

# Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 12. 8 (수)

**meritz** Strategy Daily

## 전략공감 2.0

### Strategy Idea

2022년 전망 시리즈 13 건설/부동산\_범용(汎用)의 역습(해설판)

2022년 전망 시리즈 14 인터넷/게임\_연결 그 이상의 것(해설판)

### 오늘의 차트

물가를 대하는 FED와 ECB의 온도차이

### 칼럼의 재해석

인민은행, 지준율 인하의 시장 영향은 제한적일 것

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



▲ 건설/부동산  
Analyst 박형렬  
02. 6454-4872  
hr.park@meritz.co.kr

본 자료의 원본은 2021년 11월 16일 발간된  
[2022년 전망 시리즈 13 - 건설/부동산: 범용(汎用)의 역습] 입

## 2022년 전망 시리즈 13

## 건설/부동산\_범용(汎用)의 역습 (해설판)

- ✓ FY22년 해외 일회성 비용 감소와 주택 매출 증가로 대형건설업체의 영업이익은 사상 최대를 기록할 것
- ✓ 20년간 시가총액/영업이익 multiple 저점은 COVID19를 제외하면 4.0x 수준으로 하락 리스크 낮음
- ✓ 국내 주택 부문의 장기공급 확대와 해외 플랜트 시장의 개선을 반영하여 GS건설, 삼성엔지니어링, DL이앤씨 Top-picks로 제시

## 시나리오별 2022년 전망

항목	변수	Worst	Base	Best
주가 결정요인	1. 금리	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 기준금리</li> <li>▪ 코로나 19</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2.00%</li> <li>▪ 집단면역</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1.50%</li> <li>▪ 워드코로나</li> </ul>
	2. 실적	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 주택공급 정책</li> <li>▪ 개발이익 환수</li> <li>▪ 해외 발주시장</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 공급 정책 추진 지연</li> <li>▪ 민간 개발이익 환수</li> <li>▪ 산유국의 소극적인 발주 지속</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 신도시 중심의 공급 정책</li> <li>▪ 공공+민간 개발이익 환수</li> <li>▪ Gas 플랜트 중심으로 발주 증가</li> </ul>
	3. 벤류에이션	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 주주환원 정책</li> <li>▪ 매출성장률</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 배당성향 후퇴</li> <li>▪ 분양 지연으로 매출 성장을 둔화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 주주환원정책 강화</li> <li>▪ 토지 공급 확대에 따른 주택 매출 성장</li> </ul>
산업 투자 전략		비중 축소	비중 확대	비중 확대
		▪ Valuation을 감안하면 하락 리스크는 낮으나, 과거와 마찬가지로 시장에서 소외	▪ 주택 공급 확대와 해외 플랜트 발주가 일부 재개되는 환경에서 각 사업부문에서 특화된 1위 사업자 중심으로 대응	▪ 전체 건설업체의 동반 상승 및 시멘트를 포함한 착공 소재 업체들까지 수혜
Top-Picks		DL이앤씨	GS건설, 삼성엔지니어링	GS건설, 삼성엔지니어링

## FY 21 Review - 암중모색

## FY 21 Review

2021년은 2월에 발표한 대규모 공급 정책과 2분기 이후 유가 상승에 따른 해외 플랜트 발주 기대감 반영으로, 2018~2020년 3분기까지 이어진 3년간의 부진에서 탈피한 한 해였다. 1분기는 국내 주택업체, 2분기 이후에는 해외 비중이 높은 업체들 중심으로 주가가 상승하였는데, 이는 저평가 논리보다는 3년 만에 실적의 변화가 시작되었기 때문이다. 대형건설업체의 2021년 영업이익은 전년 대비 22%

성장하면서 사상 최고치를 갱신할 전망이며, 지배순이익 기준으로도 사상 최대치를 기록할 것으로 보인다.

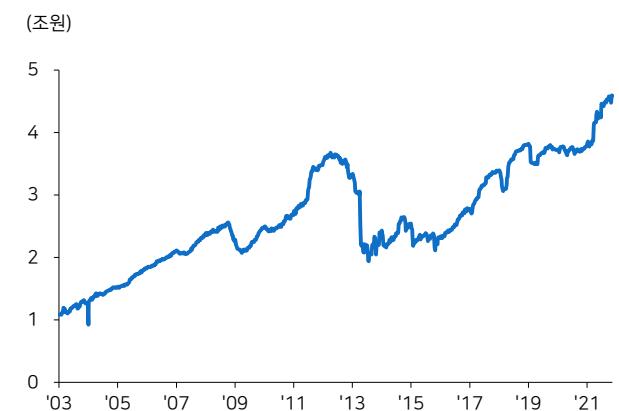
다만 영업이익과 순이익이 모두 과거의 착공 잔고에 기반하고 있어, 장기적인 성장에 대해서는 의문부호가 생기고, 여전히 낮은 공급정책에 대한 신뢰와 부진한 해외 발주로 실적 성장대비 Valuation 지표 개선은 더디게 진행되고 있다. 2022년 예상 실적을 반영하면 현재 4.0x 수준으로, 2005년 이후 대형건설업체의 시가총액/영업이익은 COVID19를 제외하면 4.0x에서 명확한 저점이었기 때문에, 하락 리스크에 대한 우려는 낮다. 따라서 2022년 전망의 핵심은 하락 리스크 보다는 해외 손실 감소와 주택 매출 확대 등 성장을 통한 Valuation 확대 여부에 달려있다.

그림1 2020년 10월 이후 대형 건설업체 수익률



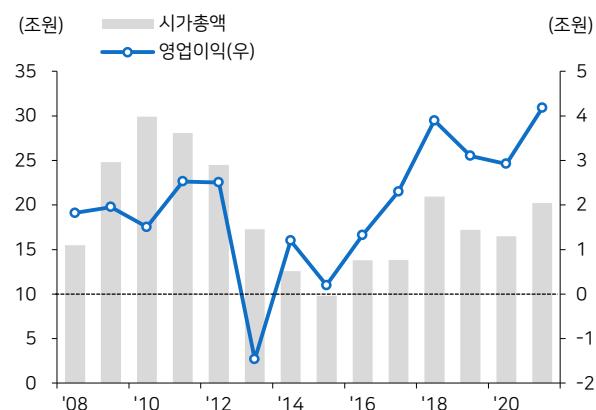
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대형건설업체 합산 12개월 예상 영업이익



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 대형사 시가총액 vs 영업이익 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대형사 시가총액 vs 지배순이익 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 COVID19를 제외하면 시가총액/영업이익 4.0x는 저점, 실적이 턴어라운드 하였던 2015년 이후 고점은 7.5x



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

## 부동산 정책 – 노선의 전환

건설 업체의 실적 성장을 이끌 출발점은 부동산 규제 완화와 공급 확대 정책이다. 올해 2월, 정부는 2025년까지 전국에 83.6만호의 주택을 공급하겠다는 정책을 발표하였다. 정책 발표 이후 주택업체들을 중심으로 주가 상승이 이어졌으나, 주택 공급 속도에 대한 실망감과 함께 정책의 가시성이 떨어지며 주가는 지지부진하였다. 여기에 더해서, 인허가 문제와 분양가 상한제 등으로 서울 분양물량이 급감하며 부진한 모습을 이어가고 있다.

그럼에도 불구하고, 오세훈 서울시장이 재개발·재건축 규제 완화를 추진하고 있다는 점과 여·야 대선 후보 모두 공급 확대에 초점을 맞추고 있다는 것은 긍정적이다. 2018년 2월, 재건축 심의가 주거환경중심 평가에서 구조안정성 중심평가로 변경된 이후 서울에서 안전진단을 통과한 단지는 겨우 5곳에 불과하다. 이에 대해 오세훈 서울시장은 지난 4월 국토교통부에 안전진단 기준 재정을 건의하였고, 5월에는 공공기획도입, 제2종 일반주거지역 규제 완화 등 재개발 활성화를 위한 규제 완화 정책을 발표하였다.

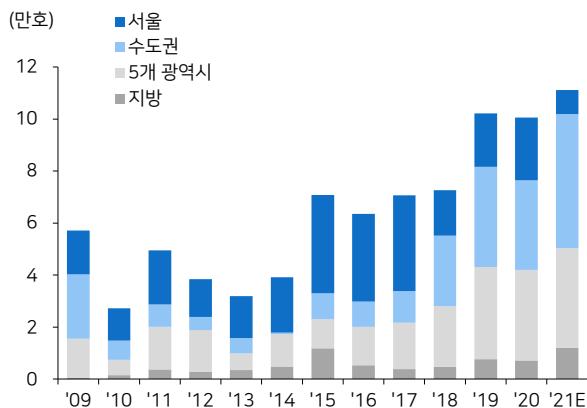
대선 후보들의 부동산 공약 또한 공급에 초점이 맞춰져 있는데, 이재명 후보와 윤석열 후보는 모두 5년간 전국에 250만호를 공급하겠다고 선언하였다. 토지임대부 분양, 청년 원가 주택 등 정책의 내용은 다르지만, 정권의 변화와는 별개로 2022년 이후 장기적인 부동산 정책의 방향성은 공급물량의 확대에 초점을 맞출 것으로 전망한다.

표1 2.4 부동산 대책: 공급 부지확보 물량('21~'25) 추계치 총괄

(만호)	총계	정비사업	도시공공주택복합사업			소규모	도시재생	공공택지	비주택 리모델링*	신축매입
			역세권	준공업	저층주거					
계	83.6	13.6	12.3	1.2	6.1	11.0	3.0	26.3	4.1	6.0
서울	32.3	9.3	7.8	0.6	3.3	6.2	0.8	-	1.8	2.5
인천, 경기	29.3	2.1	1.4	0.3	1.3	1.6	1.1	18.0	1.4	2.1
5대 광역시	22.0	2.2	3.1	0.3	1.5	3.2	1.1	(광역)5.6 (지방)2.7	0.9	1.4

자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

그림6 재개발·재건축 분양물량 추이



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

표2 2018년 2월 재건축 규제 강화

구분	가중치	
	현황	개정
주거환경	40%	15%
건축마감 및 설비노후도	30%	25%
구조안정성	20%	50%
비용분석	10%	10%

자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

표3 대선후보 부동산 공약

이재명 후보 부동산 공약	윤석열 후보 부동산 공약
<b>▶ 공급</b>	<b>▶ 공급</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>공공주도로 임기 내 전국 250만호 공급 (기본주택 100만호)</li> <li>무주택자에 30년 장기 임대주택 100만호</li> <li>월 60만원에 33평 역세권 아파트 공급</li> <li>토지임대부 분양(택지는 공공이 소유해 임대하고 건물만 분양)을 포함해 장기 임대공공주택 비율 10%까지 상향</li> <li>* 기본주택: 무주택자라면 누구나 건설원가가 수준의 저렴한 임대료로 역세권 등에서 30년 이상 거주 가능한 공공주택</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5년간 수도권 130만호 공급 등 전국 250만호 공급</li> <li>용적률 인센티브: 역세권 민간 재건축 단지 용적률 300% à 500% 확대, 이 중 50%를 공공 기부채납 방식으로 무주택 가구에 공공분양 (20만호 공급, 역세권 첫 집 주택)</li> <li>청년 원가 주택: 정부가 고밀도, 대규모로 직접 건설한 주택을 무주택 청년에게 건설 원가로 5년내 30만호 공급</li> <li>재개발·재건축 규제 완화</li> <li>1기 신도시 재건축 및 리모델링을 통해 주거 수준 개선</li> <li>민간 임대주택사업 정상화</li> </ul>
<b>▶ 규제</b>	<b>▶ 정책</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>국토보유세 도입: 투기 억제를 위해 모든 토지에 국토보유세 부과 (보유세 실효세율 0.17% à 1%로 강화)</li> <li>비필수 부동산 대출 만기연장 제한</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1주택자 양도소득세 및 재산세 세율 인하</li> <li>종합부동산세 과세 체계 재검토</li> <li>신혼부부 및 청년 무주택자 주택담보대출(LTV) 비율 80%로 대폭 상향</li> <li>저리융자, 자본이득 공유형 무이자 대출 등 금융지원</li> <li>주택 공시가격 현실화 추진 속도 조절</li> <li>1주택자 재산세 완화</li> <li>다주택자 양도세 한시적 50% 감면</li> <li>전세 보증금 올리지 않는 임대인에게 인센티브 부여</li> <li>공시가격 현실화 속도를 조절하여 보유세 급등 차단</li> </ul>
<b>▶ 정책</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>주택 공급 정책 등을 아우르는 주택도시부와 공공주택 관리를 위한 별도 전담기관 신설</li> <li>금융감독원에 준하는 부동산 감독기구 설치: 부동산 거래, 대출, 세금납부내역까지 들여다 볼 수 있는 감독기구 신설</li> <li>공직자 부동산 취득심사제 도입</li> <li>부동산 백지 신탁제 도입</li> <li>비필수 부동산 소유자 고위직 임용과 승진 제한</li> <li>실수요자에 대한 금융지원 강화</li> <li>세금 납부 미뤄주는 과세이연제도 도입: 안정적 수입이 없는 실거주자 보호 위해 자산 매각 시까지 세금 납부 기한 연장</li> <li>분양가 상한제, 분양가 원가 공개, 후분양제 실시</li> </ul>	

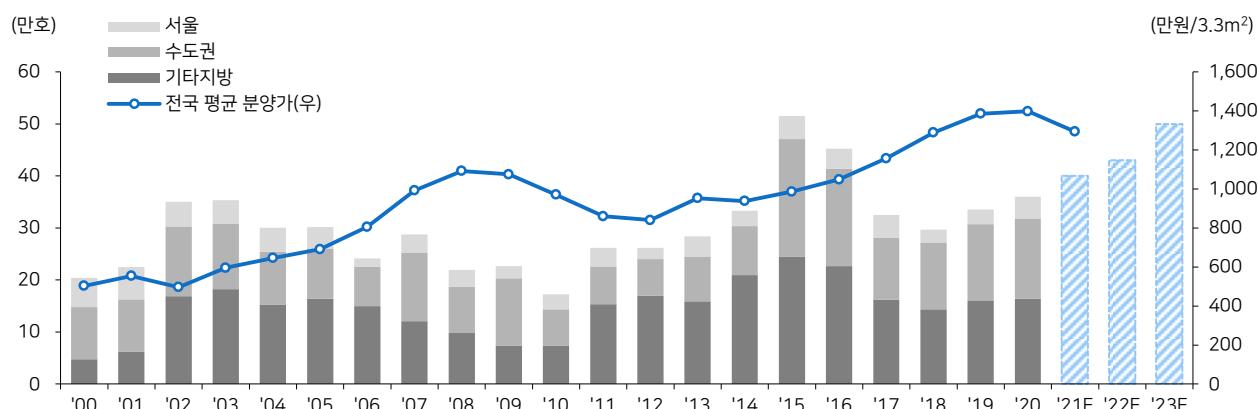
자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

## 공급의 연결고리

2021년 분양 계획물량은 46만호를 넘어서는 것으로 계획되었으나, 일반적으로 나타나는 사업 지연 등을 감안 시 실제 분양 물량은 40만호 수준이 될 것으로 보인다. 누적된 공급 정책의 발표로 2022년 이후 분양물량 증가는 지속될 것으로 예상되며 22년과 23년 각각 43만호, 50만호 수준으로 전망한다.

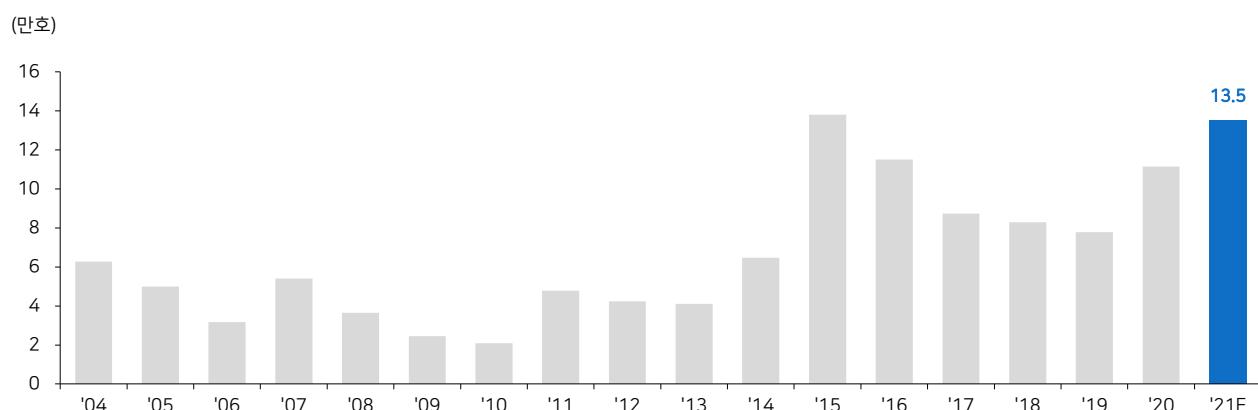
문제는 50만호를 공급할 건설업체가 부족하다는 것이다. 2000년대 이후 평균 공급물량은 30만호 수준이며, 가장 높았던 경우 역시 40만호 초반으로 지난 20년간 2개년 평균 50만호를 공급했던 사례는 전무했다. 향후 공급정책이 아파트 단지 중심의 대형 건축물 중심으로 확대될 경우 이를 담당할 시공업체가 부족하다. 2008년~2014년 구조조정 이후 주택시장 회복 국면에서도 건설업체는 인력채용에 소극적이었다. 대형 건설업체의 공급량은 이미 역대 최대치에 근접한 상황에서, 실제로 공급이 이루어질 경우 중소형 건설업체의 물량 증가 및 수익성 개선이 빠르게 이루어질 것으로 전망한다.

그림7 분양가, 분양물량 추이 및 전망



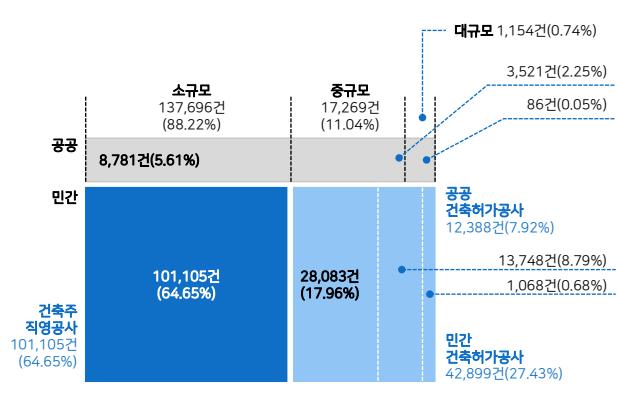
자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 대형 건설업체 합산 공급량 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 건축공사 건수의 90% 이상이 중소형 건축물



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

표4 종합건설업체 현황

종사자규모별	업체수	매출 (조원)	업체당 매출 (억원)
계	11,367	245	
5 인미만	490	0	3
5~9	1,987	2	12
10~19	3,627	11	31
20~49	3,902	29	75
50~99	811	19	240
100~199	287	19	672
200~299	113	14	1,216
300~499	55	13	2,284
500~999	38	18	4,733
1,000 인 이상	57	119	20,928

자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

표5 중소형 건설사 Valuation Table

(십억원)	코오롱 글로벌	DL건설	동원개발	금호건설	태영건설	자이 에스엔디	동부건설	계룡건설	한신공영	KCC건설	한라	화성산업	신세계건설	SGC 이테크건설	
매출액	2018	3,358.3	965.6	607.9	1,376.7	3,691.1	212.7	898.2	2,292.7	2,142.2	1,063.6	1,299.7	475.2	1,084.3	1,487.9
	2019	3,484.2	1,279.9	642.6	1,597.7	2,967.1	278.0	1,155.4	2,275.7	1,623.3	1,642.5	1,304.9	451.4	1,016.2	1,280.7
	2020	3,928.2	1,734.6	630.6	1,829.6	2,281.5	356.2	1,214.6	2,200.0	1,556.9	1,101.6	1,565.3	419.3	956.8	1,135.8
	2021.1H	2,344.4	911.4	202.4	943.6	1,110.2	219.6	561.9	1,149.6	597.3	564.8	699.1	153.8	615.6	603.2
	2021E	4,770.2	2,027.9	404.8	2,068.4	2,246.6	445.1	1,196.0	2,397.0	1,375.0	1,201.3	1,439.7	307.6	1,333.2	1,229.9
영업이익	2018	76.8	90.9	160.1	42.3	458.2	14.5	31.8	153.7	214.5	47.8	59.9	67.1	21.9	113.0
	2019	125.6	143.0	106.1	55.5	276.4	16.5	55.5	135.9	124.5	58.8	67.7	29.6	24.2	12.9
	2020	176.4	203.4	187.6	81.2	250.9	27.3	52.1	174.8	119.9	54.3	96.7	40.5	20.6	-36.4
	2021.1H	121.3	116.9	57.6	57.4	96.1	25.5	28.4	97.6	16.4	35.7	45.7	5.7	24.9	32.4
	2021E	243.8	231.5	115.3	128.0	212.4	49.8	61.0	194.0	81.0	68.6	91.2	11.4	53.8	72.3
순이익	2018	16.3	64.5	121.9	-0.5	189.4	10.7	74.0	89.2	162.1	24.1	-12.2	49.2	43.1	35.7
	2019	36.0	95.1	84.7	11.7	90.9	12.4	59.8	71.6	71.9	28.2	2.5	7.7	17.5	19.4
	2020	82.6	149.3	144.4	26.4	556.8	20.9	44.4	94.1	105.9	37.6	109.9	33.2	12.2	174.8
	2021.1H	81.2	90.5	44.9	70.1	43.9	18.5	56.8	67.4	17.9	35.6	31.6	10.4	18.8	28.7
	2021E	155.2	171.6	89.8	121.4	114.3	37.0	81.0	110.0	47.0	56.0	72.3	20.9	40.1	62.7
PER (배)	2018	11.0	3.4	3.0	-904.7	4.6		2.0	2.2	1.2	6.3	-13.8	3.7	2.2	6.3
	2019	6.8	3.2	4.4	35.4	10.0	12.3	3.1	2.5	2.4	4.9	46.6	18.9	6.0	10.6
	2020	5.9	4.5	3.2	12.6	0.8	16.1	6.9	2.7	1.8	4.9	1.7	4.7	8.8	0.6
	2021.1H	7.6	8.7	12.5	6.6	11.1	22.5	5.7	4.8	16.8	6.3	6.9	16.8	9.8	4.9
	2021E	4.1	3.6	5.4	3.4	3.6	9.8	4.1	3.1	4.7	3.6	2.8	7.5	3.6	2.2
PBR (배)	2018	0.4	0.6	0.5	1.2	0.6	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
	2019	0.5	0.7	0.5	1.1	0.6	1.1	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
	2020	1.0	0.8	0.5	0.9	0.7	2.1	0.7	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4	0.5	0.7
	2021.1H	1.1	0.9	0.6	1.0	0.7	1.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.4	0.8	0.8
	2021E	1.0	0.6	0.5	0.8	0.6	1.2	0.6	0.5	0.3	0.5	0.5	0.4	0.7	0.7
시총 /영업이익 (배)	2018	2.3	2.4	2.3	10.1	1.9	0.0	4.7	1.3	0.9	3.2	2.8	2.7	4.4	2.0
	2019	1.9	2.1	3.5	7.5	3.3	9.3	3.4	1.3	1.4	2.4	1.7	4.9	4.3	15.8
	2020	2.8	3.3	2.4	4.1	1.8	12.3	5.9	1.4	1.6	3.4	2.0	3.8	5.2	-2.7
	2021.1H	5.1	6.7	9.8	8.1	5.1	16.4	11.4	3.3	18.4	6.3	4.8	30.8	7.4	4.4
	2021E	2.6	2.7	4.2	3.2	2.0	7.3	5.4	1.8	2.7	3.0	2.3	13.8	2.7	1.9
순차입금	2018	617.3	-252.9	-287.2	150.6	1,189.3	-17.7	-78.2	274.6	155.9	-8.4	276.6	-121.1	7.8	812.3
	2019	531.9	-332.8	-419.2	120.5	1,601.3	-98.4	-107.8	373.2	281.4	-84.8	385.2	-145.3	-32.4	819.7
	2020	435.8	-476.7	-213.3	55.7	1,206.5	-30.0	26.5	258.7	158.5	-174.8	456.4	-186.6	-42.4	-66.5
	2021.1H	431.9	-413.0	-250.2	3.9	1,184.5	-182.9	145.8	81.0	327.9	-217.5	367.3	-137.8	-136.3	-57.3

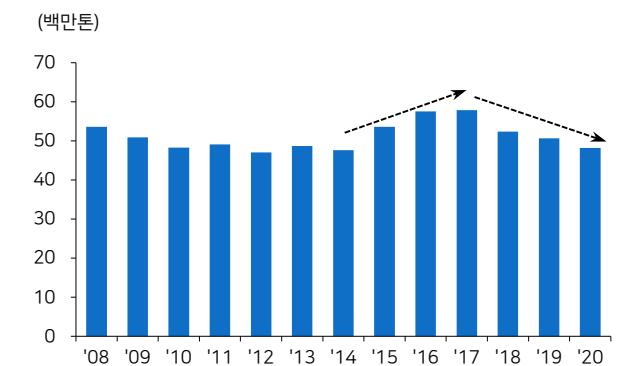
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

구경제의 대표적인 산업인  
시멘트 부문은 2005년 이후  
신규 증설이 없으며,  
2015~2018년 산업재편

주택공급 확대는 시멘트 산업에게도 긍정적으로 작용할 것으로 보인다. 시멘트 산업은 2000년대 초반 빌라 건축 열풍 시기에 쇼티지가 발생하며 업계 설비투자 및 공급량을 확대하였다. 2016년 이후 주택 착공물량의 감소로 시멘트 수요가 장기적으로 정체되면서 과잉경쟁의 양상을 띠게 되었다. 2017~2018년 산업 재편에 따라 기존 7개사의 경쟁 형태에서 5개 그룹으로 축소되었고, 경쟁완화에 따라 시멘트 가격이 회복되었다.

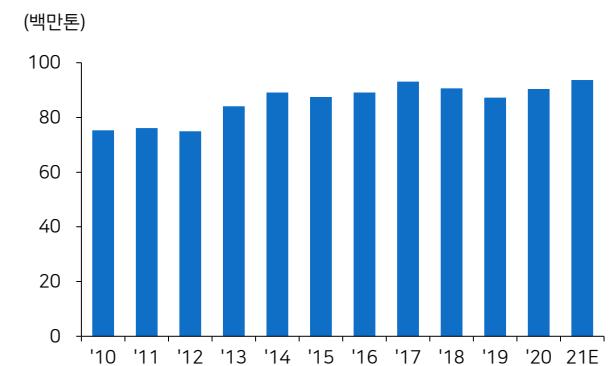
현재 유류설비를 제외한 시멘트 업체의 실질 capa는 약 1,600만톤으로, 50만호의 주택이 공급되는 시장이 열리게 된다면 2000년대 초반과 같은 시멘트 쇼티지 사태가 반복될 것으로 보인다. 시멘트 가격이 회복된 상황에서 1,700만톤의 출하를 필요로 하는 시장이 열린다면, 2017~2018년 M&A를 통해 몸집을 키운 시멘트 업체들이 수혜를 볼 것으로 전망한다.

그림10 시멘트 내수 출하량 추이



자료: 한국시멘트협회, 메리츠증권 리서치센터

그림11 시멘트 Capa 추이



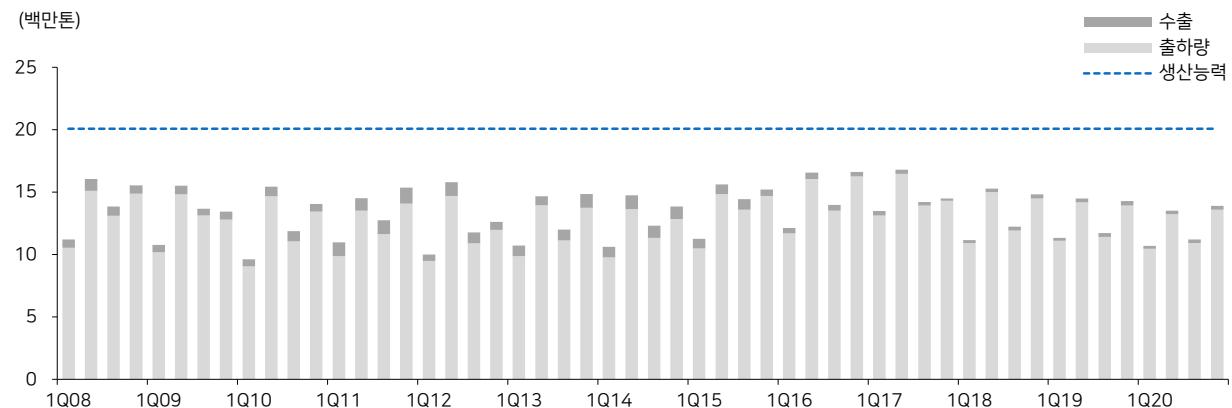
자료: 한국시멘트협회, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2017 ~ 2018년 시멘트 산업 재편



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림13 분기별 시멘트 내수 출하량 / 생산 Capa 비교



주: 생산능력은 2021년 1분기 기준

자료: 한국시멘트협회, 메리츠증권 리서치센터

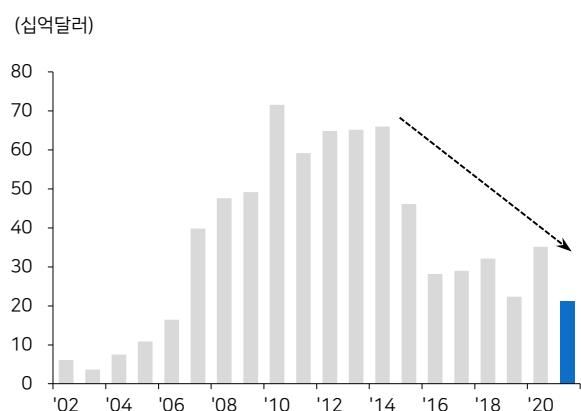
### 해외 발주 – 산유국의 의지

의미 있는 성장을 위해서는  
500억달러 이상의 해외 신규  
수주가 필요

해외 수주 규모는 2014년 이후 500억달러 이하로 축소되었으나, 2020년에는 COVID-19 및 유가 하락에도 불구하고 지연된 수주 인식 및 FEED-EPC 전환 프로젝트로 반등하였다. 올해는 유가 상승에도 불구하고 부진한 모습을 보였으며, 4분기 예정된 수주를 포함할 경우 2021년과 비슷한 수준이 될 것으로 보인다.

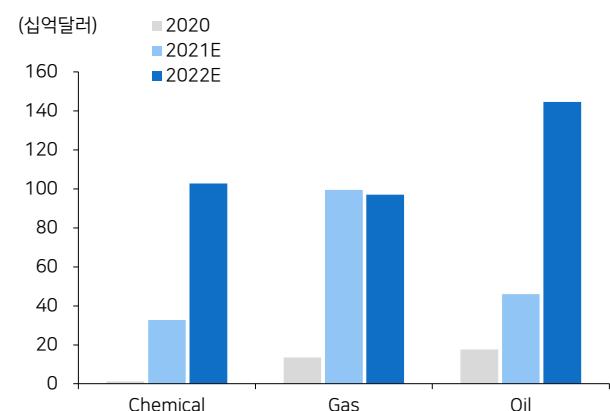
여전히 중동의 재정은 여유롭지 않은 상황에서, 해외 플랜트는 국가의 의지가 들어간 발주만 가능한 상황이다. 2018년 이후 대부분의 해외 발주 계획이 지연 또는 취소되었고, 2022년 정유화학, 정유, 가스에 대한 플랜트 예산이 높게 배정되어 있으나 신뢰성은 높지 않다. 결국 전체 공종에서 실제 발주가 시작되는 부문이 각 산유국이 의지를 가지고 발주하는 산업이 될 것으로 보이며, 환경적으로는 친환경 정책 기조와 맞물려 가스 관련 플랜트 발주 확대가 기대된다.

그림14 해외수주 추이



자료: 해외건설협회, 메리츠증권 리서치센터

그림15 2020 ~ 2022년 공종별 예산



자료: MEED, 메리츠증권 리서치센터

## 2022 건설업종

2020년 주택 분양 확대 및  
공사 지연 손실 감소 영향으로  
이익 증가 전망

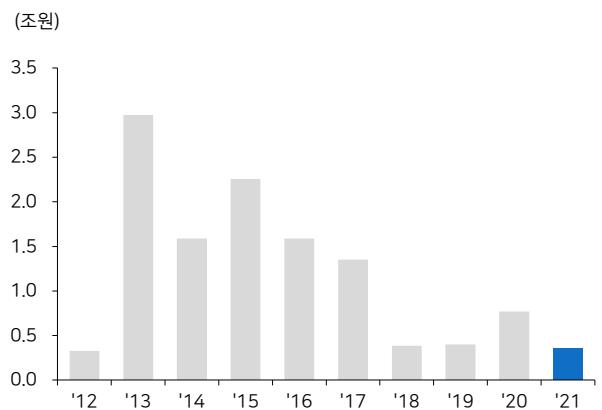
사상 최대 수준의 마진에 주택  
매출 성장이 동반되는 2022년

COVID-19 공기지연에 따른 해외 손실 감소와 대형사 주택 매출 확대로 2022년 대형 건설업체 합산 영업이익은 사상 최대치를 기록할 것으로 전망한다. 2021년 COVID-19에 따른 공기지연 손실이 일부 반영되었다. 다만 동일 프로젝트에서 연속적인 손실이 발생하고 있지 않고 진행중인 대형 프로젝트가 많이 남아있지 않은 만큼, 2022년 해외 손실 규모는 절반 이하로 줄어들 것으로 전망한다.

주택부문 매출이 직전 2년 평균 분양물량에 연동된다는 것을 고려해보면, 2018년 이후 사상 최대 수준의 주택부문 수익성은 유지 또는 추가적인 개선이 있을 것으로 예상한다. 2017년~2019년 분양물량 부진으로 주택 매출이 감소하면서 수익성 개선 효과가 반감되었으나, 2020년~2021년 주택 분양물량 증가로 2022년 이후 주택 매출 성장이 재개될 것으로 보인다. 매출 성장을 동반한 수익성 개선 효과로 주택 부문 이익은 다시 급증할 것이다.

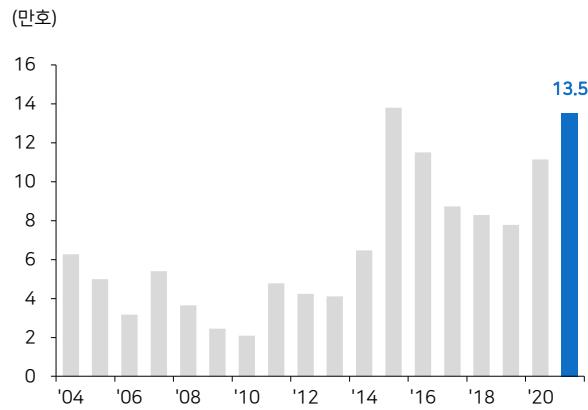
2002년~2013년 사이 대형 건설업체는 수익성 보다는 성장 중심의 전략을 펼쳤고, 2014년에는 주택 부문 손실과 해외 부실로 성장 전략을 포기하고 수익성에 초점을 맞췄다. 주택 시장의 회복 국면에서 대형사들은 공급을 늘리지 않거나, 안정적인 재개발·재건축 중심의 분양에 집중했다. 이에 따라 2018년~2020년 영업 이익은 역대 최대 수준까지 증가하였으나, 성장률은 둔화되었다. 2022년은 매출 감소에 따른 부정적인 요인과 수익성 개선에 따른 긍정적인 요인이 상쇄되었던 지난 20년과는 다를 것으로 보인다. 대형 건설업체의 분양물량 증가와 COVID-19 관련 공사 지연 손실로 이익 급증이 예상되고, 과거와 달리 매출 성장이 동반되면서 Valuation 회복이 가능할 것으로 전망한다.

그림16 대형건설업체 연간 해외 손실처리 금액 추이



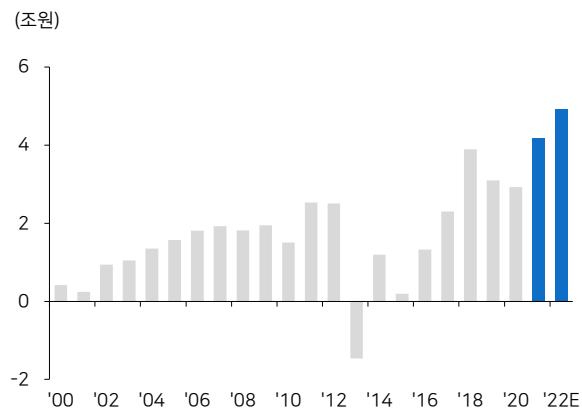
주: 2021년은 3분기 누적 데이터  
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 대형사 주택 분양물량 추이



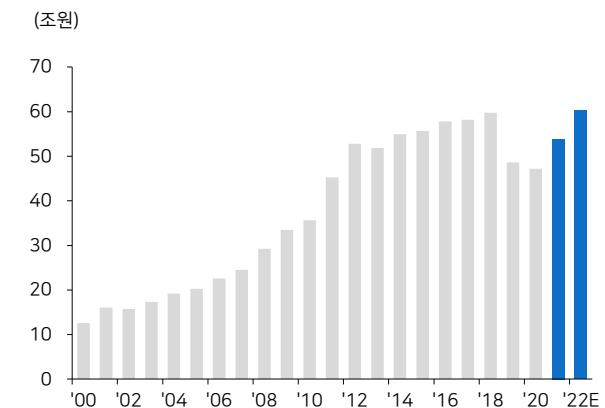
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 대형사 합산 영업이익 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림19 대형사 합산 매출액 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

## Strategy Idea

본 자료의 원본은 2021년 11월 17일 발간된

[2022년 전망 시리즈 14 – 인터넷/게임: 연결 그 이상의 것] 입



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

## 2022년 전망 시리즈 14

## 인터넷/게임\_연결 그 이상의 것 (해설판)

- ✓ 플랫폼 기업들의 주가는 빅테크 규제 리스크 대두로 부진. 디지털 경제의 속성과 산업의 생태계 전반의 혁신과 성장 인센티브 저해 감안하면 사회적 비용 지불(세금, 과징금, 상생기금 등) 형태로 수렴될 가능성 높아
- ✓ 인터넷의 역사는 정보와 사람을 연결하는 매개체 및 형태 변화의 역사. 네이버제트는 K메타버스의 선두주자로서 제페토의 기업가치는 20년 1,550억원에서 21년 1.15조원으로 가파른 상승
- ✓ 실패하지 않을 핀테크 투자. 21년 카카오뱅크와 카카오페이는 공모가 대비 각각 60%, 100% 상승 경험 중. 비바리퍼블리카와 두나무 역시 연초대비 100% 이상의 상승세
- ✓ 게임산업은 NFT/P2E 기능 탑재로 인해 급성장하는 게임사의 등장. 결국 NFT 게임의 성공 요인은 1) 재미있는 게임을 개발하는 R&D, 2) 글로벌 서비스 능력, 3) 확장성에 있어 22년 주가 차별화 예상
- ✓ Top Picks: 카카오, 크래프톤

## 시나리오별 2022년 전망

항목	변수	Worst	Base	Best
주가 결정요인	1. 인터넷 광고	전자상거래의 성장 소비경기 광고 상품의 고도화	둔화 둔화 성장 지연	온라인 소비 증가세 지속 회복 퍼포먼스 광고의 성장 지속
	2. 게임의 흥행과 신규 플랫폼 진출	출시 일정 중국 판호 재개 NFT게임 시장 콘솔/클라우드 게임 시장	지연 한한령 개선 안됨 경쟁 심화/ 규제리스크 대두 대중화 지연	일정 부합 점진적 개선 점진적 개화 예상 수준
	3. 테크핀	マイ데이터 시행 MTS 출시로 리테일 경쟁 카카오페이/뱅크 기업가치	지연 일정 지연 / 규제리스크 지속 주가 부진	예상보다 빠른 성장 금융업에 유의미한 변화 가파른 기업가치 상승
산업 투자 전략		마크로 변화에 따른 영향 적은 회사 기존 수익원으로 안정적 수익창출 가능	온라인 쇼핑, 콘텐츠 소비 증가세 지속 신규 게임의 흥행 성과와 새로운 플랫폼에 적극 도전하는 회사 투자가 이익으로 회수	디지털 변화 더욱 가속화 NAVER와 카카오 자회사들의 재평가 마켓컬리, SSG닷컴 상장으로 네이버쇼핑의 재평가 가능성 카카오엔터테인먼트 등의 IPO 가능성
Top-Picks		NAVER, 엔씨소프트	카카오, 크래프톤	카카오, 크래프톤

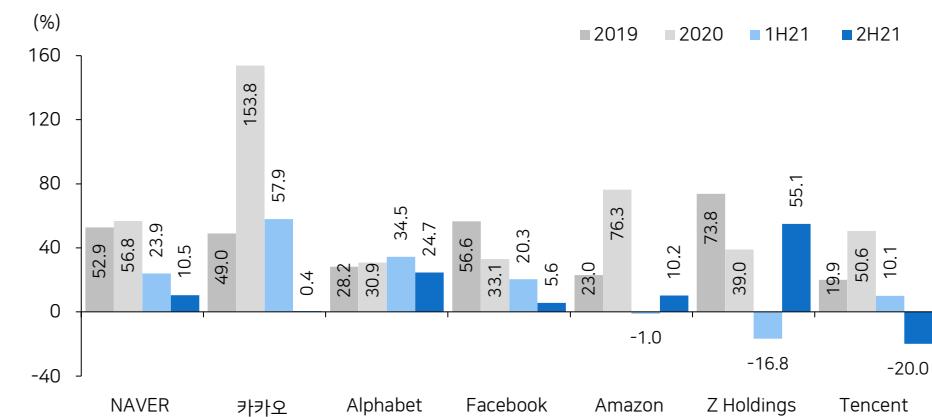
## Prologue

### 플랫폼 기업의 성장통

2021년 하반기 플랫폼 기업들의 주가는 규제리스크 대두로 부진했다. 디지털 경제는 초기 대규모의 인력/자본의 투자가 성공하면 한계비용이 급감하며 규모의 경제 효과가 극대화되며, 이용자가 많아질수록 플랫폼의 네트워크 효과가 커지고 빅데이터의 선순환 효과가 발휘된다. 따라서 인위적으로 플랫폼 기업들의 인수합병을 막거나 Top Line을 억제하는 정책은 혁신과 성장 인센티브를 억제할 위험이 있고, 소비자들 역시 플랫폼을 통해 누리는 막대한 효용이 감소될 수 있다는 리스크가 존재한다.

글로벌 빅테크에 대한 규제는 인수합병 금지나 구조적 분할 등의 직접적으로 성장성을 제한하는 방법보다는 디지털 세금, 부당행위 과징금 등의 플랫폼의 막대한 영향력에 따른 사회적 비용을 지불하는 쪽으로 수렴될 가능성이 높다고 판단한다. 2021년 국정감사에서 카카오의 김범수 의장은 "골목상권을 침해하는 사업에는 절대로 진출하지 않으며 만약 관련되어 있다면 철수하겠다."며 중소기업과의 상생과 사회적 가치 창출에 대한 의지를 천명했다. 골목상권 논란이 되는 사업은 철수하고 파트너 지원 확대를 위한 기금 3천억원(5년간) 조성하며 케이큐브홀딩스를 사회적 가치 창출 기업으로 전환할 것을 발표한바 있다.

그림1 국내외 플랫폼 기업들의 주가수익률(2019년 이후)



주: 2021. 11. 16 기준

자료: Wisefn, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 인터넷에 대한 공정 기여법의 내용

구분	내용
법률안	안정적 기여를 통해 저렴한 인터넷을 만들기 위한 자금 보달법 (보편 서비스 기금) Funding Affordable Internet with Reliable (FAIR) Contribution Act
배경	- 미국 공화당의 로저 위커, 토드 영 등 상원의원이 공동 발의 - 미국의 보편 기금(Universal Service Fund)은 농어촌, 교육시설 네트워크 투자를 위해 정부가 이용자 통신요금의 일정 비율을 징수하고 정부 재정을 분담해서 확보하는 기금으로 연간 100억달러 규모로 운영
목적	빅테크 기업에 투자비용을 분담시켜 이용자 부담 해소, 네트워크 인프라 진화 목적
내용	- 구글, 애플, 페이스북, 아마존, 넷플릭스 등 빅테크 기업을 '인터넷 서비스 제공사업자(ISP, 통신사)와 대비되는 '인터넷 종단 제공사업자(Internet Edge Provider)'로 정의 기준 컨텐츠 제공 사업자 개념에서 확장해 생태계 지위와 이용 책임 명확하게 규정 - 법률안 통과시 FCC는 빅테크 기업의 디지털 광고 및 사용자 수수료 등 수익원을 파악해 보편기금 부과 체계의 공정성, 빅테크 기업의 보편기금 분담 체계 등을 조사해서 보편기금 분담 절차와 분담액 기준 등을 마련

자료: FCC, 메리츠증권 리서치센터

표2 2021년 대한민국 국정감사 – 카카오/NAVER 관련 이슈들

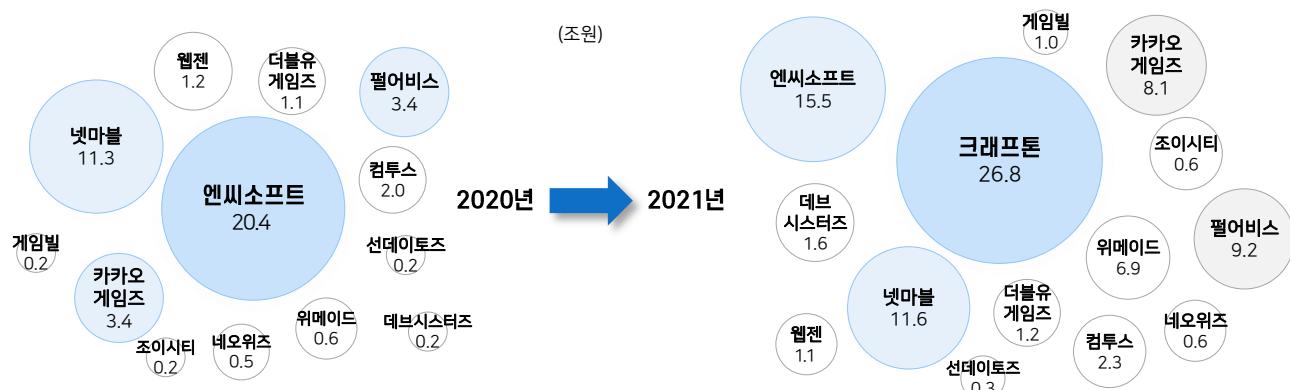
구분	질의 내용 및 주요 안건
정무위원회	<b>카카오:</b> 골목상권 침해 사업 절대 안하며 추가 생방안 제시, 케이큐브 훌дин스는 사회적 책임 기업으로 전환할 것
국토교통위원회	<b>카카오 모빌리티:</b> 프로멤버쉽 폐지 검토 및 한달 내 추가상생한 제출할 것 택시사업자와 제휴해 약 16.7% 광고료와 정보이용료 지급 계약
문화체육관광위원회	<b>카카오웹툰:</b> 창작자에 최소 60% 배분하는 웹툰 생태계 개선안 발표 <b>네이버웹툰:</b> 글로벌화 지향하며 작가의 88%를 직접 계약 맺고 있음
환경노동위원회	<b>NAVER:</b> 직장내 괴롭힘 문제 관련 조직 전체를 선하는 노력할 것
과학기술정보방송통신위원회	<b>NAVER:</b> 구글/넷플릭스도 망 사용료 내야 공정경쟁, 공정한 인터넷 환경과 역차별 문제에 대한 고민 필요하다는 의견 제시 <b>카카오:</b> 포털 뉴스는 공정성 등 사회적 영향 고려해 개선 진행 중
농림축산수산위	<b>카카오/NAVER:</b> 의약품 온라인 불법거래 기술적으로 차단하기 위한 개선 대책 강구

자료: 국회, 메리츠증권 리서치센터

## 게임업 투자의 지각변동

2021년 게임업 투자의 지각 변동이 진행 중이다. 게임 산업은 신규게임 성공 유무와 NFT/P2E 등 신규 플랫폼 도전에 따라 실적 성장과 리레이팅이 가능하다. 2021년 1월 데브시스터즈의 '쿠키런:킹덤', 6월 카카오게임즈의 '오딘:발할라 라이징' 성공을 통해 신규게임 성공시 실적과 기업가치가 크게 레벨업할 수 있다는 점을 보여주었다. 또한 8월 크래프톤이 국내 주식시장에 입성하며 글로벌 게임사에 대한 투자 기회가 확대되었다. 하반기에는 P2E 시장 진출 여부에 따라 중형게임사들의 주가가 급등하였다. 2022년에도 게임산업의 주가 차별화는 지속되며 21년 11월 'PUBG:뉴스테이트'와 '리니지W'를 출시하며 좋은 성과를 내고 있는 크래프톤과 엔씨소프트에 대해서도 긍정적인 투자 관점이 필요하다.

그림2 한국 게임업 투자의 지각 변동



주: 2021. 11. 16 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

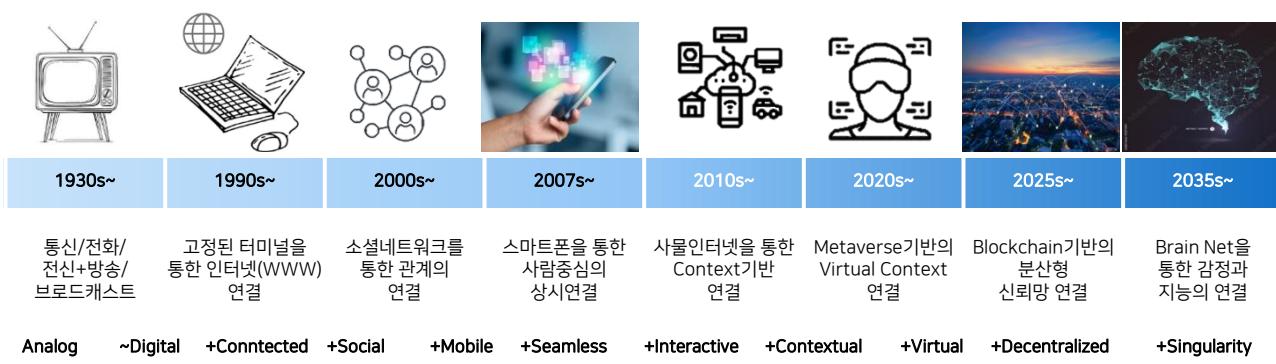
## 모바일 인터넷의 다음은 '메타버스'

## 정보 연결 형태의 변화

인터넷 산업의 역사는 정보와 사람을 연결하는 매개체 및 형태 변화의 역사이다. 1930년대는 통신과 전화, 2000년도부터는 SNS의 등장, 2007년 스마트폰이 인터넷 산업의 역사를 바꾸었고, 2020년 이후 메타버스 기반의 연결이 시작되었으며, 2025년 이후부터는 블록체인 기반의 네트워크 대중화가 예상된다. 메타버스는 1992년 닐 스티븐슨의 사이버펑크SF소설 '스노 크래시'에 아바타란 단어와 함께 등장하였고 1985년 리처드 게리엇이 개발한 '울티마IV'에서 게임 내 분신과 캐릭

터로 사용되었다. 블리쟈드의 'WOW', 엔씨소프트의 '리니지'에도 있어왔던 개념이 있으나, 달라진 것은 블록체인 기반으로 디지털 아이템과 캐릭터를 '진짜 실물감있게 소유할 수 있게 되었다는 점'이다.

그림3 연결의 진화



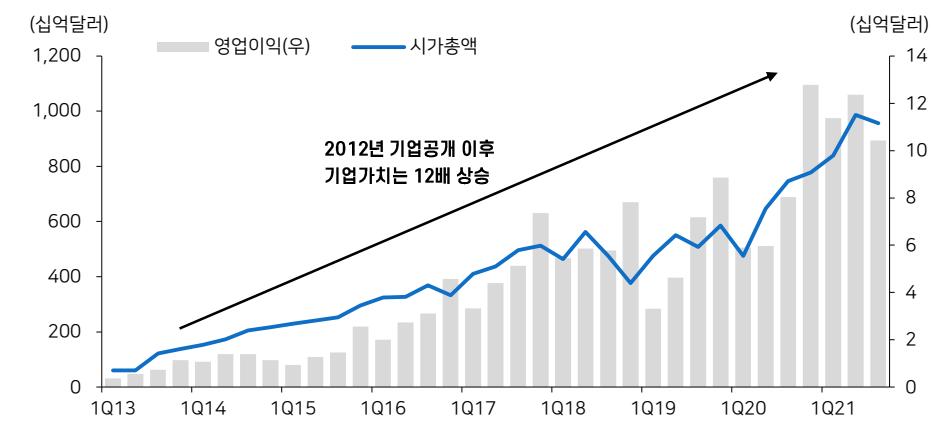
자료: 한스미디어(메타버스가 만드는 가상경제 시대가 온다), 메리츠증권 리서치센터

#### 메타버스는 새로운 인터넷

“앞으로 5년안에 사람들은 우리를 소셜미디어 회사가 아닌 메타버스 기업으로 보게 될 것이다. 메타버스를 실현하기 위해선 많은 노력이 필요할 뿐 아니라 앞으로 수년 동안 엄청나게 많은 투자가 필요하다. 메타버스를 위한 투자에는 인력투자도 큰 비중을 차지하며 이런 많은 투자들이 앞으로 엄청나게 많은 가치를 창출하게 될 것이다.” – 마크주커버그 Meta-Facebook CEO

Meta-Facebook은 글로벌 가상 공간 선도 기업으로 나아가고자 하며 차세대 가상현실 기기, '프로젝트 캠브리아', 가상의 집인 '호라이즌 홈', 1.5억달러 규모의 교육 프로그램, AR플랫폼 '스파크VR' 등을 발표하였다. 메타버스는 페이스북이 지향하는 미래로, 단순한 '아바타 세상'이 아닌 사람들이 디바이스를 통해 상호 교류 가능한 공간에 접속해서 소통하고 일을 하거나 운동을 하는 '실물감 있는 차세대 가상공간'이 될 것이다.

그림4 페이스북의 기업가치와 영업이익



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 페이스북 커넥트 2021 발표 내용

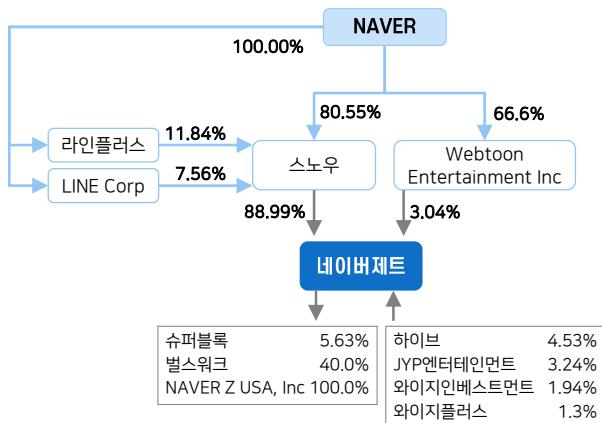
구분	내용
사명 변경	페이스북 사명을 'Meta'로 변경. 메타버스 종합회사로 본질적인 변화할 것
사업 부문	1) 기존 SNS 플랫폼 비지니스(페이스북, 인스타그램, 왓츠앱) 2) 메타버스 관련 사업(Reality Lab; VR, AR 등)
캠브리아 (Cambria)	오쿨러스 차기 VR 시리즈로 2022년 출시 예정. 헤드셋 내에서 깊이감과 원근법이 적용된 물리적 세계 표현
주요 자체 플랫폼	1) Horizon: Home, Worlds, Workroom 2) Calling in VR: VR 기기로 상대와 화상 통화
게임/엔터	메타버스 세상 내 게임/엔터는 빼놓을 수 없는 존재, 이미 컨텐츠 대부분을 차지하고 있지만 더 확장될 것
환경	환경 측면에서도 미래를 향한 큰 걸음: 1년 메타버스로 출퇴근 시, 1인당 탄소배출 저감효과는 여객기가 한 번 운항하지 않는 수준
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 마크 저커버그는 메타버스가 인터넷을 승계할 것이라 판단. 지난 몇 년간 상품(product)을 만드는 것보다 생태계(ecosystem)를 만드는 것이 중요하다고 느꼈음</li> <li>- 앞으로 10년 안에 수십억 명이 메타버스를 쓰고 수천억 달러의 디지털 커머스를 주최하며, 수백만명의 크리에이터와 개발자에게 직업을 제공하는 것</li> </ul>	

자료: 페이스북, 메리츠증권 리서치센터

## K메타버스의 선두주자

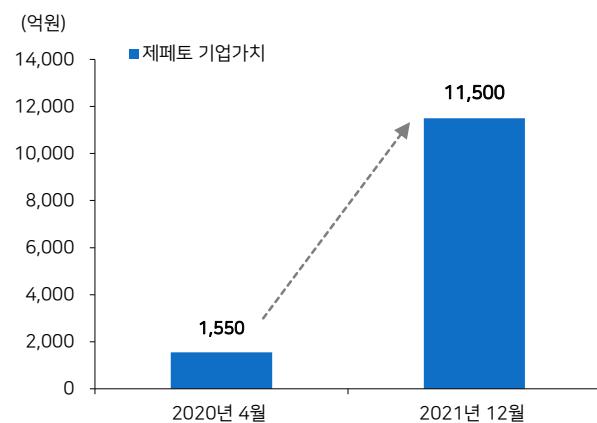
네이버의 제페토는 2018년 출시되어 21년 10월 현재 전세계 165개국 이상에서 2억 4천만명이 가입한 메타버스 플랫폼이다. 창작자들은 제페토 안에서 아이템 뿐 아니라 콘서트, 노래방 등 재미있는 경험을 할 수 있는 컨텐츠를 제작하고, 참여할 수 있다. 네이버제트는 2020년 5월 스노우 주식회사의 제페토 앱 사업부문이 물적분할되어 설립되었는데 분할 당시 JYP, YG, 하이브로부터 총 170억원의 투자 유치하며, 기업가치 1,550억원으로 평가된 바 있다. 2021년 12월 소프트뱅크 비전펀드 등이 약 2,200억원의 투자를 결정하며 기업가치는 1.15조원으로 급등하였다. 제페토의 2021년 영업수익은 485% YoY 증가한 503억원으로 추정, 22년에도 119% YoY 증가한 1,103억원을 예상한다.

그림5 네이버제트 지배구조



자료: 네이버제트, 메리츠증권 리서치센터

그림6 제페토의 기업가치 우상향



자료: 네이버제트, 메리츠증권 리서치센터

## 메타버스 valuation

- PSR(Price to Sales Ratio)로 평가

플랫폼의 초기 벤류에이션은 가입자당 가치 혹은 창출 가능한 매출 규모 대비 기업가치(PSR)로 평가한다. 페이스북, 에어비앤비, 우버 등 플랫폼 기업들의 초기 평균 PSR은 25~30배였으며, 수익 모델이 성숙화되며 PSR 10~15배 수준으로 하향 안정화된 바 있다. 로블록스의 기업가치는 3Q21 실적발표 이후 50% 이상 급등하였으며 22년 예상 매출액 규모 대비 PSR 18.9배 수준에서 거래되고 있다. 제페토의 기업가치는 로블록스와 동일하거나 40% 할인된 멀티플 적용시 약 11~19억달러로 평가된다.

그림7 로블록스 시가총액과 거래량



주: 2021. 11. 16 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 메타버스 Valuation

구분	단위	페이스북	카카오	로블록스	제페토
월간활성 이용자수	(만명)	358,000	4,662	17,000	1,200
2022E 매출액	(백만달러)	130,000	6,000	3,300	100
Equity Value	(백만달러)	900,094	50,000	62,549	1,104~1,890
2022E PSR	(배)	6.9	8.3	18.9	11.4~18.9
2022E Avg. PER	(배)			11.4	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

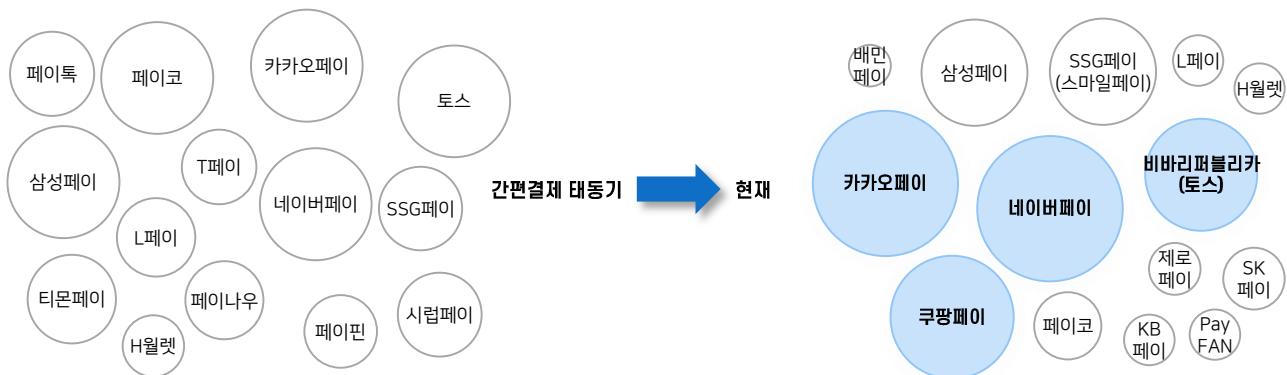
## 마음놓고 핀테크하다

## 테크핀 경쟁구도 변화

- Captive, Platform, Scale

2022년 간편결제/송금 사업자의 거래총액은 533.7조원으로 연간 카드결제액 대비 55.8% 비중을 차지한다. 2020~21년 COVID19로 인해 비대면결제 및 송금 시장은 더욱 가파르게 성장했고, 2025년도에는 연간 카드결제액 규모와 유사한 수준까지 확대될 전망이다. 한국의 테크핀 시장은 상위 사업자(Captive Market, Platform, Scale Economy) 위주로 과점화 되었다. 과거 국내 간편결제 서비스 태동기에는 신용카드사부터 유통사, PG사, 플랫폼, 이동통신사 등이 제공하는 모바일 간편결제서비스가 30여종 등장하는 춘추전국시대였다면, 2020년 이후 카카오와 NAVER는 플랫폼 네트워크 효과에 근거하여 시장 지배력을 확대하였고, 비바리퍼블리카와 쿠팡페이가 추격 중이다.

그림8 2016년 vs 2021년



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 국내 핀테크 기업들의 가치

2021년 국내 Top 핀테크 기업들의 가치는 최소 50~100%의 리레이팅 진행 중이며, 2021년 카카오뱅크는 공모가 대비 60% 상승, 카카오페이 역시 공모가 대비 100%의 수익률을 시현 중이다. 비바리퍼블리카는 3월 증권, 10월 은행 출범하며 연초대비 100% 상승하며 약 24조원, 두나무도 이익창출 능력 대비 저평가, 미국 나스닥 IPO 가능성 대두되며 18조원 수준이다. 이는 핀테크 기업들의 성장과 플랫폼 확장성, 시장 지배력 강화에 대한 기대감 선반영된 것으로 보이며, 수익 포트폴리오 다변화, 디지털 금융의 혁신에 힘입어 지속적인 리레이팅 시현할 것으로 보인다.

그림9 국내 주요 핀테크 기업들의 가치



주: 2021. 12. 7 기준

자료: Wisefn, 증권플러스, 메리츠증권 리서치센터

## 가입자당 가치 평가

국내 핀테크 플랫폼의 이용자당 가치평가는 해보면 적계는 50만원에서 많게는 200만원까지 평가 가능하다. 평균 111만원 가치 평가대비 30% 할인율 적용시 카카오페이의 기업 가치는 15.4조원으로 추정한다. 카카오뱅크(은행), 비바리퍼블리카(은행, 증권), 카카오페이(증권, 보험)는 금융 라이선스 취득하여 핀테크 플랫폼으로 본격 성장해가고 있다는 점에서 밸류에이션 프리미엄 부여받고 있다. 2022년 카카오페이는 MTS 출시와 디지털 손해보험사 본인가 취득 등으로 금융업에 본격 진출이 기대된다.

표5 카카오페이 Valuation – 이용자당 가치평가시 약 15.4조원 수준

	EV (Equity Value) (십억원)	이용자수 (만명)	이용자당 가치 (만원)
비바리퍼블리카	20,000	1,300	154
네이버페이	10,000	1,700	59
쿠팡페이	6,000	1,200	50
카카오뱅크	28,000	1,400	200
평균	15,500	1,400	111
<b>카카오페이</b>	<b>15,423</b>	<b>1,990</b>	<b>78</b>

주: 장외 가치 및 21년 10월 기준 월간 활성 이용자수 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

## NFT, 디지털 자산의 소유권

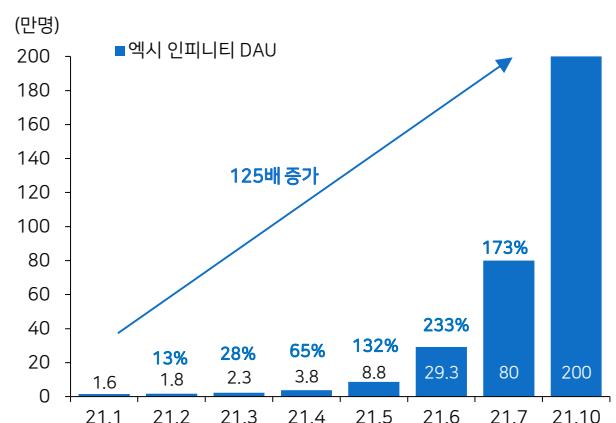
### 엑시 인피니티가 대표적 게임

게임을 하면서 돈을 벌수 있는 블록체인 기반의 '플레이 투 언(Play to Earn)' 게임이 등장했다. 베트남 스카이마비스의 '엑시 인피니티'가 대표적이다. '엑시 인피니티'는 2017년 베트남 게임사 스카이마비스가 개발한 블록체인 기반 게임이다. 플레이어가 AXS라는 기본 토큰으로 몬스터를 구매해야 전투 플레이 가능하며, 게임 플레이에 따라 돈으로 교환할 수 있는 암호화 토큰으로 보상이 이루어진다. 21년 3분기 월간 매출액은 2~3억달러 수준으로, 글로벌 이더리움 기반의 NFT 게임 중 1위 규모이다.

### 한국형 플레이투언 게임

위메이드의 '미르4'는 '미르의 전설2' 세계관을 계승한 MMORPG로 블록체인 기술을 적용한 글로벌 버전이 인기다. 게임 내 핵심 재화인 '흑철' 채집을 통해 게임 토큰 '드레이코' 생성하고, 드레이코는 위믹스로 교환 가능한 구조이다. 글로벌 4개의 코인 거래소에서 현금으로 유동화가 가능하며, 게임 캐릭터 역시 NFT화해서 게임 유저들 사이에 계정 거래 가능하도록 할 계획이다. 위믹스 가격은 '미르4' 글로벌 버전 출시 이후에 개당 250원에서 25,000원대로 100배 가격 상승한 바 있다.

그림10 '엑시 인피니티' 일간 게임 이용자수 200만명



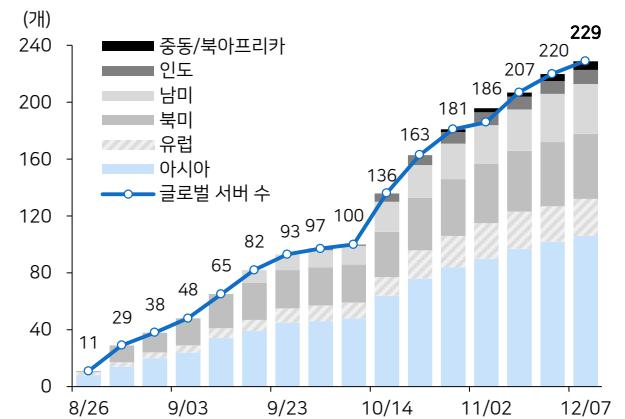
자료: axieinfinity.com, 메리츠증권 리서치센터

그림11 21년 스카이마비스 기업가치 30억 달러로 평가



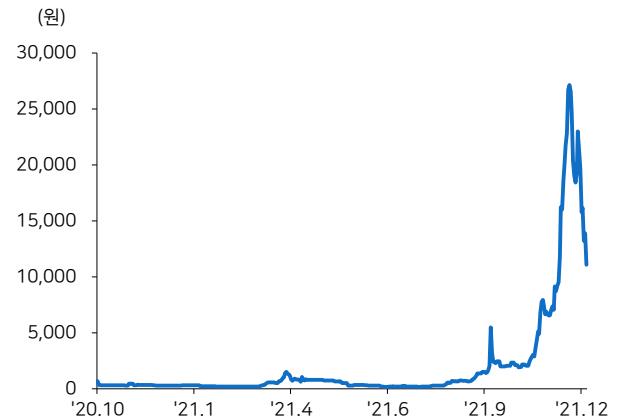
자료: Skymavis, 메리츠증권 리서치센터

그림12 '미르4' 글로벌 운영 서버수 크게 증가 중



자료: 위메이드, 메리츠증권 리서치센터

그림13 위믹스 가격 추이



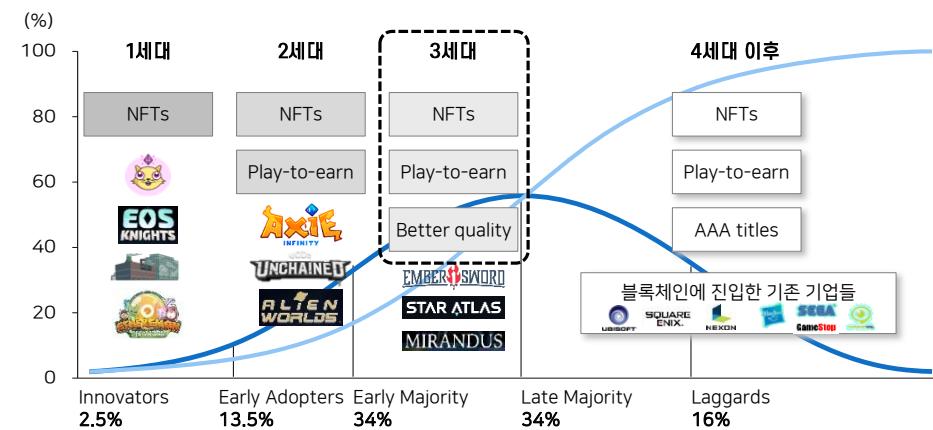
자료: 빗썸, 메리츠증권 리서치센터

### 전통적 게임 모델의 변화와 NFT게임의 성공 요인

전통 게임은 게임 자체는 무료로 제공하고 인게임 아이템/스킨 판매로 수익 창출 해서 100% 가져가는 구조였다면, Axie 게임은 분배가 기본 원리이다. 플레이어들이 직접 액시를 만들수 있고 플레이어간 시장에서 거래 가능하며, 창출 가치의 95%가 게이머들에게 돌아가고 Axie 개발사는 건별로 4.25%의 NFT 거래 수수료만 가져가게 된다.

2022년 블록체인/메타버스 시장의 경쟁은 심화될 건데 결국 중요한 건 1) 재미있는 게임을 개발할 수 있는 R&D, 2) 글로벌 컨텐츠를 안정적으로 운영할 수 있는 서비스 능력, 3) 규모의 경제 구축을 위한 확장성이다. 글로벌 게임 네트워크 및 디지털 컨텐츠의 확장성 측면에서 위메이드 다음으로 성공 가능성이 높은 게임사는 카카오게임즈로 판단된다.

그림14 NFT게임의 Adoption S Curve



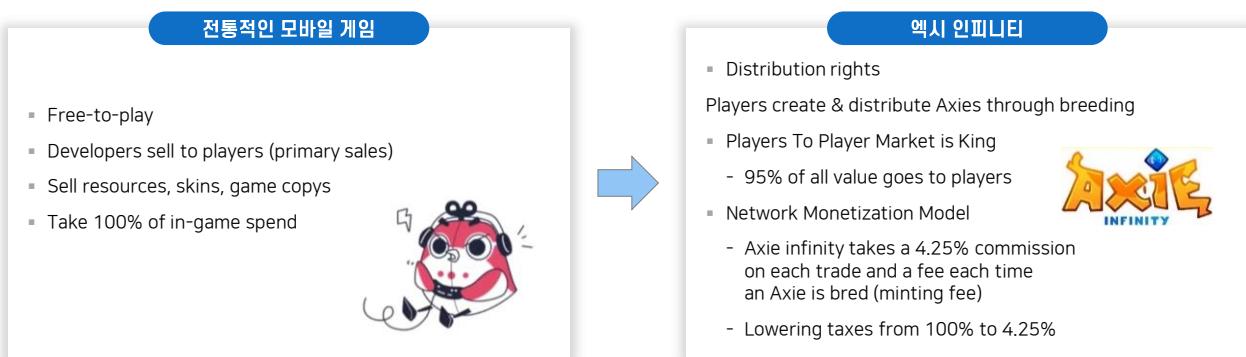
자료: Nansen, 메리츠증권 리서치센터

표6 국내 게임사들의 NFT 준비 현황

기업명	NFT 추진 내용 및 향후 전략
위메이드	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 미르4 글로벌 등접자수 130만명, 글로벌 서버 207개 운영</li> <li>- 흑철이라는 재화로 게임내에서 아이템 강화</li> <li>- 자체 코인은 드레이코로 변환, 위믹스 월렛에서 위믹스 토큰으로 교환</li> <li>- 디파이:10만 흑철에 대해서 10억분의 1 이자 지급</li> <li>- 자회사, 위메이드트리 통해 꾸준히 개발해온 위믹스 플랫폼의 역할</li> <li>- 3년간 구축한 위믹스 생태계의 힘, 최근 위메이드 트리는 흡수합병됨</li> <li>- 22년말까지 100개 게임을 위믹스에 올리고 100개 게임들에 위믹스 코인 통해 거래 가능하게 하자는 목표</li> </ul>
엔씨소프트	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 핵심 IP인 리니지와 길드워 등에 NFT 및 P2E 기능 탑재 준비</li> <li>- 게임 내 경제 시스템 관리 및 이해, 경험/지식/기술이 가장 풍부한 회사</li> <li>- M&amp;A 스탠스도 적극적으로 변화. 현금보유액(2.2조원)에 기반하여 관련 기업 및 기술에 공격적 투자할 것으로 밝혀</li> </ul>
컴투스 /컴투스홀딩스	<ul style="list-style-type: none"> <li>- NFT 개발사 캔디디지털에 1천만달러 투자 / 모회사 게임빌이 코인원 지분 38.43% 투자</li> <li>- 캔디 디지털은 글로벌 암호화폐 투자사 갤럭시 디지털이 설립한 회사</li> <li>- 컴투버스는 컴투스가 준비하는 블록체인 메타버스 플랫폼.</li> </ul>
네이버제트(제페토)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2021년 5월 더 샌드박스와 협약. 제페토 NFT 970개 발매</li> <li>- 더 샌드박스에는 제페토 테마의 메타버스 구현</li> </ul>
카카오게임즈	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 프렌즈게임즈는 웨이투빗과 합병. 디지털 가치 유통 플랫폼 구축 목표</li> <li>- 웨이투빗은 블록체인 기반 디지털 플랫폼 '보라' 운영 중</li> <li>- 글로벌 온라인게임 서비스 플랫폼 '플레이투빗'을 통해 온라인게임 IP 퍼블리싱 중</li> </ul>

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 게임 비즈니스의 변화



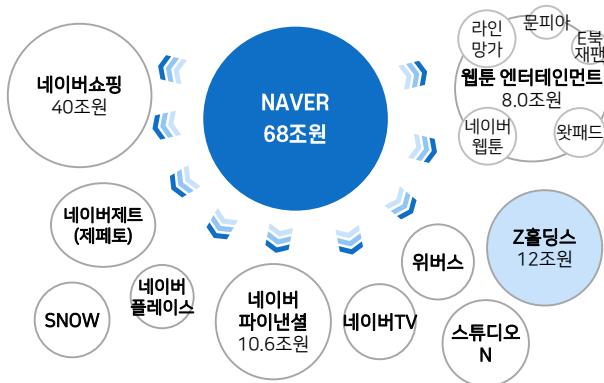
자료: Skymavis, 메리츠증권 리서치센터

## Platform Big Bang

### 2022년에도 지속될 것

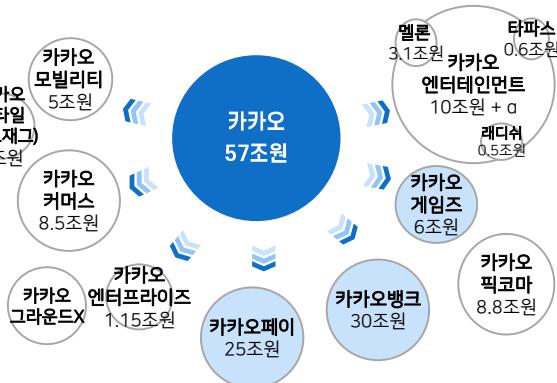
2022년에도 한국 빅테크 기업들의 플랫폼 빅뱅은 지속될 것이다. 자회사의 성장이 전체 기업 집단의 재평가로 이어지는 구조로, NAVER는 네이버파이낸셜, 네이버쇼핑, Z홀딩스의 성장과 22년 웹툰 엔터테인먼트의 미국 IPO를 기대한다. 카카오는 2020년 카카오게임즈, 2021년 카카오뱅크와 카카오페이의 성공적인 기업공개를 통해 2022년 카카오엔터테인먼트, 카카오픽코마의 IPO에 대한 기대감이 커졌다. 2021년 NAVER와 카카오의 시가총액 차이는 미미했으며 22년 누가 한국의 No.1 소프트웨어 기업이 될지 주목해야 할 시점이다.

그림16 NAVER



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림17 카카오



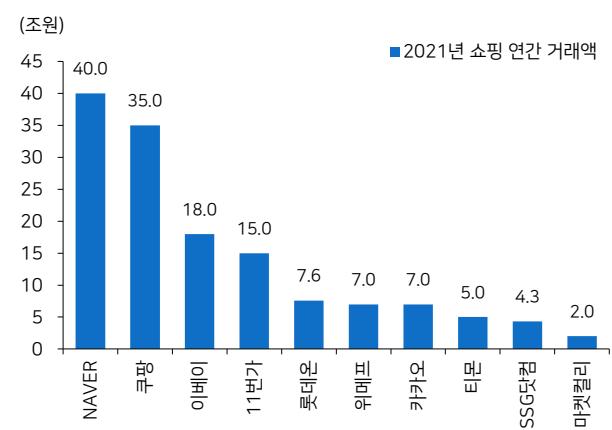
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

## Platform Big Bang

국내 대표 쇼핑 플랫폼,  
NAVER와 쿠팡

2021년 쿠팡의 뉴욕증권거래소 상장으로 국내 전자상거래 업체들의 재평가 시작되었다. 11월 기준 쿠팡의 시가총액은 60조원으로, 2021년 예상 총매출액 대비 PSR 1.7배 부여받은 수준이다. 2022년에는 마켓컬리, SSG닷컴 등의 기업공개를 통해 네이버쇼핑과 카카오커머스 가치는 지속적으로 재평가될 가능성이 크다. 2021년 기준 네이버쇼핑과 카카오커머스의 기업가치는 각각 40.0조원, 7.0조원으로 평가된다. 쿠팡, 마켓컬리 등과 비교 할때 40% 이상 할인된 수준으로 재평가될 Upside Potential 크다고 판단되며, 국내 전자상거래 시장 내 쿠팡과 NAVER 등의 상위 기업들의 경쟁력은 지속적으로 강화될 전망이다.

그림18 국내 쇼핑사업자별 거래액 순위 - NAVER와 쿠팡 선두



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표7 쇼핑 플랫폼의 가치

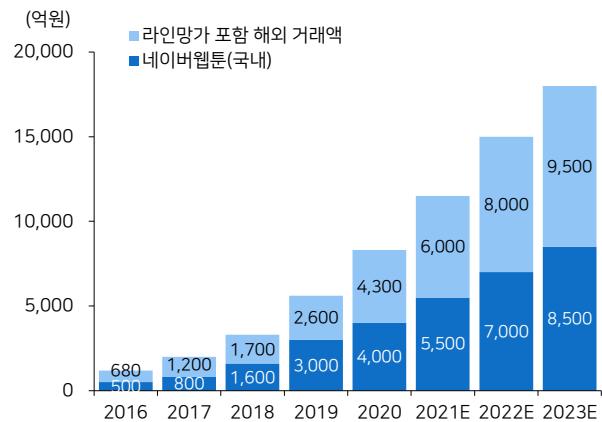
(조원)	기업가치	2021E 총매출액	2021E PSR (배)
쿠팡	60.0	35.0	1.7
이베이코리아	5.0	18.0	0.3
11번가	3.0	15.0	0.2
SSG닷컴	10.0	6.0	1.7
마켓컬리	4.0	2.0	2.0
위메프	2.8	7.0	0.4
티켓몬스터	1.7	5.0	0.3
평균	12.4	12.6	0.9
네이버쇼핑	40.0	40.0	1.0
카카오커머스	7.0	7.0	1.0

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

## 네이버웹툰과 카카오웹툰의 성장

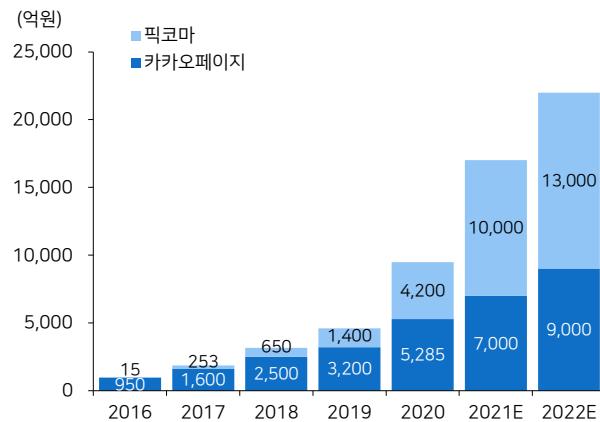
2022년 네이버 웹툰의 거래액은 1.5조원으로 전년대비 30.4% 성장할 전망이다 (라인망가 8천억원 포함). 21년 3분기 네이버 웹툰의 글로벌 거래액은 월간 1천억 원을 돌파하였고 일본 ebook 이니셔티브 재팬 인수 가시화되며 충분히 달성을 가능할 전망이다. 글로벌 네이버 웹툰의 지배구조는 글로벌 비즈니스를 총괄하는 미국 본사(웹툰 Ent.)가 한국(네이버 웹툰), 미국(웹툰 엔터테인먼트), 일본(라인 디지털 프론티어)의 국가별 사업회사를 거느리는 형태로 미국 주식 시장에서 기업공개 가능성을 염두해둔 지배구조이다. 카카오의 글로벌 웹툰 비즈니스의 성장도 가속화되어 2022년 카카오페이지의 글로벌 IP 거래액은 2.1조원으로 23.5% YoY 성장이 기대된다. 검증된 스토리 IP와 비즈니스 모델을 기반으로 국내외 웹툰 성장 주도하며, 글로벌 시장 공략을 위해 적극적인 인수합병 전략을 취하고 있다.

그림19 네이버 웹툰의 글로벌 거래액  
- 2022년 1.5조원 전망



자료: NAVER, Z홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

그림20 카카오페이지+픽코마 거래액  
- 2022년 글로벌 IP 거래액 2조원 돌파 추정



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

## 2022년 Top Picks

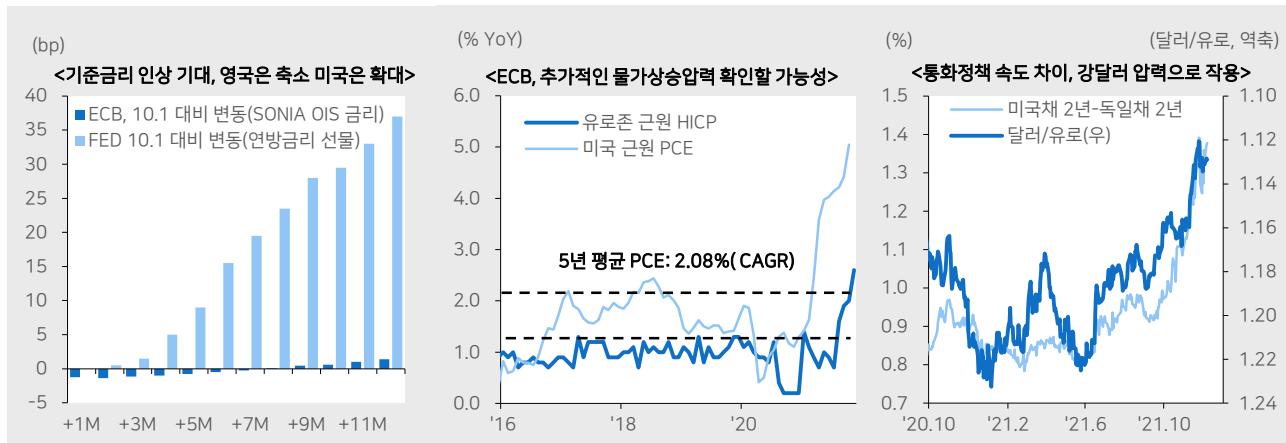
카카오, 크래프톤,  
카카오게임즈 추천

2022년 인터넷/게임 업종 Top Pick으로 카카오, 크래프톤, 그리고 카카오게임즈를 추천한다. 카카오는 규제리스크 본격 대두되며 과도기적 상황을 지나고 있지만 Top Line 성장에 있어선 달라진 게 없어 22년 매출액과 영업이익은 각각 7.5조 원(+23.9% YoY), 9,528억원(+41.7% YoY)으로 이익레버리지 확대될 전망이다. 크래프톤 역시 21년 11월 PUBG:뉴스테이트 출시를 통해 배틀그라운드 포트폴리오 확장되고 있으며 22년 '더 칼리스토 프로토콜'과 언노운월즈의 신작 등 PC/콘솔 라인업 출시되어 글로벌 게임사로 한단계 레벨업한다. 카카오게임즈도 11월 '오딘' 개발사 라이온하트의 최대주주로 올라서며 2022년 카카오게임즈의 매출액과 영업이익은 각각 1.2조원(+18.9% YoY), 4,243억원(+119.7% YoY) 예상된다. '비욘드 게임'을 목표로 비즈니스 영역을 게임에서 스포츠, 메타버스, NFT 분야로 확장할 목표로 자회사 프렌즈게임즈에서 NFT 거래소를 개발 중에 있으며 골프티타임 예약권, 게임 아이템, 아이돌 팬아트 등의 디지털 자산을 판매할 계획이다.

## 오늘의 차트

임제혁 연구원

## 물가를 대하는 FED와 ECB의 온도차이



자료: Bloomberg, Eurostat, BEA, 메리츠증권 리서치센터

## 연준 물가에 대한 경계감 높여

ECB는 여전히 물가에 대해  
신중한 스템스 유지

유럽 미국에 비해 경기 회복 더뎌  
물가 상승 압력 상대적으로 작아

연준의 통화정책 정상화 속도가 빨라지고 있다. 파월 연준의장은 연임 결정 이후 인플레이션이 일시적이라는 표현을 철회(retire) 할 필요가 있다고 밝히고, 다음주에 있을 12월 FOMC에서 테이퍼링 가속화를 시사했다.

이와 달리 ECB는 인플레이션에 대해 여전히 신중한 입장을 고수하고 있는 것으로 보인다. 지난 10월말 완화적으로 평가된 ECB 회의에 이어 지난 3일 라가르드 총재는 내년 금리인상 가능성은 희박(very unlikely)하며 현재 인플레이션은 지나가는 고비(passing hump)라고 밝혔다. 두 중앙은행의 물가에 대해 서로 다른 스템스를 반영하며 기준금리 인상 기대는 차별화되는 양상을 보였다.

유럽은 올해 미국에 비해 적은 재정규모, 엄격한 방역 조치, 관광 의존도 등으로 인해 상대적으로 회복이 더뎠으며, 소비의 개선 또한 뒤쳐졌다. 이로 인해 유럽의 전년동기대비 HICP 상승률은 8월 들어서야 3%를 상회하기 시작했고 균원 HICP는 11월에도 2%대를 유지했다. 또한 유럽은 2013년 이후 전년동기대비 HICP 상승률이 1% 내외에서 움직이며 저물가가 심화되고 있었다. 따라서 ECB는 일시적이라고 생각하는 물가 상승 요인들이 완화된 이후에도 중장기(midterm) 시계에서의 2% 대칭적 물가목표제가 이행 가능한지를 확인하고 싶을 것이다.

통화정책 차별화, 변이바이러스로  
인한 유럽의 방역 조치 강화,  
강달러 압력으로 이어질 가능성

반면, 미국의 경우 물가 상승 압력이 연준의 평균물가목표제(기간은 5년으로 가정)에 충족하는지 여부를 살펴보면, 미국은 균원 PCE 물가지수 기준으로 8월부터 물가 목표를 충족하기 시작한 것으로 보인다. 이에 더해, 최근 확진자수가 급등하는 영향으로 독일은 백신 미접종자들의 여가와 문화생활을 실질적으로 봉쇄하는 등 미국에 비해 강도가 높은 방역조치를 펼치고 있어, 서비스업을 중심으로 회복이 둔화될 우려가 커지고 있다. 유럽의 통화정책 정상화 속도 차별화와 경기 회복 둔화 우려는 향후 강달러 기조를 지지하는 요소로 작용할 가능성이 높아 보인다.

## 칼럼의 재해석

최설화 수석연구원

## 인민은행, 지준율 인하의 시장 영향은 제한적일 것 (Bloomberg)

12월 6일, 인민은행이 12월 15일부터 지준율을 전면적으로 50bp 인하하겠다고 발표했다. 이번 지준율 인하의 배경에는 크게 두 가지 이유가 자리하는 것으로 보인다. 첫째, 현재 중국 경제의 성장 모멘텀이 약화되고 있다는 점이다. 경제성장률이 지속적으로 하락하는 데 더해, 제조업/비제조업 PMI 또한 전력난 및 변이 바이러스의 영향력으로 기준선 근처를 횡보하고 있기 때문이다. 두 번째로는 미 연준의 정책 정상화 과정에서 나타나는 유동성 유출에 대비할 필요가 있다는 점이다. 파월 의장은 12월 FOMC에서 테이퍼링 가속화를 논의하겠다고 언급했다. 유동성이 유출될 경우, 경기 회복 모멘텀 축소로 이어지기 때문에, 이를 방지할 필요가 있다는 판단이다. 과거에도 연준의 정책 정상화 시기에, 두 국가 간 통화정책 디커플링이 나타난 경험이 있다. 인민은행이 유동성 축소에 따른 중국 경기 둔화를 우려하여 조치했기 때문이라는 생각이다.

다만 이번 지준율 인하 조치의 영향력은 제한적일 것으로 보인다. 우선 지준율 인하 조치가 부동산 디벨로퍼의 디플트를 막을 직접적인 조치로 활용될 가능성이 낮다는 판단이다. 은행 입장에서 디벨로퍼에게 신규 대출을 공급하기보다는 중국 정부가 추진하는 인프라 투자나 모기지 대출을 늘리는 편이 합리적인 선택이기 때문이다. 중국 당국 역시 부동산 시장 경착륙 의지를 시사하고 있는 바이다. 그리고 무엇보다도 실질적으로 시장에 공급되는 유동성이 많지 않다. 인민은행은 지준율 인하를 통해 시장에 1.2조 위안이 공급될 것이라 추산한다. 12월 15일에 만기도록 하는 MLF의 규모가 9,500억 위안인 것을 감안한다면, 공급되는 유동성은 2,500억 위안 규모일 것으로 보인다.

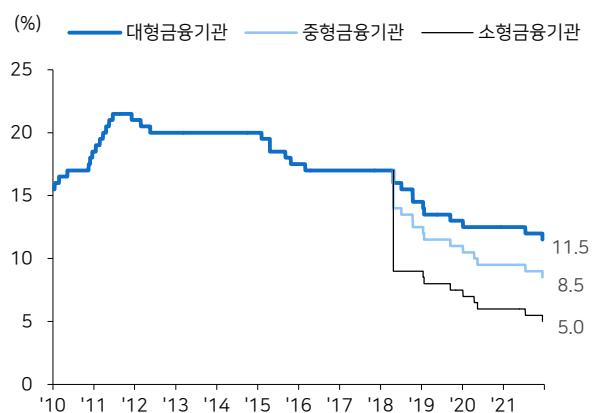
따라서 중국은 현재의 높은 PPI 상승률이 peak-out 되는 것을 확인한 이후, 2022년에 지준율 인하를 추가적으로 단행할 가능성이 높다고 판단한다. 그리고 그 과정에서 중소기업들을 지원하기 위한 fine-tuning 정책 기조 또한 유효할 가능성에 무게를 둔다.

## 인민은행, 12월 15일부터 지준율 50bp 인하 결정

인민은행, 12월 15일부터  
지준율 50bp 인하 단행

12월 6일, 인민은행은 오는 15일부터 지준율을 50bp 인하할 것이라 발표했다. 이는 3일, 리커창 총리가 IMF 총재와의 회담에서 적절한 시기에 지준율을 인하하겠다고 발언한 지 3일만의 일이다. 지난 7월에도 국무원 회의에서 지준율 인하를 언급한 이후, 일주일 내에 50bp 인하를 단행한 적이 있었기 때문에 시장에서는 지준율 인하 단행을 선반영하여 중국 국채 금리가 하락했다.

그림1 중국 지급준비율 추이



자료: 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림2 지난주 국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 지준율 인하 단행 배경: 경제성장 모멘텀 약화, 연준 정상화 가속화

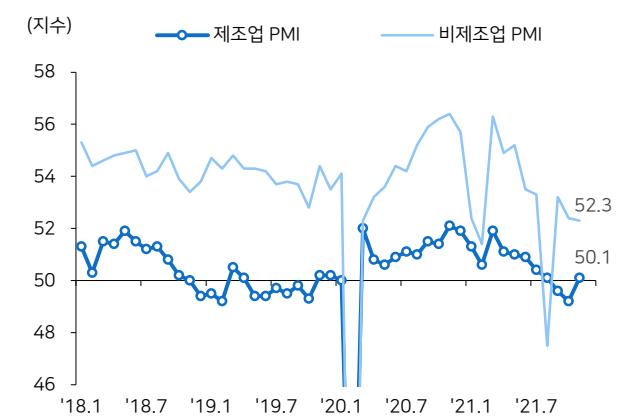
지준율 인하 배경:

- 1) 중국 경제 성장 모멘텀 약화
- 2) 미 연준 정책 정상화

이번 지준율 인하 배경에는 크게 두 가지가 자리한 것으로 판단된다. 첫째, 현재 중국 경제의 성장 모멘텀 약화 징후가 지속해서 나타나는 점이다. 중국의 실질 GDP는 지난해 코로나19 기저효과 영향으로 인해, 2021년 1분기에 전년대비 18.3% 성장했으나, 3분기에는 4.9%까지 크게 하락했다. 제조업 PMI 또한 11월 소폭 반등에 성공하기는 했으나(50.1), 올해 하반기 들어 기준선(50) 근처를 횡보하면서 전력난, 부동산 규제 등으로 인한 성장 모멘텀 약화를 시사하고 있다.

둘째, 미 연준의 정책 정상화 과정에서 나타나는 유동성 유출에 대비할 필요가 있다는 점이다. 연준은 11월 FOMC에서 매월 150억 달러 규모의 자산매입 실시 계획을 선언했다. 하지만 그럼에도 높은 인플레가 지속되자 다음주에 예정된 12월 FOMC에서는 테이퍼링 가속화까지 논의할 것을 밝힌 바 있다. 연준의 정책 정상화 과정에서 발생하는 유동성 축소는 중국 경기 부양에 부담으로 작용할 수밖에 없다. 이를 고려하여 인민은행이 먼저 통화정책을 추가적으로 완화했다는 판단이다. 실제로 과거 미 연준 금리 인상기에 중국과 미국의 실질금리는 상반된 흐름을 보인 바 있다.

그림3 중국 물류구매연합회 PMI 추이



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림4 인민은행과 연준의 통화정책 디커플링



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 이번 지준율 인하 조치의 영향은 제한적, 추가 부양책 예상

정책의 시장 영향은 제한적일 것

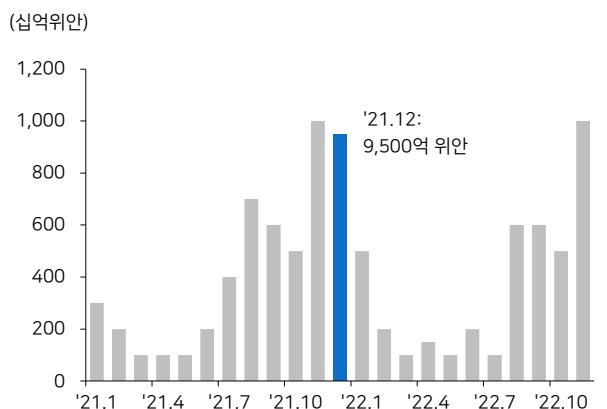
- 1) 파산 위기 부동산 디벨로퍼  
직접 지원책은 아님
- 2) 유동성 공급량이 많지 않음

다만 이번 정책 결정은 정책 당국의 경기 부양 의지를 시사했을 뿐, 직접적인 시장 영향은 크지 않을 것으로 판단한다. 우선 이번 조치가 부동산 디벨로퍼의 디폴트를 막기 위한 직접적인 조치로 단행되었다 해석하기는 어려운 측면이 있다. 일부 부채 탕감을 도와주는 측면은 있겠으나, 은행 입장에서는 늘어난 대출 여력을 디벨로퍼에게 공급하기 보다는 중국 정부가 추진하는 인프라 투자나 주택 모기지 대출 등이 합리적인 선택일 것이다. 정책 당국 또한 현재 '질서 있는 디폴트'를 위한 단계를 진행하고 있는 바, 시장 충격을 최소화하는 선에서 부동산 시장 경착륙 의지를 보이고 있다.

게다가 시장에 새로이 공급되는 유동성도 많지 않다는 점에 주목할 필요가 있다. 인민은행은 지준율 50bp 인하를 통해 1.2조 위안 규모의 유동성이 공급될 것으로 전망했다. 하지만 정책이 발효되는 15일에 만기가 도래하는 MLF(Medium-term Lending Facility, 인민은행이 금융기관에 제공하는 담보대출 형식의 중기 유동성 공급) 규모가 9,500억 위안이라는 것을 감안한다면, 결국 인민은행의 추가 유동성 공급은 2,500억 위안에 그친다는 점을 유추할 수 있다.

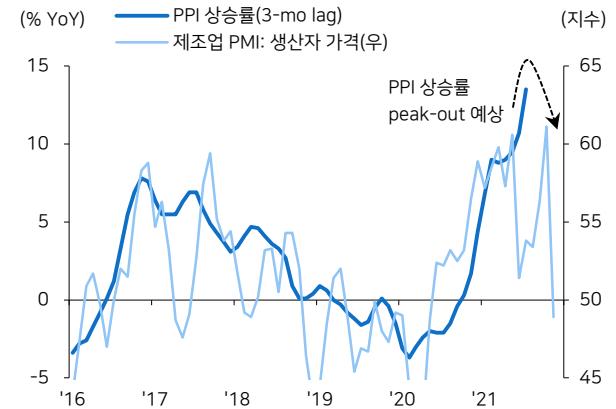
따라서 현재 경기 회복 부담 요인인 높은 PPI 상승률이 peak-out되는 것을 확인한다면, 중국 정책당국은 2022년에 추가적인 지준율 인하를 단행할 가능성이 높다고 판단한다. 그리고 그 과정에서 중소기업이나 육성 산업을 선별적으로 지원하는 정책 fine-tuning 기조 역시 유효하다는 생각이다.

그림5 MLF 만기별 규모



자료: 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 PPI 상승률 및 제조업 생산자 가격지수



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

원문: *China's Slowdown Tests Central Bank Amid Debate Over Easing (Bloomberg)*