

# Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 12. 2 (목)

**meritz** Strategy Daily

## 전략공감 2.0

### Strategy Idea

2022년 전망 시리즈 9 정유/화학\_Sustainability(해설판)

2022년 전망 시리즈 10 엔터/레저\_확인의 2022(해설판)

### 오늘의 차트

가치/성장의 구분의 이면에 있는 주도주 변화를 보자

### 칼럼의 재해석

에너지 효율성과 그린빌딩

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 11월 12일 발간된  
[2022년 전망 시리즈 9 – 정유/화학: Sustainability] 입



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

## 2022년 전망 시리즈 9 정유/화학\_Sustainability (해설판)

- ✓ Greensition 가속화로 Green기반의 성장이 가시화된 기업에 주목: SK이노베이션, 롯데케미칼, SKC
- ✓ 2022년 정유업종에 투자의견 Neutral: 항공유/디젤의 점진적 수요 회복으로 정제마진 추가 개선 예상. 단, 글로벌 Oil Major 주도의 Green사업 재편은 기존 Carbon사업에 대한 De-rating으로 판단→ 정유업 최선호주는 SK이노베이션, 비선호주는 S-Oil
- ✓ 2022년 석유화학 기업들은 Greensiton의 역설적 수혜가 가능→ 최선호주 롯데케미칼(수소/재활용 플라스틱)과 SKC(동박 Shortage/실리콘 음극재, 반도체 Glass기판)
- ✓ 2022년 LG에너지솔루션 상장 예정→ LGES의 사업가치는 94.8조원으로 추정, LG화학은 Value-trap으로 투자매력도 높지 않아

### 시나리오별 2022년 전망

항목	변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. 국제유가	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 위드코로나의 수요</li> <li>▪ Greenflation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 정유: Dubai유가 60달러/배럴로 급락</li> <li>▪ 화학: Dubai유가 95달러/배럴로 급등</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2022년 Dubai유가 75~82달러/배럴</li> </ul>
	2. 정유	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 위드코로나의 운송용 수요</li> <li>▪ 정제설비 공급</li> <li>▪ 정제마진</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2022년 평균 정제마진 6.5달러/배럴</li> <li>▪ 2022년 글로벌 정제설비 증설 정상 가동으로 P하락 압박 지속</li> <li>▪ 중국 정부의 공급 병목현상 해소를 위한 정제설비 가동 제한 완화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2022년 평균 정제마진 7.2달러/배럴</li> <li>▪ 2022년 글로벌 정제설비 증설(120만배럴/일) 시점 이연</li> </ul>
	3. 석유화학	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 글로벌 신규 증설</li> <li>▪ 경기 부양 정책 등 수요 Trigger</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2022년 에틸렌 신규 공급량 1,200만톤 100% 가동</li> <li>▪ 해상 물동량 병목현상 장기화로 아시아 역내 석유화학 공급과잉 심화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2020~21년 공급 Shortage 수혜를 받던 주요 제품들은 2022년 수익성 다소 하락</li> <li>▪ NCC는 높아진 투입원가 및 수요 불확실성으로 투자의견 Neutral</li> <li>▪ 국가별 저탄소 정책으로 일부 지역 감산 가능성 등 정책 변수에 Trading Buy로 대응</li> </ul>
	4. 태양광	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 정책과 설치 규모</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 태양광 설치량 170GW 하회</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 태양광 설치량 190~200GW</li> <li>▪ Downstream 강세</li> </ul>
산업 투자 전략		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 정유/화학 Underweight 의견</li> <li>▪ 정유: 유가 약세에 따른 재고손실 부담</li> <li>▪ 석유화학: 수요 불확실성 증대와 수익성 부진으로 주가는 De-rating 예상</li> <li>▪ 태양광: 다수의 탄소배출 저감 정책들 제외할 시 기업별 수익성 부담 높아져</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 정유/화학 Neutral 의견</li> <li>▪ 정유: 상대적으로 Green사업 비중이 높은 SK이노베이션에 상대적 우위</li> <li>▪ 석유화학: 2021년 부정적 변수들의 기저효과(Low)로 NCC들의 수익성 반등 예상</li> <li>▪ 태양광: Trading Buy로 접근 필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 정유/화학 Overweight 의견</li> <li>▪ 정유: 유가와 마진의 이익 모멘텀 구간</li> <li>▪ 석유화학: P강세로 제품별 수익성 양극화 축소</li> <li>▪ 태양광: 정책 강화 및 자발적 설치규모 증가로 관련 소재들의 가격 강세</li> </ul>
Top-Picks		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ SKC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ SK이노베이션, 롯데케미칼, SKC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ SK이노베이션, S-Oil</li> <li>▪ 롯데케미칼, SKC, 한화솔루션</li> </ul>

## 2021 Review: 역설적 수혜

2021년 국제유가는 OPEC+의 원유 감산량 통제와 Post Covid19의 수요 회복 기대감으로 하반기 WTI 기준 86달러/배럴으로 급등했다. 올 하반기 정제마진은 아시아 역내 공급량 감소 및 주력 제품들의 수요 반등으로 회복, S-Oil이 주도주로 자리매김한 점이다.

2021년 석유화학은 상고하저의 주가 흐름을 시현했다. 상반기 미국 Texas 정전에 따른 글로벌 공급 부족에 따른 P(가격) 강세를 시현, 반면 하반기 공급 여건 정상화로 P하락 및 유가 강세 등의 이익 고점 우려로 주가는 하락했다.

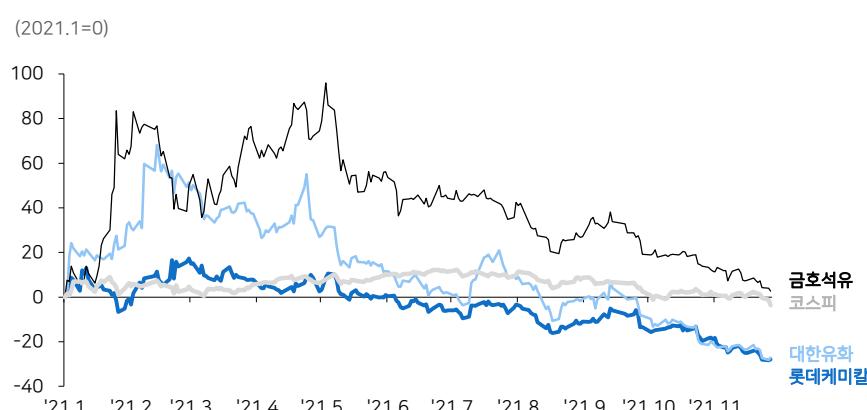
어느 때보다 강화되는 Net Zero 정책으로 신재생 에너지원에 대한 관심도가 높아지고 있다. 또한 ESG 정책으로 중국산 태양광 소재 사용 규제 등으로 태양광 Supply-chain은 Downstream 대비 Upstream의 강세 전환, 국내 기업은 OCI의 이익 개선이 뚜렷한 점이다.

그림1 국내 정유 4개사의 주가 흐름



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 국내 석유화학 기업별 주가 흐름



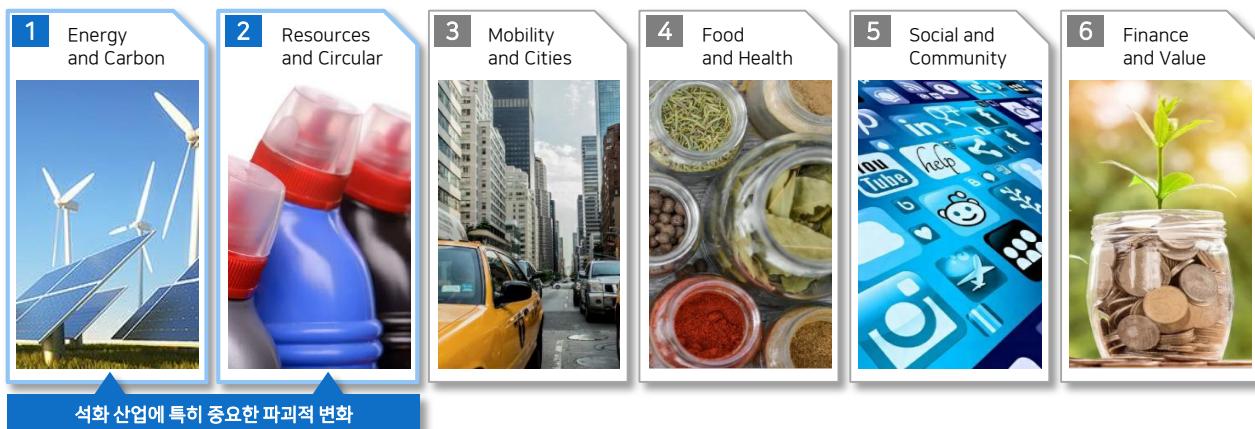
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 2022년 Sustainability: 2050년 Net Zero를 달성하려는 밑그림

### Carbon to Green 패러다임 확대

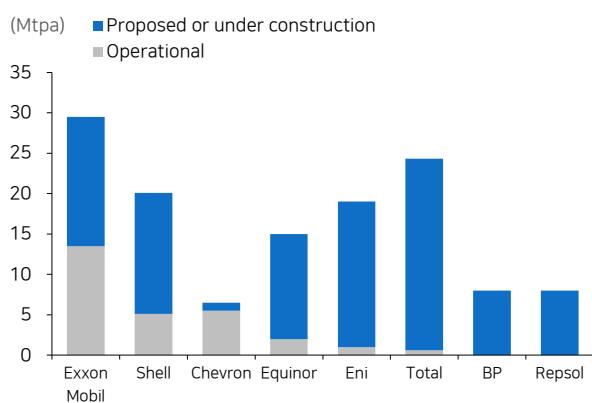
지속가능한 성장을 위한 순환경 경제 달성을 위해 탄소배출 Net zero는 대다수 국가의 목표가 되었다. 이러한 Carbon to Green의 패러다임 변화는 Greensetion, Greenflation 등 다양한 신조어를 만들었다. 해당 영향력은 1차 (Scope 1) 생산자의 책임부터, 3차(Scope 3) 최종 소비자가 사용 후 처리의 단계로까지 확장되고 있다. 이를 바탕으로 기존 에너지 업종은 화석연료를 생산한다는 점을 이유로 들어 부채 조기 상환 및 배당금 지급 확대 요구를 받고 있으며, 석유화학 기업 또한 생산 과정에 있어 배출되는 탄소 감축에 대한 요구를 받고 있는 상황이다. 이러한 ESG 트렌드에 맞추어 정유/화학 업계의 화두는 탄소포집(CCUS) 기술 유무, 플라스틱 재활용 등이 포함된다.

그림3 석유화학 기업들의 사업 지속성을 위해 당면한 과제



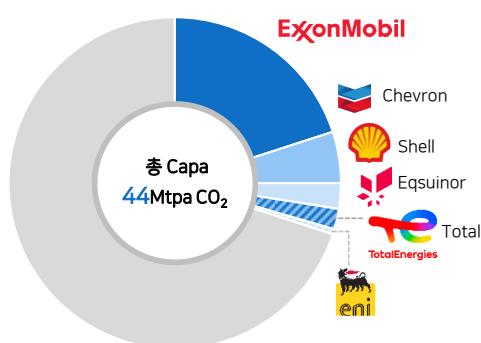
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 Oil Major들의 CCUS 프로젝트 투자 현황



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 Oil Major들의 CCUS 설비 용량



자료: 메리츠증권 리서치센터

## Oil Major들이 대처하는 '신' 고유가 시대

2022년 유가 시나리오:  
OPEC과 미국의 증산이 핵심

당사의 2022년 유가 전망은 WTI 68~72달러/배럴이다. 지난 1년간 OPEC+의 감산, Covid19 백신 보급 확산에 따른 경기활동 정상화 등으로 수요 우위 수급으로 반등했다.

2022년 유가 전망의 관건은 원유 수요 증가량에 맞춘 산유량 확대 여부로 판단한다. 당사는 22년 유가 전망의 기본 가정은 미국과 OPEC+가 공조를 통해 원유 수급을 도모한다는 점이다. 당사의 2022년 유가에 대한 시나리오는 다음과 같다.

**(1) Base:** 2022년 상반기 중 수요 반등에 시차를 두고 미국과 OPEC+가 점진적 증산의 시나리오

**(2) Low Supply:** OPEC+ 증산, 미국은 ESG 흐름으로 제한적 생산

**(3) Lower Supply:** 미국과 OPEC+는 자국 이해관계로 적극적 증산을 회피

표1 국제 석유수요와 공급 추이 및 전망 시나리오

(mbbl/d)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E
Base case (EIA)	총 소비 (A)	95.9	84.9	93.5	95.4	94.7	96.7	98.5	100	99.9	100.6	101.7	101.7	101.2	92.4	97.5	101.0
	총 생산 (B)	100.7	92.3	91	92.8	92.7	94.8	96.6	99.1	99.8	101	102	102.5	100.7	94.2	95.8	101.3
	미국	20.3	17.5	18.3	18.3	17.6	19	18.6	19	19.5	19.8	20.2	20.5	19.5	18.6	18.5	20
	OPEC	33.5	30.7	28.7	30	30.4	30.8	32.2	33.4	33.7	33.8	34	34	34.7	30.7	31.7	33.9
	구소련 지역	14.7	13.2	12.7	13.1	13.4	13.6	13.6	14.2	14.5	14.7	14.8	15	14.6	13.4	13.7	14.7
	기타	32.2	31	31.4	31.3	31.4	31.3	32.2	32.6	32.1	32.7	33	33	31.9	31.5	31.9	32.7
<b>Balance (A-B)</b>		<b>-4.8</b>	<b>-7.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.8</b>	<b>0.5</b>	<b>-1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>-0.4</b>
Low supply	총 소비 (A)	95.9	84.9	93.5	95.4	94.7	96.7	98.5	100	99.9	100.6	101.7	101.7	101.2	92.4	97.5	101.0
	총 생산 (B)	100.7	92.3	91	92.8	92.7	94.8	96.6	99.2	99.3	100.2	100.9	101	100.7	94.2	95.8	100.4
	미국	20.3	17.5	18.3	18.3	17.6	19	18.6	19	19	19	19	19	19.5	18.6	18.6	19
	OPEC	33.5	30.7	28.7	30	30.4	30.8	32.2	33.4	33.7	33.8	34	34	34.7	30.7	31.7	33.9
	구소련 지역	14.7	13.2	12.7	13.1	13.4	13.6	13.6	14.2	14.5	14.7	14.8	15	14.6	13.4	13.7	14.7
	기타	32.2	31	31.4	31.3	31.4	31.3	32.2	32.6	32.1	32.7	33	33	31.9	31.5	31.9	32.7
<b>Balance (A-B)</b>		<b>-4.8</b>	<b>-7.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.6</b>	<b>0.3</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.5</b>	<b>-1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>0.6</b>
Lower supply	총 소비 (A)	95.9	84.9	93.5	95.4	94.7	96.7	98.5	100	99.9	100.6	101.7	101.7	101.2	92.4	97.5	101.0
	총 생산 (B)	100.7	92.3	91	92.8	92.7	94.8	96.6	97.8	97.7	98.7	99.5	99.8	100.7	94.2	95.5	98.9
	미국	20.3	17.5	18.3	18.3	17.6	19	18.6	19	19	19	19	19	19.5	18.6	18.5	19
	OPEC	33.5	30.7	28.7	30	30.4	30.8	32.2	32.5	32.7	33	33.2	33.5	34.7	30.7	31.5	33.1
	구소련 지역	14.7	13.2	12.7	13.1	13.4	13.6	13.6	13.8	13.9	14.1	14.2	14.4	14.6	13.4	13.6	14.1
	기타	32.2	31	31.4	31.3	31.4	31.3	32.2	32.6	32.1	32.7	33	33	31.9	31.5	31.9	32.7
<b>Balance (A-B)</b>		<b>-4.8</b>	<b>-7.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>2.2</b>	<b>1.9</b>	<b>0.5</b>	<b>-1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 2022년 정유업종 딜레마: Carbon사업 이익 호조

정유 업종 투자의견: Neutral

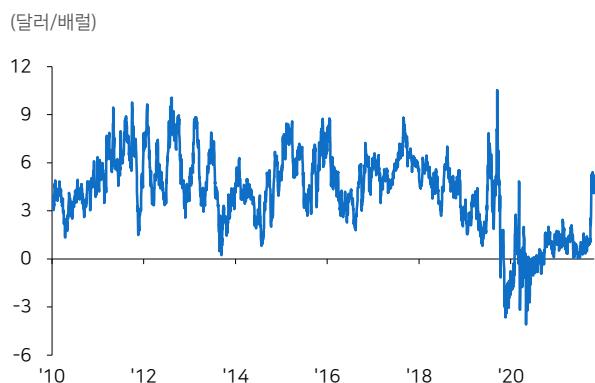
2022년 업황 Peak-Out

당사는 2022년 정유업황 Peak-out 전망으로 투자의견 Neutral을 제시한다. S-Oil의 상대적 투자 매력도가 떨어진 반면, Green-growth가 돋보이는 SK이노베이션의 투자 매력도가 높다. 2022년 정유업황의 변수는 (1) 수요: 경기 재개 및 이동제한 완화에 따른 디젤 및 항공유 수요 정상화 여부, (2) 공급: 2022~23년 글로벌 신규 정제설비 증가(22년 120만배럴, 23년 230만배럴) 등이다. 이에 당사는 정제마진 6.5~7.8달러/배럴로 국내 정유사들의 이익 호조세를 전망한다.

에너지 업종 Greensition 가속화

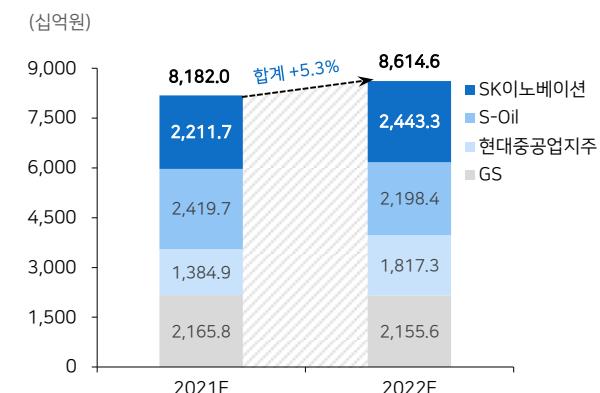
기존 Carbon사업에 대한 De-rating은 글로벌 Oil Major들의 달라진 투자 영역에서 유추 가능하다. 이들은 향후 10년간 Net Zero 달성을 위한 밀그림으로 (1) 탄소포집 생산capa 기술력 확보, (2) 수소 등 신재생 에너지에 투자가 집중되고 있다. Total과 BP는 2050년까지 탄소집약도 감축 목표를 설정, 재생에너지 생산량 확보와 탄소배출 절감 투자 재원확대 계획을 수립했다. 이를 바탕으로 2040년 글로벌 에너지 업종 내 현금흐름의 20%는 재생에너지에서 비롯될 전망이다. 단기적으로 21~22년 Carbon사업에서의 이익 호조가 주가의 re-rating으로 연결되지 않는다는 점이다.

그림6 복합 정제마진 추이



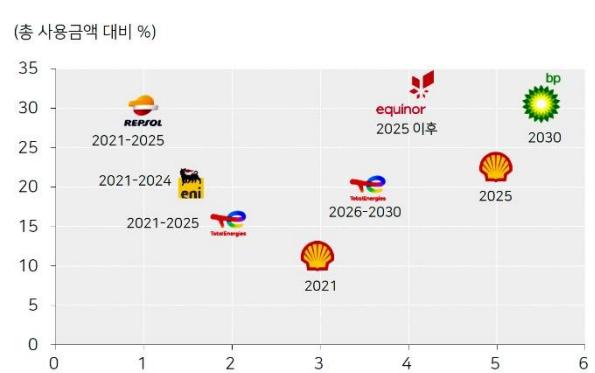
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 정유 4개사의 합산 영업이익 컨센서스 변화



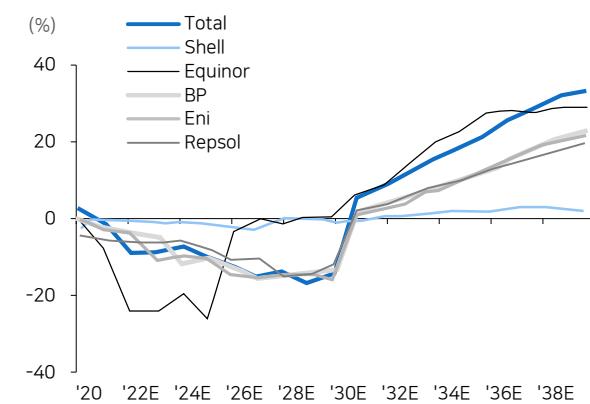
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 Oil Major들의 재생에너지 투자 계획



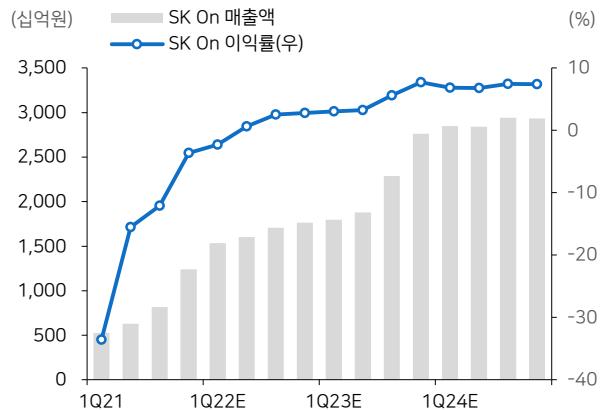
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 Oil Major들의 재생에너지부문의 현금흐름 전망



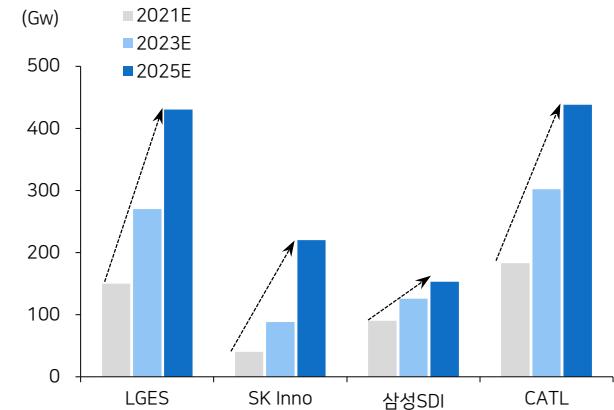
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 SK On의 실적 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 EV배터리 생산capa 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 SK On 밸류에이션 테이블

(십억원)	2021E	2022E	2023E
매출액	3,214.50	6,601.80	8,721.70
영업이익	-418.1	67.4	456.1
영업이익률(%)	-13.00%	1.00%	5.20%
EBITDA	-61.1	558.4	1,086.10
EV/EBITDA(배)	34.74	22.89	17.37
사업가치	-2,121.10	12,782.70	18,864.80
경쟁사 EV/EBITDA(배)	2021E	2022E	2023E
CATL	74.4	44.3	31.3
BYD	41.4	32	26.6
평균	57.9	38.2	29
활인율 적용 평균	34.74	22.89	17.37

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 석유화학: 다양한 변수가 좌우할 2022년

### 1) 납사 vs. 에탄

선입견을 걷어내면 보이는 NCC 수익성의 반등

국제 유가 강세가 유지되며 11월 기준 납사-에탄 스프레드는 609달러까지 확대되어 ECC대비 NCC의 수익성이 훼손되는 모습을 보여주었다. 하지만 지속되는 Greenflation의 효과로 인해 납사의 상대적 원가 수준 회복되며 '21년 하반기의 NCC 수익성 훼손이 2022년 불황으로 이어지지는 않을 예정이다. 미국 내 친환경 정책 강화로 인한 셰일가스와 원유의 생산량은 꾸준히 감소하고 있으며, 이로 인해 에탄 생산의 수익성이 악화되어 에탄을 생산하지 않는 'Ethane Rejection'이 전망된다. 이러한 현상은 납사의 상대적 원가 수준 개선을 견인할 전망으로, 2H21 지배적이었던 NCC의 낮은 원가 경쟁력에 대한 심리 개선에 효과적일 것으로 전망한다.

그림12 납사 - 에탄 스프레드 추이



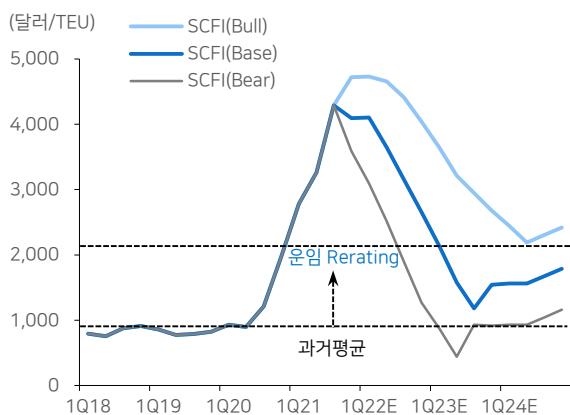
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 2) 해상운임 정상화 시기

석유화학 수익성 반등에 필수적인  
해상운임 정상화

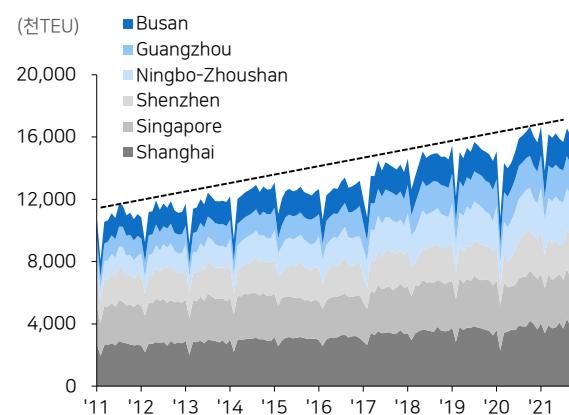
석유화학 업종의 추가적인 원가 상승 부담 요인으로 작용했던 해상운임의 정상화는 시간이 더 필요할 전망이다. 위드 코로나가 가시권에 있음에도 불구, 근본적인 원인인 병목 현상을 빚고 있는 물량이 해소되는 데에 시간이 더 필요하기 때문이다. 2020년 6월 시작된 항만 정체 상황은 현재까지 이어지고 있으며, 상대적으로 항만인프라가 낙후된 미주와 유럽 중심으로 병목현상이 집중되었다. 중국 및 동아시아는 일시적으로 항만정체현상이 해소되는 듯 했으나 차츰 재부각되고 있는 상황이다. 그럼에도 불구하고, 현재 글로벌 주요 수출 항구의 컨테이너 처리량 증가 추세는 지속되고 있다는 점은 긍정적으로 보인다.

그림13 컨테이너 운임(SCFI) 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 글로벌 주요 항구 컨테이너 처리량 증가 추세 유지



자료: 메리츠증권 리서치센터

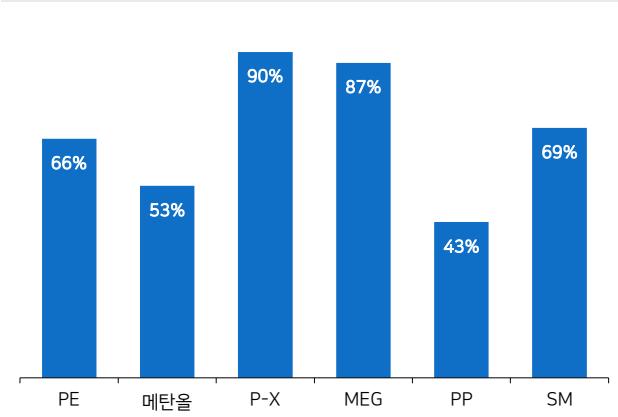
### 3) 중국의 정책 방향성

#### 중국 의존도 높은 국내 석유화학

석유화학 최대 생산국이자 전방 수요를 담당하는 중국의 정책 변화에 따라 국내 석유화학 업종의 수익성이 좌우될 가능성이 높다. 2021년 중국의 치국 패러다임은 '선부론'에서 '공동부유'로 변화했다. 성장과 분배를 강조하는 정책으로 향후 석유화학 수요의 불확실성 요인으로 작용할 전망이다.

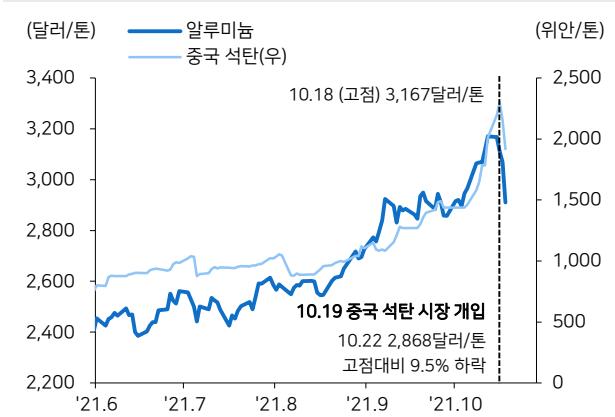
동시에 청정에너지로의 전환을 선언한 중국은 석탄 생산 감축 및 석탄 발전 비중을 낮추었다. 이로 인해 촉발된 급격한 가격 상승과 전력난은 석탄 기반의 소재(가성소다, PVC)와 제련 금속(알루미늄 등)의 가격 상승을 견인했다. 2060년까지 탄소배출 Net zero를 달성하기 위해 중국은 자국 내 탄소배출량 중 40%를 차지하는 'Coal to Ammonia'의 감산을 요구, 장기적으로 암모니아의 원가 상승이 전망된다. 석탄 및 암모니아 기반 사업을 영위하는 국내 석유화학사의 수혜가 예상되나 장기적으로 전방 수요의 약화에 대한 가능성 또한 무시할 수 없다.

그림15 제품별 중국의 수입량 비중



자료: WIND, 메리츠증권 리서치센터

그림16 중국 석탄 가격, 비철금속 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 4) Greensition: 플라스틱 재활용 & 탄소포집(CCUS)

#### 차세대 플라스틱 기술:

##### 1) 화학적 재활용

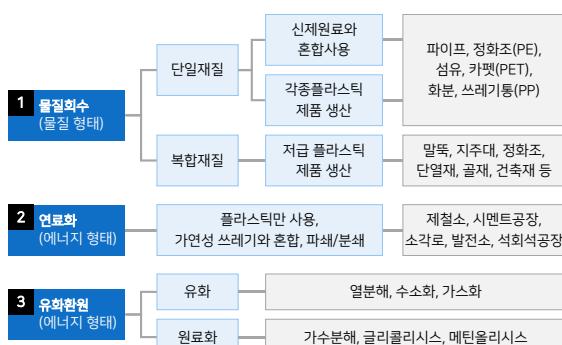
##### 2) 생분해성 플라스틱

최근 탄소배출 Net Zero 달성을 위해 석유화학 업계는 플라스틱 재활용과 탄소포집에 집중하는 모습을 보이고 있다. 단기간 내에 Carbon to Green 전환이 불가능한 석유화학 업종에 있어서 선택이 아닌 필수가 되고 있다. 플라스틱 재활용의 경우, 기존 기계적 재활용에서 더 나아가 화학적 재활용과 생분해성 플라스틱 기술이 접목되어 친환경에 가까워지고 있다.

#### 가파른 성장이 기대되는 CCUS

탄소포집 또한 단기간 내 친환경 에너지로의 변환이 어려운 기업들의 탄소배출량을 줄일 수 있는 기술로 활용되고 있다. CCUS 산업은 최근 미국을 중심으로 성장 기로 진입한 상황으로, 현재까지 발표된 프로젝트 추산 시 탄소포집 용량은 2030년까지 4.5배 수준의 성장이 전망된다. 현재 CCUS 서비스는 대다수 천연가스 처리 공정에 설치 되어있으나, 향후 발전 부문까지 확대될 전망이다. 현재 석유화학 제조공정에서 상용화된 탄소포집 기술은 암모니아 분해로 비료를 생산하는 과정에 적용되고 있다.

그림17 폐플라스틱 재활용 절차



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 폐플라스틱 재활용 방법

구분	내용
물질회수 (물질 형태)	<ul style="list-style-type: none"> <li>수거된 폐플라스틱을 최대한 동일한 플라스틱 원료로 선별한 뒤, 다시 재가공하여 제품을 만드는 방법</li> </ul>
연료화 (에너지 형태 - SRF)	<ul style="list-style-type: none"> <li>SRF: 발열량이 높은 가연성 고체 폐기물인 폐플라스틱을 분리, 선별, 파/분쇄 등의 가공 공정을 거쳐 수분과 불연성 성분을 제거해 품질기준에 맞춰 석탄 등 화석연료를 대체할 수 있는 고체 연료</li> <li>법적 열량기준은 3,500 kcal/kg 이상(석탄의 2/3 수준)</li> <li>고품질 SRF 및 대체연료는 6,000 kcal/kg를 달성, 석탄의 대체연료</li> </ul>
유화환원	<ul style="list-style-type: none"> <li>폐플라스틱을 화학적으로 분해 후 다시 원료/유류로 환원</li> </ul>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 바이오 플라스틱(Bio Plastics) 개요

구분	생분해 플라스틱 (Biodegradable)		산화생분해플라스틱 (Oxo Biodegradable)	바이오베이스플라스틱 (Bio Based Plastics)		천연 고분자 (Biomass)			
	천연물 계열	합성수지 계열		결합형	종합형				
바이오매스	70% 이상	필요 시 적용	일부 적용	인증기준: 20~25% 이상		90% 이상			
사용원료	천연물, 미생물계	석유유래 원료 중합 합성	생분해 촉매제, 식물체 바이오매스 등	천연물 - 고분자 결합	천연물 - 단량체 종합	종이, 펄프, 해조류, 식물체 부산물(농업, 임업 등), 담자균류 등			
종류	PLA, TPS, PHA, AP, CA 등	PBS, PES, PVA, PCL, PBAT 등	Oxo bio PE, Oxo bio PP, Oxo bio PA 등						
규격기준	ISO 14885, E 13432, KSM ISO 14855, ASTM D 6400 등		ASTM D 6954, UAE S5009 등	ASTM D 6866, CEN/TR 15932 등		-			
특징	빠른 생분해		생분해기간 연장	탄소저감		천연물, 생분해 등			
시험분석	생분해(미생물)		산화분해 후 생분해	유기탄소 정량		유기탄소 정량			
생분해 여부	최종 생분해			난분해(비분해)		생분해			
생분해 시험	6개월 이내: 90% 이상, 45일 이내: 60%		6개월 이내: 60% 이상	-		6개월 이내: 90% 이상, 45일 이내: 60%			
플라스틱 사용여부	첨가제 형태로 10% 이내 사용	0	베이스레진으로 사용			-			
재활용 여부	어려움(혼합금지)		가능			가능(해리 등 필요)			
원료 가격	4.0~6.0\$		2.5~3.0\$	3.0~4.0\$	4.0~5.0\$	-			
주요 적용지역	유럽, 미국 등		동남아, 중동, 유럽 등	미국, 유럽, 아시아 등		-			

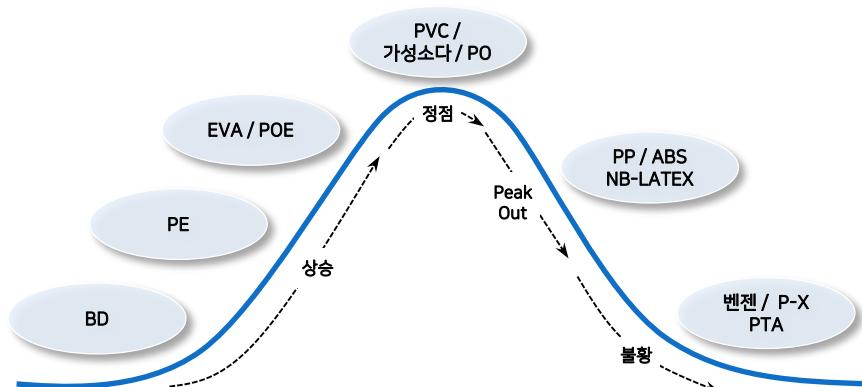
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 5) 2022년 제품별 전망

### 석유화학 제품별 양극화 심화

2022년 석유화학의 주요 변수는 (1) 유가, (2) 전방수요, (3) 공급 여건이다. 2022년 역시 석유화학 제품별 양극화가 심화되겠다. 2022년 연중 수익성 흐름은 (정점) PVC/가성소다, PO, (반등) 부타디엔/PE/EVA/POE, (Peak-out) PP, ABS, NB-Latex, (불황) 아로마틱스로 추정한다. 제품별 수급 견전성을 바탕으로 LG화학과 한화솔루션(PVC, 가성소다), 롯데케미칼(PE, 부타디엔), SKC(PO)의 이익 방어력이 예상된다.

그림18 석유화학 제품별 수급 견전성



자료: 메리츠증권 리서치센터

## Top-Picks: SK이노베이션, 롯데케미칼, SKC

### 1) SK이노베이션: Green-based Growth

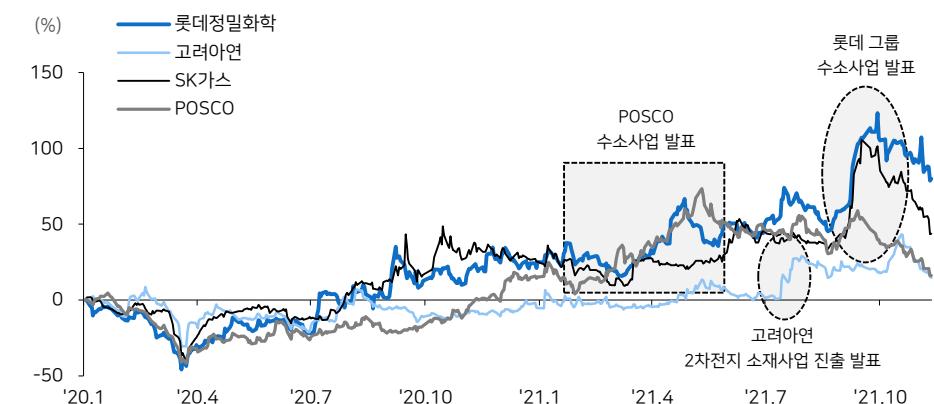
SK이노베이션을 2022년 Top Pick으로 제시한다. 1) 2025년까지 Green사업에 30조원 투자 계획 공개하며 Carbon사업 De-rating 요소 줄어들고 있으며, 2) 위드 코로나로 인한 모빌리티 수요 회복과 주요 산업생산 활동 재개는 정유 업황 호조를 견인할 전망이다. 추가적으로 3) SK On / SK IeT를 필두로 한 자회사의 성장성 부각, 그리고 4) 주주 친화 정책 확정되며 지주사 할인율 축소가 점쳐지기 때문이다.

SK이노베이션의 자회사인 SK On은 2Q22 흑자 전환이 예상되며, 수주잔고 급증하며 사업가치 급증할 전망이다. '21.10월 기준 SK On의 수주잔고는 220조원으로 공식 발표 시점 기준 국내 1위의 수주잔고를 기록했다. SK On의 추정 기업가치는 2022년 12.8조원 / 2023년 18.9조원을 제시한다. 이는 글로벌 경쟁사인 CATL과 BYD의 EV/EBITDA 평균 값에 코스피200 할인율(40%)을 적용하여 나온 가치이다.

## 2) 롯데케미칼: Green Identity로 주가 재평가

롯데케미칼은 롯데그룹의 수소 사업 리더로 계열사 내 수소 인프라 구축의 핵심 역량을 보유했다. 더하여 수소 산업 핵심 소재 양산 기술력 또한 갖추어 수소 사업 전 Value-chain에 관여할 수 있는 기업으로 재평가될 전망이다. 현재 Pure-chem 기업으로 분류되어 부정적 편향이 주가에 반영되어 있으나, 2H22 유가 하락 시 원재료 부담 하락, 해상물동량 점진적 회복 시 아시아 거래가격 상향 가능성, 그리고 역내 위드 코로나로 인한 수요 반등은 롯데케미칼 영업이익 반등 가능성을 높이는 요소로 작용한다.

그림19 Green 사업 진출 이후 주가 Re-rating 사례



자료: 메리츠증권 리서치센터

## SKC: 사업 포트폴리오 다변화

SKC는 2022년 사업부문별 이익 창출력 부각되며, 동시에 신규 사업을 통한 두 번째 도약을 할 전망이다. EV배터리 소재 동박 글로벌 점유율 1위 기업으로, 국내 No.6 조기 가동에 따른 규모의 경제 확보와 기술 격차 우위에 따른 가격 방어력을 주목해야 한다. 더하여, 아시아 역내 PO 수급 건전성을 바탕으로 견고한 이익 구조를 보여줄 전망이다.

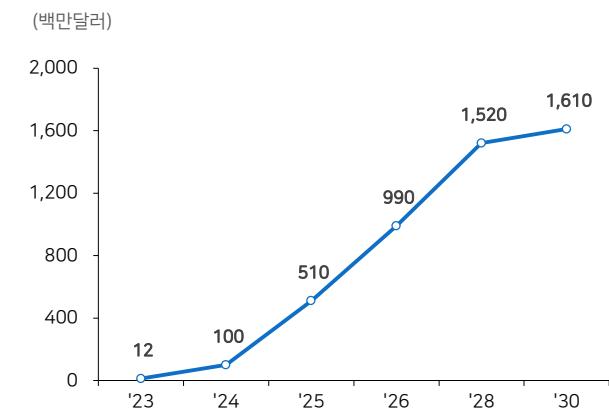
동사의 신규 사업은 반도체 글라스 기판을 바탕으로 한 패키징 사업이다. 반도체 전력 효율도 개선 및 집적도 향상에 기여할 수 있는 신기술로 글로벌 파트너사와의 협작 사업으로 AMD를 고객사로 확보한 상황이다. 해당 사업부문은 매출액 가이던스 2025년 5.1억달러 / 2030년 16.1억 달러가 제시되어 향후 추가적인 기업 가치 상승을 견인할 전망이다.

그림20 동박 생산기업별 생산 capa 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 SKC 글라스 기판 매출액 가이던스



자료: 메리츠증권 리서치센터

### LG에너지솔루션 IPO 사업 가치

국내 1위 EV배터리 업체인 LG에너지솔루션은 22.1월 IPO가 예상된다. 2022년 LG에너지솔루션의 기업 가치는 2022년 94.8조원 / 2023년 96.7조원을 추정한다.

표5 LG에너지솔루션 밸류에이션 테이블

(십억원)	2021E	2022E	2023E
매출액	18,339.10	25,014.90	31,294.50
영업이익	1,144.30	1,963.70	2,814.20
영업이익률(%)	6.20%	7.90%	9.00%
EBITDA	2,857.30	4,141.70	5,566.20
EV/EBITDA(배)	34.74	22.89	17.37
사업가치	99,261.70	94,803.40	96,684.90
경쟁사 EV/EBITDA(배)	2021E	2022E	2023E
CATL	74.4	44.3	31.3
BYD	41.4	32	26.6
평균	57.9	38.2	29
할인율 적용 평균	34.74	22.89	17.37

자료: 메리츠증권 리서치센터

## Strategy Idea

본 자료의 원본은 2021년 11월 15일 발간된

[2022년 전망 시리즈 10 – 엔터/레저: 확인의 2022] 입



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

## 2021년 전망 시리즈 10 엔터/레저\_확인의 2022 (해설판)

- ✓ 메타버스, NFT 등 키워드에 의한 주가 변동성이 높아진 시기
- ✓ 2022년 확실한 것들에 대한 투자가 현재 가장 유효하다고 판단
- ✓ 2022/2023 엔터 수준의 성장 기대되는 데 반해 주가 레벨 낮은 콘텐츠 및 내수 레저 종목 투자 확대 추천

## 시나리오별 2022년 전망

항목		변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. 콘텐츠	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ OTT 시장</li> <li>▪ 중국</li> <li>▪ 국내 방송산업 변화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 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>▪ 글로벌 OTT 경쟁 심화 및 수요 증가</li> <li>▪ 중국 및 중국 외 이원화된 시장 유지</li> <li>▪ 방송사 드라마 수요 증가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 한국 드라마 미개발 지역 소비 확대</li> <li>▪ 한국 드라마 중국 방송 허용</li> <li>▪ 방송사 드라마 수요 2019년 회복</li> </ul>
	2. 엔터테인먼트	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 콘서트</li> <li>▪ 중국</li> <li>▪ NFT</li> <li>▪ M&amp;A</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2H22 글로벌 콘서트 제한적 운영</li> <li>▪ 중국 연예계 규제 강화</li> <li>▪ NFT 사업 수익성 미미 확인</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2022 글로벌 콘서트 완전 재개</li> <li>▪ 중국 연예계 현 규제 지속</li> <li>▪ SM, CJ 인수 완료</li> <li>▪ NFT 사업 시작</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1H22 글로벌 콘서트 완전 재개</li> <li>▪ 한국인 연예인의 중국 출현 및 활동 재개</li> <li>▪ 레이블화 가속: M&amp;A 증가</li> <li>▪ K-pop NFT 글로벌 프로젝트 선정</li> </ul>
	3. 레저	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 코로나 변이 확산</li> <li>▪ 각국 문호 재개방</li> <li>▪ 중국</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2021년 상황 지속</li> <li>▪ 테러/인종차별 등에 의한 여행 수요 감소</li> <li>▪ PKG 여행 시장 내 M/S 하락 가속화</li> <li>▪ 중국 카지노 규제 강화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2024년 여행수요, 2019년으로 회귀</li> <li>▪ PKG M/S 하락 연간 2-3%p 유지</li> <li>▪ 중국 카지노 현 규제 지속</li> <li>▪ 내수 레저 위주 회복 집중 지속</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2022년 여행수요, 2019년으로 회귀</li> <li>▪ FIT에서 PKG로 소비자 여행 패턴 변화</li> <li>▪ 중국 카지노 규제 완화</li> </ul>
산업 투자 전략			<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 비중 축소</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 레저: 내수 레저 위주 압축 투자</li> <li>▪ 엔터: NFT 사업성 확인 필요</li> <li>▪ 콘텐츠: 역대 최대 매출/이익 예상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 레저: 카지노</li> <li>▪ 엔터/콘텐츠, 이벤트 발생시 비중 확대</li> </ul>
Top-Picks			<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ JYP, 골프존, 강원랜드</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 콘텐츠: 스튜디오드래곤, 중소형 제작사</li> <li>▪ 레저: 골프존, 강원랜드</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 전 종목 매수 유효</li> </ul>

## 콘텐츠 한국 드라마, 글로벌 대중 문화 침투기

### 오징어 게임이 불러온 드라마 산업의 변화

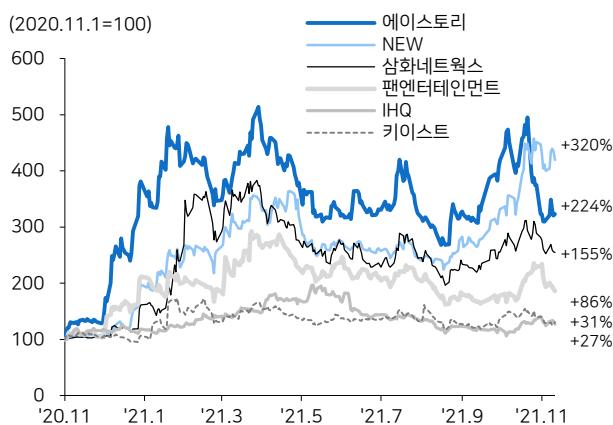
2021 Review: 중소형사 약진

2021년은 에이스토리와 아이치이의 '지리산' 판권 직접 거래를 시작으로 중소형 드라마 제작사들의 협상력이 상승하며 이들의 약진이 본격화되는 한 해였다. 특히, 상반기 중국 방영 가능성이 높아지며 중소형 제작사들의 수익률이 두드러졌다. 하지만 중국의 사상 통제가 심화되며 한한령 해제 기대감은 낮아졌고, 업체들의 실적을 확인하기까지 시간이 소요되며 주가는 다소 소강상태로 접어들었다. 같은 기간 동안, 대형 2사는 코로나 이후 드라마 슬롯 감소의 직접적인 피해를 입으며 드라마 사업 부분에서 상대적 약세를 기록하였다.

#### <오징어 게임>이 불러온 바람

미진했던 드라마 산업에 변화의 바람을 불러온 것은 '오징어 게임'의 글로벌 성공이다. 오징어 게임은 넷플릭스 전체 계정의 약 70%에 해당하는 1억 4,200만 계정이 시청하며 한국 컨텐츠 최초로 넷플릭스 Top 1에 올라섰다. 단지 인기였다면 오징어 게임의 산업 영향은 일종의 테마로 끝났겠지만, 당사는 오징어 게임을 시작으로 한국 드라마의 글로벌 대중문화 침투가 본격화 될 것으로 전망한다.

그림1 2020년 연말 라인업 발표 후 중소형제작사 주가 추이



주: 2021년 11월 12일 종가 기준

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 동기간 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리 주가 추이



주: 2021년 11월 12일 종가 기준

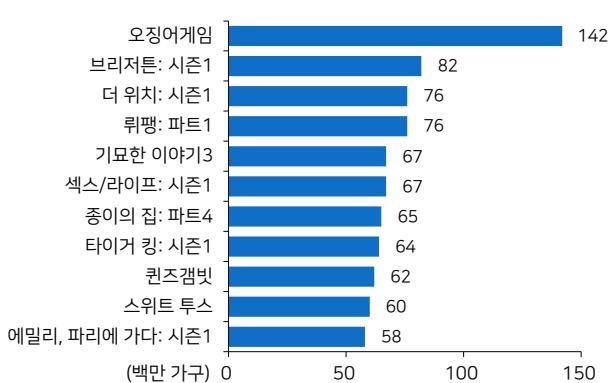
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 넷플릭스 글로벌 Top1 콘텐츠에 오른 오징어 게임



2자료: Netflix, 메리츠증권 리서치센터

그림4 역대 넷플릭스 TV 시리즈 관람 순위



자료: Netflix, 메리츠증권 리서치센터

아시아 중심에서 서구권으로  
수익처를 확대했던 엔터와  
유사한 흐름을 보일 콘텐츠

오징어 게임이 가져오는 산업 내 변화는 2017년 방탄소년단의 성과를 떠올리게 한다. 2017년 방탄소년단의 미국 성과에 대해 일부 투자자들은 회의적인 시각을 보였으나, 방탄소년단의 Grammy 수상을 계기로 성공을 인정하며 18년 엔터 산업 리레이팅의 계기가 되었다. BBC, CNN 등은 오징어 게임이 넷플릭스 역대 최대 흥행작이 될 것이라며 Emmy상 수상 가능성을 높게 점치고 있으며, 이것이 서구권 내 한국 드라마 소비 증가로 이어지는 첫 단추가 될 것으로 보인다.

예상되는 산업의 변화:

1. 서구권 판권 가격의 상승

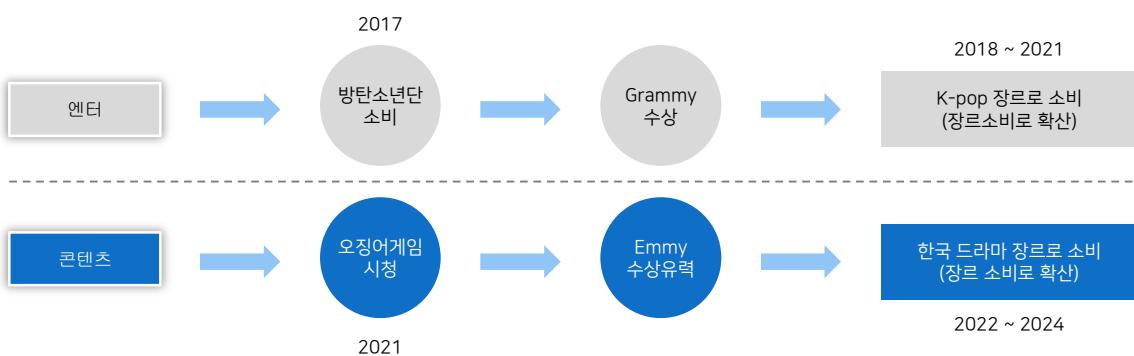
서구권 내 시청 증가는 제작사의 리콜율을 크게 증가시킬 것으로 보인다. 2022년 중국을 제외한 전세계 판권을 일괄적으로 판매할 경우, 드라마 제작비의 최대 80%가 리콜된다. 이를 국가별 방영 가치로 쪼개어 보면, 80 중 20 내외의 가치는 일본, 40~50은 동남아시아로, 서구권 방영 가치는 10~20 내외에 불과하다. 소득 수준과 인구수 측면을 고려한다면, 서구권 시청 증가는 현재 80 수준의 리콜율을 120까지 증가시킬 이벤트로 판단한다.

예상되는 산업의 변화:

2. 구작 가치 상승

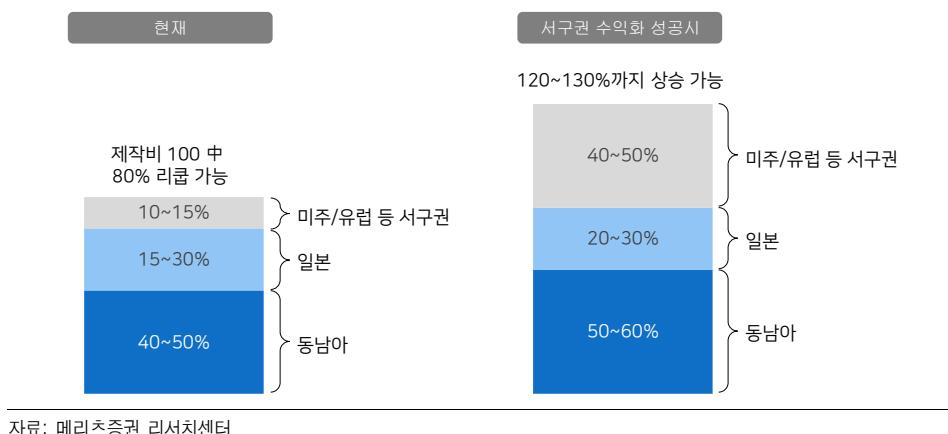
또한, 오징어 게임의 돌풍은 시청자들로 하여금 다른 한국 드라마 소비를 유도하였다. 오징어 게임의 후광으로 '마이 네임'과 '갯마을 차차차'는 넷플릭스 글로벌 Top 10 진입에 성공하였으며, BBC에서는 '사랑의 불시착', '빈센조', '오 나의 귀신님', '힘쎈 여자 도봉순' 등 구작을 추천하였다. 이는 하나의 콘텐츠에서 장르 소비로 이어지는 행태를 유추할 수 있게 하는데, 유튜브 추천 알고리즘으로 글로벌 입지를 다진 K-pop의 성장과정과 유사하다. 추천된 대부분의 작품은 라이선스 형태로 시청 가구수가 증가할 경우 재계약 시 bargaining power 상승을 경험할 수 있는데, 이는 콘텐츠 사업자들의 구작 가치가 높아지는 계기가 될 것이다.

그림5 엔터 산업과 유사하게 흘러가는 드라마 산업



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 드라마 수익 구조: 서구권 소비층 흡수로 수익화 성공 시 기준 대비 50% 이상 상승할 것



### 드라마 제작사, 2022년 역대 최대 매출 및 영업이익 기록 전망

2021년, 오리지널과 라이선스 판매 모두에서 record high 달성

2022년은 산업의 변화뿐 아니라, 개별 기업의 외형이 성장하는 해가 될 것으로 전망한다. 과거 '별에서 온 그대'를 통한 중국 판권 시장 확장과 2017년 이후 아시아(동남아, 일본) 판권 가격 상승을 중심으로 해외 판권 시장이 성장하며 시작되었고, 2020년 말에는 '스위트홈'의 성공이 OTT 콘텐츠 확보에 불을 붙였다. 당시 한국 진출을 앞둔 디즈니 플러스가 콘텐츠 확보 경쟁에 뛰어들며 넷플릭스 대비 우월한 조건을 제시하기 시작했고, 이에 앞서 아이치이의 동남아 진출로 '지리산'에서 판권 리콜율의 신고점을 돌파하며 오리지널 및 라이선스 판권 모두에서 2021년은 record high를 기록하였다. 다만 방영 시점에 대한 협의로 일부 작품이 2022년으로 이연되며 투자자들이 체감하기 어려운 한 해였다.

#### Top 2의 2022년이 중요한 이유

2022년은 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리가 넷플릭스 MOU 재계약을 체결하는 시기로, 두 사업자에게 특히 중요한 해가 될 것으로 보인다. 지난해 체결된 에이스토리의 '지리산' 리콜율이 당사 추정 기준 넷플릭스 리콜율을 상회한 상황에서, 넷플릭스가 기존과 같은 작품 선택권을 요구하기 위해 최소 지리산 이상의 리콜율을 제시할 것으로 예상되기 때문이다. 이를 앞두고 발생한 오징어 게임의 흥행 또한 계약에 우위를 점하기 좋은 요소로 작용할 전망이다.

#### 디즈니 주가 trigger인 OTT 투자 전략, 공격적 제시 예상

2022년이 중요한 또 하나의 이유는 디즈니플러스의 아시아 진출이 본격화되는 시기이기 때문이다. 과거 넷플릭스도 동남아시아 본격 진출 시점이 한국 드라마에 대한 본격적인 투자와 맞물린바 있다. 최초 발표된 2022년 디즈니플러스의 예산 계획에 따르면, 올해 30조원 대비 30% 증액된 39조원이 책정되어 기대감을 더욱 높인다.

#### 국내 채널 2022년 key는 '턴어라운드'

국내 채널의 드라마 이 확대 전환된 점 또한 긍정적이다. 최근 '유미의 세포들'을 시작으로 tvN은 금토 슬롯을 신설했고, 닫혔던 OGN 드라마 슬롯도 재개하였다. JTBC도 최근 월화 드라마 슬롯을 재개했으며, TV조선 등 종편들의 2022년 드라마 수요도 2021년 이상으로 추정된다.

드라마 Top 2 업체

Top line 성장 요인

1) Q 턴어라운드

2) 리ップ을 증가

코로나 기간 내 줄어들었던 Q의 턴어라운드와 더불어 높아진 판권 매출은 2022년 스튜디오드래곤과 제이콘텐트리 양사의 탑라인 매출 기대감을 높인다. 스튜디오드래곤의 경우, 1) Q 턴어라운드, 2) 부재했던 대작의 귀환, 3) 구작 및 신작 리ップ율 증가 전망으로 2019~2020년 이후 두 번째 광폭 성장이 전개될 예정이다.

제이콘텐트리도 탑라인 측면에서는 1) Q 턴어라운드, 2) 신작 리ップ율 증가 영향이 동일하게 적용되며, 특히 'Wiip', '클라이맥스' 등 인수한 스튜디오 실적이 보태지며 Top line 성장은 담보된 상황이다. 다만 이익 측면에서는 차이가 드러날 것으로 예상하는데, 미국 스튜디오의 경우 시즌3까지 작품 적자를 감내하는 구조로 당분간 적자 탈피는 어려울 것으로 보인다.

Top 2에 버금가는 프로젝트

수익률을 기록하는 중소형 제작사

Top 2 제작사에 버금가는 bargaining power를 보여주는 중소형 업체 또한 특징적이다. 라이선스 작품에서는 에이스토리가, 오리지널 작품에서는 NEW가 돋보였다. 키이스트는 작품 규모 증가 측면에서 돋보였는데, 동사가 준비중이라고 밝힌 '별들에게 물어봐'는 400억대 제작비를 기록, 동 프로젝트 총 매출은 600~700억 원에 달할 것으로 예상된다.

국내: Q 턴어라운드

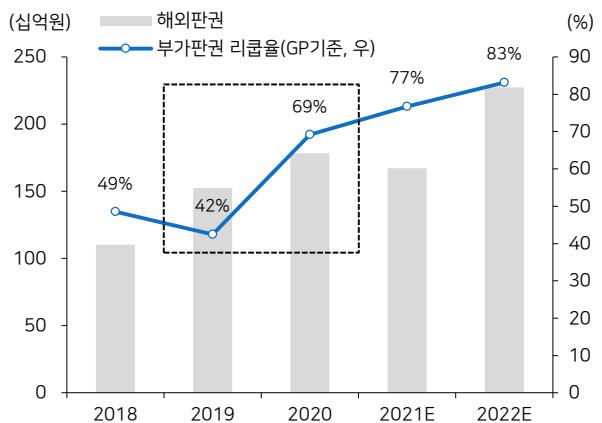
해외: 1) 구작 가치 ↑

2) 서구권 판권 가치 ↑

3) 제작비(모수) ↑

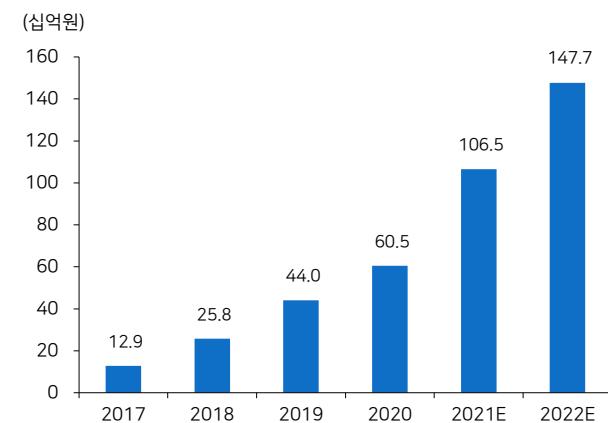
드라마 사업체들의 2022년 실적은 역대 가장 높은 수준이 될 것으로 전망한다. 이익측면에서 2022년 드라마 사업체 내 차이가 발생하는 첫 해로, 스튜디오드래곤, 에이스토리, 키이스트, NEW의 이익 성장이 두드러질 것이다. 2021년 4분기부터 증가세로 전환된 국내 드라마 슬롯은 2022년 Q 증가에 본격적으로 기여할 것이며, 오징어 게임이 불러올 한국 드라마 소비 증가는 구작의 가치를 높이며 그간 미진했던 서구권 판권을 키울 것이다. 또한 디즈니플러스와 애플TV 등 제작비 규모를 키우는 OTT들의 아시아 시장 진출은 추가 업사이드 요인으로 작용할 전망이다.

그림7 스튜디오드래곤 해외판권 및 리ップ율 추이



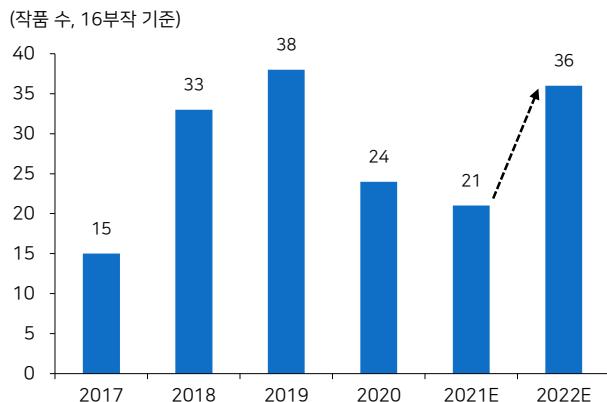
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 제이콘텐트리 드라마 해외 판권 매출 추정



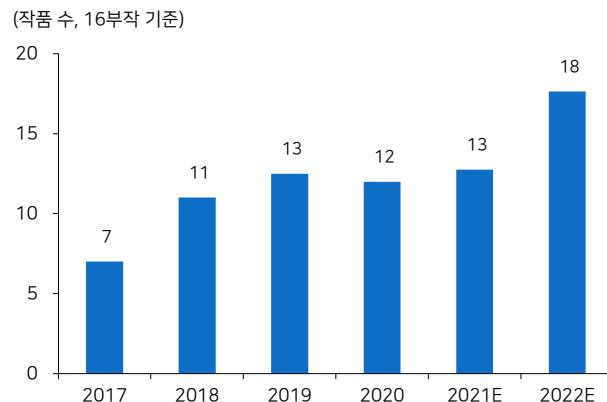
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 CJ ENM 필요 작품 수: 2022년 증가세 재진입



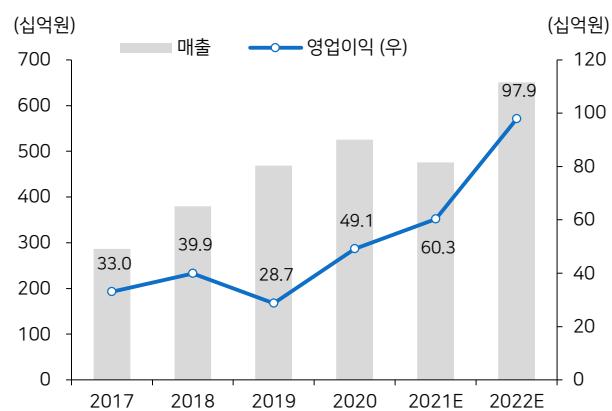
자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

그림10 JTBC 드라마 슬롯도 플라인업 가동 시작



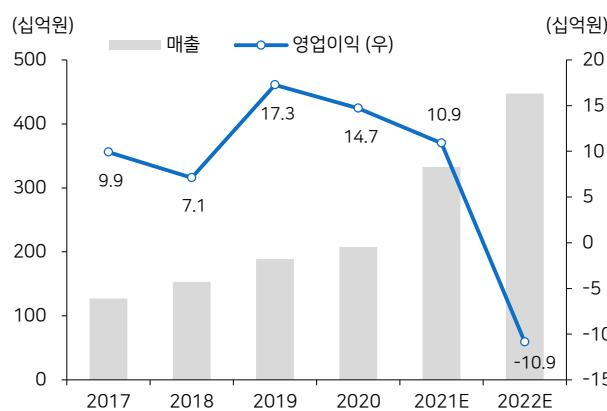
자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

그림11 스튜디오드래곤 매출 및 영업이익 (자회사 합산)



자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

그림12 JTBC 스튜디오 매출 및 영업이익 (자회사 합산)



자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

## 엔터테인먼트 NFT 놀이터

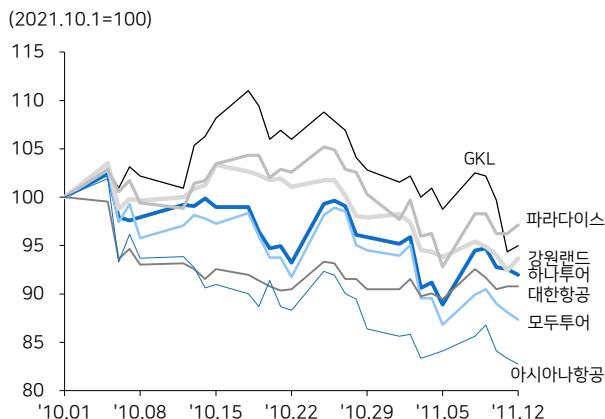
### 엔터를 감싸는 모멘텀은 리오프닝이 아닌 NFT

2021년 10월 이후 엔터테인먼트 산업을 움직인 요소는 리오프닝이 아닌 NFT라고 판단한다. 리오프닝이 원인이라면 여행/카지노/항공이 엔터와 같은 흐름을 보여야 하나 상이한 움직임을 보이고 있다. 즉, 엔터 개별 이슈라는 뜻으로 해석되며, NFT가 이에 해당한다. 엔터 산업의 모멘텀으로 떠오른 첫 단추는 두나무의 하이브 투자다.

#### NFT 시장 자체의 이슈

지난 7월 JYP의 지분을 두나무가 취득하며 NFT 사업을 추진하겠다고 밝혔을 당시 주가 반응은 미미했다. 현재 변화된 반응의 원인은 NFT 시장 자체에 있는데, 세계 최대 NFT 플랫폼인 OpenSea의 거래대금은 8월 이후 폭발적으로 성장하면서 투자자들의 관심을 불러일으켰다. 전세계 최대 암호화폐 거래소인 바이낸스 또한 지난 6월 NFT 마켓을 오픈했고, 12월 NFT 마켓 오픈에 앞서 코인베이스는 사전 예약 첫날 100만명 이상의 예약자를 기록했다고 밝혔다.

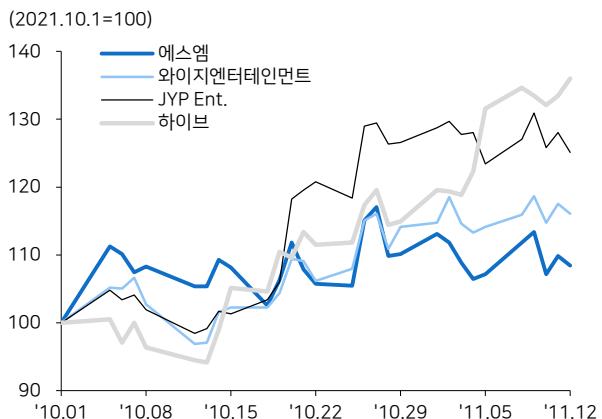
그림13 10월 이후 여행/카지노 항공 주가 추이



주: 2021년 11월 12일 종가 기준

자료: Quantewise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 10월 이후 엔터 4사 주가 추이



주: 2021년 11월 12일 종가 기준

자료: Quantewise, 메리츠증권 리서치센터

그림15 NFT 최대 거래소, OpenSea 월별 거래금액: 8월 MoM 10배 증가



자료: OpenSea, 메리츠증권 리서치센터

### NFT의 굿즈 카테고리 안착의 Key는 팬덤이 주고 있다

#### 쟁점은 초상권/저작권

NFT굿즈는 실물(아티스트)에 연동되는 내재가치를 갖는다는 점에서 NBA NFT 혹은 미술품 NFT와 성격상 가장 유사할 것으로 추정된다. 아직까지 활발하지는 않지만 드라마/영화 관련 NFT도 합의를 거쳐 발행을 준비중이며, 스튜디오드래곤이 빈센조 NFT를 주연 배우인 송중기가 아닌, 극 중 활용된 라이터를 활용한 것을 보면 콘텐츠 NFT화의 쟁점은 초상권 관련 협의일 것으로 추정된다.

#### 엔터 업체들도 제각기 방식으로 NFT 진출을 고민 중

지난 4월, 한국연예매니지먼트협회와 위플레이어는 연예인 초상권을 활용한 NFT 카드 사업 추진을 위해 업무협약을 체결하여 스타 NFT 판매 시 첫 번째 판매의 일정 수익이 아티스트와 소속사에게 전해지도록 하였다. 업비트를 운영하는 두나무는 글로벌 암호화폐 거래소들의 흐름과 유사하게 NFT 마켓 진출을 준비하고 있으며, 특히 하이브와 지분 스왑을 통해 미국 JV를 설립하여 NFT 사업을 펼칠 것이라고 밝혔다.

### 팬덤과 투자의 NFT 굿즈에 대한 엇갈린 반응의 원인은?

당사는 NFT굿즈가 엔터 사업 핵심인 팬덤 소비 내 대중적 굿즈로 자리 잡을 가능성을 높지 않다고 판단한다. 최근 방시혁 의장의 '디지털 포토카드 NFT' 설명이 팬덤 커뮤니티 내 언급되었으나 반응은 냉담했기 때문이다. 팬덤 소비는 실물(아티스트)에 기반한 소비 행태인데, NFT는 파일 소유권의 의미이며 그 안에 담긴 컨텐츠(저작권)에 대한 소유가 아니다. 즉, NFT굿즈를 소유하지 않아도 이미지를 소비하는데 제약이 없기 때문에 효용가치를 느끼지 못하는 것으로 보인다. NFT를 구매하는 다수는 이를 소유권을 주장할 수 있는 투자자산, 재판매를 고려하는 자산으로 보고 있다. 팬덤이 굿즈를 구매하는 것은 재판매 목적이 없기 때문에 목적성 측면에서 배치된다.

### NBA Top shot 만큼의 거래대금이 나온다면 BTS NFT 굿즈의 실적 설명성이 생김

다만 BTS의 NFT굿즈가 2차 시장(secondary market)에서 거래되는 것은 수익 기여가 기대된다. NBA NFT도 인정해주는 이(알아보는 이)가 많을수록 거래되는 가격이 높은데, 인지도 측면에서 BTS는 분명 매력적인 IP이기 때문이다. 최근 엔터 주가 상승을 가치에 반영하기 위해서는 추후 NFT 관련 수익을 추정치에 반영하는 것이 필요하다. 스포츠/연예계에서 가장 저명한 NFT 프로젝트인 NBA Top shot은 10월 약 400억원의 거래대금이 발생하였다. BTS NFT굿즈로 연간 5천억 원의 거래대금 발생 시 연간 500억원의 추가 수익이 가능해 실적 설명력이 생긴다. (RS 10% 가정)

### 하이브의 게임, 교육사업이 될 것인가 온라인콘서트가 될 것인가는 팬덤의 선택이 결정할 것

전술한 바와 같이 NFT굿즈 등 엔터 사업자들이 발행하는 NFT 콘텐츠가 Secondary market에서는 정착할 가능성이 있다고 본다. 그러나 팬덤 내 주요 카테고리로 등극하는 것에는 여전히 회의적인 입장이다. 과거 하이브의 게임, 교육 사업은 팬덤의 선택을 받지 않아 수익화가 미미했던 반면, 온라인 콘서트는 팬덤의 선택을 받아 안정적인 수익 모델로 안착하였다. NFT굿즈의 미래 또한 팬덤의 선택에 달려있는데, 팬덤의 소비 욕구가 없다면 투자 판단을 재고할 필요가 있다고 생각된다.

표1 엔터 4사의 NFT 관련 가이드라인

회사	내용
JYP	■ 지난 7월, 두나무가 최대주주 박진영 지분을 인수하며 추후 NFT 관련 사업 진행에 협업할 것이라고 밝힘
하이브	■ 유상증자를 통한 지분 스왑으로 두나무와 2022년 상반기 이내 NFT 관련 사업을 영위하는 JV를 설립할 것이라고 밝힘. ■ NFT굿즈 발행은 2022년 6월 이후로 예정 중
SM	■ 이수만 총괄프로듀서는 솔라나 컨퍼런스에 등장, 동 블록체인을 NFT에 활용할 것이라고 밝힌 바 있음. - 특이점은 팬들이 제작에 참여할 수 있는 NFT를 언급함. 이와 관련하여 저작권 문제를 논의 중이라고 밝힘
YG	■ 자회사 YG플러스를 통해 하이브와 두나무가 설립할 NFT 사업에 동참하겠다고 밝힘

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

## 레저 여행/카지노/국내 레저

### 여행: 산업 회복에 대해 기대하는 투자자들의 3가지 논거

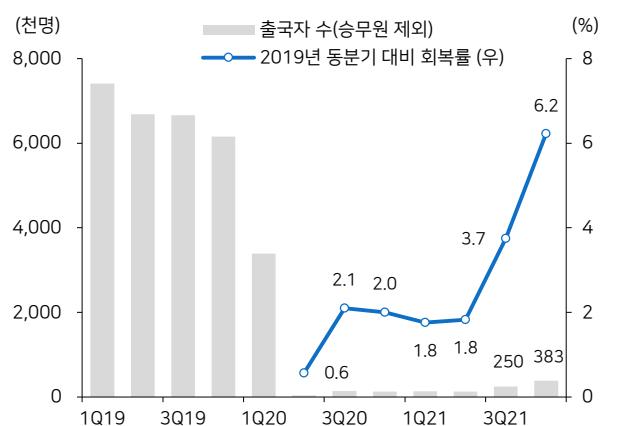
2년만의 문호 개방,  
출국자 수는 점진적으로 회복될  
것으로 전망

2021년 전세계 백신 보급이 본격화되며 21년 하반기 자유로운 해외 여행에 대한 기대감이 높아졌으나, 지난 여름 델타 변이 확산으로 회복 시기는 22년 상반기로 다소 늦춰진 상황이다. 올해 3분기, 사이판을 시작으로 레저 목적의 해외 여행이 재개되었으며, 최근 태국과 싱가포르 등 관광 기여도가 커던 국가를 중심으로 문호를 다시 개방하고 있다. 승무원을 제외한 4분기 출국 인원은 38만명으로 2019년 동분기 대비 6% 수준이 될 것으로 추정하며, 2022년과 2023년의 출국자 수는 2019년 대비 각각 21%, 77%가 될 것으로 예상한다. 이는 각국 정부의 문호 개방, 항공 노선 재개, 항공사 비행기 배치, 항공 티켓 판매, 실제 여행 진행에 투여되는 시간을 고려한 추정치이다.

#### 1) 인력 구조조정을 통한 고정비 감소

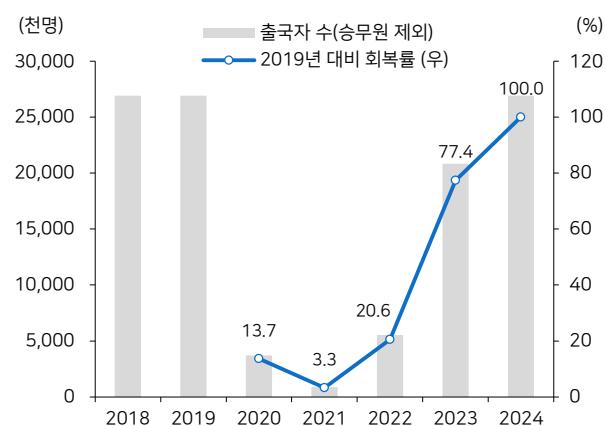
반면, 주가는 점진적 회복의 실상 대비 급진적이다. 국내 여행 업체의 주가는 이미 코로나 이전 수준을 넘어섰는데, 이는 글로벌 여행 항공 업체들의 시가 총액이 2020년 1월 수준을 회복한 것과 비교된다. 추가적인 상승을 위해서는 국내 사업 환경이 글로벌 사업자 대비 우월한지, 그리고 코로나 사이 변화된 부분들이 미칠 영향을 확인해 볼 필요가 있다. 2021년 들어 투자자들의 여행주 센터먼트가 우호적으로 변화된 이유는 세 가지 이유가 존재하는데, 1) 인력 구조조정을 통한 고정비의 감소, 2) 코로나 직후 펜트업 수요로 폭발적 시장 수요가 발생할 경우 Top line에서도 레버리지 가능, 3) 여행 사업자 감소에 따른 상위 사업자로의 과점화이다. 당사는 세 가지 이유 중, 인력 구조조정 효과를 제외하고는 가능성성이 낮다고 판단한다. 실제로 하나투어와 모두투어의 직원 수가 각각 2019년 2,500명, 1,200명에서 1,200명, 700명 수준으로 감소하였다.

그림16 분기별 출국자 회복 예상치



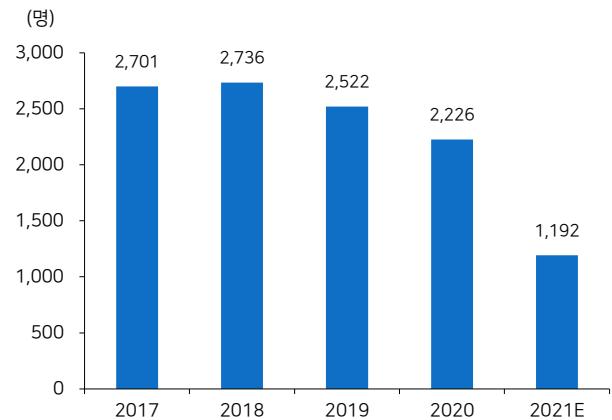
자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 2019년 대비 연간 회복률: 점진적 회복 전망



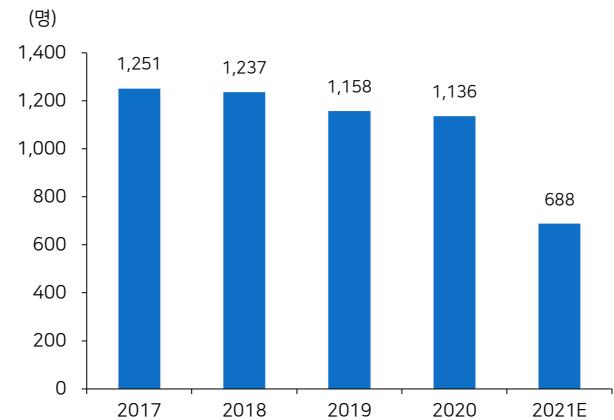
자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 하나투어 직원 수: 코로나 전 대비 절반 수준



자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

그림19 모두투어 직원 수: 코로나 전 대비 약 40% 감소



자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

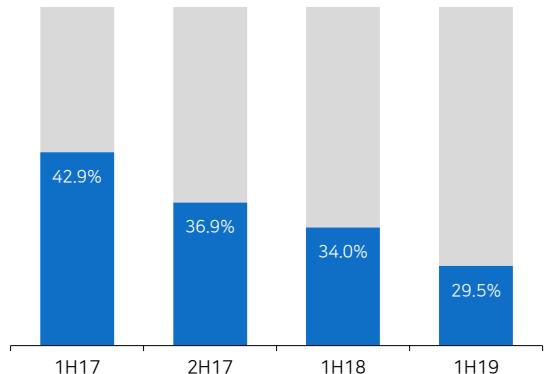
## 2) 예상치 못한 수요 폭발?

예상치 못한 수요 폭발이 여행주 주가 상승의 또 다른 근거다. 그러나 2018~2019년 여행주 부진의 원인은 여행산업에 근거하지 않았고, 패키지 부진이 원인이었다. 패키지는 본래 소비자와 공급자 간의 정보 비대칭성에서 발생한 산업으로, 과거에는 소비자 대비 패키지 사업자들의 정보력이 우월했으나 모바일 化로 인해 비대칭성은 이미 크게 낮아진 상황이다. 특히, 젊은 세대의 패키지 외면이 이러한 현상을 촉발시켰는데, 젊은 층을 대상으로 한 호텔 pkg의 비중이 기하급수적으로 높아지며 점유율을 방어하지 않는 이상 현재 시가총액을 설명할 수 있는 방법은 없다.

## 3) 상위 사업자로의 과점화?

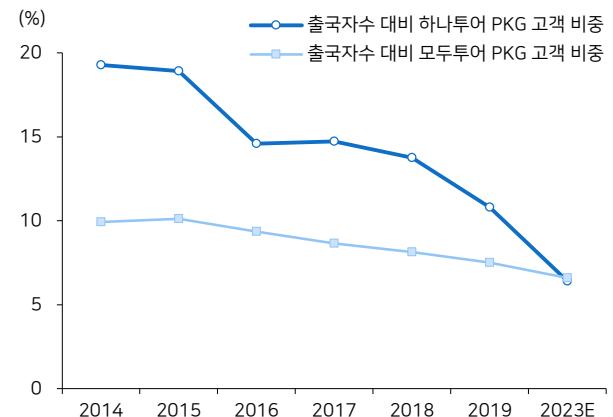
여행주 buy 관점의 마지막 근거는 상위 사업자로의 과점화이다. 코로나 기간동안 여행업체 다수가 폐점했으나, 언론에 등장하는 '문을 닫은 여행 사업자'의 90% 이상은 대리점/가맹점에 해당하고 하나투어, 모두투어와 같은 상품 공급자의 변화는 거의 없었다. NHN 여행박사의 경우에도 라이선스 반납을 하지 않아 언제든지 시장으로의 진입이 가능한 상황이다. 투자자들은 상위 사업자로의 과점화를 예상했으나, 노랑풍선, 참좋은여행, KRT 등 중견 업체들이 B2C 강점을 활용하여 매력적인 가격에 상품을 내놓으며 상위 사업자와 중견 사업자 간 무차별해지는 모습이다. 이에 더해, 국내 여행업에 집중했던 야놀자와 여기어때의 해외 여행 진출이 보태진 상황이다. 따라서 산업이 회복된다고 하더라도, 상위 업체를 포함한 기존 패키지 집중 국내 여행사들은 당분간 이익을 포기해야 할 가능성이 오히려 높아졌다. 시장의 기대 충족 가능성은 낮게 보는 이유다.

그림20 전체 출국자 내 PKG 송출객 비중



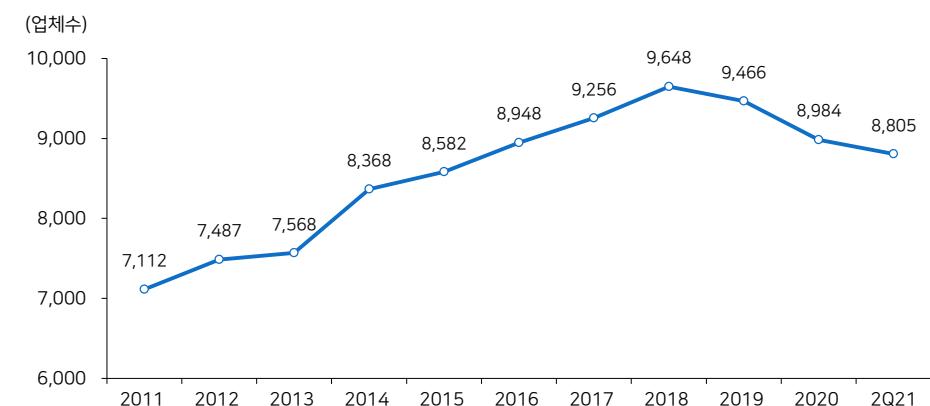
자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

그림21 출국자 수 대비 하나/모두 PKG 송출객 비중



자료: 한국관광공사, 하나투어, 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

그림22 여행 사업자 감소: 대부분이 대리점/가맹점



자료: 한국관광협회중앙회, 메리츠증권 리서치센터

표2 국내 레저 중심에서 M&amp;A를 통해 해외 여행 시장 진입한 야놀자와 여기어때

회사	내용
야놀자	<ul style="list-style-type: none"> <li>인터파크 70% 지분을 2,940억원에 M&amp;A</li> <li>본 계약으로 여행상품, 공연예약 서비스, 도서/의류, 식품 등의 온라인 쇼핑 부문이 야놀자로 인수</li> <li>야놀자는 인터파크를 활용하여 해외 여행 시장에 선제 대응, 글로벌 사업 적극 확장할 것이라고 밝힘</li> <li>하나투어와 전략적 제휴를 위한 MOU 체결, 하나투어의 여행상품을 야놀자 플랫폼에서 단독 판매하고 공동 투자하는 협력 등 검토 중</li> <li>동사는 비전펀드에서 2021년 1조원 투자 유치를 이룬 바 있음</li> </ul>
여기어때	<ul style="list-style-type: none"> <li>지난 10월 7일 온라인 전문 해외여행사인 '온라인투어' 지분 20% 및 콜옵션 확보하며 해외여행 시장 진출</li> <li>온라인투어는 2000년 설립된 실시간 항공 검색 엔진과 예약 시스템 보유</li> <li>정명훈 대표는 "국내 여행/레저 시장에 집중해온 여기어때와 해외여행 부문을 주도한 온라인투어는 서로 종복되는 영역이 없어 상호 간의 시너지가 클 것으로 기대한다"고 밝힘</li> </ul>

자료: 메리츠증권 리서치센터

### 카지노: 주가 반전의 트리거는 규제의 방향성 완화

**카지노 Review:**

중국 노출도 따라 움직인  
글로벌 카지노

카지노 산업 역시 여행과 마찬가지로 100% 오프라인으로 서비스가 진행된다. 내국인 카지노는 빠르게 이전 수준을 회복하고 있으나, 여행 재개가 시작된 현재 외국인 카지노에 대한 기대는 다소 하락한 상황인데, 외국인 카지노에 닥친 새로운 위기는 중국의 규제다. 중국은 2020년 하반기 이후 카지노 관련 규제를 발표하고 있는데, 이로 인해 마카오 카지노 관련 주식들은 지난 1월 이후 평균 24% 하락하고 있다. 백신 접종률 상승이 각국 내수 래저로 흡수되며 미국의 카지노 또한 사상 최대 매출을 갱신하고 있으나, 주가의 트리거인 마카오(자회사)로 인해 대부분 주가 부진을 피하지 못하고 있다.

국내 업체 중 중국 카지노 규제에 따른 타격은 롯데관광개발>GKL>파라다이스 순이다. 롯데관광개발은 제주공항 노선 부족 문제로 타깃을 중국 고객으로 설정하여 중국 비중이 높다. 과거 파라다이스는 중국 타격 시 가장 적극적으로 일본 시장을 확대하며 뛰어난 방어력을 보인 바 있다. 중국 타격은 GKL과 비슷할 것으로 예상 하나, 영업인력 재배치에 따른 방어를 고려 시 타격이 가장 적을 것으로 보인다. 과거 트렌드를 돌이켜 볼 때, 중국 내 새로운 정권이 안착되는 초기까지 관련 규제가 현 방향성을 유지할 가능성이 높다. 주가 반전의 트리거는 규제의 방향성이 완화로 첫 발을 내딛는 시기가 될 것이다.

표3 중국 카지노 관련 규제

일시	내용
2020.12.28	상임위원회를 통해 해외 도박 여행을 조직하는 자는 최대 징역 10년이 적용될 수 있는 형법 개정안을 최종 승인
2021.3.1	해외 도박 여행 조직하는 자 최대 징역 10년 적용될 수 있는 형법 개정안 적용
2021.9.14	마카오 재무장관은 카지노사들의 운영을 효율적으로 모니터링하기 위해 “직접 감독”을 강화하겠다고 발표

자료: GGR ASIA 외 언론보도종합, 메리츠증권 리서치센터

### 레저: 기대감 반영, 압축 투자 필요

**레저 Top picks:**

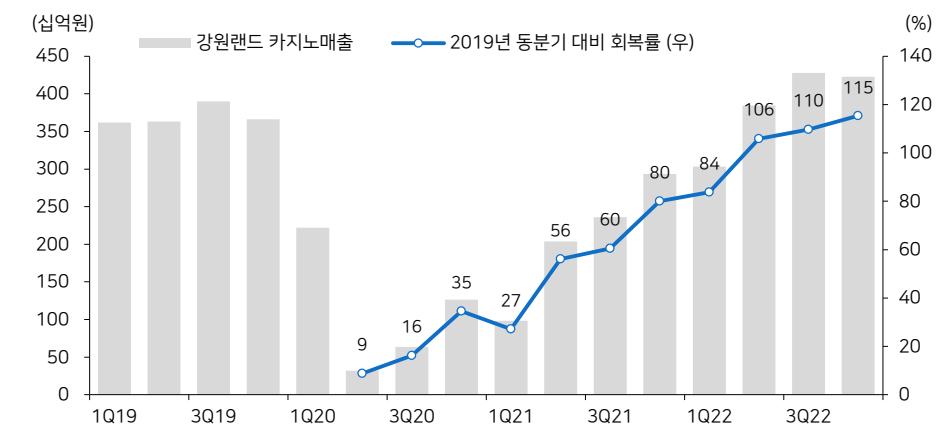
강원랜드, 골프존

개별 기업으로는 구조적 성장이 예상되는 산업에 선별적인 접근이 필요하다. 강원랜드의 경우, 카지노 라이선스를 연장하며 2018년 시행되었던 영업시간 및 high limit 테이블 개수 제한 규제를 복원하였다. 특히, 11월부터 시행된 정부의 위드코로나 정책으로 현재의 좌석간 띄어 앉기, 사이드 베팅 제한 등이 해소되며 실적은 2022년 상반기 내 코로나 이전 수준으로의 복귀가 예상된다. 당사 추정에 따르면, 코로나로 인한 인원제한이 없다면 월 매출은 20% 가까이 증가할 것으로 보인다.

코로나 기간 동안 가장 큰 수혜를 받은 내수 레저 항목은 골프 산업이다. 골프존의 스크린골프, GDR(교육 사업)은 실내형 스포츠임에도 불구하고 코로나 기간 내 높은 성장을 시현하였다. 동사 프랜차이즈 사업은 2019년 대비 2021년 매출이 91% 증가하였고, 영업이익은 동기간 323억원에서 1,198억원(당사 추정)으로 높은 이익 성장을 기록하였다. 특히, 해외 매출 내 중국 비중이 21년 3분기 최대로 올라서며 2022년 기대감이 더욱 높아진 상황으로, 국내 가맹 사업과 유사한 구조를 띠 중국 법인은 3분기 65억원을 기록했으나, 향후 분기 매출 기준 500억원까지 바라볼 수 있을 것으로 전망한다.

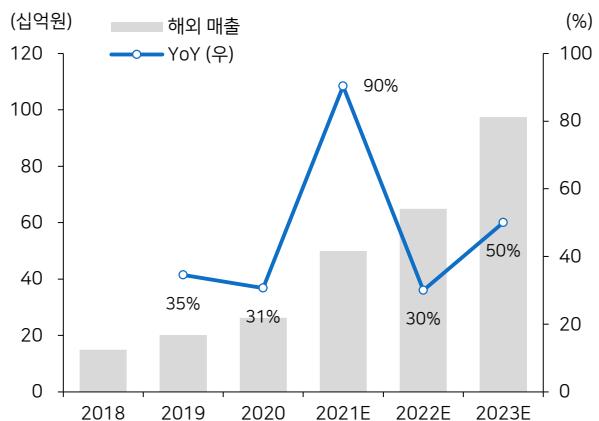
결론적으로, 레저 산업 내 국내 레저의 매력우위가 지속 유지될 것으로 전망한다. 실적 안정성이 가장 뛰어나 주가 방어력이 높은 강원랜드와 코로나 기간 동안 국내 성장에 더해 2022년 이후 해외 성장 모멘텀까지 보유하게 된 골프존 위주로의 압축 투자를 추천한다.

그림23 강원랜드 분기별 매출 추정



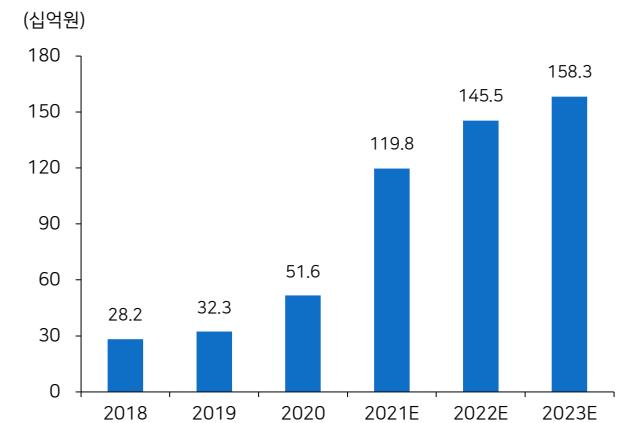
자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

그림24 골프존 영업이익 추정치



자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

그림25 골프존 해외 매출 추정

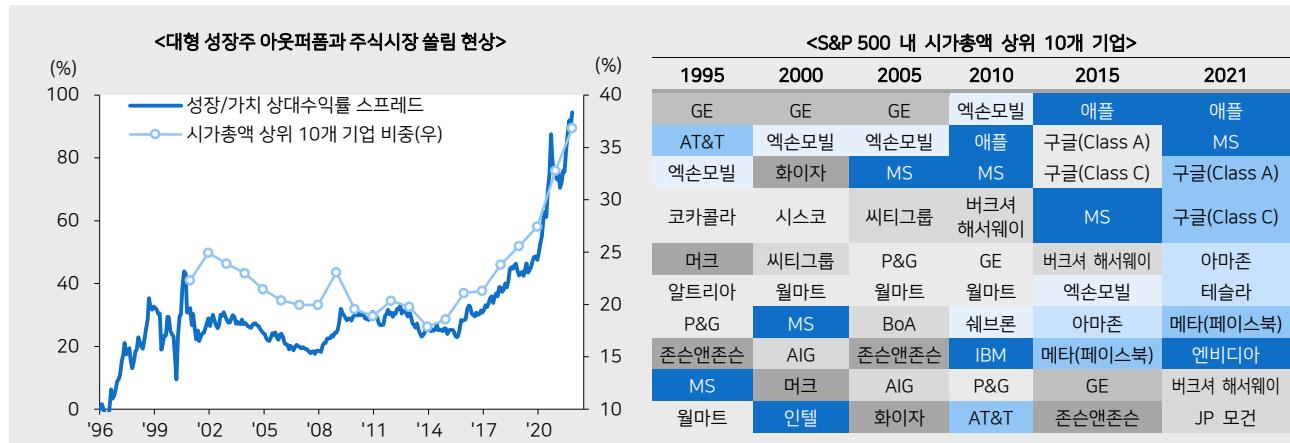


자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

이진우 연구위원

### 가치/성장 구분의 이면에 있는 주도주 변화를 보자



주: 우측 그림은 S&amp;P500 내 시가총액 순위

자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

'16년 이후 대형주의 성장/가치 상 대수익률이 소형주를 아웃퍼퓸 이러한 현상은 '20년 이후 가속화

'15년 이후 Russell 1000과 Russell 2000의 성장/가치 상대수익률 차이가 확대되고 있다. 이는 미국 중시 내 사이즈에 따른 성장/가치 수익률 차별화가 심화되고 있음을 시사한다. '20년 이후 스프레드는 더욱 확대됐고, 대형 성장주로 분류된 기업들의 고평가 우려로 이어지고 있다.

상대수익률 차이는 1) 주도산업의 변화, 2) 주식시장 쏠림의 결과로 해석해야

그러나, 과거의 경험을 바탕으로 생각해보면 전술한 상대수익률 차이는 대형 성장주의 고평가 유무보다는 1) 주도주/주도산업의 변화와 2) 주식시장 내 시가총액 상위 기업 비중 상승에 따른 결과로 판단하는 것이 더욱 타당해 보인다.

과거 스프레드 상승기엔 IT 스프레드 안정기엔 에너지, 금융 강세. 가치주가 주도주였던 경향

과거 대형 성장주가 아웃퍼퓸했던 시기('96년 하반기~'00년 닷컴버블 이전)에는 IT 업종의 성장이 두드러졌다. '03~'07년에는 중국 성장과 더불어 에너지, 금융 업종이 선전했고, 이후 헬스케어, IT업종으로 주도산업이 변화했다. 주목할 점은 스프레드가 안정적인 모습을 보였던 시기에는 성장주뿐만 아니라, 가치주로 분류된 기업/산업이 시장을 주도하기도 했다는 점이다.

주식시장 레벨 업의 이면엔 산업지형의 변화가 존재 현재 데이터를 기반의 지형변화

주식시장 레벨 업의 이면에는 항상 산업지형의 변화가 존재했고, 지형 변화를 이끈 주도주의 성장이 중시 상승으로 이어졌다. 현재의 주도기업들은 다른 업종으로 분류되어 있지만 데이터를 기반으로 산업지형 변화를 주도하고 있는 기업들이자, 널리 알려진 대형 성장주이기도 하다.

시가총액 쏠림 현상도 차기 주도 주 선정과정으로 해석 가능 이분법적 접근보단 주도주를 선별해야

팬데믹을 거치며 가속화된 주식시장의 쏠림 현상도 산업지형 변화 속 시장의 차기 주도주 선정 과정에 수반된 변화로 생각된다. 대형주 가치/성장의 구분을 전제로 하는 접근보다 향후 시장을 선도할 기업/산업에 대한 선별을 기반으로 한 투자전략이 유의미할 것으로 판단하는 이유다.

## 칼럼의 재해석

이종빈 연구원

### 에너지 효율성과 그린빌딩 (Financial Times)

글로벌 컨설팅 회사인 McKinsey는 2007년부터 글로벌 온실가스 저감 전망과 이에 필요한 에너지효율성 증진의 필요성을 언급해왔다. 그린빌딩은 그 중 효율적인 'Energy Use In Building'의 개념에서 출발한다. 난방 및 냉방 시스템의 개선, 단열, 수도 개선 등 건물개조를 통한 효율적인 건물 운용과 친환경 자재를 사용한 건물 설계, 건설, 철거 등을 통해 1) 보다 적은 에너지와 물을 사용해 운영비용의 절감을 이루고, 2) 실내 공기질을 개선하며, 궁극적으로 3) 환경 영향(탄소 배출)을 최소화해 사회 지속가능성을 높이자는 것이다. 그러나 에너지효율성의 증진은 필요한 자본에 비해 그 효과가 점진적이며 투자 한 단위당 증진되는 효율성을 수치화하기 어렵다는 문제와 투자자(임대인)와 수혜자(임차인)이 다르다는 사적 문제 등으로 관련 활동의 움직임은 미미했다. 그럼에도 글로벌 탄소배출량의 18%가량이 이러한 건물 내 에너지 사용에서 발생된다는 점에서 건물 에너지효율성의 증진 없이 탄소중립의 달성을 어렵다. 이에 관련 정책 드라이브가 확대될 것으로 기대되는 한편 금융권에서도 지난 4월 인베스코의 그린빌딩 테마 ETF가 출시되었다. 그동안 에너지 전환과 관련해 태양광, 풍력 등 발전에 비해 상대적으로 관심이 덜했던 그린빌딩 시장은 점차 매력적으로 다가올 듯 하다.

### '에너지효율성' 증진, 탄소저감의 필요조건

탄소저감

전력발전도 중요하지만

상대적 에너지 수요 감소도 중요

탄소중립에서 가장 관심이 높은 분야는 전력발전부분이다. IEA는 Net-Zero Emission 시나리오 하 전력부분의 탄소집약도가 10년 간 -70% 이상 낮아져야 함을 강조했고, 태양광/풍력 등 신재생에너지 발전의 글로벌 침투도 가속화되고 있다. 다만 이러한 에너지 전환 시기 놓치지 말아야 하는 부분이 '에너지효율성'의 증진이다. 에너지효율성은 에너지 집약도라는 지표로써 측정되는데 이는 에너지사용량/GDP로 측정된다. 한단위 생산에 있어 더 적은 에너지를 사용하면 에너지 효율도가 개선된다고 판단한다.

IEA NZE 시나리오에선 에너지 집약도가 2030년까지 35% 가량 낮아지는 것을 가정한다. 탄소배출 저감을 위해선 에너지 전환도 중요하나 상대적인 에너지 수요를 줄이는 것도 필요하다는 의미다. 2020년 각국의 에너지효율성 증진을 위한 투자액은 총 2,650억 달러인데, IEA는 35%의 에너지효율성 증진을 달성하기 위해선 지금의 세배 가량이 필요하다 주장한다. 에너지효율성 시장으로 유입되는 자금흐름이 확대될 공산이 높다는 것이다.

### 그린빌딩(Green Building)은 건물 에너지 사용의 효율성을 높이는 것

건물의 에너지 수요 높아,

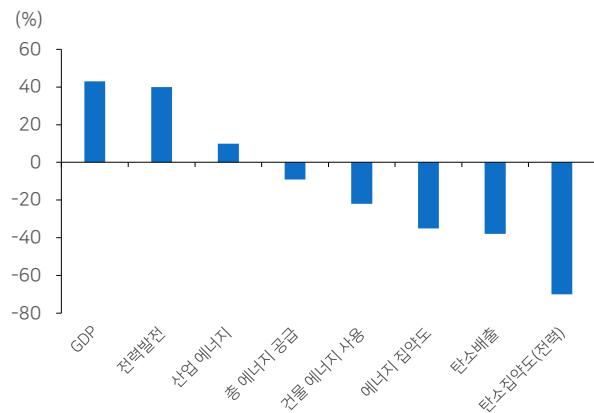
그린빌딩은 건물의

에너지 사용 효율성 높이는 개념

그린빌딩은 건물 내 난방 및 냉방 시스템의 개선, 단열, 전력 공급 개별화, 온수 공급, 열 저장 시설 등의 개선 및 신규 설치를 통해 건물 에너지 사용의 효율성을 높이는 개념을 칭하는 단어다. IEA NZE 하 Energy Use In Building은 2030년까지 20% 이상 낮아져야 하는데 건축물이 향후 늘어나는 환경에서도 에너지 사용량은 지속적으로 줄어들어야 한다는 것이다.

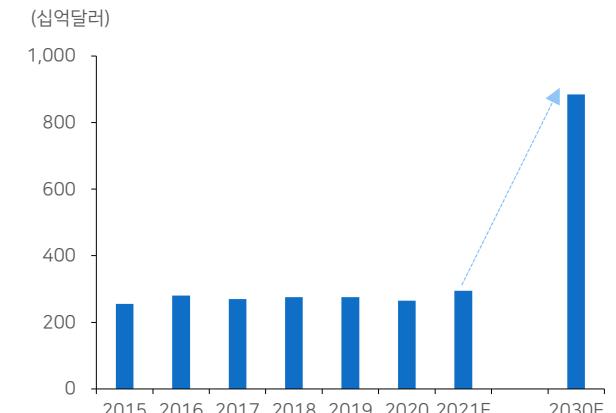
그린빌딩이 중요한 이유는 전세계 탄소배출량에서 건물, 건축관련 온실가스 배출량 비중이 높다는 데에 있다. 상업/주거용 건축물을 모두 합한다면 글로벌 탄소배출량에서 기존 건물과 신규 건축이 차지하는 비중은 37%에 달한다.

그림1 IEA NZE 하 주요 경제, 에너지 지표 변화(~2030년)



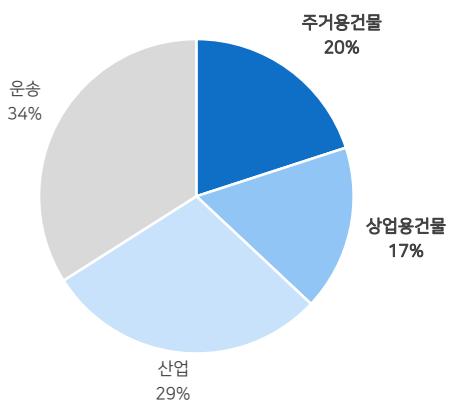
자료: IEA(2021.11), 메리츠증권 리서치센터

그림2 에너지효율성 증진 투자액 추이와 전망



자료: IEA(2021.11), 메리츠증권 리서치센터

그림3 부문별 탄소배출량 비중, 건물/건축 관련이 37% 차지



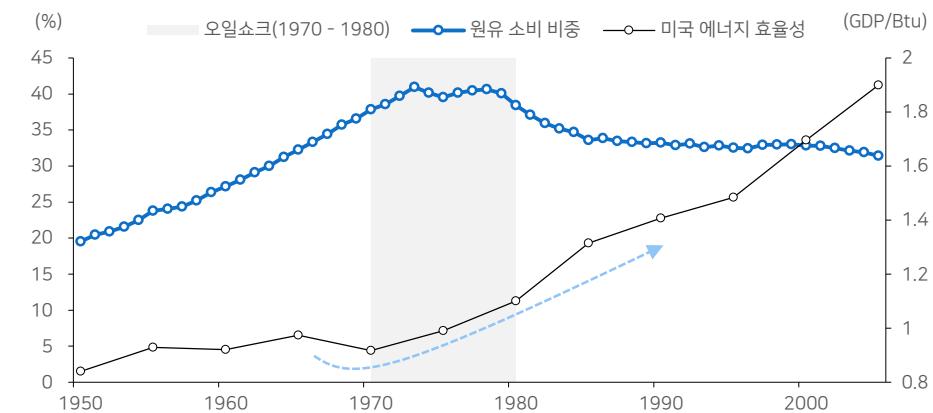
자료: White House, "United States Mid-Century Strategy for Deep Decarbonization", 메리츠증권 리서치센터

### 효율 증진은 1970년 에너지 전환에서도 존재한 트렌드

효율 증진은  
에너지 전환에서 수반되었었음  
- 기반은 정책

에너지 효율의 증진은 비단 '탄소배출과 환경'으로 정리되는 현재만 요구되고 있는 것은 아니다. 동기는 다르지만, 에너지 수급에 대한 걱정이 유발한 1970년대의 에너지 전환과정에서도 마찬가지로 에너지효율성을 높여 상대적인 에너지소비량 감소를 추구했다. 1970년을 기점으로 미국의 에너지 효율성이 30년 간 두 배 가량 늘어난 것이 그 결과다.

그림4 오일쇼크가 불러일으킨 미국 에너지효율성 증진 노력



자료: National Resources Defense Council, 메리츠증권 리서치센터

당시 상황을 살펴보면, 원유가격 상승에 따른 민간의 자발적인 개선 노력도 있었지만 에너지 효율 투자에는 국가 규제 영향이 컸다. 에너지효율성 증진은 1) 그 효과가 장기간 점진적으로 나타나며, 2) 보이지 않는 감소효과를 측정할 수단이 부족하기 때문이다. 더불어 효율개선정책으로 에너지 수요가 줄면 가격이 낮아지기 때문에 관련 에너지 절약 프로그램의 자발적인 추진력이 사라질 수 있다는 문제도 있다.

이는 2010년대부터 그린빌딩을 통한 에너지효율성 증진 노력이 필요하다는 목소리가 나옴에도 관련 산업 움직임이 지지부진했던 이유이기도 하다. 함께 본 칼럼에서는 그린빌딩은 투자자(임대인)과 수혜자(임차인)이 다르기 때문에 더욱 관심을 저조했다 언급했다.

표1 1970년대 주요국 에너지효율 증진 지침 및 규제 내용

국가	시기	내용
EU	1974년	유럽평의회 에너지 효율 결의안 채택
	1980년	에너지 집약도 목표 도입
	1986년	에너지 효율성 결의안 구체적 목표 수립(최종 에너지 수요 효율성을 최소 20% 선까지 개선)
	1989년	건설제품 지침, 1992년 보일러 지침, 1993년 저장지침 정책 발표
미국	1974년	가전제품 효율등급제도 시작
	1975년	Corporation Average Fuel Economy Standards 도입
	1976년	주거/상업용 건물 에너지사용 기준 마련
	1978년	Public Utility Regulatory Policies Act 제정
	1992년	ENERGY STAR 프로그램 도입 등
	2007년	에너지자립 및 안보법 개정
	1974년	Energy Conservation Demonstration Projects Scheme Department of Energy 설립, 에너지 효율성 정책 도입

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

## 정부 움직임의 관찰, 2030년까지 계속될 트렌드

정부 움직임 관찰

주요국

2030년 NZEB 전환 목표

코로나19는 정부 및 공공기관 목표를 한층 높이는 계기가 됐다. 호주, 캐나다, 일본, 미국, 영국 등 주요국은 2030년부턴 전체 신규건축물을 Nearly Zero Energy Building으로 지어야 한다는 지침을 수립한 것은 그 결과다.

금융권에서도 관련 상품이 출시되었다. Invesco는 올해 4월 그린빌딩 테마 ETF(GLBD)를 출시했다. 그린빌딩과 관련된 분야에서의 매출액이 50%이상 발생한 기업 중 ESG 등급이 높은 기업을 보유하는 ETF다.

표2 주요국 그린빌딩 관련 지침

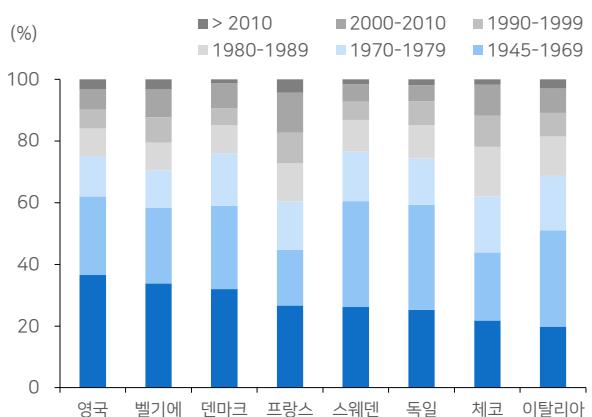
국가	내용
EU	- EU공동기금 활용해 2024~2030년까지 연간 70만개 이상의 건물 개조
호주	- Nearly zero-energy buildings 지침 발효(2019년 공공기관에서 2021년 신규건물 전체로 확대)
캐나다	- 국가 에너지 지침(2020)이 2021년 최종안 발표. 2030년 본격 발효예정
일본	- 2020년 Net zero Energy 기준 신규 공공기관에 적용, 2030년 건축물 전체로 확대 예정 - 탈탄소화에 공헌하는 투자와 융자하는 금융기관에 제로금리 적용
미국	- Building Energy Efficiency Standards(BEES)가 2020년 1월 발효(상업용 건물 난방, 온수 효율화) - 2023년 1월 BEES 2단계 발효예정(규제 기준 강화). 2030년 모든 상업용 신규 건물에 Net zero energy 기준 적용
영국	- 2,900만개의 집 개조 계획. BOE는 기후 스트레스 테스트를 시작

자료: 메리츠증권 리서치센터

개조 필요한 노후건물 많아  
시장수요 + 정책환경의 맞물림

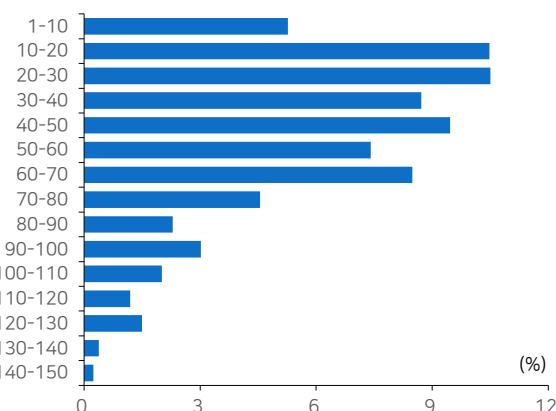
1970년에도 그랬듯, 정부의 정책 및 지침이 강화됨에 따라 건물 개조 및 관련 원자재 공급망 등 그린빌딩 시장도 레벨업을 도모할 것으로 보인다. 주요 선진국의 경우 노후 건물 비중이 높은데, 1970년대 에너지효율 규정이 수립되기 이전의 건축물들이 다수다. 이는 자발적 건물 개조 수요와 정책 지원이 맞물린 환경이 조성될 수 있음을 시사한다.

그림5 EU 주요국 주거용 건축물 연령 정보



자료: EU Commission, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 주거용 건축물 연령 정보



자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

원문: Market for green buildings warms up -Financial Times