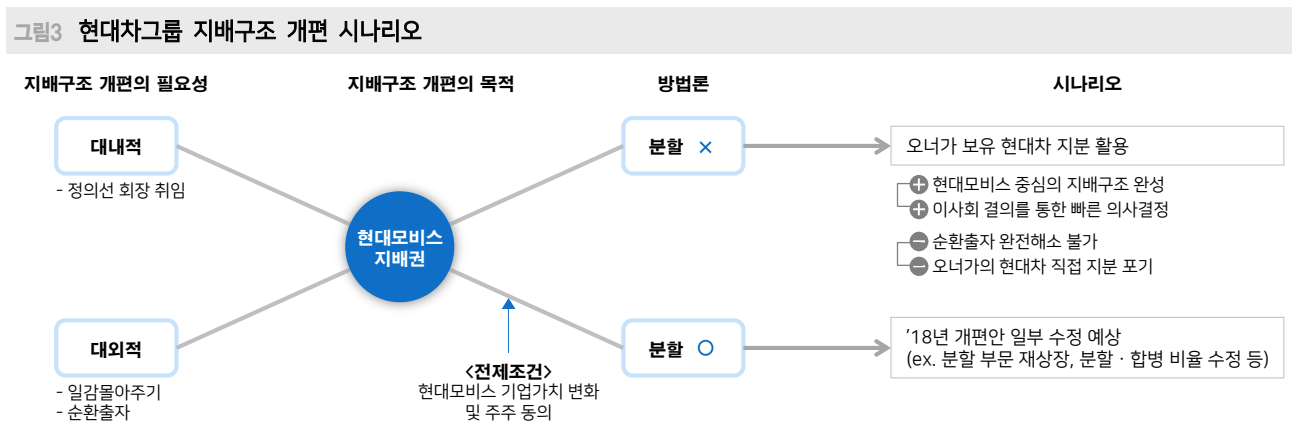
우리는 정의선 회장이 지배구조 개편을 통해 지배권을 강화하고 오너로서의 정당성을 확보하는 가능성에 주목한다. 특히 자본시장과의 소통, 주주가치제고 등을 강조한 만큼 효율성 보단 공정성에 방점을 둔 개편안이 필요하다.

정공법은 정의선 회장의 현대모비스 순환출자 지분 23.7%(약 5.5조원)을 직접 매입하는 것이나 문제는 돈이다. 오너가 보유 지분가치(현대차·현대모비스 지분 제외시 약 4.2조원)에 지분 매각 과정에서의 주가 하락, 세금 등을 고려시 가용 현금은 약 3조원 내외로 추정되기 때문이다.

현대차그룹 지배구조 개편 성공의 핵심은 오너가의 부족한 자금력의 간극을 어떻게 해소 하느냐에 달려있다. 현대모비스 지분 매입 부담은 낮추고, 보유 지분 가치는 높일 수 있는 개편안이 필요하다. 전자는 기업 분할이 유일한 대안이며, 후자는 실적 개선, 신 사업 진출 등이 기업 가치 상승에 일조 가능하다. 최근 현대글로벌비스의 가파른 주가 상승 역시 이와 무관해 보이지 않는다.

먼저 현대모비스가 분할하지 않는 경우, 현대모비스에 오너가 보유 현대차 주식을 현물출자 후 신주배정을 통해 지배권을 유지 및 강화하는 방안이 유력해 보인다. 오너가의 현대차 직접 지분 포기는 아쉬운 부분이나 현대모비스 중심의 지배구조 확립, 이사회 결의를 통한 빠른 의사결정 등은 장점인 시나리오다.

분할의 경우 정답은 이미 '18년에 현대차 그룹이 공개했다. 다만 단순 방법론의 변경만으로는 주주 동의를 얻기에 한계가 있는 만큼 명확한 분할·합병 근거 및 미래 비전 제시 등이 전제조건으로 필요하다. 투자자 입장에서선 방법론에 대한 소모적인 논의보단 현대모비스 기업가치 변화 여부에 좀 더 집중할 필요가 있다.



자료: 메리츠증권 리서치센터

[SK그룹] 97조원

SK그룹 지배구조에서 아쉬운 점은 SK하이닉스의 위치(손자회사)와 보유 지분을 (20.1%)이다. 그룹 내 가장 높은 현금 창출력과 성장성 보유에도 손자회사로 편입된 까닭에 여러 제약 요건이 존재한다.

지난 8월 28일, SK텔레콤은 5천억 규모의 자사주 매입을 공시했다. 보유 자사주 규모가 9.4%에 달하고 당시 주가 역시 견조했다는 점에서 의문이 남는 자사주 매입 결정이다. 이에 우리는 SK 자사주 매입, SK바이오팜 상장 등에 이은 SK그룹 지배구조 개편 과정의 일환으로 해석하고 있다.

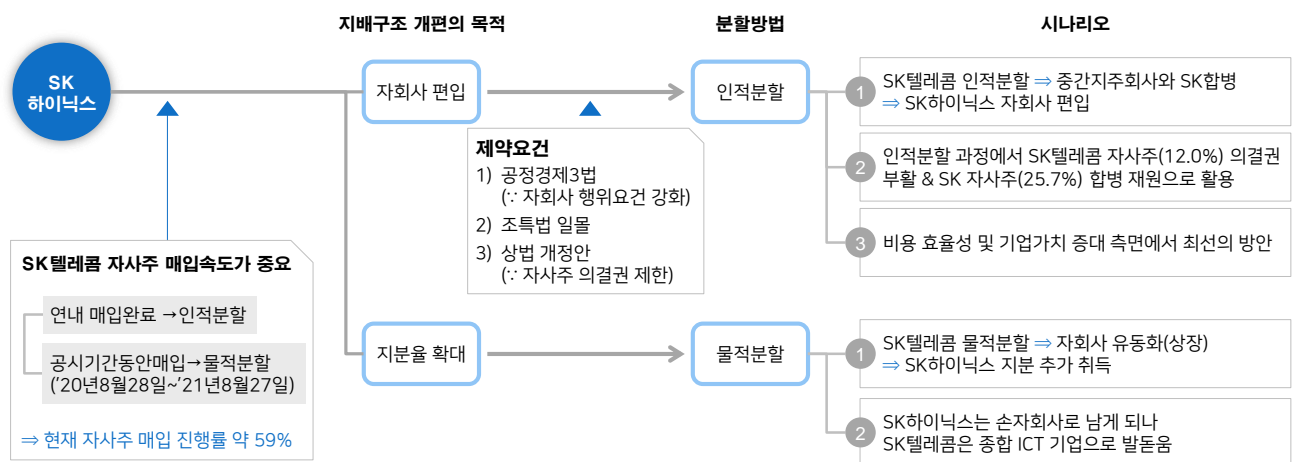
SK텔레콤의 중간지주사 전환 이슈는 시점의 문제일 뿐 기정사실화 된지 오래다. 다만 기업 분할 및 지주사 전환 과정에서 SK하이닉스의 자회사 편입 또는 지분율 확대를 동시에 해결할 수는 없기에 방법론에 대한 고민은 필요하다. 전자는 인적분할이, 후자는 물적분할이 좀 더 유리하다.

먼저 인적분할은 1) SK텔레콤을 인적분할 후 2) 중간지주회사와 SK를 합병해 3) SK하이닉스를 자회사로 편입하는 시나리오다. 비용 효율성 및 기업가치 증대 측면에서 SK가 선택할 수 있는 최선의 방법이나 1) 자사주 관련 법안, 2) 조특법 일몰, 3) 공정거래3법 등을 감안시 시간적 여유는 많지 않다.

물적분할은 이보다 더 간단하다. SK텔레콤을 물적분할 후 자회사 상장과정에서 확보한 현금으로 SK하이닉스 추가 지분을 취득해 종합 ICT 기업으로 발돋움 하는 시나리오이다. 물론 이 경우 SK하이닉스는 여전히 손자회사로 남게 된다.

현재로서는 SK 그룹이 어떤 방법을 택할지 알 수 없으나 SK텔레콤의 자사주 매입 속도가 하나의 Signal이 될 수 있다. 연내 자사주 매입을 마친다면 이는 인적분할에 힘을 실어주는 요인이다. 참고로 현재 자사주 매입 진행률은 59%다.

그림4 SK그룹 지배구조 개편 시나리오



자료: 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2020년 11월 16일 발간된
[2021년 전망 시리즈 11 - 핸드셋/전기전자: Recovery] 임



▲ **섹터**
Analyst **주민우**
02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

2021년 전망 시리즈 11 핸드셋/전기전자_Recovery (해설판)

- ✓ 2021년 스마트폰 출하량 13.6억대(+8% YoY) 예상
- ✓ 스마트폰 업체중에서는 역대급 교체 수요에 기반한 5G 슈퍼사이클을 누리게 될 애플 주목
- ✓ 화웨이의 빈자리는 샤오미가 가장 많이 차지하게 될 전망
- ✓ 스마트폰 수요 회복에 의한 IT 부품 업체 실적 개선도 중요하지만, 자동차 수요 회복과 전장화 가속화에 따른 전장부품 실적 턴어라운드에 더 많은 관심 필요
- ✓ LG전자, LG이노텍 Top-pick 제시

시나리오별 2021년 전망

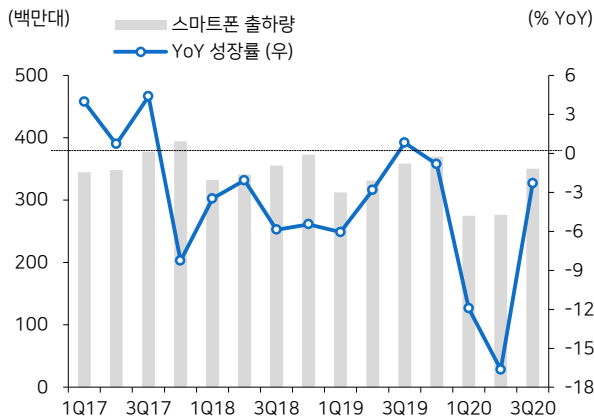
항목	변수	Worst	Base	Best	
추가 결정 요인	1. 스마트폰 판매	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 경기회복 ▪ 보조금 ▪ 이동제한 조치 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Base 대비 -10% ▪ 경기회복 지연 ▪ 보조금 지급 小 ▪ 이동제한 조치 有 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 21년 13.6억대(+8% YoY) ▪ 경기회복 ▪ 보조금 지급 多 ▪ 이동제한 조치 無 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Base 대비 +10% ▪ 경기회복 ▪ 보조금 지급 多 ▪ 이동제한 조치 無
	2. 화웨이 제재	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 미중 분쟁 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 화웨이 제재 해제 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 화웨이 제재 소폭 완화 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 화웨이 제재 유지
	3. 자동차 판매	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 경기회복 ▪ 보조금 ▪ 이동제한 조치 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Base 대비 -10% ▪ 이동제한 조치 有 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 21년 자동차 판매 7,550만대(+15% YoY) ▪ 이동제한 조치 無 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Base 대비 +10% ▪ 이동제한 조치 無
산업 투자 전략		비중 축소	비중 유지	비중 확대	
			<ul style="list-style-type: none"> ▪ 스마트폰 판매 회복에 더해 전장 매출비중 증가할 경우 멀티플 리레이팅 예상 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 스마트폰 판매 회복에 더해 전장 매출비중 증가할 경우 멀티플 리레이팅 예상 	
Top-Picks		중목	LG전자, LG이노텍	LG전자, LG이노텍	

2020년 리뷰

2020년에도 스마트폰 역성장은 지속됐다. 1Q20 2.75억대(-11.9% YoY), 2Q20 2.76억대(-16.6% YoY), 3Q20 3.50억대(-2.3% YoY)를 기록했다. 스마트폰 역성장은 이미 2018년부터 지속돼왔으나 유독 올해 역성장 폭이 컸다. 3Q20부터는 서서히 수요가 회복되고 있고, 기저효과를 바탕으로 2021년에는 오랜만에 스마트폰 성장률이 플러스 전환할 전망이다.

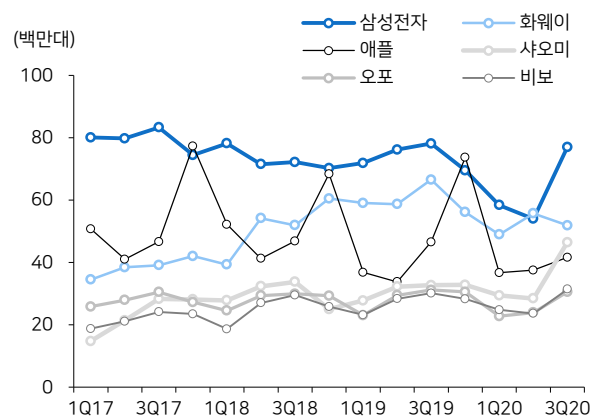
업체별로는 화웨이를 제외한 모든 업체들이 3Q20부터 회복을 나타내고 있다. 화웨이는 미국의 제재영향, 지속적인 서비스 가능여부에 대한 소비자들의 의심이 3Q20 판매 부진으로 이어졌다. 특징적인 부분은 화웨이의 빈자리를 가장 많이 가져간 업체가 샤오미였다. 중저가 포지셔닝이 잘돼있는 샤오미가 내년에도 화웨이의 빈자리를 가장 많이 가져갈 것으로 예상된다.

그림1 글로벌 스마트폰 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 주요 업체별 스마트폰 출하량 추이



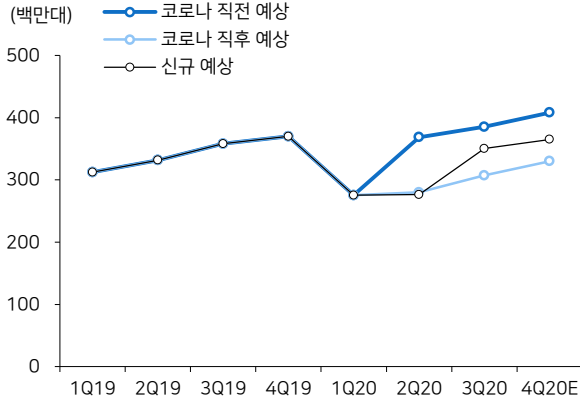
자료: 메리츠증권 리서치센터

2021년 전망

1) 스마트폰 수요 회복

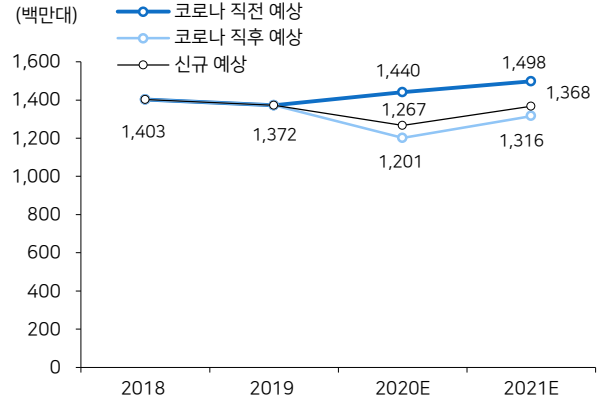
2020년 스마트폰 출하량은 13.6억대(+8% YoY)로 회복 예상하나, 코로나 이전 수준(13.7억대)에는 미치지 못할 전망이다. 업체별로는 삼성전자 3.0억대(+18% YoY), 애플 2.2억대(+7% YoY), 화웨이 7천만대(-64% YoY), 샤오미 1.9억대(+38% YoY), 오포 1.4억대(+36% YoY), 비보 1.4억대(+36% YoY)를 예상한다. 판매 성장률은 화웨이 반사수혜를 가장 크게 누리게 될 샤오미가 가장 클 것으로 예상된다.

그림3 분기별 스마트폰 출하량 전망치 수정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 연도별 스마트폰 출하량 전망치 수정



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 주요 스마트폰 업체별 출하량 전망

(백만대)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
Samsung	58	54	79	63	67	74	81	79	269	254	300
Apple	37	38	42	94	62	43	48	72	191	210	225
Huawei	49	56	52	40	17	17	19	16	241	197	70
Xiaomi	29	28	46	34	41	41	63	46	126	138	191
OpPO	23	24	31	30	31	34	41	41	114	107	146
Vivo	25	24	31	28	34	33	42	38	110	108	147
Total	275	276	350	365	304	315	368	381	1,372	1,267	1,368

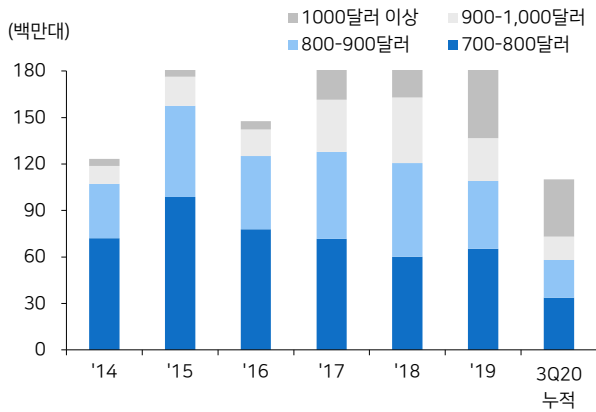
자료: 메리츠증권 리서치센터

2) 중저가 모델 스펙 상황

700달러 이상의 고가 스마트폰 시장은 7년째 정체되었다. 이마저도 전체 출하량의 63%를 애플이, 24%를 삼성전자가 차지하고 있어 나머지 스마트폰 업체들의 진입이 제한된 시장이다. 프리미엄 스마트폰 영역인 만큼 브랜드와 기술력이 요구되기 때문이다.

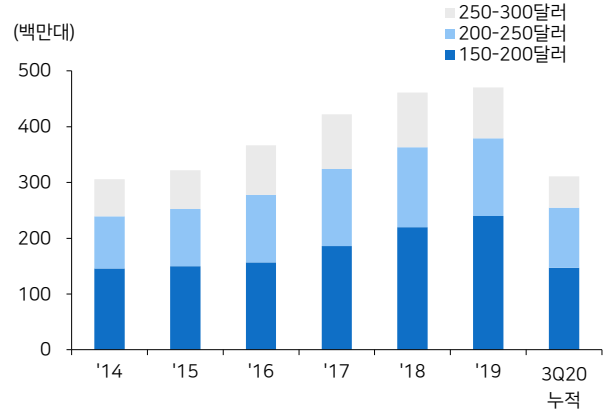
반면 300달러 미만의 저가 스마트폰 시장은 성장세가 지속되고 있다. 성장하는 시장인 만큼 업체간 경쟁이 가장 치열한 시장이기도 하다. 제품 차별화를 위한 스펙 상향 트렌드가 이어지고 있어 단기적으로는 배터리, 카메라모듈 부품업체에 긍정적이다. 하지만 저가 스마트폰에서 가장 중요한 경쟁력은 원가 경쟁력이다. 원가 경쟁력 확보를 위한 ODM 비중 증가가 예상되는 이유다. ODM 비중이 증가할 경우 진입장벽이 없는 일반 부품업체들의 실적은 훼손될 가능성이 높다.

그림5 고가 스마트폰 출하량 정체



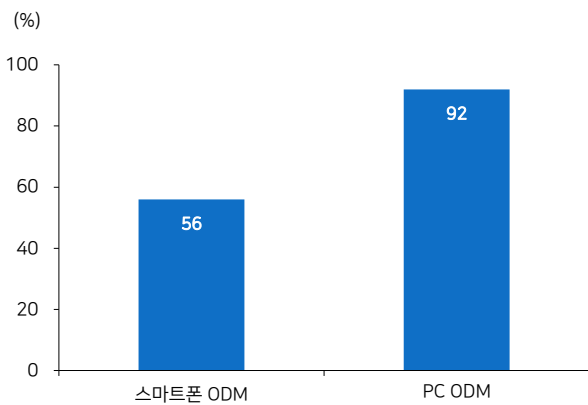
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 중저가 가성비 스마트폰 출하량 성장 지속



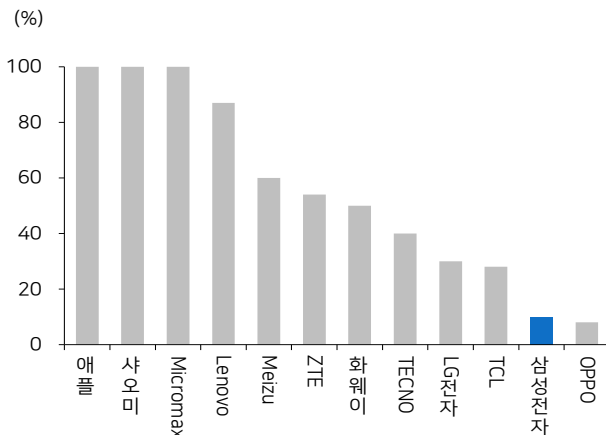
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 2019년 기준 스마트폰과 PC ODM 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 2019년 기준 스마트폰 업체별 ODM 비중



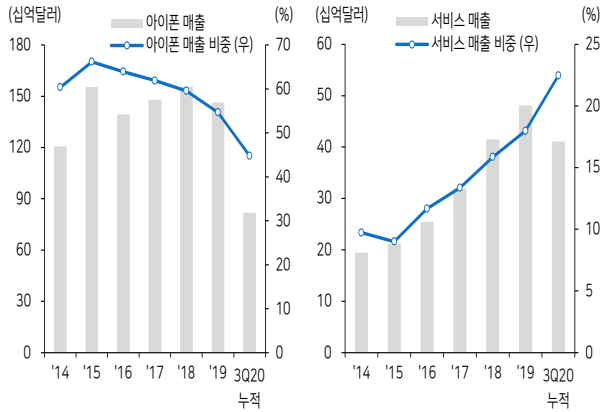
자료: 메리츠증권 리서치센터

3) 애플의 계획

3Q20 누적 기준 애플 매출 내 아이폰 매출비중은 50% 밑으로 하락했다. 서비스 매출 비중은 25%까지 근접했다. 하드웨어 GP마진이 31%인데 반해 서비스 GP마진은 65%이므로 향후 애플이 집중할 영역은 서비스임이 분명하다. 하지만 여전히 과반 가까이 차지하는 아이폰 매출은 애플에게 중요하다.

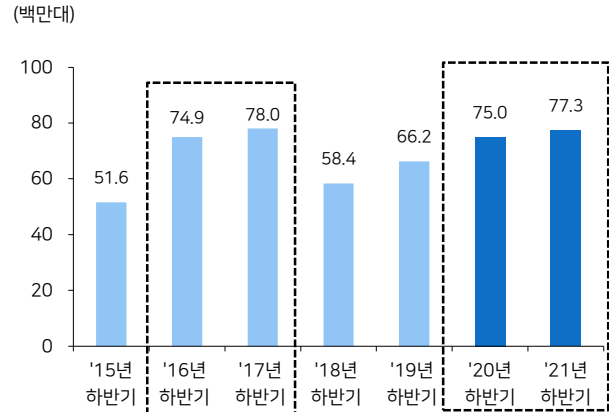
최근 애플은 600달러 중후반대(아이폰11, 아이폰12 mini) 모델을 앞세워 중고가 스마트폰 시장으로 하방 침투하고 있다. 원가 경쟁력을 위해 디스플레이와 카메라 모듈이 원가 절감 대상이 될 전망이다. 디스플레이는 공급업체 이원화, 삼원화를 통해서, 카메라모듈은 싱글 카메라 형태로 공급방식을 변경해 원가 절감이 예상된다. 또한 애플은 역대급 대기 수요를 맞이하고 있어 우호적인 수요가 예상된다. 2016~17년 역대급으로 팔렸던 모델 사용자들이 3~4년차가 되는 올해부터 교체를 시작할 전망이기 때문이다.

그림9 아이폰 매출/비중 및 서비스 매출/비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 역대 아이폰 신규모델 판매량



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 아이폰 카메라 스펙 변화 예상 (메리츠 추정)

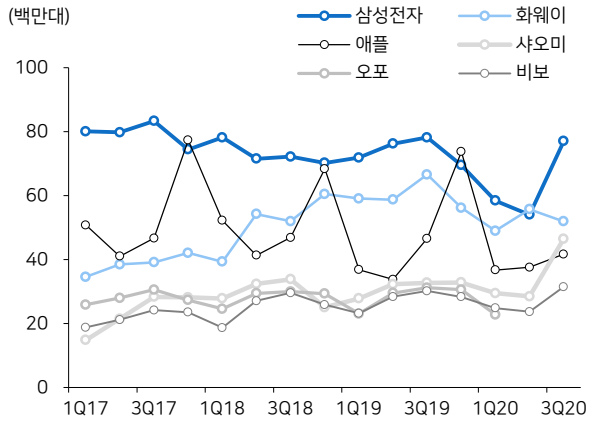


참고: 기술구현 가능 여부에 따라 스펙은 추후 변경 가능
 자료: 메리츠증권 리서치센터

4) 화웨이 반사수혜

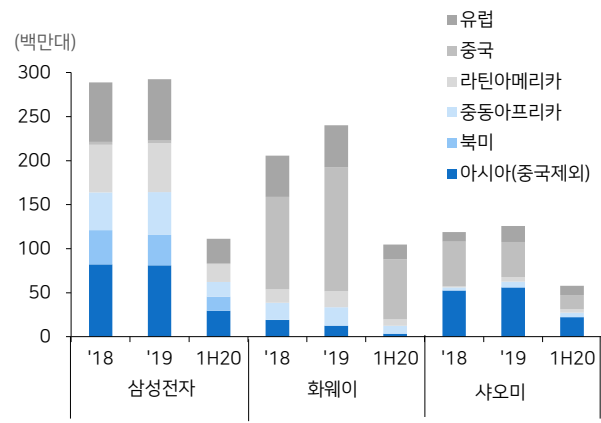
미국의 화웨이 제재가 초반에 비해서는 다소 완화적으로 변하고는 있으나 여전히 핵심인 5G 스마트폰에 대한 규제는 지속되고 있다. 또한 화웨이의 서비스 지속 가능성에 대한 의구심을 가진 소비자들의 구매 외면도 일부 발생하고 있다. 이 결과 화웨이의 3Q20 스마트폰 출하량은 나홀로 전분기 대비 역성장을 기록했다. 2020년 1.9억대인 출하량은 2021년 7천만대로 하락할 전망이다. 화웨이의 주요 판매 지역과 주요 판매모델의 가격범위를 고려할 때 샤오미가 화웨이의 빈자리를 가장 많이 가져가게 될 것으로 예상된다. 3Q20부터 화웨이의 판매감소분을 샤오미가 가장 많이 흡수하고 있는 모습이 관찰되기도 했다.

그림12 스마트폰 Top6 분기별 출하량 추이



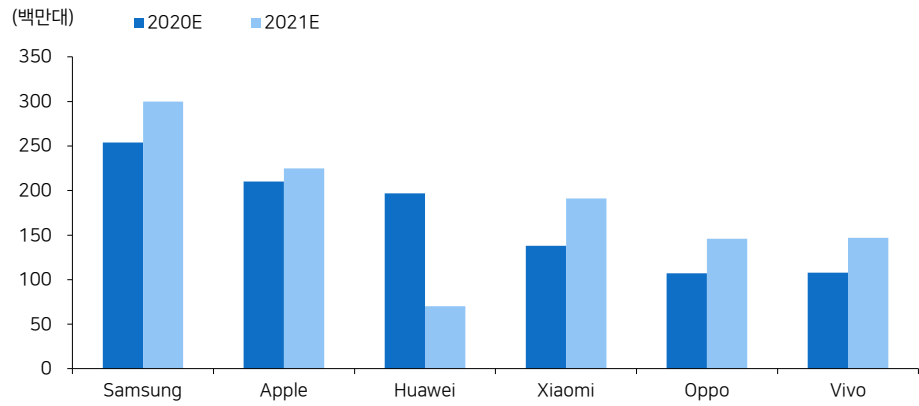
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 삼성전자 vs 화웨이 vs 샤오미 지역별 출하량



자료: 메리츠증권 리서치센터

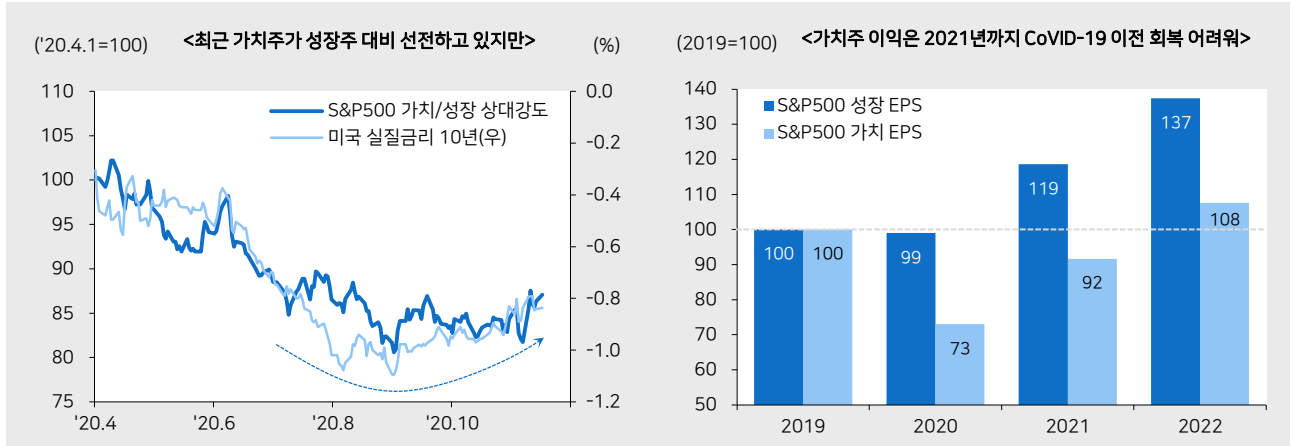
그림14 화웨이 최대 반사 수혜 업체는 샤오미가 될 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 박범지 연구원

가치주 로테이션은 지속될 수 있을까



자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

8월말 이후 가치주의 상대적 선전

지난 8월말을 바닥으로 미국 실질금리가 반등하기 시작하면서 성장주(Growth Stock)와 가치주(Value Stock)의 로테이션 이야기가 자주 등장하고 있다. 실제로 S&P500 스타일 지수를 기준으로 상대강도를 비교했을 때, 9월부터 성장주의 강세가 둔화되었으나 방향성이 뚜렷하지는 않았다. 그런데 현재는 미국 대선 결과 바이든 후보의 당선, 화이자와 모더나의 코로나19 백신 개발 임박 소식에 따른 급격한 스타일 변화가 고민인 시점이다.

성장주 리스크(금리 상승, 규제) 상승 추세를 반전시킬 수준 아냐

가치주의 상대적 선전은 곧 성장주의 상대적 부진을 의미한다. 최근 성장주가 주춤한 배경으로는 금리 상승과 반독점 규제 우려가 있다. 금리와 관련해서는 재정 지출 확대에 따른 수급 부담이 명목 금리 상승을 자극할 수는 있지만, 인플레이션 기대도 같이 높아지는 만큼 실질 금리 상승폭은 크지 않을 수 있다. 또한 추가부양책 관련 연준의 자산매입 확대 가능성은 금리의 상승을 제한하는 요인이다. 규제 리스크는 경기 정상화 이후에 고려될 사안이다.

이익 레벨 기준 가치주가 특별히 저평가되었다고 보기도 어려움

가치주 측면에서는 올해 이익 훼손이 심각했던 만큼 기저효과로 인해 2021년 이익 성장률(YoY +25.4%)이 성장주(YoY +19.8%)를 앞서고 있다. 그런데 이익 레벨 자체는 2021년까지 코로나19 이전 수준까지 회복하지 못할 것으로 전망된다. 가치주와 성장주의 연초대비 수익률은 -4.2%, +26.8%로 2021년과 2022년 이익 레벨 사이를 반영하는 듯하다. 전망치의 추가 조정이 진행될 수는 있지만 현재 이익 전망을 기준으로서는 가치주가 특별히 저평가된 상태라고 보기 어렵다.

가치주 우위 지속 가능성 제한적. 스타일 대응보다는 스타일 내 차별화 흐름 염두에 둘 필요

결론적으로 전반적인 가치주의 우위가 장기간 지속될 가능성은 낮다는 판단이다. 급격한 스타일 변화에 대응하기는 쉽지 않다. 불확실성이 잔존하는 상황에서 선풍적인 대응보다는 스타일 내에서도 이익에 기반한 업종별, 종목별 차별화 흐름을 염두에 둘 필요가 있다.

칼럼의 재해석 강다예 연구원

콘솔의 종말? (Financial Times)

최근 COVID19로 인한 사회적 거리두기 및 재택 근무의 시행으로 1년 동안 소니의 매출은 11.5% YoY, 영업이익이 61% YoY 증가했다. 올해 게임 산업 매출이 약 20% 증가한 1,650억달러에 이를 것으로 예상했다. 마이크로소프트는 크리에이티브 콘텐츠 스튜디오 제니맥스(베데스다의 모회사)를 75억 달러에 인수하면서, 베데스다의 '유명 콘텐츠 IP'와 '전문 개발력(스튜디오 23개 보유)'을 Xbox 게임패스에 담을 수 있게 되었다.

모바일이 지배하는 게임 시장이지만 게임 콘텐츠의 지속 확대되는 상황은 콘솔 콘텐츠에 우호적이다. 새로운 기기를 구축하고 판매해야 하는 콘솔 업체의 특성을 감안할 때, 소니가 판매하는 PS5 1대당 170달러의 손실이 발생한다. 약 3년 간 하드웨어 부문에서 어려움이 있을 수 있지만, 이는 브랜드 충성도로 충분히 극복 가능하다.

콘솔 업계는 스트리밍 서비스에 대한 구독자 확보 경쟁으로 이어질 가능성이 있다. 마이크로소프트의 게임 책임자 필스펜서는, 매일 보는 지표가 '콘솔 판매액'이 아니라 '플레이어 수'와 '게임 사용 시간'으로 시장 확장에 초점을 맞추고 있다. 따라서 마이크로소프트는 진입 장벽을 낮추려 노력하고 있다. Xbox 기기 대여뿐만 아니라 15달러/월에 수백 개의 게임 온라인 라이브러리에 대한 액세스를 제공하는 구독 서비스인 게임패스를 판매하고 있다.

플레이스테이션 독점작으로 알려졌던 '호라이즌 제로 던'의 PC판이 출시되며 독점작의 허들이 사라지고 있다. 콘솔을 소유한다는 개념이 사라질 수 있다. 하지만 사람들이 선호하는 콘솔을 선택하는 이유는 나만의 가상 공간을 소유할 수 있기 때문이다. 이는 독점 콘텐츠를 보유하거나, 새로운 형태의 플랫폼 관련 업체 인수로 상황을 돌파할 수 있을 것이다.

기술과 외부 환경의 변화가 콘솔 시장에 미친 영향

COVID19 환경의 수혜 지속

COVID19로 게임 산업은
1,650억달러(+20.0% YoY) 예상

최근 COVID19로 인한 사회적 거리두기 및 재택 근무의 시행으로 1년 동안 소니의 매출은 11.5% YoY, 영업이익이 61% YoY 증가했다. 또한, 마이크로소프트의 Xbox One 콘솔은 노후화되고 있지만, 매출은 30% 증가했다. 이러한 상황속에서 Pelham Smithers는 올해 게임 산업 매출이 약 20% 증가한 1,650억달러에 이를 것으로 예상했다. 이는 전 세계 음반 수익의 8배, 영화관, 가정 시청, 모바일 및 스트리밍을 포함한 모든 영화 수익의 1.5배의 규모이다. 게임 산업은 매년 9%씩 꾸준한 성장을 지속해왔지만, COVID19의 영향을 받은 2020년은 더 큰 호황이 지속되고 있다.

PS 콘솔 판매 1억대,
글로벌 게이머 27억명 돌파

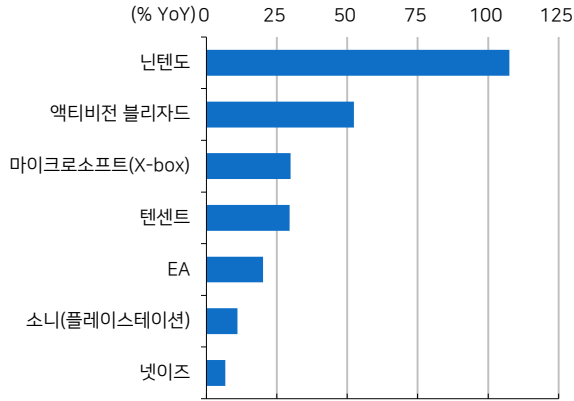
소니는 2000년 플레이스테이션2를 출시 후, 누적 1억 5,800만대의 콘솔을 판매했다. 이후 2013년 출시한 PS4 또한 누적 1억 1천만대 이상을 판매하고 있다. 같은 해에 출시된 Xbox One은 약 5천만대를 판매했다. 15년전 2억명에 불과했던 게이머들이 현재는 약 27억명으로 크게 증가한 영향이다.

클라우드 게임 서비스의 확장

클라우드 게임 서비스의 확장,
유명 콘텐츠 IP와 개발력 확보

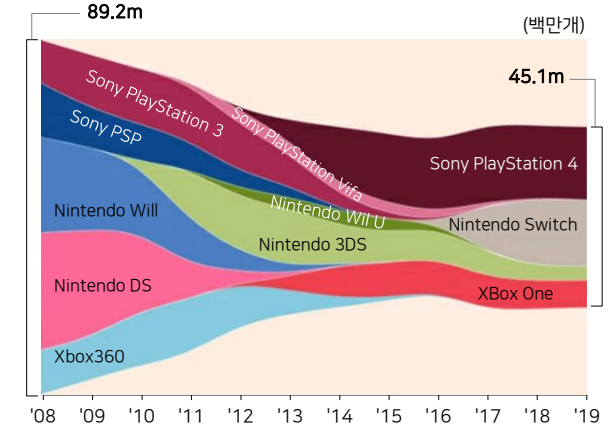
애플, 마이크로소프트, 아마존, 구글 모두 게임 사업에 참여하고 있으며, 소니는 '게임'으로 이들과 직접 경쟁하고 있다. 클라우드 게임 구독 모델을 통해 스마트폰, 태블릿 및 TV와 같은 여러 장치에서 게임을 플레이 할 수 있는 크로스플레이 기능이 관심을 끌고 있는 상황으로 구글 스타디아, 아마존은 루나가 출시되면서 경쟁이 심화되고 있다. 마이크로소프트는 크리에이티브 콘텐츠 스튜디오 제니맥스(베데스다의 모회사)를 75억 달러에 인수하면서, 베데스다의 '유명 콘텐츠 IP'와 '전문 개발력(스튜디오 23개 보유)'을 Xbox 게임패스에 담을 수 있게 되었다.

그림1 비디오 게임사 매출 성장률 (3Q20)



자료: VGChartz, 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 비디오 콘솔 판매량 : PS > Xbox



자료: VGChartz, 메리츠증권 리서치센터

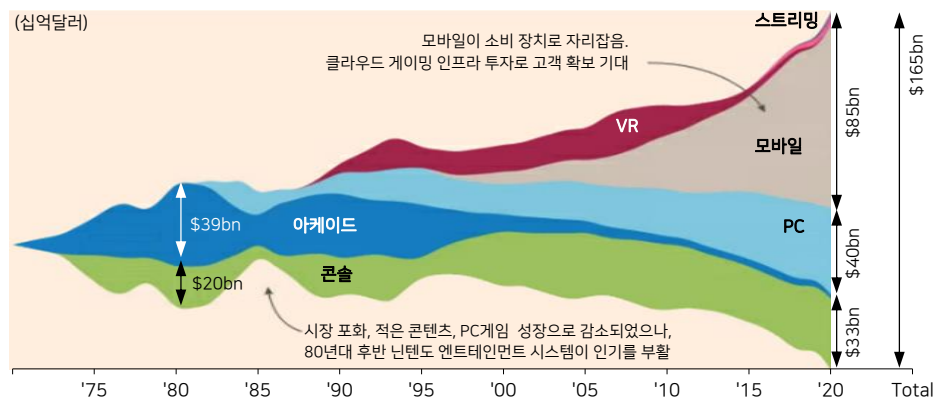
콘솔의 장벽과 기술 변화가 미친 영향

모바일이 지배하는 게임 시장

게임 콘텐츠는 지속적 증가중

모바일이 지배하는 게임 시장이지만 게임 콘텐츠의 지속 확대되는 상황은 콘솔 콘텐츠에 우호적이다. 애플 앱스토어 매출의 72%가 모바일 게임에서 발생하고 있다. 대부분의 게이머들이 무료 다운로드 모바일 게임에 많은 시간을 소비하고 있기 때문이다. 또한, 유튜브 콘텐츠의 약 3분의 1이 게임과 관련된 것으로 추정되며, 매일 2억 명 이상의 유저들이 유튜브 플랫폼을 통해 게임 콘텐츠를 시청하고 있다. 특히, 유튜브의 스웨덴 게이머인 PewDiePie의 구독자 수는 1억 6천만 명으로 동영상 조회수만 260억회가 넘는다.

그림3 글로벌 게임 시장 규모



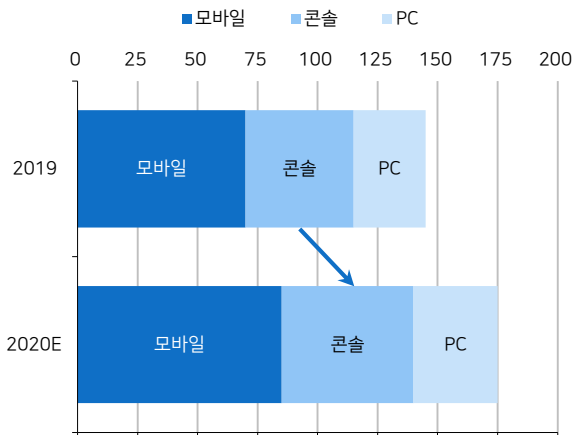
자료: Pelham Smithers, 메리츠증권 리서치센터

브랜드 충성도

충성 고객의 브랜드 선호
→ 평균 콘솔 콘텐츠 구매 비용
1,000달러 소비

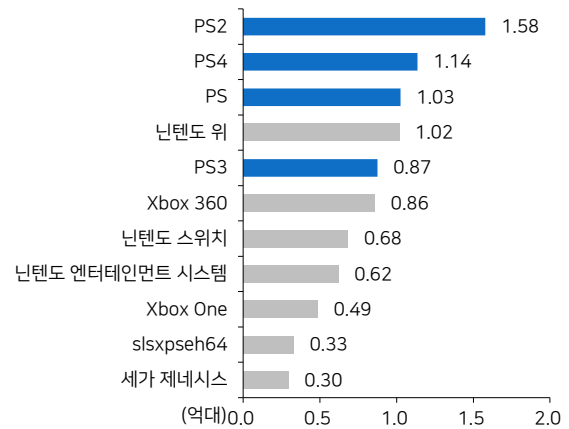
새로운 기기를 구축하고 판매해야 하는 콘솔 업체의 특성을 감안할 때, 소니가 판매하는 PS5 1대당 170달러의 손실이 발생할 수 있다. 약 3년 간 하드웨어 부문에서 어려움이 있을 수 있지만, 이는 브랜드 충성도로 극복 가능하다. 플레이스테이션 보유자는 대부분 새 시리즈의 플레이스테이션 기기를 구입하기 때문에 충성 게이머에 초점을 맞춘 소니의 전략이다. 사용자가 콘솔 구매에 300~500달러를 지출하는데 비해 평균적으로 소비하는 콘텐츠 비용은 1,000달러 이상이다.

그림4 글로벌 비디오 게임 시장 규모 증가



자료: 각 사, Newzoo, 메리츠증권 리서치센터

그림5 타이틀별 콘솔 게임 시리즈 판매 유닛 수



자료: Pelharm Smithers 메리츠증권 리서치센터

클라우드 게임 구독 모델은 사용자 '미끼'

클라우드 게임 구독자 확보는 시장 지배력 확대

콘솔 판매액 보다 중요한 것은
'플레이어 수'와 '게임 사용 시간'

콘솔 업체는 스트리밍 서비스에 대한 구독자 확보 경쟁으로 이어질 가능성이 있다. 마이크로소프트의 게임 책임자 필스펜서는, 매일 보는 지표가 '콘솔 판매액'이 아니라 '플레이어 수'와 '게임 사용 시간'으로 시장 확장에 초점을 맞추고 있다. 전 세계적으로 약 2억 가구만이 콘솔과 같은 값 비싼 게임용 하드웨어를 사용할 의사가 있거나 능력이 있다고 추정했다.

Xbox 대여+이용권 판매를 통한
신규 사용자 진입 용이

따라서 마이크로소프트는 진입 장벽을 낮추려 노력하고 있다. Xbox 기기 대여뿐만 아니라 15달러/월(일반적인 고급 콘솔 게임의 초기 비용의 1/4)에 수백 개의 게임 온라인 라이브러리에 대한 액세스를 제공하는 구독 서비스인 게임패스를 판매하고 있다. 게임패스의 확장은 전 세계 사람들이 PC, 모바일, 태블릿, 콘솔 등 다양한 플랫폼을 동시에 사용 가능하다는 점에 힘입어 가입자가 증가하고 있다. 또한, 모바일 게임이 지불해야 하는 30%의 앱마켓 수수료도 지불할 필요가 없다. 대신 제휴 게임사들에게 계약금을 지급하고 월 구독료를 사용자로부터 수취받는 구조이다.

30%의 앱마켓 수수료 절감

구독자를 활용한 마케팅 가능

클라우드 인프라가 부족한 소니는 자체 게임 서비스를 강화하기 위해 Azure를 사용하는 옵션을 모색하고 있다. 또한, 마이크로소프트는 유일한 실제 클라우드 경쟁자인 구글, 아마존과 달리 게임 비즈니스에서 수십 년의 경험을 보유하고 있다. 아마존은 이미 스트리밍 된 비디오와 음악을 포함하고 있는 아마존 프라임 서비스에 1억 5천만 명의 구독자를 보유하고 있다. 구글은 게임 동영상이 인기있는 유튜브를 활용할 수 있다. 페이스북은 한 달에 20억명 이상의 사용자를 자랑하는 기존 플랫폼에서, 더 간단한 브라우저 기반 게임을 원하는 사람들에게 서비스를 제공할 계획이다.

**크로스플레이로
AAA급 게임 가격 상승 가능성**

크로스플레이 전략과 독점작의 상관관계

이 전략의 핵심은 xCloud 서비스로, 먼 데이터 센터에서 게임을 실행하고 결과를 스마트 폰, 인터넷에 연결된 TV, 태블릿 등 모든 화면으로 스트리밍하여 전용 콘솔을 소유할 필요가 없도록 하는 것을 목표로 한다. 이는 인터넷과 게임 컨트롤러에 연결도 가능하다. 이전의 시도는 스트리밍의 기술적인 문제로 어려움을 겪었으나 5G로 원활한 고사양 게임이 가능해졌다.

플레이스테이션 독점작으로 알려졌던 '호라이즌 제로 던'의 PC판이 출시되며 독점작의 허들이 사라지고 있다. 하지만 크로스 플랫폼 확대는 콘솔용 게임이 PC로 재출시 되는 경우가 늘어나는 상황에서 개발 비용의 증가로 이어질 수 있다. 콘솔용 AAA급 게임이 지난 15년간 실질적 가격상승률이 17%에 불과한데 비해, 주요 게임의 개발비는 300% 이상 상승했기에 콘솔 게임 가격 인상에도 영향을 미친다.

**콘텐츠 IP와 개발력 인수로
돌파구 마련**

소유가 사라진다면

콘솔을 소유한다는 개념이 사라질 수 있다. 새로운 클라우드 게임 서비스는 사용자가 노트북과 휴대전화를 포함한 모든 인터넷 연결 장치를 통해 게임을 스트리밍함에 따라 언젠가 콘솔을 쓸모 없게 만들 수 있다는 의견이 있다. 하지만 사람들이 선호하는 콘솔을 선택하는 이유는 나만의 가상 게임 공간을 소유할 수 있기 때문이다.

이는 독점 콘텐츠를 보유하고거나, 새로운 형태의 플랫폼 관련 업체 인수로 상황을 돌파할 수 있을 것이다. 9월 21일 마이크로소프트는 베스트셀러 'Fallout', 'Elder Scrolls' 시리즈 게임을 만드는 제니맥스를 75억 달러에 인수했다. 15개에서 23개의 크리에이티브 스튜디오 팀으로 영입하여 베데스다의 상징적인 프랜차이즈를 게임패스에 추가하는 등 이처럼 콘솔 시장의 새로운 돌파구가 필요하다

원문: *Is it game over for the console? - Financial Times*