

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2021. 6. 22 (화)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

2021년 하반기 전망 시리즈 15 증권/보험\_구조적 성장을 위한 변화(해설판)  
2021년 하반기 전망 시리즈 16 엔터/레저\_장기시계열, 그리고 M&A(해설판)

### 오늘의 차트

중앙은행, 최종대부자로서의 역할

### 칼럼의 재해석

5000원으로건물주가 되는 세상

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 2021년 6월 3일 발간된  
[2021년 하반기 전망 시리즈 15 - 증권/보험:구조적 성장을 위한 변화] 임



▲ 증권/보험  
Analyst 김고은  
02. 6454-4871  
kw.eun@meritz.co.kr

## 2021년 하반기 전망 시리즈 15 증권/보험\_구조적 성장을 위한 변화(해설판)

- ✓ 빠르게 증가하는 해외주식 고객 유치를 위한 현금 지급 이벤트 경쟁이 치열
- ✓ 신용공여 서비스 제공하기 어려운 토스증권 역시 해외주식을 통한 수익화 전략 가져갈 듯
- ✓ 리테일 및 트레이딩 실적은 소폭 감소 전망되나 기업금융 활성화 전망됨
- ✓ 증권업 Overweight, 한국금융지주, 미래에셋증권 Top pick으로 제시
- ✓ 초년도 수수료 규제 및 설계사의 고용보험 적용으로 GA 등 대면 채널의 개편 가속화
- ✓ 감독당국은 대면 의무 완화하고 대면/비대면 하이브리드 방식 영업 허용해 구조적 변화 예상
- ✓ 외제차 등 고액차량 판매 증가로 대당 보험료 증가 지속되어 자동차 손해율 하락 전망
- ✓ 보험업 Overweight, Top pick DB손해보험, 삼성생명 제시

### 시나리오별 2021년 하반기 전망

| 항목                         |       | 변수   | Worst  | Base   | Best  |                |
|----------------------------|-------|--|--|--|---|----------------|
| 주<br>가<br>결<br>정<br>요<br>인 | 1. 증권 | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 거래대금</li> <li>▪ 주식시장</li> <li>▪ 금리</li> <li>▪ 신용스프레드</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ COVID-19 이전 수준으로 감소</li> <li>▪ 하락</li> <li>▪ 단기 금리의 가파른 상승</li> <li>▪ 신용 위험 악화로 총당금 발생 ↑</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 현재 수준 유지</li> <li>▪ 완만한 상승세</li> <li>▪ 단기 금리 완만한 상승</li> <li>▪ 신용 위험 완만하게 감소</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1Q21 수준 이상으로 증가</li> <li>▪ 추세적인 상승</li> <li>▪ 단기 금리 하락</li> <li>▪ 신용위험 급격히 감소</li> </ul> |                |
|                            |       | 산업 투자 전략   |  | ▪ 비중축소   | ▪ 비중확대  | ▪ 비중확대         |
|                            |       | Top-Picks  |  | ▪ 삼성증권   | ▪ 한국금융지주, 미래에셋증권  | ▪ 한국금융지주, 키움증권 |
| 주<br>가<br>결<br>정<br>요<br>인 | 2. 보험 | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 금리</li> <li>▪ 주식시장</li> <li>▪ COVID-19</li> <li>▪ 판매경쟁</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 하락</li> <li>▪ 하락</li> <li>▪ 팬데믹 종료로 의료 이용량 급증</li> <li>▪ 신계약 판매 경쟁 격화</li> </ul>                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 완만한 상승</li> <li>▪ 완만한 상승 지속</li> <li>▪ 완만하게 의료 이용량 증가</li> <li>▪ 적정 체력의 신계약 판매</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 추세적인 상승</li> <li>▪ 추세적인 상승</li> <li>▪ 장기화로 의료 이용량 감소</li> <li>▪ 신계약 판매 경쟁 둔화</li> </ul>  |                |
|                            |       | 산업 투자 전략   |  | ▪ 비중축소   | ▪ 비중확대  | ▪ 비중확대         |
|                            |       | Top-Picks  |  | ▪ 삼성화재   | ▪ DB손해보험, 삼성생명  | ▪ 메리츠화재, 삼성생명  |

# 1. 증권업 2021년 하반기 전망

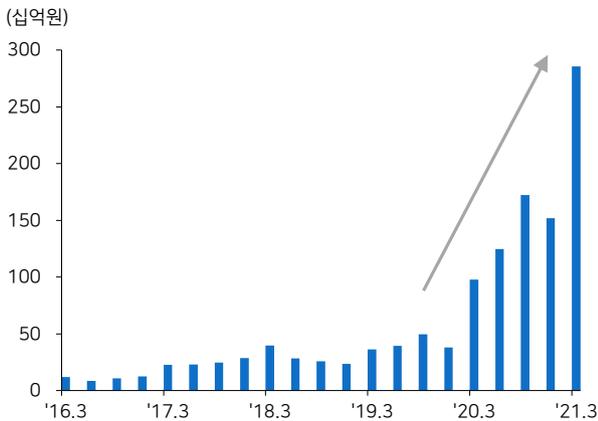
국내주식보다  
해외주식 경쟁 심화

리테일 호조가 지속되며 신규 고객 유입을 위한 이벤트 경쟁이 심화되고 있다. 특히 해외주식 거래를 유도하기 위한 현금 및 주식 지급이 활발하다. 이는 해외주식 수수료 수입이 국내주식 대비 빠르게 증가하고 있기 때문이다. 해외주식 브로커리지는 상위 9개사 수수료 기준 MS가 95.6%, 커버리지 증권사 기준 MS 77.1%로 과점화된 시장이다. 주요 증권사의 브로커리지 수익 내 해외주식 수수료 비중은 20% 이상까지 확대되며 리테일 평균 수수료율까지 상승시키고 있다.

토스증권 역시  
해외주식으로 수익화할 듯

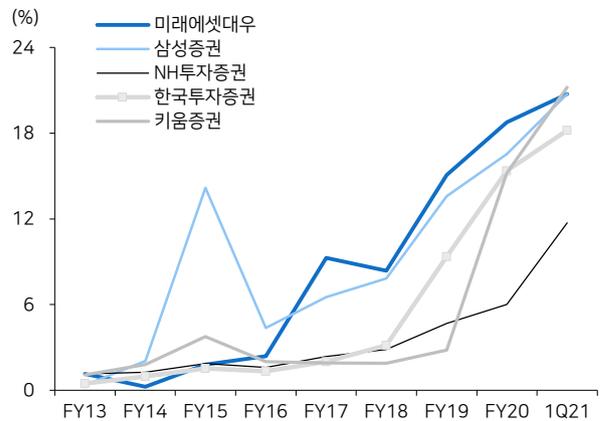
토스증권은 인가 이후 국내주식을 중심으로 신규고객을 유치하고 있다. 국내주식 약정금액 MS 0.24%, 1주간 약정금액 약 5,500억원 이상 규모로 증가했으나 자기자본이 작아 신용공여 서비스는 제공하기 어려운 상황이다. 향후 해외주식 거래로 수익화 전략 가져갈 가능성 커 하반기 리테일 부문 해외주식 경쟁 격화될 전망이다.

그림1 해외주식 수수료 수입



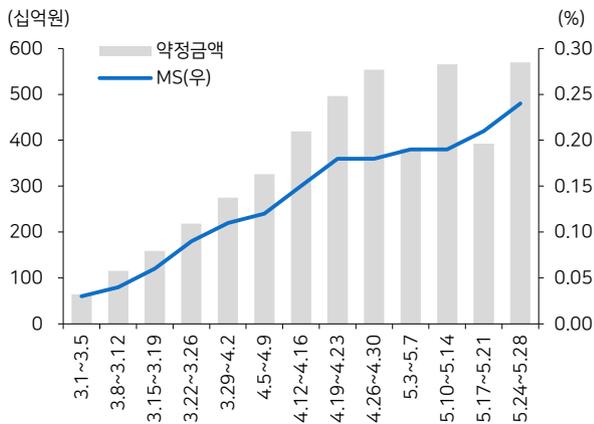
자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림2 증권사별 해외주식 수수료 비중



자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림3 토스증권 약정금액 및 MS



자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

표1 토스증권 1Q21 요약 재무제표

| 항목    | (백만원)   |
|-------|---------|
| 영업수익  | 39      |
| 수수료수익 | 5       |
| 수탁수수료 | 0       |
| 기타수수료 | 4       |
| 이자수익  | 35      |
| 영업비용  | 7,410   |
| 수수료비용 | 49      |
| 이자비용  | 23      |
| 판관비   | 7,337   |
| 영업이익  | -7,370  |
| 당기순이익 | -7,370  |
| 자본    | 31,963  |
| 이익잉여금 | -25,115 |

자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

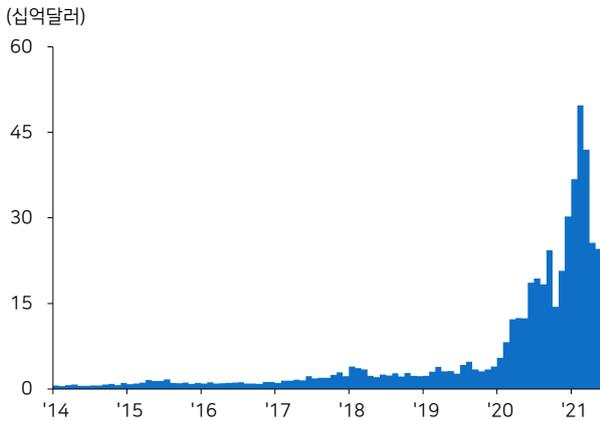
국내외 거래대금 감소 추세이나

그러나 해외주식 결제금액이 4월 이후 감소하고 있으며 COVID-19 이후 지속되었던 순매수가 5월 순매도로 전환되었다. 국내 주식 또한 4월 이후 일평균 거래대금이 26조원 수준으로 감소해 1분기 수준의 리테일 실적이 지속되기는 어렵다고 판단된다.

예탁금 및 해외주식 잔고 많아 증가할 가능성은 상존

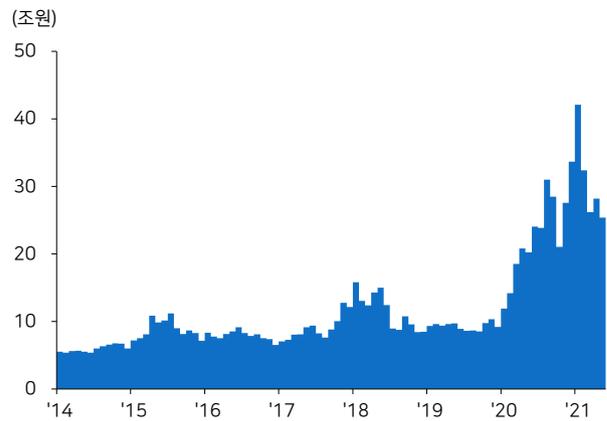
다만, 해외주식 보관잔액이 5월말 기준 616억 달러를 기록하며 사상 최대수준까지 확대되었고 고객예탁금 역시 60조원 이상 규모가 유지되고 있어 증시 변동성이 확대되면 다시 거래 증가가 나타날 가능성은 남아있다. 국내주식 회전을 200% 수준의 보수적인 가정을 하더라도 시가총액의 확대에 최소 20조원 이상의 일평균 거래대금 유지는 가능해 보인다.

그림4 해외주식 결제금액



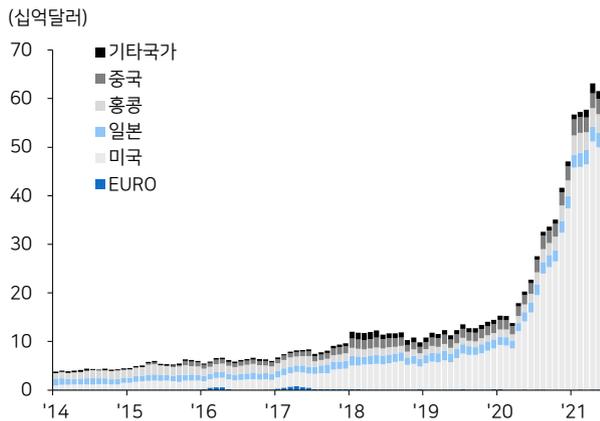
자료: 예탁결제원, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내주식 일평균 거래대금



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림6 해외주식 보관잔액



자료: 예탁결제원, 메리츠증권 리서치센터

그림7 고객예탁금



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

### 한국금융지주, 미래에셋증권 pre IPO 투자 성과 가시화 기대

한국금융지주의  
카카오뱅크 지분 가치 부각

카카오뱅크는 지난 해 12월 유상증자 당시 9조원 이상으로 평가되었으며 한국금융지주 계열사의 지분을 변화로 지분법 처분익 1,153억원을 인식한 바 있다. 카카오뱅크 IPO가 진행됨에 따라 한국금융지주가 보유한 지분 가치가 부각될 가능성이 높다.

카카오뱅크 IPO에 따른  
한국금융지주 영향

카카오뱅크의 IPO 구조에 따라 영향이 달라질 수 있어 아직 한국금융지주의 적정 주가에 반영하지 않았으나 보유지분 가치는 상당할 전망이다. IPO 이후 카카오뱅크의 자기자본 규모 5조원, PBR 3.5배를 가정하는 경우 한국금융지주가 보유한 지분가치는 4.8조원이며 IPO 이후 자기자본 7조원, PBR 3배를 가정하는 경우 지분가치는 5.3조원이다. 구주 매출 하지 않더라도 지분을 하락으로 인한 지분법 처분익 규모 역시 상당할 전망이다.

미래에셋증권의  
글로벌 모빌리티 투자 성과

미래에셋증권은 대규모 투자 차익을 실현할 것으로 기대되고 있다. 2018년 펀드를 통해 동남아 그랩에 1,700억원을, 디디추싱에 2,800억원을 투자했으며 두 기업은 7월경 뉴욕 상장을 계획하고 있기 때문이다. 아울러 당시 회사의 기업가치 대비 IPO 예상 기업가치는 2~3배 증가해 대규모 투자 성과가 기대된다.

표2 카카오뱅크 기업가치 가정에 따른 영향

| (십억원)            | Case 1                   | Case 2                 |
|------------------|--------------------------|------------------------|
| 주요 가정            | IPO 후 자본 5조원<br>PBR 3.5배 | IPO 후 자본 7조원<br>PBR 3배 |
| 1Q21 자본규모        | 2,797                    | 2,797                  |
| IPO 후 자본규모       | 5,000                    | 7,000                  |
| 공모금액             | 2,203                    | 4,203                  |
| 기업가치             | 17,500                   | 21,000                 |
| 주당 가격 (원)        | 37,524                   | 41,203                 |
| 신규발행주수 (백만주)     | 58.7                     | 102                    |
| <b>한국금융지주 영향</b> |                          |                        |
| 지분법 차익           | 607                      | 1,174                  |
| 가정에 따른 보유지분 가치   | 4,861                    | 5,337                  |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 카카오뱅크 IPO 이후 지분율 가정

| (백만주, %)   | 1Q21   |       | Case 1 |       | Case 2 |       |
|------------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
|            | 주식 수   | 지분율   | 주식 수   | 지분율   | 주식 수   | 지분율   |
| 카카오        | 129.53 | 31.78 | 129.53 | 27.77 | 129.53 | 25.42 |
| 한국금융지주 계열사 | 129.53 | 31.78 | 129.53 | 27.77 | 129.53 | 25.42 |
| 국민은행       | 38.1   | 9.35  | 38.1   | 8.17  | 38.1   | 7.48  |
| 넷마블        | 15.24  | 3.74  | 15.24  | 3.27  | 15.24  | 2.99  |
| 서울보증보험     | 15.24  | 3.74  | 15.24  | 3.27  | 15.24  | 2.99  |
| 우정사업본부     | 15.24  | 3.74  | 15.24  | 3.27  | 15.24  | 2.99  |
| 이베이코리아     | 15.24  | 3.74  | 15.24  | 3.27  | 15.24  | 2.99  |
| 기타합산       | 49.53  | 12.15 | 108.25 | 23.21 | 151.55 | 29.74 |
| 계          | 407.65 | 100   | 466.37 | 100   | 509.67 | 100   |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 미래에셋증권 Pre IPO 투자 내역

| 펀드명   | 미래에셋글로벌 유니콘 펀드 | 미래에셋네이버 아시아그로스 펀드 |
|-------|----------------|-------------------|
| 펀드지분율 | 86.79%         | 83.17%            |
| 투자시기  | 18.04          | 18.08             |
| 투자대상  | 디디추싱           | 그랩                |
| 투자금액  | 2,800억원        | 1,700억원           |

자료: 미래에셋증권, 메리츠증권 리서치센터

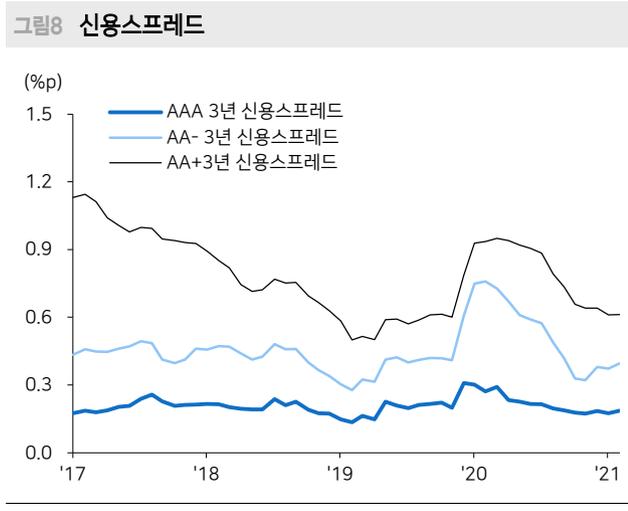
### 기업금융은 회복 국면

주식시장 호조, 신용스프레드 하락  
직접 자금 조달 환경 개선 중

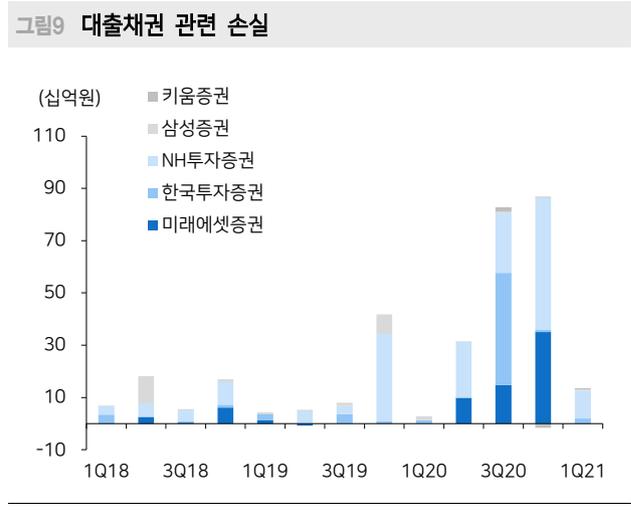
리테일 및 운용손익은 감소할 수 있으나 IB 부문은 지속적으로 성장할 가능성이 크다. 주식시장 호조 및 신용스프레드 하락으로 기업들의 자금 조달 환경이 개선된 영향이다. 한국은행은 2021년 경제성장률 전망치를 지난 2월 대비 1.0%p 상향조정 한 4.0%로 전망해 경기 회복 추세가 이어진다면 기업 금융 시장 역시 더욱 활성화될 전망이다. 지난해 코로나19 충격으로 대규모 충당금을 반영하고 채무보증 및 대출금 규모를 줄여왔다. 20년이 기업금융 건전성 우려가 극대화된 시기라면 21년은 성장 및 수익성 회복의 시기다.

Top picks:  
한국금융지주, 미래에셋증권

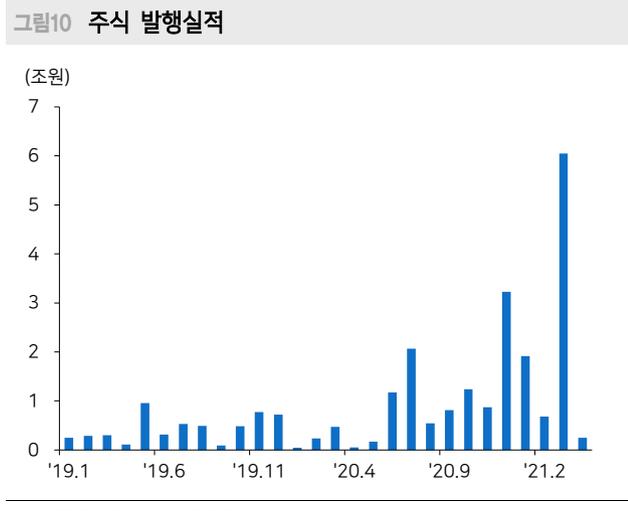
지속적으로 확대되는 IB부문 이익체력과 카카오뱅크 지분 가치 부각 기대되는 한국금융지주와, 발행어음 인가로 수익성 개선되고 pre IPO 투자 성과 기대되는 미래에셋증권을 Top pick으로 제시한다.



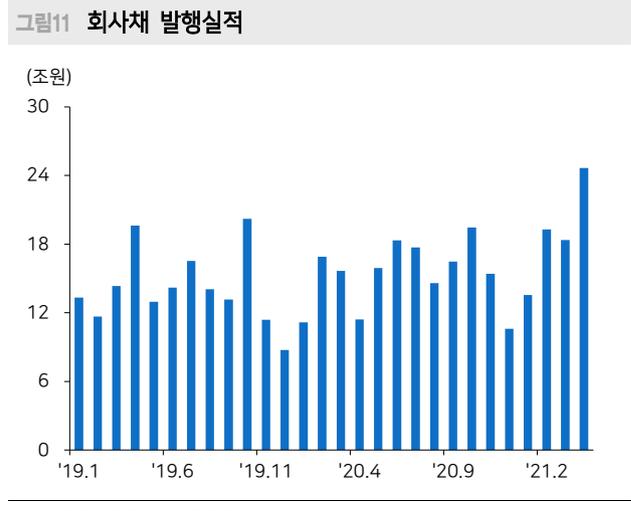
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터



자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터



자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터



자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

## 2. 보험업 2021년 하반기 전망

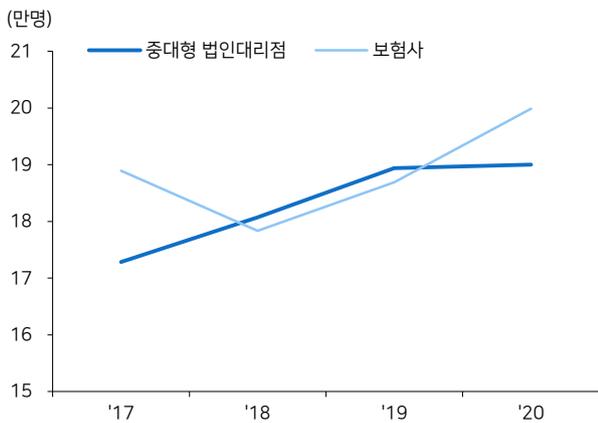
### 성장세가 둔화되는 GA 업계

보험산업의 대면 및 비대면 판매채널의 변화가 예상된다. 고성장을 이어가던 중대형 GA의 수입수수료가 20년부터 3% 수준으로 성장률 둔화되었으며 20년 이후 보험사 전속설계사 수가 중대형 GA 소속 설계사 수를 다시 역전했다. 대형 GA 소속 설계사는 증가 추세를 이어간 반면 중형 GA 설계사의 이탈이 나타나고 있다.

### 제도 개선으로 인한 업계 재편

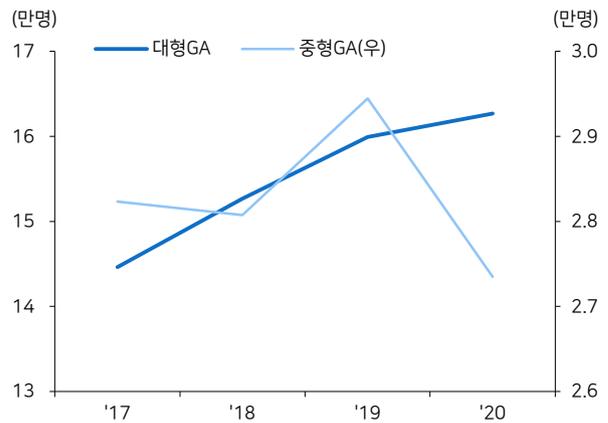
이는 사업비 체계 개편(21년부터 초년도수수료 1,200% 제한 적용), 올해 7월 보험설계사의 고용보험 적용 때문이다. 이외에도 금융소비자보호법 통과로 판매과정 모니터링을 위한 인프라 투자 등으로 자본력을 갖춘 대형 GA 및 보험사 전속으로의 쏠림 현상 가속화될 가능성이 크다.

그림12 소속설계사 수



자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림13 중대형 GA 소속설계사 추이



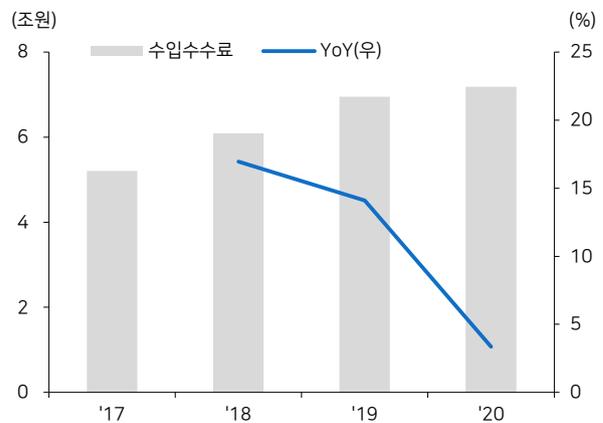
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

표5 모집수수료에 의한 작성계약 유인 제거

| 구분 | 보험료 (누적) |       | 모집수수료 (누적) |               |
|----|----------|-------|------------|---------------|
|    | 1차년      | 2차년   | 1차년        | 2차년           |
| 현행 | 120만원    | 240만원 | 130만원      | -             |
| 변경 | 120만원    | 240만원 | 110만원      | 130만원 (+20만원) |

자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림14 중대형 GA 수수료 수입 현황



자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

손해보험사로 이동하는 설계사들

자본력과 내부통제 수준이 높은 보험사의 전속설계사가 모두 증가하고 있으나 주로 손해보험 업계로 유입되고 있다. 손해보험사 전속설계사가 빠르게 증가해 생명보험사 전속설계사 수를 넘어섰으며 업계 최대 설계사가 소속된 회사는 삼성생명에서 메리츠화재로 변화했다.

모두 손해보험사 상품을 팔고 싶다

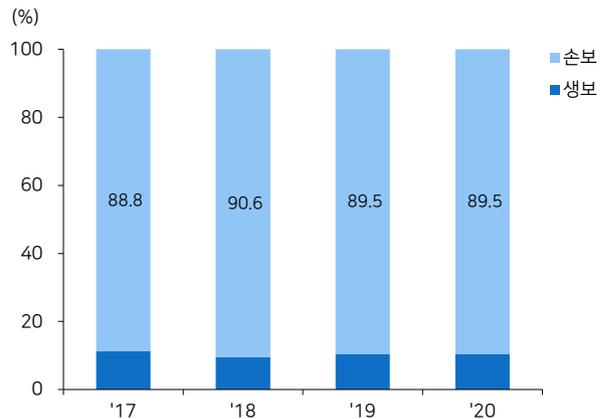
이는 보험업계의 상품 트렌드가 손해보험의 건강보험 상품으로 쏠리고 있기 때문이다. 중대형 GA 신계약 건수 중 89.5%가 손해보험사 상품이며 손해보험사의 보장성 초회보험료 성장 추세가 뚜렷하다. 생명보험사 역시 기타보장성 상품을 개발하며 적극적으로 대응하고 있으나 아직까지는 손해보험사의 우위가 명확한 모습이 이어지고 있다. 이러한 보험 판매채널의 변화, 사업비율 규제 등의 영향으로 21년 사업비율 하락은 지속될 전망이다. 특히 손해보험업계는 신계약 성장이 나타나면 서도 사업비율 하락하고 있어 긍정적이다.

그림15 생명보험 및 손해보험 전속설계사 수



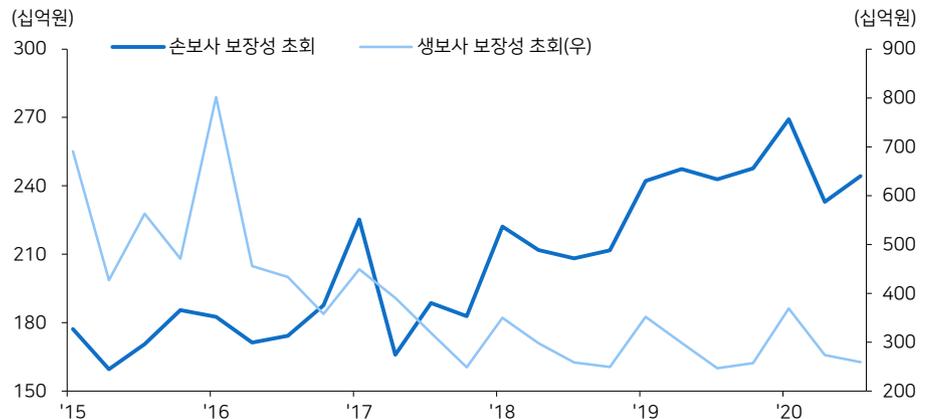
자료: 보험협회, 메리츠증권 리서치센터

그림16 중대형 GA 상품별 신계약 건수 비중



자료: 보험협회, 메리츠증권 리서치센터

그림17 생명보험사 및 손해보험사 보장성 초회보험료



자료: 보험협회, 메리츠증권 리서치센터

### 자동차 손해를 개선세 지속

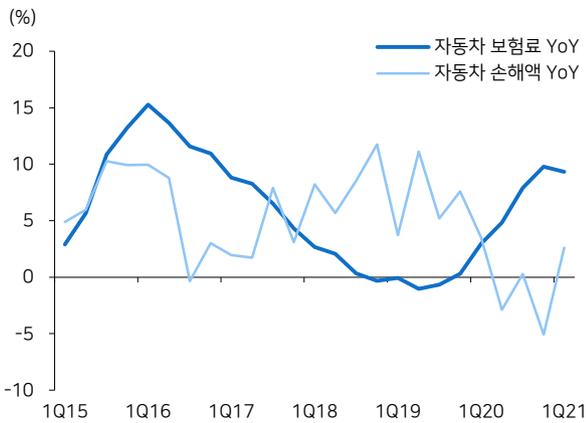
자동차 손해를 개선 추세 지속

지난해부터 나타난 자동차 손해를 개선 추세는 21년에도 지속될 가능성이 높다. COVID-19 장기화로 사고율이 감소하고 있으며 자동차 보험료 인상 효과가 지속되고 있다. 자동차 보험료 인상세가 최근 둔화되고 있으나 보험료 증가율과 손해액 증가율 격차가 커 자동차 손해율이 상승전환 되기까지 시간이 걸릴 전망이다.

외제차 등 고액차량 판매로  
대당 보험료 증가 추정

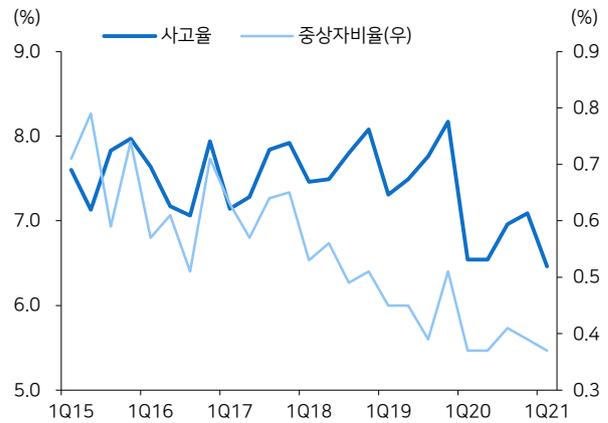
특히 외제차 등 국내 고액 차량 판매가 늘어나고 있어 기본 보험료 인상 없이도 대당 보험료가 증가하는 효과가 나타나고 있다. 고액 차량 판매가 늘어나는 경우 대당 보험료외에도 자차 가입 담보 및 비중 증가 등의 효과가 지속될 수 있다.

그림18 자동차 보험료 및 손해액 YoY



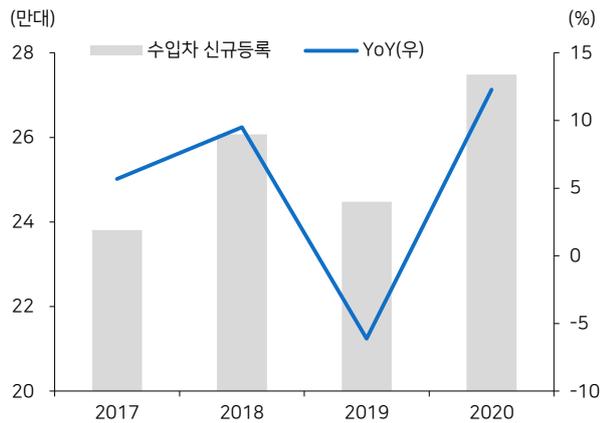
주: 커버리지 손해보험사 합산 기준, 자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림19 수입차 등록대수 및 성장률



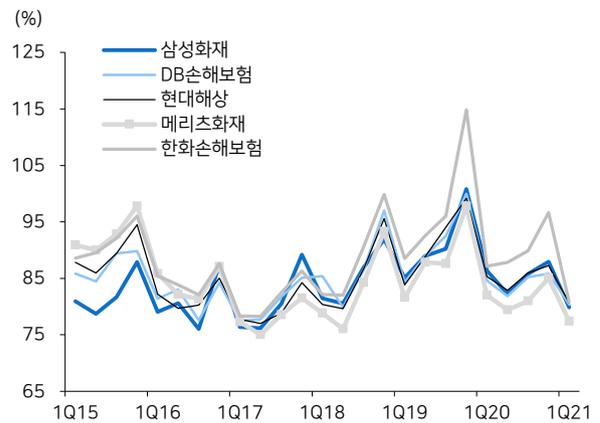
자료: DB손해보험, 메리츠증권 리서치센터

그림20 수입차 등록대수 및 성장률



자료: 한국수입차협회, 메리츠증권 리서치센터

그림21 회사별 자동차 손해율



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

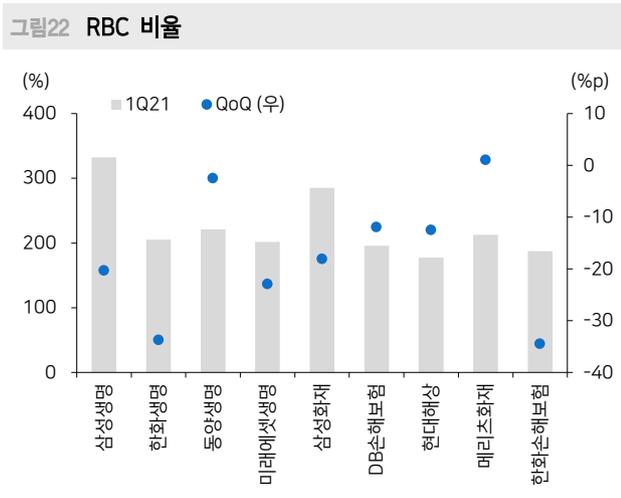
### 금리 상승으로 RBC 비율 관리 필요

부채 듀레이션 최대 50년까지 확대

RBC 비율 규제 강화가 지속되어 부채 듀레이션이 최대 50년까지 확대됐다. 이에 대응하기 위해 보험사 지속적으로 자산 듀레이션을 확대해야 하나 금리 상승기에는 RBC 하락 요인이다. 선제적으로 자산 듀레이션이 확보된 보험사가 안정적인 자본비율을 이어갈 전망이다. 자산 듀레이션이 가장 긴 메리츠화재의 경우 1분기 금리 상승에도 업계 추세와 달리 RBC 비율이 소폭 개선되었다. 보험사들은 후순 위채와 등 보완자본 발행과 채권 재분류를 통해 금리 상승 환경에 대응하고 있다.

Top pick: DB손해보험, 삼성생명

자동차 보험료 인상 누적효과와 수입차 판매 증가 등 해당 보험료 증가가 지속되고 있다. 아울러 초년도수수료 규제 적용, 대면 및 비대면 채널 변화로 사업비용 하락은 계속될 전망이다. 보험업 Overweight, Top pick으로 DB손해보험, 삼성생명을 제시한다.

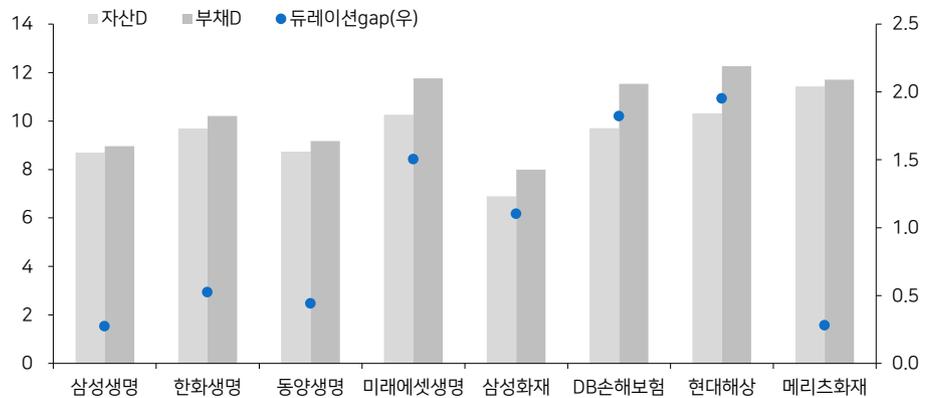


자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

| 현행          | 변경(안)       | 단계적 적용방안   |
|-------------|-------------|--|
| 최장만기 30년 적용 | 최장만기 50년 적용 | '21.06: 35년으로 확대<br>'21.12: 40년으로 확대<br>'22.03: 45년으로 확대<br>'22.06: 50년으로 확대 |

자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

### 그림23 자산 부채 듀레이션



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

**Strategy Idea**

본 자료의 원본은 2021년 6월 3일 발간된 [2021년 하반기 전망 시리즈 16 - 엔터레저: 장기 시계열, 그리고 M&A] 임



▲ 엔터/레저  
Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

# 2021년 하반기 전망 시리즈 16

## 엔터레저\_장기시계열, 그리고 M&A (해설판)

- ✓ 주가가 충분히 회복한 현재 신규 진입을 위해서 미래 예상 가능한 이익이 기대치를 넘어설지, 혹은 미달할지에 대한 판단이 필요한 시기. 이를 위해 장기 시계열 분석이 필요
- ✓ 여행산업은 지속적으로 성장할 것으로 전망되나 FIT 잠식 이어지며 여행사들의 실적 하락 트렌드는 지속될 것으로 봄. 여행사보다는 카지노를 선호
- ✓ 콘텐츠 전방산업에 해당되는 OTT시장의 성숙시장 진입 신호가 1분기부터 포착되면서 주의가 필요한 시기. 미디어 산업 내에서 엔터가 콘텐츠 대비 안전한 선택지
- ✓ 플러스 알파는 M&A시장에서 기대할 수 있음

### 시나리오별 2021년 하반기 전망

| 항목                         | 변수     | Worst                           | Base  | Best  |   |
|----------------------------|--------|---------------------------------|---|---|---|
| 주<br>가<br>결<br>정<br>요<br>인 | 1. 여행  | 백신<br>글로벌 항공 수급<br>여행자 여행 패턴 변화 | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2020년 상황 지속</li> <li>▪ 테러/인종차별 등에 의한 여행 수요 감소</li> <li>▪ PKG 여행 시장 내 M/S 하락 가속화</li> </ul>                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 백신 접종 2H21 인구 70% 이상 달성</li> <li>▪ 4Q21 항공 공급 정상화 비율 70% 달성</li> <li>▪ 2021년 여행수요, 2019년으로 회귀</li> <li>▪ PKG M/S 하락 연간 2-3%p 유지</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2021년말 전세계 공항, 코로나 이전으로 위험 단계 하향</li> <li>▪ FIT에서 PKG로 소비자 여행 패턴 변화</li> </ul>                                       |
|                            | 2. 카지노 | 백신<br>항공 수급<br>중국/일본            | <ul style="list-style-type: none"> <li>2020년 상황 지속</li> <li>사드 당시와 유사한 교류 빙하기 진입</li> <li>강원랜드 규제 강화</li> </ul>                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>백신 접종 2H21 인구 70% 이상 달성</li> <li>4Q21 항공 공급 정상화 비율 70% 달성</li> <li>중국 공항 증설에 따른 항공 노선 확대</li> <li>매출총량제 불행</li> </ul>                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>2021년말 전세계 공항, 코로나 이전으로 위험 단계 하향</li> <li>사드 이전과 같은 제한 없는 교류</li> <li>일본 파친코의 카지노 흡수 속도 가속화</li> </ul>                 |
|                            | 3. 콘텐츠 | OTT 시장<br>국내 방송산업 변화            | <ul style="list-style-type: none"> <li>성숙기: OTT 콘텐츠 예산 축소 발표</li> <li>글로벌 OTT 중국 진출로 인한 판권 통합</li> <li>방송사 드라마 슬롯 추가 축소</li> </ul>                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>성숙 초입: 넷플릭스, 신규 가입자 둔화</li> <li>추이 지속 vs. 디즈니+, HBO Max M/S 상승</li> <li>중국 및 중국 외 이원화된 시장 유지</li> </ul>                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>OTT 시장, 2019년 성장 회귀</li> <li>아이치이, 텐센트 한국 드라마 방영</li> <li>방송사 드라마 투자 확대</li> </ul>                                     |
|                            | 4. 엔터  | Next BTS 등장<br>중국<br>M&A        | <ul style="list-style-type: none"> <li>사건/사고에 의한 팬덤 분열</li> <li>1H22 오프라인 콘서트 재개 불발</li> <li>한국 연예인의 중국 출현 및 활동 금지</li> <li>매각 불발, 이전으로 회귀</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>2022 콘서트 완전 재개</li> <li>타 국적 보유한 한국 연예인의 중국 출현 가능한 현 상황 유지</li> <li>메스엠 매각 진행에 따른 내재가치 주목 ↑</li> </ul>                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>1H22 콘서트 완전 재개</li> <li>강력한 팬덤 보유한 Next BTS 등장</li> <li>한국인 연예인의 중국 출현 및 활동 재개</li> <li>레이블화 가속: M&amp;A 증가</li> </ul> |
| 산업 투자 전략                   |        | 비중 축소                           | 레저: 카지노>여행<br>엔터: M&A 이벤트 활용, 엔터3사 추천<br>콘텐츠: OTT 2분기 확인 후 접근 권고  | 레저: 카지노>여행<br>엔터/콘텐츠, 이벤트 발생시 비중 확대   |   |
| Top-Picks                  |        | 하이브                             | 엔터3사(YG, JYP, SM)   | 전 종목 매수 유효  |   |

### 여행산업 지속적으로 성장, 허나 FIT가 PKG 자리 잠식중

여행업 주가는 보복소비, 이연수요 기대감에 따라 5년 최고가 근접

코로나 발생 이후 현재까지 녹록치 않은 영업환경이나 주가는 코로나 이전으로의 회복은 물론 근 5년 내 최고가를 넘보는 상황이다. 이는 보복 소비, 이연 수요에 대한 기대 때문이다. 주가가 충분히 회복한 현 상황에서 미래 예상 가능한 이익이 기대치를 넘어설지, 혹은 미달할지를 판단하기 위해 장기 시계열 분석이 필요한 시점이다. 이에 대해 당사는 ASP, 여행자 수, 시장규모, M/S 네 가지 측면에서 국내 패키지 여행 사업사업자를 분석해보고자 한다.

ASP 이전 수준 회귀하며 Q는 단 자릿수 성장 이어갈 것

한국관광공사에서 발표한 관광지출 데이터에 따르면 인당 관광지출은 여행객 수 증가와 함께 지속적으로 감소하고 있다. 그러나 코로나 이후 가격이 크게 높아진 상황이다. 당사는 전세계 공항의 위험단계가 코로나 이전으로 낮아지면, ASP가 코로나 이전으로 빠르게 회귀할 것이라고 전망한다. 현재 항공사들의 어려운 상황을 고려해보면 할인/저가 클래스 판매가 재개될 것으로 보기 때문이다. ASP가 빠르게 이전으로 회귀하며 Q 또한 이전 수준으로 회복하면 이후 여행 산업은 단 자릿수 성장이 이어질 것으로 예상된다.

PKG에서 FIT으로 전환됨에 따라 패키지 여행사보다는 항공사 선호

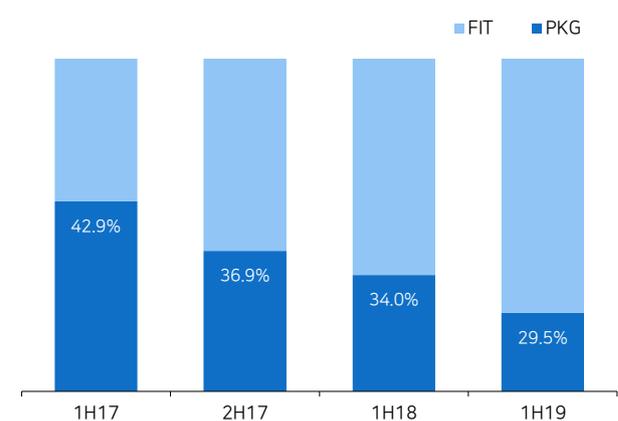
시장의 성장에는 문제가 없으나 FIT(자유여행)가 지속적으로 패키지의 자리를 잠식하고 있다는 점은 우려스럽다. KATA 자료에 따르면, 한국인 출국자 중 PKG를 선택한 비율은 2017년 상반기 43%에서 지속적으로 줄어 2019년 상반기 이미 30%를 하회했다. PKG 1인자인 하나투어의 M/S(동사 패키지 송출객/총 출국자 수)도 2017년 14.7%에서 2019년 10.8%로 하락하면서 시장과 유사한 흐름을 보이고 있다. 산업 성장률이 크게 낮아진 상황에서는 FIT에 M/S를 빼앗기는 PKG에 Q 성장을 기대하는 것은 무리가 있다고 판단된다. 여행 수요 전체에 대한 투자는 PKG에 치중되어 있는 국내 여행업보다는 항공업이 상대 매력도가 높다고 판단된다.

그림1 하나투어, 모두투어 시가총액 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 PKG 비중



주: 전체 출국자 중 PKG 고객 비중

자료: KATA(한국여행업협회), 메리츠증권 리서치센터

### 카지노: 코로나 풀리면 성장세 이어질 것

카지노, 여행과 주가 흐름 유사

카지노 사업자들 또한 코로나 이후 실적 부진이 지속되고 있으나 백신 공급되고 리오픈에 대한 기대감이 커지며 주가는 코로나 이전 수준을 대부분 회복하는 모습을 보였다. 지난 6개월간 상승의 theme은 여행과 유사하나 장기 시계열 분석은 다른 양상을 띤다.

외인카지노: 코로나 풀리면  
對중국, 對일본 성장세 이어질것

외인 카지노는 VIP 비즈니스가 중심으로, 특히 항공 노선이 풍부하게 있는 것이 중요하다. 카지노 수요 비탄력성은 항공료 등 가격 지표에 대해 둔감한 편으로 최근 항공권 가격 상승에도 자유로운 편이다. 중국 인바운드의 swing factor는 공항 증가다. 항공 공급과 한중 관계로 2018년 11월 한중 항공회담 이후 2019년 하반기 한국과 중국 동북부 간 항공 공급 확대가 진행되고 있었다. 코로나 회복 시 교통 공급 확대 포인트가 對중국 카지노 영업을 리부트 시킬 것으로 기대된다. 일본의 경우 해금법(오픈카지노) 통과로 일본인의 카지노 관심이 높아지면서 한국의 對일본 영업도 코로나 이전 호조세였다. 코로나 풀리면 이전과 같은 흐름이 다시 이어질 것으로 기대한다.

강원랜드: Re-Rating 위해서는  
Topline 증가 이벤트 필요

내국인 카지노는 백신 공급에 따라 거리두기 단계가 하향되면 실적 회복은 시간 문제에 불과하다. 다만 회복에 대한 주가 상승이 실적 회복을 상당 부분 반영한 시기로 추가 업사이드를 기대하기 위해서는 매출총량제 완화와 같은 Top line 성장 이벤트가 필요한 상황이다.

그림3 카지노 주가 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

#### 표1 중국 신공항 주요 건설 현황

| 공항명                             | 도시           | 완공(예정)일  | 투자 규모 (억위안) | 연간 수용 인원 계획                      |
|---------------------------------|--------------|----------|-------------|----------------------------------|
| Dalian Jinzhouwan International | Dalian       | 2018년 말  | 263         | 3,100만명                          |
| Xiamen Xiangan                  | Xiamen       | 2018년 말  | 137         | 2025년 450만명, 최종적으로 750만명         |
| Beijing Daxing International    | Beijing      | 2019년 중순 | 840         | 2025년까지 7천2백만명, 최종적으로 1억명        |
| New Hohhot                      | Hohhot       | 2019년 말  | 224         | 2030년까지 2,000만명                  |
| Pingdingshan Yaoshan            | Pingdingshan | 2019년 말  | 155         | 100만명                            |
| Qingdao Jiaodong International  | Qingdao      | 2019년 말  | 956         | 2025년까지 3,500만명, 2045년까지 5,500만명 |
| Chengdu Tianfu International    | Jianyang     | 2020년 말  | 719         | 초기에는 4천만명, 최종적으로 9천만명            |
| New Lianyungang                 | Lianyungang  | 2020년 말  | 23          | 250만명                            |
| New Mudanjiang                  | Mudanjiang   | 2020년 말  |             | 2025년 180만명                      |
| Lishui                          | Lishui       | 2021년 말  | 288         | 2025년 100만명                      |

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

### 콘텐츠: 전방산업의 성숙시장 진입 신호 첫 포착

다시 낮아진 주가, 재진입을 고민하는 투자자들

콘텐츠사들의 지난 6개월간 높은 주가 상승률을 기록하다가 이후 2개월간 증소형 콘텐츠는 빠르게 주가 조정을 겪어 현재 1월 초 수준의 주가를 형성하고 있다. 가격적인 매력도가 높아져서 투자자들이 재진입을 고민하는 시기이다. 하지만 미국 장년층의 OTT 이용률이 20~30대 수준까지 상승하였다는 점을 통해 보았을 때 성숙 시장에 진입할 가능성이 높아 주의가 필요해 보인다.

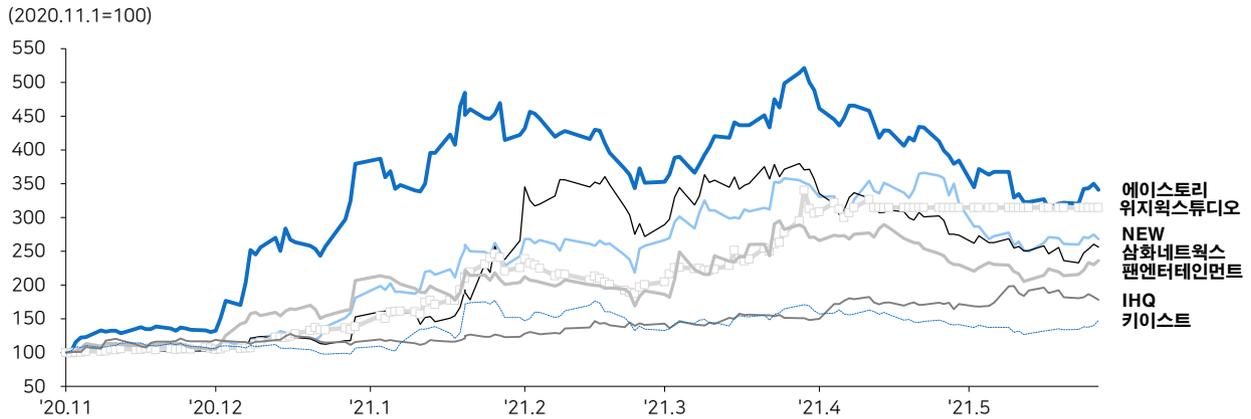
넷플릭스 실적 성장세 둔화 가능성

연중 드러날 것으로 보았던 신규 가입자 수 둔화, 경쟁 심화는 넷플릭스의 1분기 실적부터 나타났고 2분기 신규가입자에 대한 가이드스 또한 백만명으로 보수적인 수치를 발표하였다. 디즈니+와 HBO Max의 신규 진출 국가가 늘어나며 넷플릭스의 기가입자들의 선택권이 증가하고 있기 때문이다.

전방 산업의 성숙 시장 진입 신호 첫 포착

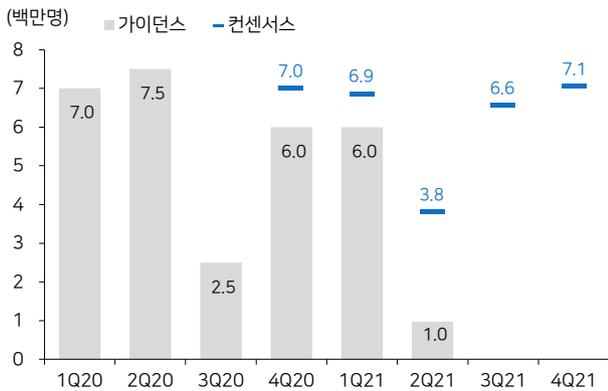
물론 현재 전방 산업 변화가 국내 콘텐츠사의 당장의 실적에 영향을 끼칠 것으로 보지는 않는다. 그러나 소비재에서 전방 산업의 변화가 언제나 후방 사업자들에게 영향을 미쳐왔다는 점을 고려했을 때 전방 산업인 OTT 산업의 성숙 시장 진입 신호들이 지속될지는 현재 확인하고 넘어갈 필요가 있다고 판단한다.

그림4 증소형 제작사 주가 추이



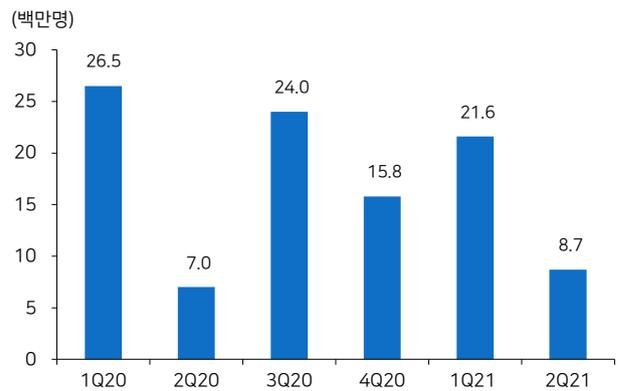
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 넷플릭스 가이드스, 컨센서스



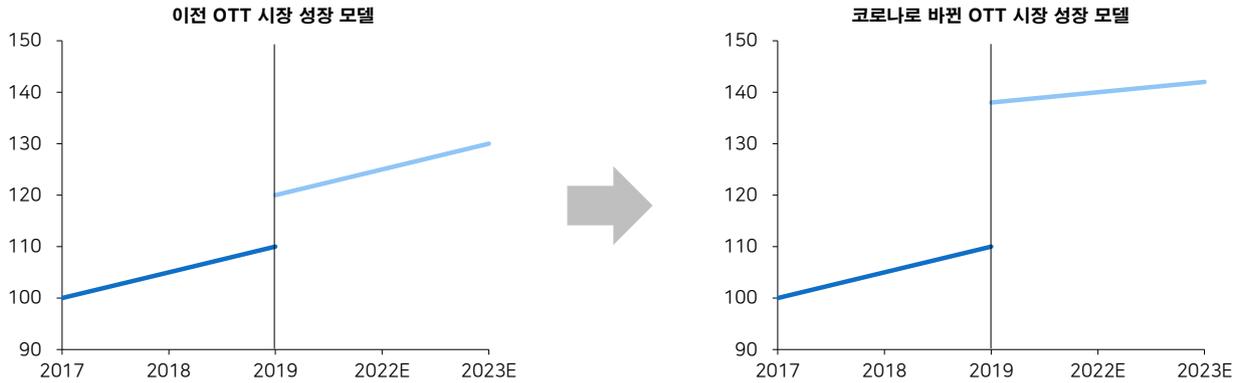
자료: Netflix, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 디즈니 + 신규 가입자수



자료: Disney, 메리츠증권 리서치센터

그림7 OTT시장 전망



주: 2017년 OTT 시장을 100으로 둘 때 이후 연간 시장 규모 그린 것  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

**엔터테인먼트: 견조한 성장세 이어질 것**

엔터3사와 추가적 대치관계를 이뤘던 하이브의 수급 쓸림현상 일단락

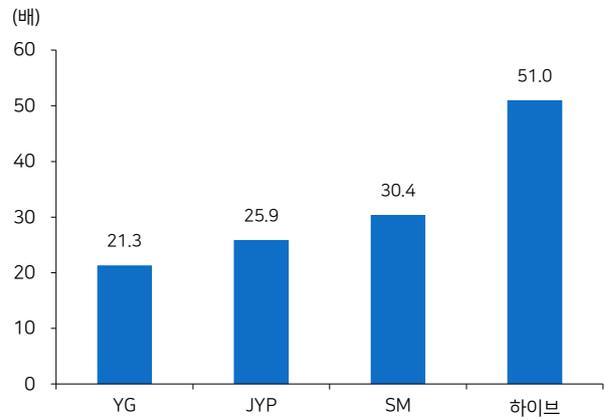
코스피에 입성한 엔터 대장주, 하이브의 등장으로 엔터 3사는 하이브와 추가적 대치관계를 이루었다. 특히 1월 이후 하이브 3개월 락업 해제 기간과 맞물려 수급이 집중되며 엔터 3사의 수급은 더욱 얇아졌다. 그러나 하이브의 굵직한 M&A 이벤트가 상반기 대부분 소화되었고, 수급 이벤트였던 MSCI 편입이 5월 12일 결정되며 관련된 수급 집중 현상이 일단락되었다. 밸류에이션을 비교해보면 2022년 Forward EPS 기준 PER이 하이브는 51배인데 반해 엔터 3사는 30배에 못미치는 상황이다.

그림8 엔터 4사 주가 추이



주: 엔터 4사 10월 하이브 상장 이후 시가총액추이, 하이브는 상장 시초가 기준  
 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 엔터 4사 PER



주: 당사 추정치 기준 6월 2일 증가, 하이브는 유상증자 고려  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

오히려 엔터 3사의 실적 기저가  
두터워지는중

투자자들이 하이브에 대해 높은 밸류에이션을 적용하는 이유는 플랫폼 비즈니스에 기인한다고 본다. 플랫폼에 대하여 우호적인 이유는 아티스트 활동이 수반되지 않더라도 기저가 되는 실적이 두터워진다는 데 있다고 해석되는데 1분기에는 오히려 엔터 3사에서 이러한 측면이 증명되었다. 아티스트 활동 부재에도 해외 음원 등 지표들이 예상치를 상회하며 1분기 실적 서프라이즈를 기록하였기 때문이다.

엔터 산업의 장기 성장 시계는 바뀌지 않았다. BTS를 필두로 글로벌 입지를 다지며 2018년 이후 이전 대비 성장 속도가 오히려 높아진 산업군이다. 코로나 기간 콘서트 부재로 인해 산업의 외형 성장은 이전 대비 더뎠으나 코로나 2차 유행 앨범 인플레를 고려하더라도 한국 아티스트들의 글로벌 입지는 높아진 것으로 추정된다. 코로나 이후 콘서트 재개 시 기존의 외형 성장이 기대되며 상반기 이벤트 플레이로 산업 수급이 집중되었던 하이브보다는 엔터 3사의 매력도가 높은 상황이다.

그림10 엔터 3사 콘서트 매출 VS 영업이익

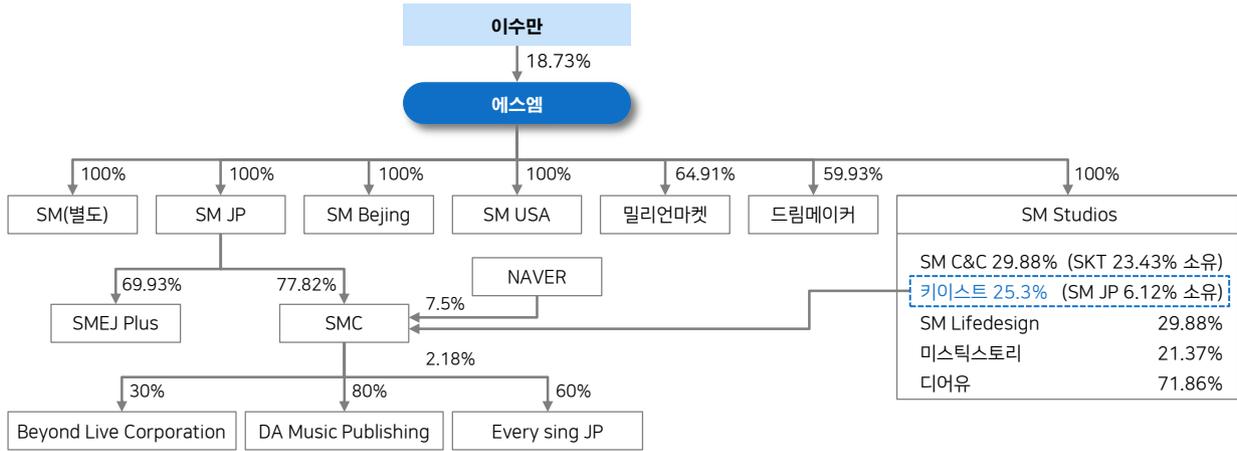


주: 별도 기준 3사 콘서트 매출 vs. 별도 영업이익  
 자료: 에스엠/JYP Ent./와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

지난 5월 SM엔터테인먼트의 최대주주 이수만 총괄 프로듀서의 지분이 M&A 시장이 등장했다는 언론 보도가 있었다. 언론을 통해 알려진 잠재 매수자는 카카오와 네이버다. SM은 5월 27일 조회공시 답변에서 '사업제휴 및 지분투자 관련 다각적인 논의'가 진행되고 있다고 밝히면서 언론 보도를 인정한 셈이다. 이에 따른 예측 가능한 변화는 1) 총괄 프로듀서의 거취 여부, 2) 라이크기획과의 거래 관계, 3) 비핵심 자회사들의 거취, 4) 카카오가 될 경우 향후 있을 카카오엔터 상장 여부에 미칠 영향이다.

하나씩 살펴보면 총괄 프로듀서는 매각이 성공적으로 이루어질 경우 직후에는 남아있겠지만 시간을 두고 물러날 가능성이 높다고 판단된다. 라이크기획과의 거래 관계는 총괄 프로듀서의 거취와 유사하게 흘러갈 것으로 추정된다. 비핵심 자회사들은 지난 3월 동사는 SM studios를 설립하여 지분을 묶어 놓은 상황이다. 최대주주 지분 매각과 동시에 이루어지고 있던 점을 고려할 때 SM studios 매각이 대주주 지분 매각 이전에 이루어지며 매각 주체를 가벼이 할 가능성이 있다.

그림11 에스엠 지분 및 지배구조

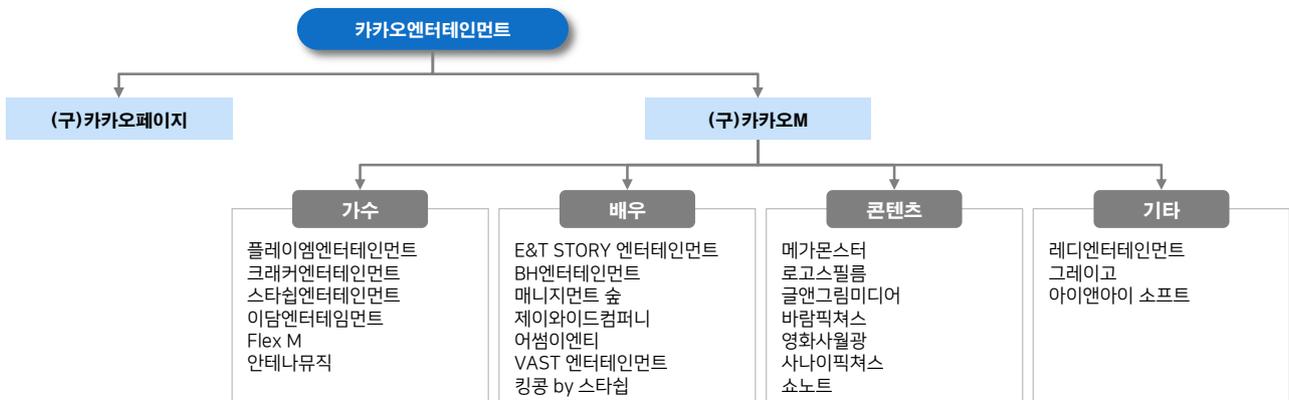


자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

네이버의 SM 지분 참여에 대한 관심은 이번이 처음이 아니다. YG Ent.처럼 제3자 유상증자를 통해 지분을 확보하지는 않았으나 네이버는 SM 계열사에 약 1천억원 투자를 집행한 상황이다. 네이버는 지난 1월, 위버스컴퍼니 주식을 받는 조건으로 브이라이브를 하이브에 넘긴 상태로 인수시 플랫폼 시너지를 위함은 아닐 것이라고 판단된다. 이보다는 엔터를 하나의 사업 포트폴리오로 확보한다는 데 의미가 있을 것으로 예상된다. 와이지엔터테인먼트의 사례를 참조할 때 SM이 네이버에 인수된다면, 독립성을 유지할 것으로 추측된다.

SM을 카카오가 인수한다면, 카카오엔터가 매수 주체자로 나설 가능성이 높아 보인다. 카카오엔터는 2021년 1월 웹툰/웹소설을 서비스하는 카카오페이지와 가수/배우 매니지먼트 및 카카오TV를 운영하는 카카오M을 1:1.3의 비율로 합병한 뒤 카카오엔터테인먼트로 사명을 변경한 회사이다. 엔터 사업의 주체인 (구) 카카오M은 크게 가수 + 배우 + 콘텐츠제작 세 부분으로 구성되어 있다. 배우 매니지먼트의 수익성은 전무하다고 봐도 무방하며 실적의 핵심은 가수 매니지먼트다.

그림12 카카오엔터테인먼트 사업 구조도

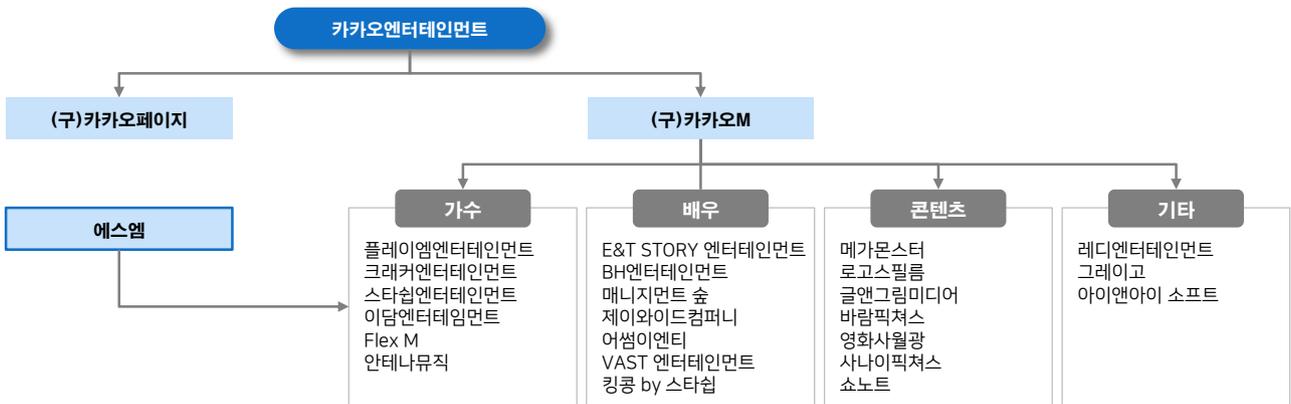


자료: 카카오엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

만일 카카오엔터가 SM을 인수하게 될 경우 드림메이커를 통해 카카오 계열 아티스트 공연 매니지먼트를 집중시키며 규모의 경제가 발생할 수 있다. SM 입장에서 브이라이브가 위버스로 인수되며 입점할 플랫폼을 찾고 있었을 것이며 카카오엔터는 카카오TV를 운영하고 있는데, SM 아티스트들의 입점은 카카오TV의 집객력을 높이는 데도 큰 도움이 될 것으로 서로 윈윈이다. 특히 이는 하이브 밸류에이션을 받고 싶은 카카오엔터의 니즈와도 맞아 떨어진다.

SM 인수자가 카카오일 경우 SM스튜디오스 인수 여부에 따라 두 가지 가능성 존재한다. 첫번째는 SM studios 인수 후 SM 지분 매입하는 시나리오다. 카카오엔터가 SM studios를 직접 인수하고 이수만 프로듀서의 SM 지분 협상을 별개로 진행하는 방식이다. 두번째는 SM studios 매각 후 SM 인수하는 시나리오로 SM이 카카오엔터의 가수 레이블로 편입되는 형태이다. SM studios에 포함된 디어유는 지난해 주관사를 선정하고 빠르면 하반기 코스닥 상장을 준비 중에 있다.

그림13 카카오엔터 인수 시 예상 구조도



자료: 카카오엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

표2 엔터 업체들, 엔터테인먼트 사업 실적 합산 비교(2019년/2020년)

|      |       | 빅히트 별도<br>+ JP + USA | 하이브   | YG 별도<br>+ JP + Asia | SM 별도<br>+ JP + 베이징 | JYP Ent<br>(연결 실적-JYP Pictures) | 카카오M 별도<br>+ 스타십 |
|------|-------|----------------------|-------|----------------------|---------------------|---------------------------------|------------------|
| 2019 | 엔터 매출 | 527.7                | 526.5 | 163.1                | 386.9               | 145.5                           | 265.9            |
|      | 영업이익  | 101.1                | 100.2 | 3.8                  | 49.9                | 43.5                            | 30.4             |
| 2020 | 엔터 매출 | 507.3                | 555.3 | 166.9                | 337.5               | 129.0                           | 327.6            |
|      | 영업이익  | 87.8                 | 101.5 | 8.7                  | 26.7                | 44.1                            | 24.2             |

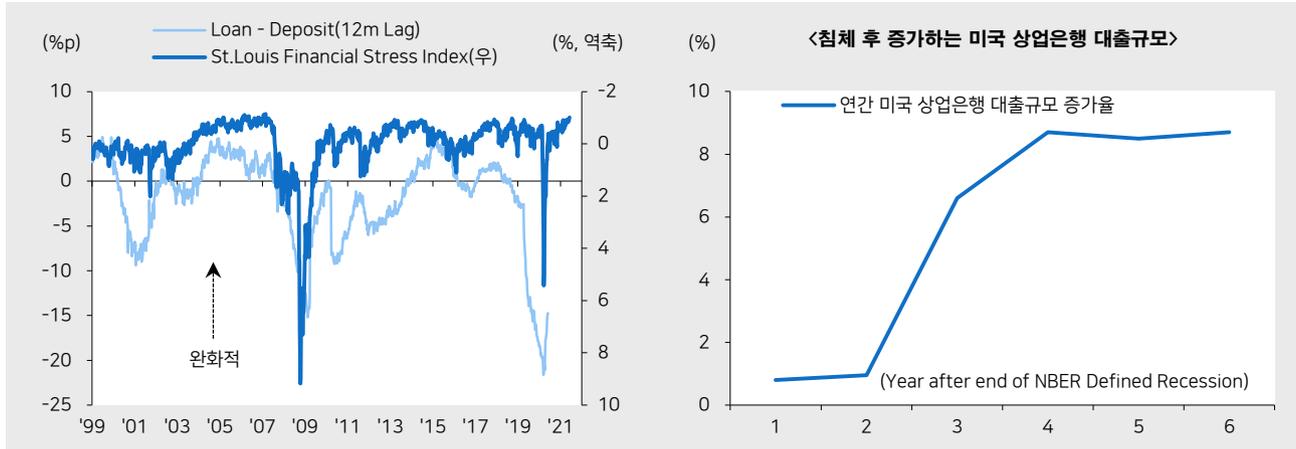
주: 카카오M 별도 실적에 카카오TV 관련 실적이 합산되어 있는 것으로 추정되나 구분하기 어려운 관계로 무시. 하이브 실적은 플레디스, 쏘스뮤직 합병 이후 실적을 기존 빅히트 엔터 실적에 합산

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

SM이 카카오에 인수될 경우 카카오 레이블을 하이브와 맞먹는 국내 레이블 양대 산맥으로 올라선다. 이 경우, JYP와 YG 또한 레이블화를 위한 M&A 대상으로 언급될 가능성이 높다. M&A 관점에 근거, SM, YG, TYP를 바라보아야 할 시점이라고 판단하는 이유다.

**오늘의 차트** 이승훈 연구위원

**중앙은행, 최종대부자로서의 역할**



자료: TLAC, Fed, 메리츠증권 리서치센터

중앙은행의 최종대부자라는 별칭에 대한 의미는  
→ 완화적 금융환경의 수호

중앙은행을 '최종 대부자'라 칭하는 이유는 무엇일까? 경제가 위기를 맞이하면 위험회피 심리로 시중의 유동성은 경색된다. 이 때 중앙은행은 직접 유동성을 공급함으로써 민간경제의 자생적인 회복을 유도하는데, 민간 자금조달이 어려울 때 최종적으로 찾아갈 수 있는 기관이 중앙은행이기에 이를 최종 대부자라고 칭한다.

민간 금융환경 완화적이라면 연준 개입 정당성은 약화

연준의 개입이 없더라도 민간의 예금과 대출로 인한 자금순환이 안정적이라면 금융환경은 충분히 완화적이라 볼 수 있다. 최근 민간은행의 예금잔고 증가세와 대출잔액 감소세가 둔화되고 있다. TLAC에 따르면 경험적으로 침체기 이후 민간대출은 1~2년 후 정상궤도로 복귀하는데, 민간이 스스로 완화적 금융환경을 유지할 수 있다면 정책 개입의 정당성은 약화된다. 정책 정상화가 당연한 수순인 이유다.

연준의 정책전환이 문제될 때는 이중책무 중 하나를 포기할 때

정책 정상화가 문제가 되는 경우는 물가 과열에 대한 두려움으로 경기회복 또는 민간의 자생적인 금융환경 유도를 포기할 때이다. 즉, 테이퍼링/금리인상과 같은 정책 전환이 경기의 안정적인 회복과 민간의 자생적인 자금조달 환경이 조성된 때라는 판단 하에 이루어진 것이라면 큰 문제가 되지 않는다는 의미다.

금리정상화 앞당겨졌지만 미국 경제 대한 자신감으로 보여 타국, 정책전환 받아들일 수 있는 체력 있는지가 중요

연준은 금리 정상화 시점을 2023년으로 앞당기며 2021년 경제성장률 전망을 7%로 상향 조정했다. 물가상승 경계를 표출했지만 금리 정상화가 물가안정과 경기회복의 이중책무에 부합한 결정이며 오히려 미국경제에 대한 자신감을 보인 것에 가까워 보인다. 따라서 앞으로 연준의 행보도 물론 중요하겠지만 금융시장에는 무르익은 글로벌 경기회복 기대가 실제 시현되는지가 더 중요해 보인다. 타 국가들이 연준의 정책 정상화를 받아들일 수 있는 체력이 있는가를 보아야 하는 것이다. 현재 신흥국 또한 백신접종 속도가 가속화되며 빠른 경기회복세를 보이고 있다. 이러한 방향성이 유지된다면 미국 정책변화의 영향은 제한적일 것이다.

**칼럼의 재해석** 박형렬 연구위원

**5000 원으로 건물주가 되는 세상 (LEXOLOGY)**

MZ세대라고 불리는 2030세대를 중심으로 조각투자 열풍이 불고 있다. 해외주식을 소수점 단위로 구매할 수 있는가 하면, 시계나 미술품, 스니커즈, 아트토이 등을 투자자들이 조각 단위로 공동구매 후 매각차익을 얻는 상품이 등장했다. 이러한 조각투자 열풍은 그 대상이 부동산으로 확대되었고, 커피 1잔 가격에 강남의 건물을 살 수 있는 플랫폼 '카사코리아'가 출시되었다. 카사코리아는 지난해 9월 역삼 런던빌을 대상으로 203만 6,000DABS를 1주당 5,000원에 발행하였다.

DABS란 Digital Asset Backed Securities의 줄임말로, 블록체인 기술을 활용해 전자증권의 형태로 발행하는 자산 유동화 증권을 의미한다. 블록체인 시스템 내의 기술로만 보관되고 관리되기 때문에 실물 발행으로 소요되는 비용을 줄일 수 있다. 또한, 증권 발행 기간 및 상장 소요기간 단축을 통해 투자자금을 조기에 회수할 수 있고, 도난 및 분실 위험과 위·변조를 막을 수 있다는 이점이 있다.

DABS 발행은 '건물주의 부동산 상장 신청-감정평가 기관의 자산가치 평가-감정가를 바탕으로 신탁사의 DABS 발행'의 과정으로 이루어진다. 발행된 DABS는 카사 거래소에 상장되고, 상장된 건물이 매각될 때까지 자유롭게 거래된다. 건물주의 전유물이었던 부동산 수익권을 분할해 불특정 다수가 언제든지 매매할 수 있게 만들어 일반 투자자들의 부동산 투자 접근성이 향상되었다. 뿐만 아니라, 부동산펀드에 비해 제한이 적고 리츠보다 부동산 수수료가 낮으며, 부동산 가치를 좀 더 직접적으로 평가할 수 있다. 수익적인 측면에서도 안정적인 배당 수익을 얻을 수 있으며, 거래소에서 시세차익을 누릴 수 있고 건물이 매각될 경우 매각 차익을 얻을 수 있다.

이처럼 DABS를 통해 투자자들의 투자 기회가 확대되었으나, 아직까지는 조심스러운 접근이 필요하다. 현재 카사 거래소는 다자간 매매방식을 채택하고 있기 때문에 매수 호가보다 낮은 DABS가 시장에 있더라도, 그 보다 높은 가격에 거래가 발생하기도 한다. 또한, 도입 초기단계이기 때문에 투자자들이 많지 않아 일일 거래량에 편차가 크며, 투자 건물에 공실이 발생하였을 경우 수익률에 큰 타격을 입기도 한다.

그럼에도 불구하고, 현재 카사코리아의 대표가 경쟁매매 방식에서의 전환을 꾀하고 있고, 제2호, 제3호 상품을 준비하고 있는 만큼 더 많은 투자자가 유입되고 포트폴리오가 다각화될 가능성이 크다. 5000원으로 건물주가 될 수 있는 세상을 개척한 데 이어, 매매방식과 포트폴리오 다각화 등의 주어진 과제를 해결한다면 부동산 투자에 새로운 장이 열릴 것으로 기대한다.

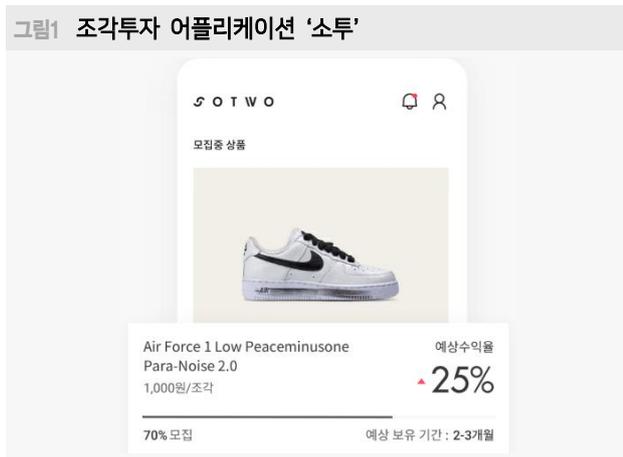
**MZ세대를 중심으로 한 조각투자 열풍**

시계, 미술품, 스니커즈 등 다양한 상품에서의 조각투자 열풍

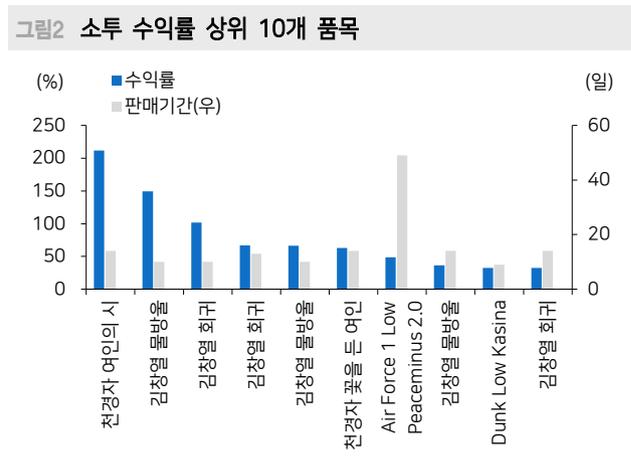
MZ세대라고 불리는 2030세대를 중심으로 조각투자 열풍이 불고 있다. 해외주식을 천원 단위로 구매할 수 있는가 하면, 시계나 미술품, 스니커즈, 아트토이 등을 투자자들이 공동 구매해 소유권을 조각으로 소유, 가격이 오르면 재판매하여 매각 차익을 얻을 수 있는 상품이 등장했다. 대상 품목에 따라 수익률과 판매기간은 제각각이며, 서울옥션블루가 진행해온 공동구매 기록에 따르면 지난 4월 20일 기준으로 최고 수익률은 211.5%(천경자-여인의 시, 판매기간 14일), 평균 실 수익률은 18.13%, 그리고 평균 판매기간은 26일이다.

부동산 조각투자: 카사코리아

이러한 조각투자 열풍은 부동산으로 이어졌고, 커피 1잔 가격에 강남의 건물을 살 수 있는 플랫폼 '카사코리아'가 출시되었다. 카사코리아는 지난해 9월 블록체인 기반의 부동산 DABS(Digital Asset Backed Securities, 디지털 자산 유동화 증권)를 발행, 11월에 강남구 역삼동의 상업용 부동산을 제1호 건물로 공모하였다. 제1호 건물인 '역삼 런던빌'의 공모 결과, 1주당 5,000원에 203만 6,000DABS가 완판되며 약 7,000명의 투자자들로부터 101억 8,000만원이 모였다.



자료: 소투



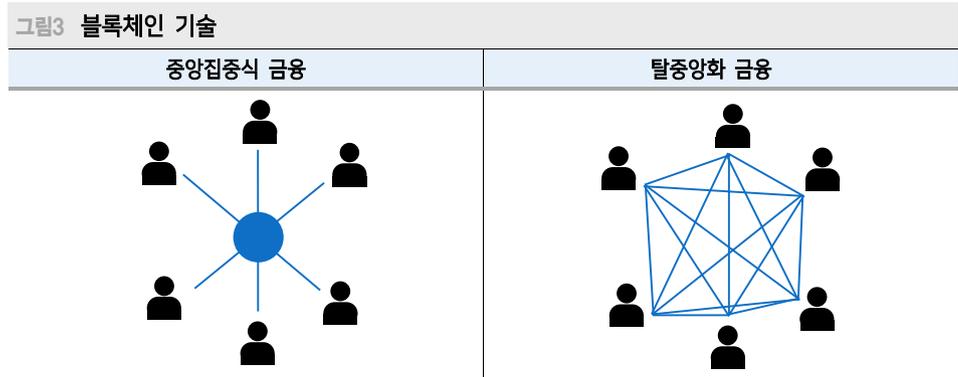
자료: 소투, 메리츠증권 리서치센터

### 블록체인 기술을 기반으로 한 DABS

#### 블록체인 기술을 활용한 DABS 발행

카사코리아에서 발행한 DABS는 신탁사가 위탁된 부동산을 기반으로 한 수익증권을 발행하는 경우, 블록체인 기술을 활용하여 전자증권 형태로 발행하는 자산유동화증권(Asset Backed Securities, ABS)을 의미한다. 비트코인 개발에 활용된 것으로 널리 알려진 블록체인 기술은 2007년 나카모토 사토시라는 인물에 의해 시작되었다. 사토시는 2007년 글로벌 금융위기 때 중앙집권화 된 금융시스템의 위험성을 느끼고, 탈중앙화 된 기술이 필요성을 느끼고 비트코인을 개발하였다. 이전까지 사용자들의 모든 거래정보는 은행이라는 중앙 서버에 저장되고 관리되었으나, 은행이 없는 비트코인의 경우 누구나 열람할 수 있는 장부에 거래내역이 기록된다. 이렇게 기록된 거래내역을 모든 사용자가 은행을 대신하여 감시하고, 정보를 공유함으로써 위폐의 유통을 차단시키는 것이 블록체인 기술이다.

금융당국은 디지털 형태의 수익증권이 소비자의 편익을 증대시키는 혁신적인 기술이라고 판단, 최초로 DABS를 활용한 거래를 공식적으로 인정하였다. DABS를 이용해 거래할 경우, 블록체인 시스템 내의 데이터로만 보관되고 관리되기 때문에 실물 발행으로 인해 소요되는 비용을 줄일 수 있다. 또한, 증권 발행 기간 및 상장 소요기간 단축을 통해 투자자금을 조기에 회수할 수 있고 투자의 효율성도 높일 수 있다. 블록체인 기술 이용 시 증권의 도난 및 분실위험과 위·변조를 막을 수 있다는 장점도 있다.



자료: 메리츠증권 리서치센터

## DABS, 부동산 거래의 새로운 장

### DABS 거래 및 수익 구조

카사는 미국에서 빈부격차의 심각성을 경험한 카사코리아 대표에 의해 개발되었다. 빈부격차가 가장 극심하게 나타나는 자산이 부동산이라고 판단하였고, 블록체인의 분산원장 기술로 누구나 부동산 투자에 접근하기 쉽게 만들자는 아이디어에서 출발하였다.

금융규제 샌드박스 시행-  
부동산 신탁형태의 수익증권 발행

기존 자본 시장법에 따르면 수익증권은 금전 신탁에 한해서만 발행이 가능하고, 부동산 신탁계약을 통한 수익증권의 발행은 불가능했다. 하지만 2019년 4월, 핀테크 산업의 활성화를 위해 각종 규제 적용을 한시적으로 유예해주는 금융규제 샌드박스가 시행되며 부동산 신탁 형태의 수익증권 발행이 가능해졌다.

부동산 투자 접근성 향상

건물주가 보유한 부동산을 거래소에 상장 신청하면 거래소는 감정평가 법인에 자산가치 평가를 의뢰하고, 신탁사는 감정가를 바탕으로 DABS를 발행한다. 발행된 DABS는 공모 청약을 통해 분배한 뒤 카사 거래소에 상장되고, 상장된 건물이 매각될 때까지 자유롭게 거래된다. 건물주의 전유물이었던 부동산 수익권을 분할, 불특정 다수가 언제든지 매매할 수 있게 하여 일반투자자들의 부동산 투자 접근성을 향상시켰다.

부동산 간접투자 상품 비교

그렇다면 DABS를 활용한 투자가 부동산펀드, 리츠와 같은 부동산 간접투자 상품과 다른 점은 무엇일까? DABS를 활용한 투자는 부동산 간접투자 상품보다 접근성이 높으며 직관적이다. 부동산 펀드는 개별 부동산에 투자하지만, 최소 투자금액 제한선이 높으며 통상 3~7년간의 기간 동안 환매가 불가능하다. 리츠의 경우, 상대적으로 작은 액수로 투자가 가능하고, 환매제한 또한 없지만 복잡한 구조로 인해 DABS보다 더 많은 수수료를 요구한다. 또한, 리츠는 부동산을 자산으로 가지고 있는 기업의 주식에 투자하는 방식인데 비해, 카사의 DABS는 단일 건물에 직접적으로 투자하는 형태여서 부동산의 가치를 좀 더 직관적으로 파악할 수 있다.

DABS수익=  
임대수익+시세차익+매각차익

DABS 투자자들이 수익을 얻는 방법은 임대수익과 시세차익, 그리고 매각차익이다. 신탁사는 3개월마다 건물 관리비 등의 비용을 제외한 임대수익을 DABS 보유 투자자들에게 배당한다. 현재 미국 국제학교의 분교인 PCA 코리아가 5년 간 임차중으로, 카사코리아가 예상하는 연간 임대수익률은 3.4% 수준이다. 여기에 투자자들은 투자한 건물의 가치가 상승했을 때 DABS를 통해 매도함으로써 시세차익을 통한 수익 실현이 가능하다. 또한, 건물에 대해 매력적인 매각 제안을 받는 경우, 수익자 총회를 통해 매각 결정을 내려 매각에 따른 차익을 실현할 수 있다. 올해 역삼 런던빌 토지의 개별공시지가가  $m^2$ 당 919만원으로 전년 대비 20.36% 상승하며 서울시 평균 상승률인 11.54%를 상회한 만큼, 건물 매각 차익을 기대할 수 있다.

### 보완점 및 리스크

DABS를 통해 일반 투자자들로 하여금 부동산 투자 시장의 접근성을 높였다는 측면에서는 긍정적이지만, 투자자 입장에서는 조심스러운 접근이 필요하다. 현재 카

다자간 상대매매로 인한 한계

사가 운영하는 DABS 거래소는 다자간 상대매매 방식으로, 매도 호가와 매수 호가가 일치해야 거래가 성립된다. 따라서 매수 호가보다 더 낮은 가격의 DABS가 시장에 있더라도, 그보다 높은 가격에 매수하는 상황이 발생하기도 한다.

또한 DABS는 아직까지 도입 초기단계로, 거래량이 많지 않을뿐더러 일별 거래량 편차가 크다. 하루에 10,000건이 넘는 거래가 성사되는 날도 있는가 하면 일일 거래량이 600건 수준에 머물러있는 경우도 있다. 따라서 일일 거래량이 적은 날의 경우, 원하는 가격에 매도하는데 어려움을 겪을 수 있다.

공실 발생의 위험성

마지막으로, 매입한 건물에 공실이 생길 경우 투자자들의 수익률이 줄어들 수 있다. 특히 역삼 런던빌의 경우 단일 임차인이기 때문에, 임차인에게 문제가 생겼을 경우 수익률에 큰 타격이 줄 수 있다.

부동산 투자의 새로운 투자처

부동산 투자의 새로운 장

카사코리아는 부동산 DABS 플랫폼 서비스의 시행으로 투자자들의 접근성을 높이며 부동산 투자에 새로운 장을 열었다. 변동성이 큰 시장에서 안정적인 배당 수익을 얻을 수 있을 뿐 아니라, 투자 대상 건물에 따라 큰 매각 차익을 얻을 가능성도 있다. 거래방식의 불편함을 해소하고자 경쟁매매 방식으로의 전환을 꾀하고 있으며, 강남 테헤란로 소재 오피스를 제2호 상품으로 공모하기 위해 준비하고 있다. 앞으로 오피스뿐만 아니라, 임대주택, 호텔 등 포트폴리오를 다각화시켜 투자자들의 선택권을 확대한다면 DABS는 투자자들에게 충분히 매력적인 투자처로 떠오를 수 있을 것이다.

그림4 카사 상장 절차



자료: 카사코리아, 메리츠증권 리서치센터

그림5 카사 거래 구조



자료: 카사코리아

그림6 금융규제 샌드박스 운영 절차



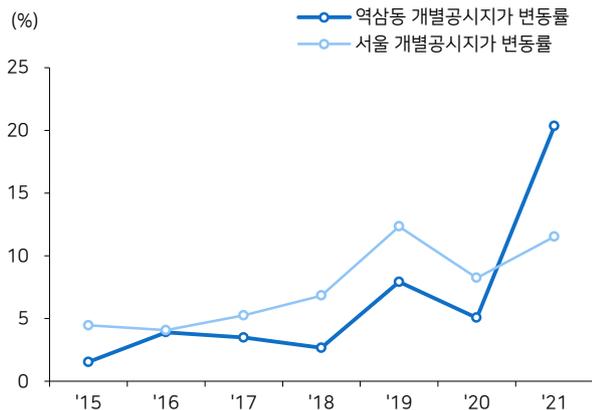
자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

표1 부동산 간접투자 상품 비교

| 구분   | 부동산펀드  | 리츠   | 카사코리아 DABS   |
|------|--|--|--|
| 정의   | 투자자 자금으로 부동산, 파생증권, 유가증권 등에 투자해 수익을 배당하고 만기 때 매각, 청산하는 상품  | 투자자 자금으로 부동산 포트폴리오를 보유한 상장, 비상장 기업에 투자해 수익을 배당하는 상품  | 부동산 수익증권의 공유지분을 디지털로 바꾼 유동화증권(DABS)으로 수익을 배당하는 상품  |
| 법률   | 금융위원회 자본시장법  | 국토교통부 부동산 투자회사법  | 금융위원회 금융혁신지원특별법  |
| 수익   | 배당수익+매각차익  | 배당수익+시세차익+매각차익   | 배당수익+시세차익+매각차익   |
| 중도환매 | X, 폐쇄형이어서 3~7년 펀드 청산까지 불가  | △, 주식형은 수시로 가능, 신탁형은 불가  | O, 거래소 매매를 통해 수시로 현금화 가능   |
| 특징   | <ul style="list-style-type: none"> <li>대출형, 임대형, 해외투자형, 직접개발형, 경공매형, 프로젝트 개발형 등 유형이 다양</li> <li>매각, 청산 때 부동산 시장 상황을 예측하기 어렵고, 금리 상승과 부동산 경기에 민감</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>리츠 회사는 총자산의 75% 이상을 부동산 관련 자산에 투자하고, 이익의 90% 이상을 의무 배당</li> <li>심사절차가 복잡하고 소요기간이 길며 부동산 경기에 민감</li> <li>공모 상장 절차/심사 복잡</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>부동산 상장기간에 제한이 없어 시장 상황에 따라 고점 매각 가능</li> <li>개별 단일 물건에 투자할 수 있어 투자 성향에 맞춰 다양한 포트폴리오 구성</li> <li>수수료 구조 간소화</li> </ul> |

자료: 카사코리아, 메리츠증권 리서치센터

그림7 연간 공시지가 상승률



자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

그림8 역삼 런던빌 증가 vs 거래량



자료: 카사코리아, 메리츠증권 리서치센터