

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 6. 22 (수)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

2022년 하반기 전망 시리즈 (해설판)

10. 통신/미디어_Shelter
11. 엔터/레저_다시 만날 세계

칼럼의 재해석

온고지신(溫故知新), 과거 경기침체 전망이 틀렸던 이유 되짚기

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



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

본 자료의 원본은 2022년 6월 2일 발간된
[2022년 하반기 전망 시리즈 10 – 통신/미디어:Shelter] 입

2022년 하반기 전망 시리즈 10 (해설판)

[통신/미디어] Shelter

- ✓ **통신서비스:** 1H22 통신서비스 주가 수익률은 +5.9%로 KOSPI(-10.1%)를 상회. 5G 가입자 기반의 안정적인 실적을 바탕으로 외국인 순매수가 이어지면서 경기 방어주 역할에 성공. 2H22 통신업종은 실적 개선과 배당 매력이 부각되며 완만한 우상향 전망. 정부의 통신비 규제 리스크 해소와 방어주 선호 심리 지속으로 센티멘트 양호. 2021년 가입자 확대에 따른 외형 성장이 실적 개선을 주도했다면, 2022년은 마케팅비/감가상각비 등 주요 비용 절감이 실적 개선을 주도할 전망
- ✓ **미디어/광고:** 1H22 미디어/광고 주가는 구조적 성장이 확인된 제일기획만 KOSPI를 상회 (+15.8%)하는 수익률을 기록. 2022년 국내 광고 시장은 디지털 부문 고성장으로 13조원 (+3.6% YoY) 전망. 국내 광고대행사들은 코로나19로 놀렸던 광고 수요 회복으로 성장 지속 전망. 이노션의 현대차X메타콩즈 NFT 발행, 제일기획의 GM 쉐보레 NFT 발행 등 광고대행사들의 NFT 시장 진출 활발. 광고주들의 브랜드 NFT 발행은 기존 포인트/마일리지의 근본적인 문제를 해결하고, 충성 고객 확보, 소비자의 자산가치 상승 등 긍정적 효과를 기대
- ✓ **영화/유료방송:** 영화/유료방송 섹터는 이전 과도한 주가 하락으로 1H22 플러스 수익률을 기록. 글로벌 극장사업자들은 헐리우드 대작 개봉으로 최근 주가 회복, 중국도 봉쇄 조치가 일부 완화되면서 주가 회복. 2022년 5월 국내 영화 관람객수는 1,455만명으로 코로나19 이전인 2020년 1월 이후 최대 관람객수 기록. 5월 <닥터 스트레이너지2>, <범죄도시2> 흥행, 6월 칸 영화제 수상작 <헤어질 결심>, <브로커> 개봉으로 국내 극장 수요 큰 폭의 성장 전망. '22년 국내 박스오피스 7,077억원으로 전년 대비 +52.2% 성장 전망

Part 1 통신서비스

튼튼한 이익 체력을 입증한 1분기 실적

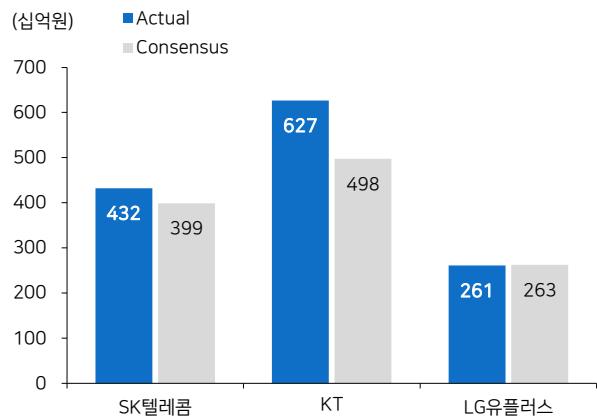
통신업의 정상 궤도 진입으로
호실적을 기록한 1Q22

통신업종 영업이익 컨센서스는 5G 상용화 2년 차인 2020년 중순부터 꾸준히 상향 조정되고 있다. 통신 본업의 안정적인 성장으로 1Q22 통신 3사 연결 영업이익은 시장 컨센서스를 상회 혹은 부합했다. SK텔레콤은 1Q22 연결 영업이익 4,324억원으로 시장 컨센서스를 +8.4% 상회, KT는 부동산 관련 일회성 이익(746억원) 제외하더라도 전년 대비 +24.2% 증가한 연결 영업이익 5,520억원을 기록했다.

방어주 그자체였던 상반기 통신주

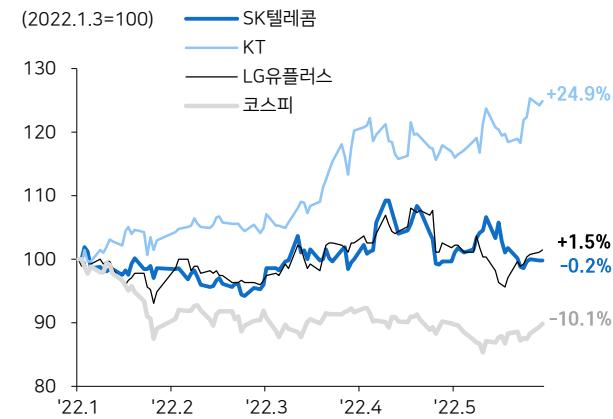
통신 3사 연초 대비 주가 수익률은 KT +24.9%, SK텔레콤 -0.2%, LG유플러스 +1.5%, 통신서비스 섹터의 연초 대비 주가 수익률은 +5.9%로 KOSPI 수익률 (-10.1%)을 크게 상회하며 5G 가입자 성장 기반의 안정적인 실적을 바탕으로 2022년 상반기 방어주로서의 통신주 매력이 부각되었다.

그림1 1Q22 통신 3사 연결 영업이익 및 컨센서스 비교



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2022년 상반기 통신 3사 상대주가 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

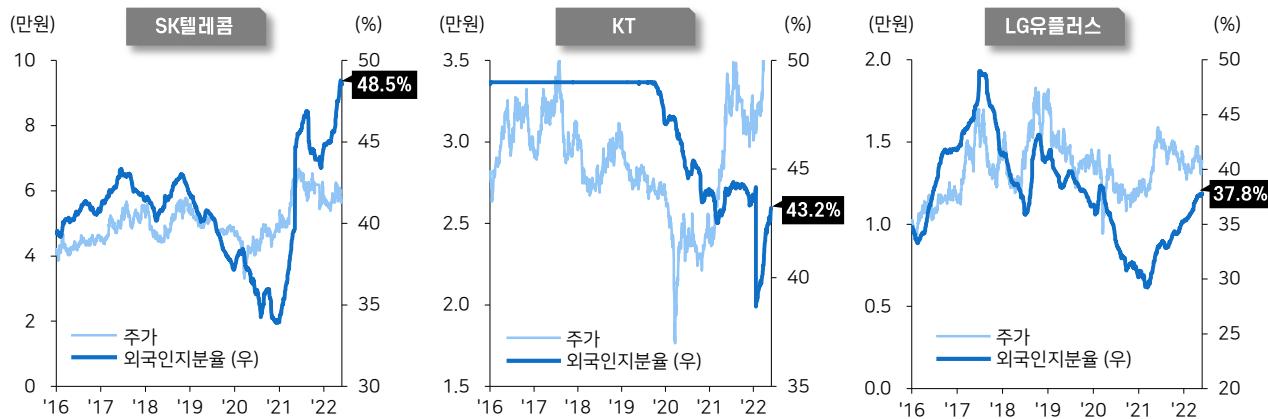
외국인 지분율 상승세 지속

전통적으로 국내 통신업종 주가지수와 외국인 지분율은 높은 상관관계를 나타낸다. 통신업종 외국인 지분율은 마케팅비용 증가와 실적 부진의 이유로 2019년부터 하락했으나, 2021년 5G 상용화 3년 차를 맞아 주요 지표가 회복되며 반등에 성공한 후 지속적으로 상승하고 있다. 통신 3사 외국인 지분율은 SK텔레콤 48.5%, KT 43.2%, LG유플러스 37.8%로, SK텔레콤에 이어 KT와 LG유플러스의 외국인 지분율도 상승할 전망이다.

외국인이 수급을 주도한 상반기

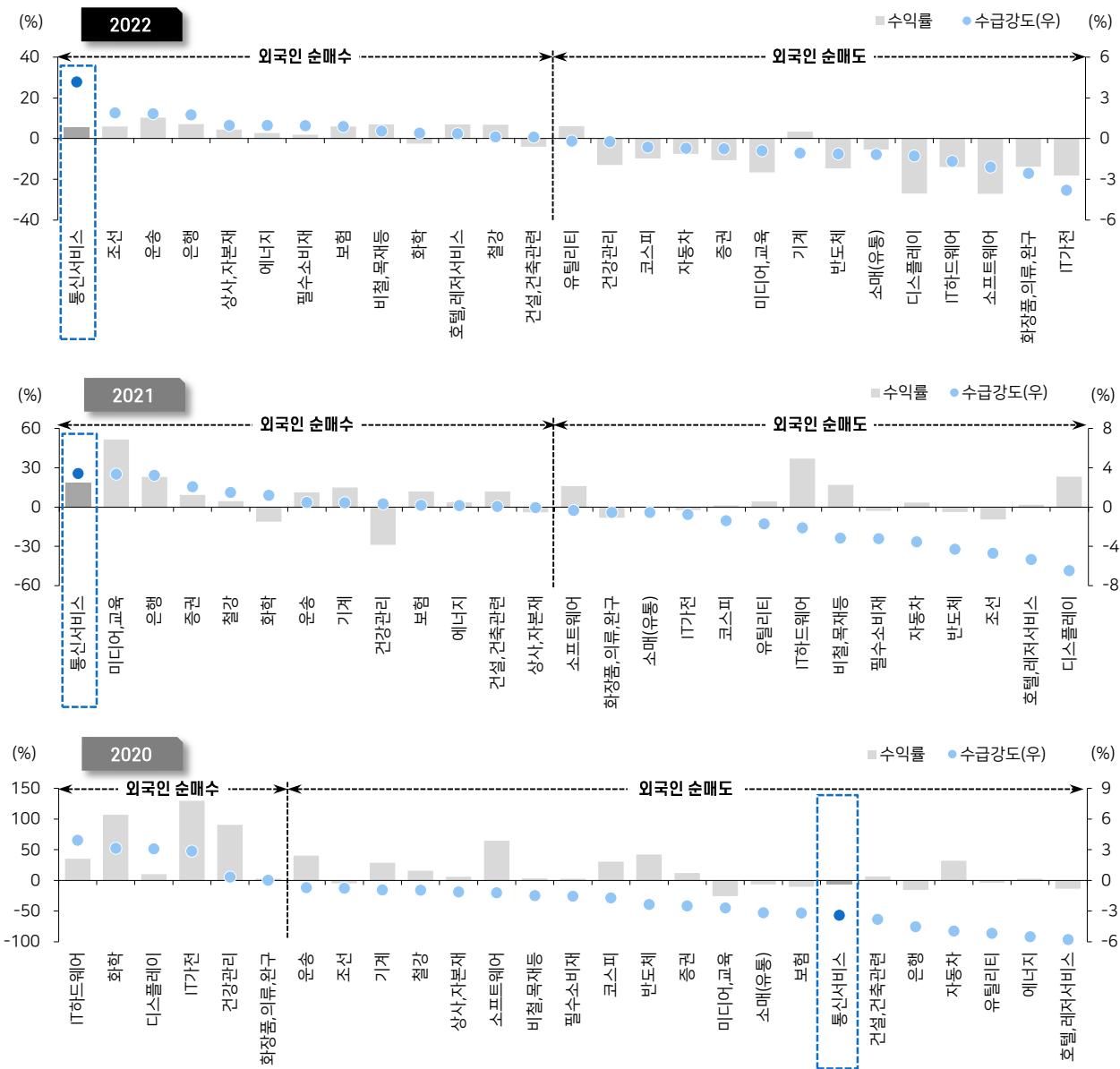
5G 마케팅 출혈 경쟁으로 2020년 통신서비스 업종은 외국인 순매도로 주가가 부진했으나, 5G 가입자 성장과 마케팅 경쟁 완화로 실적 개선이 나타난 2021년부터 현재까지 외국인 순매수는 지속되었다. 2021년과 2022년 통신서비스 업종은 전체 섹터 내 가장 높은 외국인 수급 강도를 보이고 있다.

그림3 통신 3사 주가 및 외국인 지분율 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림4 섹터별 외국인 수급강도 및 수익률



2022년 말 기준
5G 보급률 41.0% 전망

2021년 말 5G 가입자수는 2,088만명으로 전체 무선 가입자 내 29.3% 비중을 차지한다. 2022년 말 5G 가입자수는 2,996만명으로 전체 무선 가입자 대비 5G 가입자 비중은 41.0%로 늘어날 전망이다. 통신 3사 5G 보급률은 SK텔레콤 1,373만명(보급률 42.5%), KT 940만명(40.2%), LG유플러스 684만명(35.4%)이다. 통신 3사의 제한적인 보조금 집행에도 5G 가입자 유입 속도는 안정적으로 유지되고 있다.

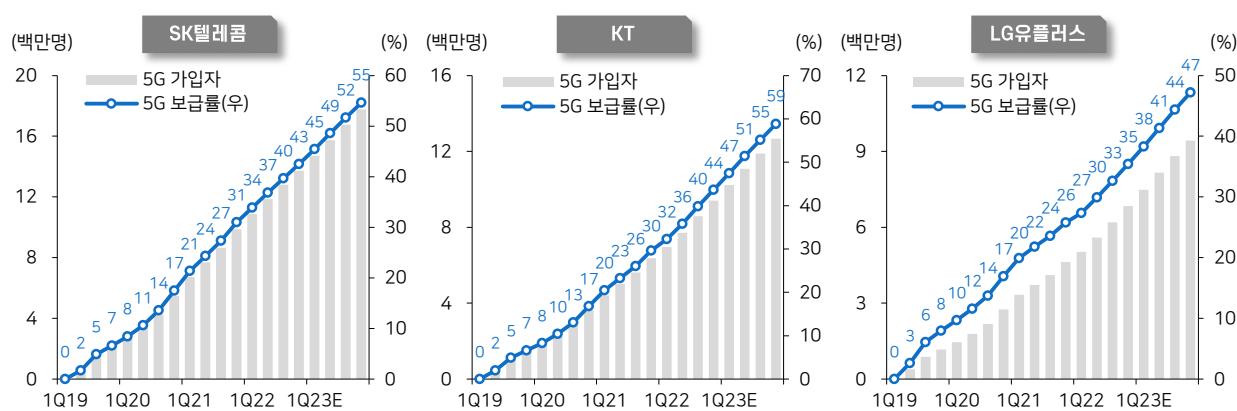
그림5 통신서비스 2022년 주가 전망



주: 네이버트렌드 '통신비', '요금할인', '기본료' 등 요금 인하 관련 검색빈도수 추이의 역축

자료: FnGuide, 네이버트렌드, 메리츠증권 리서치센터

그림6 통신 3사 5G 가입자 추이 전망

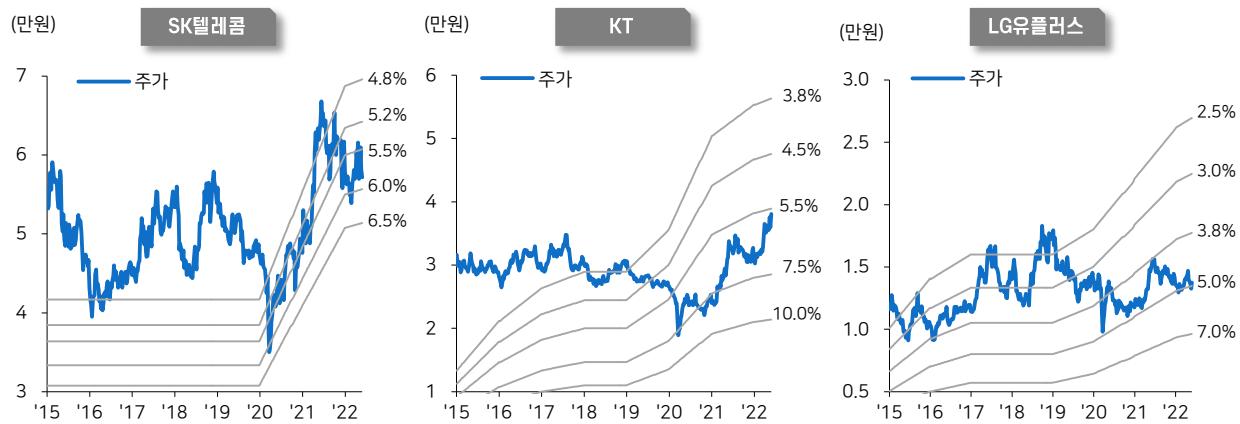


자료: SK텔레콤, KT, LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

2022년에도 배당을 통한
주주가치 제고 지속

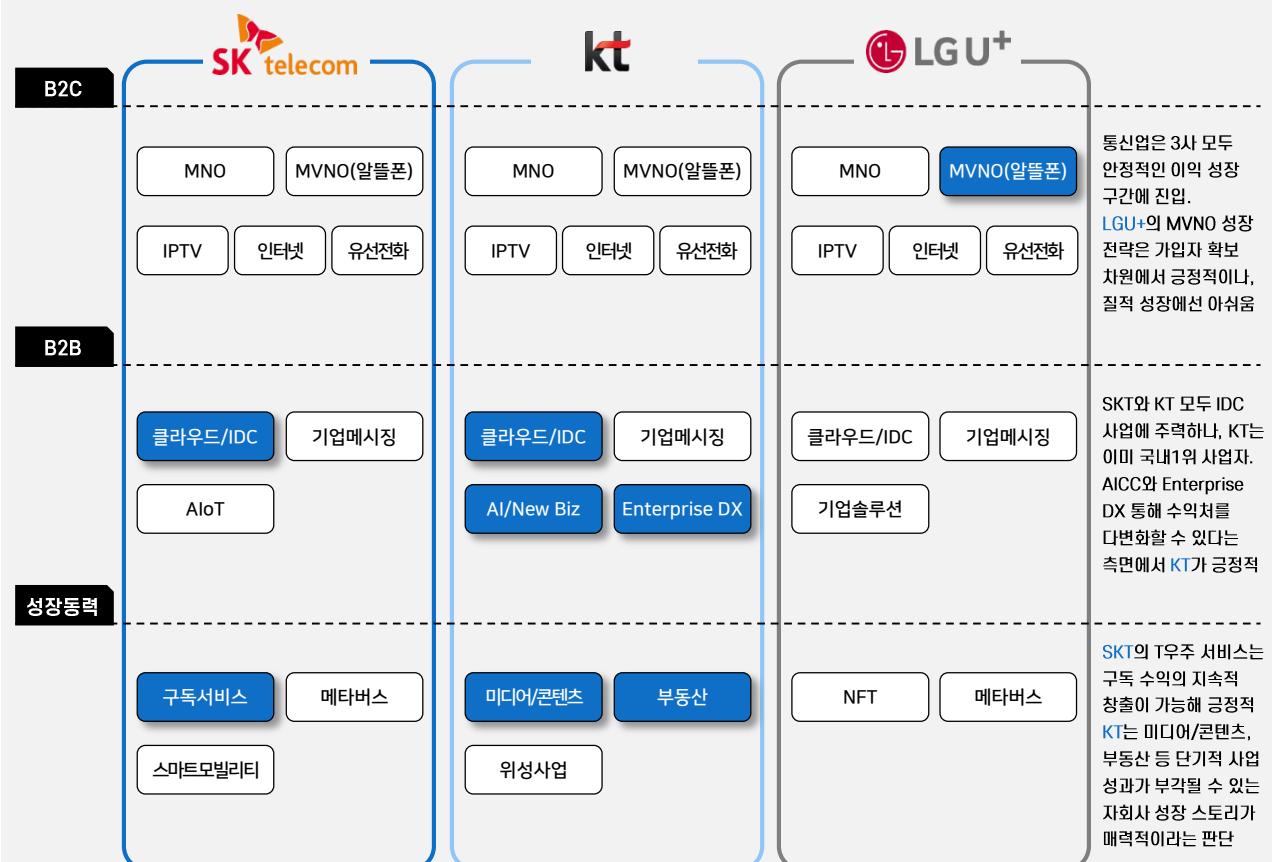
2022년에도 통신사들의 배당을 통한 주주가치 제고는 지속될 전망이며, 2022년 실적 개선이 자명한 만큼 통신 3사의 2022년 DPS(주당배당금) 역시 상향될 것으로 기대된다. 특히, 하반기로 갈수록 연말 배당을 지급하는 KT의 배당수익률 및 투자 매력도가 높아질 전망이다.

그림7 국내 통신 3사 배당차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림8 통신 3사 사업 전략으로 판단한 투자 매력도



자료: 메리츠증권 리서치센터

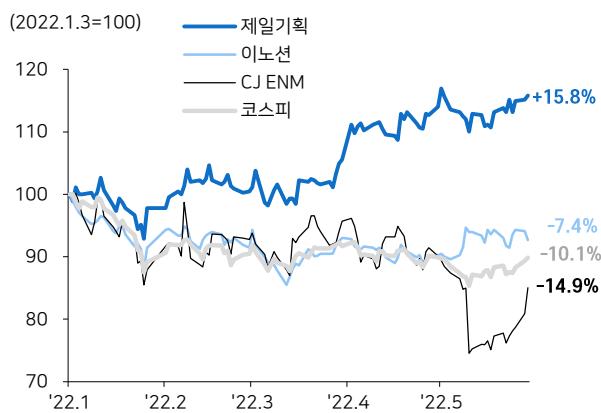
Part 2 미디어/광고

미디어/광고 1H22 Review

주가 차별화가 나타난
미디어/광고 업종

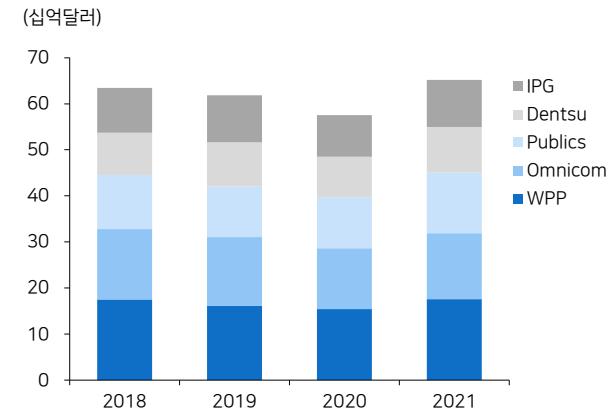
1H22 미디어/광고 섹터 주가는 코로나19 재확산에도 불구하고 KOSPI 수준을 유지 혹은 상회했다. 광고대행사인 제일기획과 이노션 주가는 연초 대비 각각 각각 +15.8%, -7.4% 수익률을 기록했으며, 보수적인 2022년 실적 가이던스를 제시한 CJ ENM 주가는 연초 대비 -14.9% 하락했다. 글로벌 주요 광고대행사들은 코로나19로 힘겨웠던 2020년을 지나, 2021년 광고주들의 마케팅 예산 증가로 광고 수요가 회복되면서 코로나19 이전 수준으로 주가를 회복했다. 2021년 글로벌 광고대행사들의 실적 또한 코로나19 이전 수준으로 회복되며 분위기 반등에 성공했다.

그림9 2022년 상반기 미디어/광고 상대주가 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림10 글로벌 광고 대행사 실적 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2022년 하반기 미디어/광고 투자전략

글로벌 경기와 광고 시장 회복

2020년 코로나19로 전년 대비 -7.1% 역성장을 기록한 글로벌 광고 시장은 2021년 +17.0% 성장하며 회복할 것으로 기대된다. 2022년과 2023년 글로벌 광고 시장은 각각 +9.2%, +4.6% 성장, 2022년 지역별로는 북미(+13.9%), 남미(+11.8%), 서유럽(+5.4%), 아시아(+5.9%)로 전 지역에서 고른 성장이 나타날 전망이다.

국내 매체별 광고 시장 전망

2020년 코로나19 확산에 따른 광고주 마케팅 예산 축소로 역성장을 기록한 국내 광고 시장은 2021년 인쇄를 제외한 전 부문이 회복되면서 12조 5,500억 원 (+4.6% YoY)을 달성했다. 2022년 국내 광고 시장은 디지털 부문의 고성장으로 전년 대비 +3.6% 성장한 12조 9,957억 원으로 전망한다.

국내 광고 시장 성장을
주도하는 디지털

디지털 광고 시장이 방송 광고 시장 규모를 처음으로 역전한 2018년 이후 격차가 더욱 확대되면서, 2022년 방송 광고 시장은 코로나19 이후 수요 회복으로 전년과 유사한 3.52조 원 (-0.7% YoY) 전망한다. 2022년 디지털 광고 시장 규모는 6조 7,296억 원 (+8.6% YoY)으로 성장세가 이어질 것으로 기대된다.

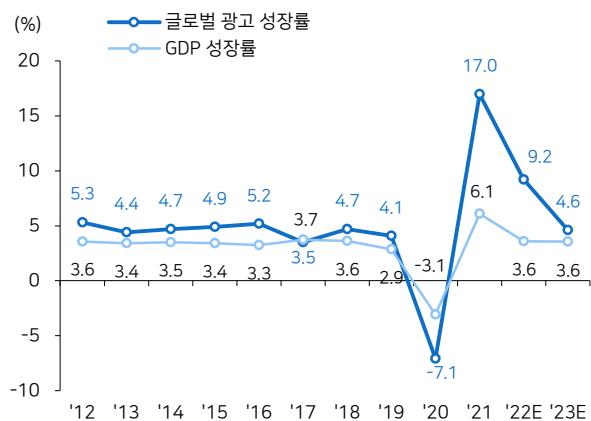
국내 광고대행사 실적 추이 및 전망

광고주들의 마케팅 예산 집행 증가와 해외 사업 성과로 2022년 국내 광고대행사 실적 개선 지속되었다. 제일기획은 북미 시장에서 삼성전자 핸드폰, 가전 등 핵심 마케팅을 대행하며 고성장했고, 이노션은 현대기아차의 글로벌 신차 출시와 11월 카타르 월드컵 효과로 전년 대비 실적 개선될 전망이다.

광고대행사의 NFT마케팅 전략

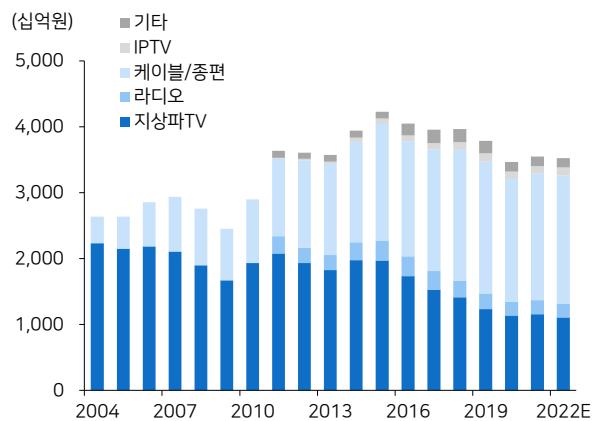
이노션은 지난 4월 현대차 NFT 세계관 '메타모빌리티 유니버스(Metamobility Universe)'를 소개하고 인기 NFT 캐릭터 '메타콩즈'와 협업해 NFT를 발행했다. 현대차는 '현대X메타콩즈 콜라보레이션 NFT' 30개 한정판을 발행하고 전용 커뮤니케이션 채널도 구축했고, 제일기획도 지난 5월 쉐보레의 초대형 SUV 타호를 주제로 만든 디지털 아트 NFT를 공개한 바 있다. 기업의 세계관을 입힌 브랜드 NFT 발행을 통해 기존 포인트/마일리지의 근본적인 문제를 해결하고, 기업은 충성 고객 확보, 소비자에게는 편의성은 물론 자산가치 상승 등의 효과를 기대할 수 있다.

그림11 글로벌 광고 시장 및 GDP 성장을 전망



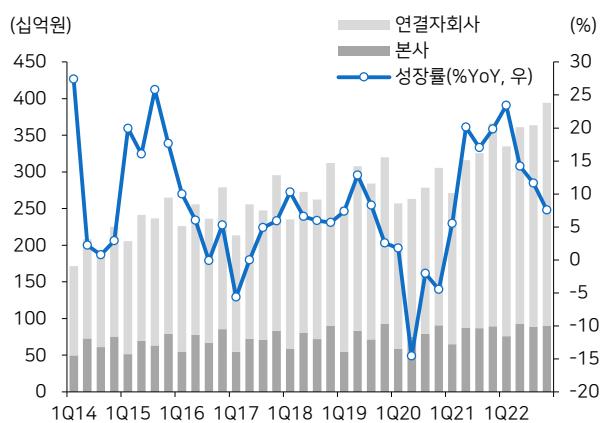
자료: Dentsu, IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림12 방송 광고 카테고리별 시장 전망



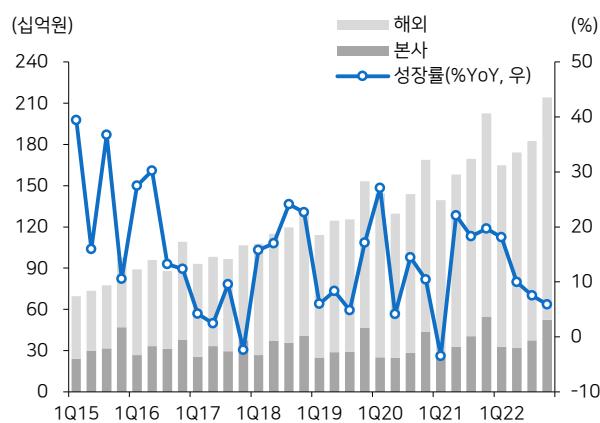
자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

그림13 제일기획 매출총이익 추이 및 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

그림14 이노션 매출총이익 추이 및 전망



자료: 이노션, 메리츠증권 리서치센터

Part 3 영화/유료방송

영화/유료방송 1H22 Review

2022년 영화/유료방송 주가
KOSPI 수익률을 상회

2022년 상반기 오미크론 재확산으로 CJ CGV 영업이익 컨센서스는 지속적으로 하향 조정되었다. 유료방송 사업자인 스카이라이프와 LG헬로비전의 실적 추정치는 큰 변동 없이 일정 수준을 유지했다. 영화/유료방송 섹터는 이전 과도한 주가 하락으로 2022년 KOSPI 수익률을 상회하며, 2022년 YTD 주가 수익률은 CJ CGV +9.9%, 스카이라이프 +2.4%, LG헬로비전 +13.5% 상승했다.

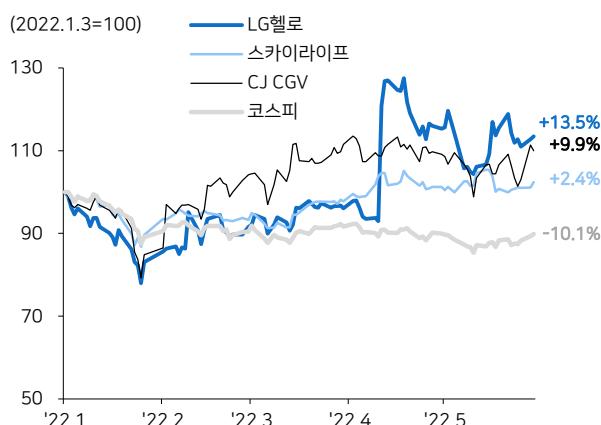
회복 기미가 보이는
글로벌 극장사업자 주가

2020년 코로나19 직격탄을 맞은 글로벌 영화 산업은 2021년부터 서서히 회복되는 양상이다. 전세계 주요 국가들이 엔데믹 기조로 전환함에 따라 관람객들은 극장으로 다시 발길을 돌리기 시작하면서, 글로벌 주요 극장사업자들의 주가는 중시 불안으로 하락하다 헐리우드 대작 개봉으로 최근 일부 되돌린 상황이다. 중국 극장사업자들은 주요 도시들의 봉쇄 조치가 일부 완화되면서 최근 주가 강세를 보였다.

2020년 1월 이후 최대
최대 관람객수를 기록한 5월

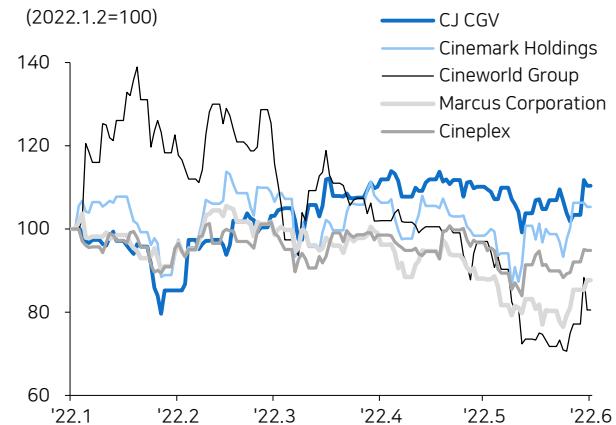
2022년 5월 국내 영화 관람객수는 1,455만명으로 코로나19 이전인 2020년 1월 이후 최대 관람객수 기록했다. 5월 4일 개봉한 <닥터 스트레인지: 대혼돈의 멀티 버스>는 누적 관객수 580만명을 기록했으며, 5월 18일 개봉한 <범죄도시2>는 누적 관객수 701만명을 기록하며 코로나19 이전 수준의 수요를 입증했다. 300만명 이상 관람객수를 기록한 영화는 2020년과 2021년 각각 3편에 불과했으나, 1H22 동안 2편 기록했다.

그림15 2022년 상반기 영화/유료방송 상대주가 추이



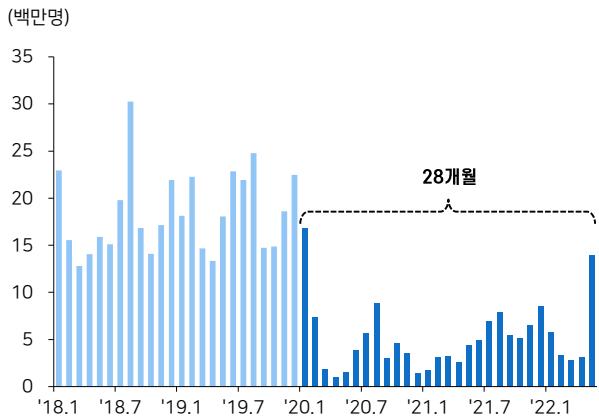
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림16 글로벌 극장사업자 주가 추이



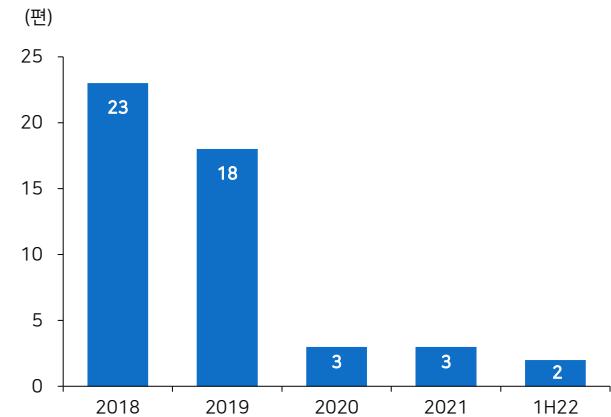
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 월별 극장 관람객수 추이



자료: KOFIC, 메리츠증권 리서치센터

그림18 300만명 이상 관람객수를 기록한 영화 편수



자료: KOFIC, 메리츠증권 리서치센터

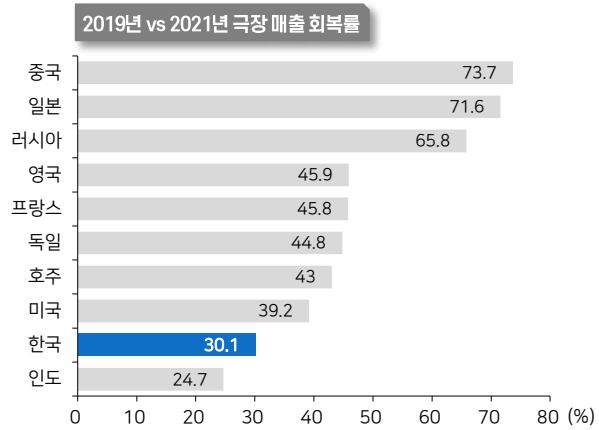
글로벌 대비 더딘 한국 영화 산업 회복

CJ CGV는 코로나19 발생 후 지속적인 적자로 인해 총 세 차례 티켓 가격을 인상하며, 일반관 기준 주중 14,000원, 주말 15,000원으로 조정됐으며, 특화관이나 프리미엄관도 가격이 인상되었다. 한국은 코로나19 전인 2019년과 비교해 극장 매출 회복률(30.1%)이 가장 더딘 국가 중 하나로, 다양한 OTT 서비스의 성장과 더불어 티켓 가격 인상도 극장 매출 회복을 더디게 만드는 요인이라고 볼 수 있다.

국내 박스오피스 전망

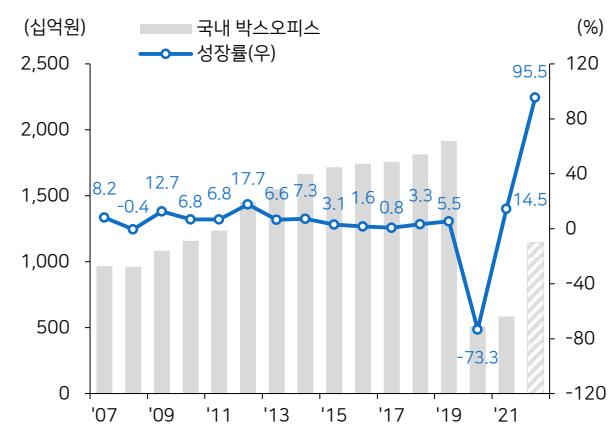
2021년 국내 박스오피스는 5,845억원(+14.5% YoY), 관람객수 6,053만명(+1.7% YoY)으로 소폭 회복했다. 2022년 5월 누적 관람객수는 2,947만명으로 전년 대비 +95.2% 증가했다. 2022년 국내 박스오피스는 1조 1,427억원(+95.5%), 관람객수 1억 1,834만명으로 두 배 가까이 증가할 것으로 예상한다.

그림19 코로나 19 전후 주요 국가 극장 매출 회복률



자료: KOFIC, 메리츠증권 리서치센터

그림20 국내 박스오피스 추이 및 전망



자료: KOFIC, 메리츠증권 리서치센터 추정

Strategy Idea



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

본 자료의 원본은 2022년 6월 2일 발간된
[2022년 하반기 전망 시리즈 11 – 엔터/레저: 다시 만날 세계] 입

2022년 하반기 전망 시리즈 11 (해설판)

[엔터/레저] 다시 만날 세계

- ✓ **레저:** 코로나 수혜 업체들이 리오프닝 시장에 뛰어들며 코로나 이후 성장 독식할 것
- ✓ **엔터테인먼트:** 1위 사업자의 흐름 밸류에이션에 부담, 하반기 기대했던 카카오엔터의 상장 지연으로 이벤트 부재한 상황
- ✓ **콘텐츠:** NFX로부터의 shock. 코로나로 1위에게 몰렸던 성장이 2위권 사업자에게로 옮겨가는 과정으로 해석. Seller's market 유효

레저 여행/카지노/국내 레저

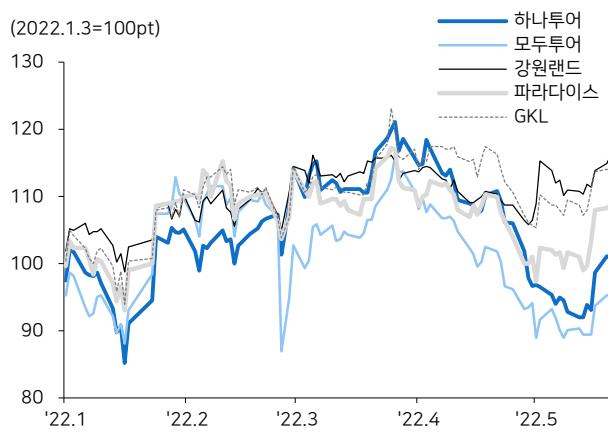
여행: 야놀자 상장이 보여줄 국내 레저 산업의 미래

리오프닝 회복은 지속되나
주가는 peak-out

당사는 지난 4월 <리오프닝을 다루는 법> 자료를 발간하며 수익 실현을 권고한 바 있다. 향후 회복은 지속되겠으나 주가는 대부분 적정가치를 넘어섰으며, 이벤트 플레이 측면에서 주가의 고점을 이미 형성했을 가능성이 크기 때문이다.

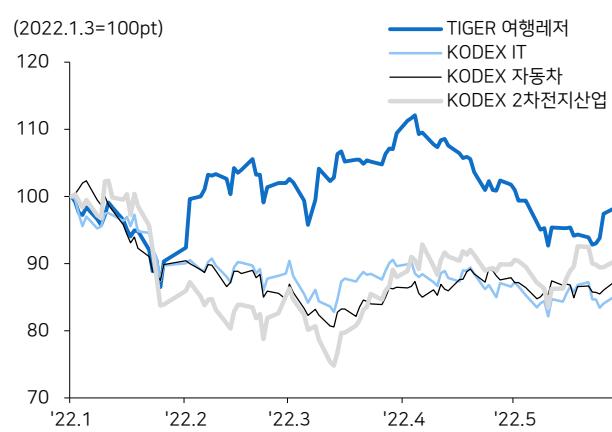
2월 이후 오미크론 변이 이후 치명률이 안정화되면서 여행/카지노 업체 주가는 1월 저점 대비 4월 고점까지 평균 30% 상승을 기록했다. 이후 전쟁 등의 변수로 대형주 부진이 더해지자 주가는 더욱 탄력을 받았다. 이러한 흐름은 리오프닝 주식이 방어주 성격을 띠었던 2021년 상반기와 유사한 양상을 보인다.

그림1 여행/카지노 2022년 상반기 주가 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2022년 대형주 vs. 레저



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

정부 계획은 당사 추정과 유사한 수준

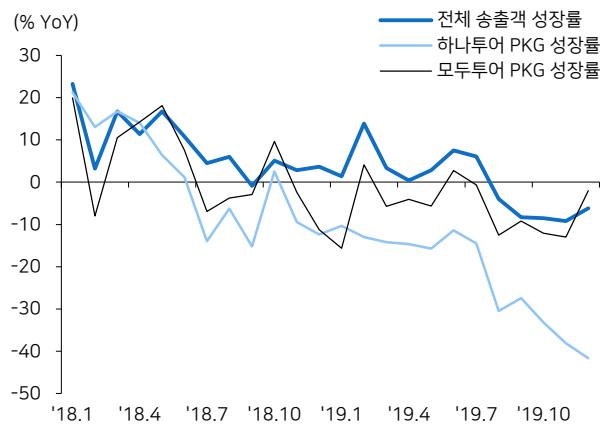
당사의 2022년, 2023년 출국자 수 회복 전망은 2019년 대비 각각 21%, 77% 수준으로, 지난 5월 31일 국토부가 <코로나19 해외 유입 상황평가회의>에서 밝힌 국제선 운항 계획과 유사한 수준이다. 상반기 여행/카지노 추정치가 지속적으로 하향된 것을 볼 때 시장의 기대가 낮았다고 보기는 어렵다. 바텀업 측면에서의 주가 접근은 설득력이 없다고 판단하는 근거다.

회복은 당연한 수순이지만 실제 수치로 드러나는 시점과 주가 흐름이 일치하지만은 않는다. 당사는 그 상관관계를 유추하기 위하여 과거 유사 이벤트에 대한 case study를 진행했다.

Case 1. 인천공항 2터미널 개장

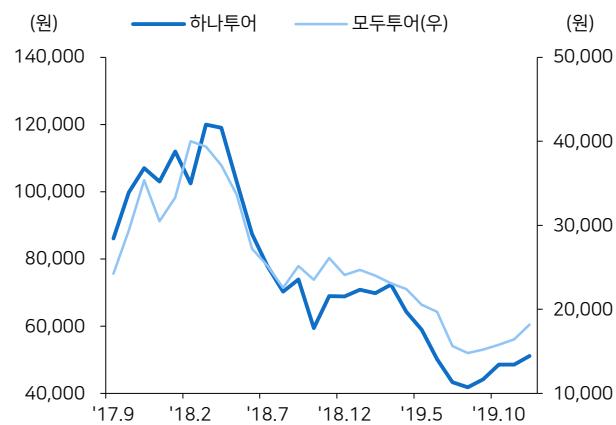
첫 번째 케이스는 2018년 1월 인천공항 제 2여객 터미널 오픈을 앞둔 시기이다. 2017년 출국자 수는 2,484만명으로 전 인구 대비 50% 수준에 육박했음에도, 시장은 공급 증가에 따른 전체 시장 성장이 PKG M/S 하락을 상쇄시킬 수 있을 것이라고 기대했다. 그러나 시장 성장에도 구조적 하락 사이클의 한계가 증명되며 주가는 상승분 이상을 반납했다.

그림3 전체 송출객 증가에도 '18년 중순 PKG Q성장 마이너스 전환



자료: 하나투어, 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

그림4 인천 2터미널 효과 드러나던 시점이 이벤트 주가 고점



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

Case 2. 코로나 사례

두 번째 사례는 코로나 이전으로의 완전 회복을 앞두고 있는 유럽/미주 리오프닝 업체들의 주가 흐름이다. 2021년 상반기 백신 접종이 이루어지며 아시아보다 빠른 회복을 보였던 유럽/미주는 지난 3월, 코로나 이전의 약 80~90% 수준까지 항공 수요가 회복되었음을 밝혔다. 이러한 1H21의 유럽/미주 상황이 현재 아시아와 유사하다고 볼 수 있는데, 지난 1년간 유럽/미주 항공주의 주가는 회복이 시작되던 시기를 고점으로 지속 하락하였으며 해외 여행 비중이 높은 크루즈 주식 또한 마찬가지이다.

현재 여행 주가 유지될 가능성 낮아

앞선 두 사례 모두 이벤트가 시작하던 시점이 주가의 고점을 형성했음을 보여주는 바, 이를 바탕으로 당사는 현재 여행 주가가 유지될 가능성이 낮다고 판단한다.

'야놀자'가 보여주는 한국 여행 산업의 미래

코로나 이전과는 다른
해외 여행 산업이 될 것

코로나 기간 국내 레저 호황을 통해 돈을 벤 사업자들이 해외 여행 시장에 본격적으로 진출 중이다. 코로나 이전과는 다른 해외 여행 산업이 될 것이라고 유추하는 가장 큰 이유다. 언론에 따르면, 야놀자는 하반기 나스닥 상장을 준비 중으로 야놀자의 2021년 영업수익은 3,748억원(YoY 30%), 2019년까지 적자였던 영업이익은 2020년 109억원(흑전)에 이어 2021년 537억원을 기록했다.

연관사업으로 확장에
박차를 가하는 야놀자

동사는 코로나 기간 축적한 현금에 더해 비전펀드 투자금을 바탕으로 연관 사업으로의 확장에 박차를 가하는 중인데, 그 중 하나가 2021년 말 진행된 인터파크 인수이다. 인터파크를 인수하며 야놀자는 내수 레저에 더해 아웃바운드 카테고리를 획득했으며, 어플리케이션 통합이 성공적으로 진행된다면 인바운드 사업으로의 확장 또한 수월해질 것이다. 당사는 야놀자, 여기어때와 같은 코로나 기간 자금을 축적한 사업자들이 해외 여행 시장으로 진출하며 기존 아웃바운드 사업자들의 기회를 앗아갈 것이라고 판단한다.

표1 국내 레저 중심에서 M&A 통해 인/아웃바운드 시장 노리는 야놀자와 여기어때

회사	내용
야놀자	<ul style="list-style-type: none"> ■ 인터파크 70% 지분을 2,940억원에 M&A ■ 본 계약으로 여행상품, 공연예약 서비스, 도서/의류, 식품 등의 온라인 쇼핑 부문이 야놀자로 인수 ■ 야놀자는 인터파크를 활용하여 해외 여행 시장에 선제 대응, 글로벌 사업을 적극 확장할 것이라고 밝힘 ■ 하나투어와 전략적 제휴를 위한 MOU 체결, 하나투어의 여행상품을 야놀자 플랫폼에서 단독 판매하고 공동 투자하는 협력 등 검토 중 ■ 동사는 지난 2021년 비전펀드로부터 2조원을 투자 받으며 사업 확장을 위한 자금 유치 성공 ■ 2021년 7월, 베트남 여행기업 '브이엔트래블'과 협약 체결 ■ 2022년 3월, 야놀자클라우드는 럭스파트너스와 골프장 ERP기업 '이츠원' 투자(3년 후 경영권 인수) ■ 제주도 렌터카 플랫폼 기업 '캐플릭스' 투자, 야놀자 제주 지사 설립 완료 ■ 4월, 야놀자클라우드는 티켓팅 솔루션기업 '스마틱스' 인수조건부 투자 ■ 야놀자클라우드, 아프리카 호텔 운영관리 솔루션 기업 '호텔온라인' 투자 ■ 야놀자라이브 통해 다낭, 필리핀 등 호텔, 리조트 여행상품 판매 시작 ■ 5월, 야놀자클라우드는 인도 호텔 솔루션 기업 '인키 인포시스템즈' 인수조건부 투자 ■ 야놀자 주도 하에 인터파크와 트리플 통합
여기어때	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2021년 10월 온라인 전문 해외여행사 '온라인투어' 지분 20% 및 콜옵션 확보하며 해외여행 시장 진출 ■ 온라인투어는 2000년 설립된 실시간 항공 검색 엔진과 예약 시스템 보유 ■ 정명훈 대표는 "국내 여행/레저 시장에 집중해온 여기어때와 해외여행 부문을 주도한 온라인투어는 서로 중복되는 영역이 없어 상호 간의 시너지가 클 것으로 기대한다"고 밝힘 ■ 지난 4월 미래에셋 캐피탈로부터 500억 투자 유치, 기업가치 1조 2천억원으로 평가 ■ 5월부터 발권수수료 0원으로 항공권 예매 서비스 시작

자료: 언론자료 정리, 메리츠증권 리서치센터

카지노: 중국 규제 강화 영향으로 성장 훼손

일본은 원복 가능. 중국은 어려워

상반기 카지노 또한 리오프닝의 일환으로 높은 변동성을 기록했다. 외인 카지노 산업의 매출 구성은 VIP 9 : Mass 1으로 VIP는 중국/일본/국내 거주 외국인이 유사한 비중을 차지한다. 현재 외인 카지노 업체들이 코로나 이전의 약 30% 매출을 기록하는 이유다. 일본은 코로나 회복 시 빠르게 정상화될 것으로 기대되지만, 중국에서는 코로나 기간 새로이 시작된 규제로 인해 외인 카지노 성장의 양축 중 한쪽이 사실상 무너진 상황이다.

표2 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. 03. 01	해외 도박 여행 조직하는 자 최대 징역 10년 적용될 수 있는 형법 개정안 적용
2021. 09. 14	마카오 재무장관은 카지노사들의 운영을 효율적으로 모니터링하기 위해 "직접 감독"을 강화하겠다고 발표
2021.11.26	최대 정킷 사업자인 Suncity 대표 Alvin Chau 체포
2021.12	마카오 카지노 정킷방 폐쇄
2022. 01. 14	마카오 정부는 카지노 영업 허가권의 유효기간을 20년에서 10년으로 단축하고 기간 연장도 최대 3년으로 단축
2022. 01. 28	마카오에서 두 번째로 큰 정킷업체 Tak Chun Group의 회장 Chan Weng Lin 체포

자료: GGR ASIA 외 언론보도 종합, 메리츠증권 리서치센터

국내 레저

1. 강원랜드

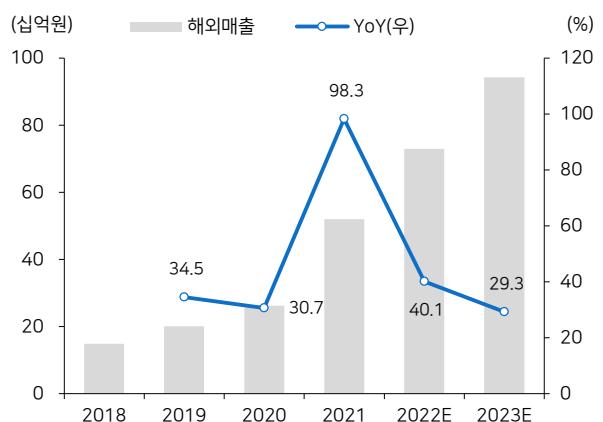
영업시간 및 인원 수 제한이 완화되고 있는 강원랜드는 5월 셋째 주부터 사이드 베팅이 재개되었다. 사이드 베팅은 테이블 매출의 배수가 증가하는, 동사 실적에 가장 중요한 요소이다. 특히 동사는 순이익에 기반하여 배당을 지급하는데, 1분기 실적이 연간 저점임을 고려했을 때 3년 만에 배당 지급 가능성이 가시권에 들어왔다. 주가의 하방 경직성이 가장 강하고 배당 매력이 뛰어난 동사의 레저 산업 내 투자 매력도는 하반기에도 지속될 것이다.

2. 골프존

코로나 기간 골프가 젊은 층의 트렌드로 부상하며 골프에 관심이 없었던 인구가 잠재 인구로 유입되기 시작했다. 이에 따라 골프존의 2021년 월 30개 수준이던 신규 점포는 2022년 월 40개 수준으로 증가하며 전년 대비 오히려 가팔라진 성장세를 보이고 있다.

동사는 1위 사업자 지위를 바탕으로 지난 2018년 골프 연습장 시장에 진출했다. 스크린 골프를 통한 골프 대중화가 빠르게 진행되며 2019년 연간 200억 원에 달했던 GDR(골프 연습장 관련 비즈니스)은 2021년 BEP, 2022년 226억 원의 영업 이익 기여가 예상된다. 단단한 국내 실적(스크린골프+GDR)에 더해 모멘텀이 될 해외 매출 성장 또한 하반기 재개될 것이다.

그림5 골프존 상반기 영업이익 1천억원 예상. 시총은 아직 1조원?



자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

그림6 부문별 영업이익 전망: 관련 산업 이익 가시성 확보 구간 진입



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

엔터 알려진 기대와 반영되지 못한 리스크. 그리고 지연된 이벤트

엔터도 콘서트 재개로 리오프닝 중

리오프닝 컨셉 안에서 움직여온
엔터주

엔터 사업자들의 주가 움직임은 개별적 이슈보다는 리오프닝이라는 커다란 컨셉 안에서의 움직임을 기록해왔다. 여행, 카지노 산업의 구조적 성장을 기대하기 어렵다는 점을 인지한 투자자들에게는 성장주인 엔터가 리오프닝 컨셉으로 비중을 확대하기에 좋은 선택지였다.

반면 2분기 내국인의 해외 여행이 본격화되며 리오프닝이 가시화되자 리오프닝 사업자들의 주가는 4월 고점을 하락세 전환, 엔터 사업자들의 주가 또한 대동소이한 모습을 보여주었다.

엔터도 콘서트 재개로 리오프닝 중

엔터 산업도 코로나 이전 수준의 콘서트가 재개되는 등 본격적인 엔데믹에 다가서는 중이다. 상반기 코로나 이전과 같은 콘서트는 대부분 미국에서 이루어지는 수준에 불과했으나 하반기에는 국내를 비롯 콘서트장 완전 재개의 효과를 기대할 수 있을 것이다. 다만 국내의 경우 아이돌 콘서트 대부분을 차지하는 잠실 운동장 공사가 8월부터 예정되어 있어 리모델링 완공 시점인 2025년까지 향후 4년간 국내 콘서트 개최는 다소 제한적일 것이다.

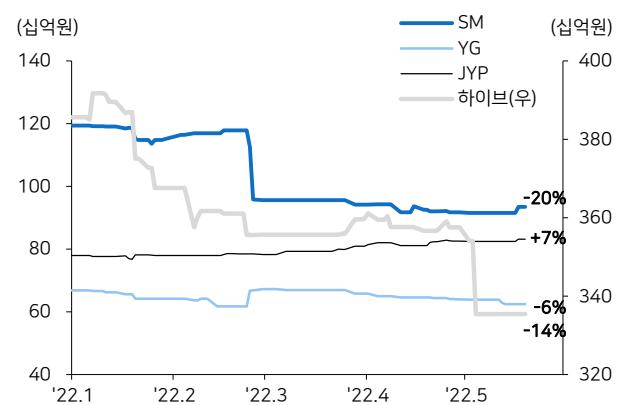
[2H22 Preview] 상품가격에는 적용된 인플레이션이 비용에 이제 반영되기 시작

반면 시장 추정치는 하락?

콘서트 재개로 리오프닝 기대감이 높아지는 반면 2022년 엔터 산업의 실적 추정치는 하향되고 있다. 1월 저점 대비 상승했던 주가 대부분을 밸류에이션으로 소화했다는 의미이다. 상반기 산업의 구조적 변화가 감지된 상황은 아니었기 때문에 당사는 지난 4월 <리오프닝을 다루는 방법> 자료를 통해 리오프닝으로 높아진 밸류에이션은 유지되기 어렵다는 견해를 밝힌 바 있다.

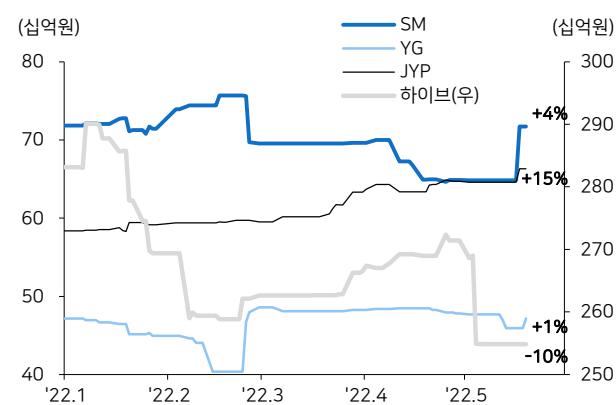
실적 추정치의 추가 상향이 가능할 경우 주가 상승을 지속적으로 기대할 수 있다. 그러나 당사는 상품 가격에는 적용된 인플레이션이 비용 측면에서는 아직 고려되지 않은 상태라고 판단한다. 엔터 산업 내 콘서트 관련 마진과 인건비 상향 추정에 따른 실적 하향 조정을 예상한다.

그림7 엔터 2022 영업이익 추정치 변화



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 엔터 2022 순이익 추정치 변화



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

[2H22 Preview] 1. 콘서트

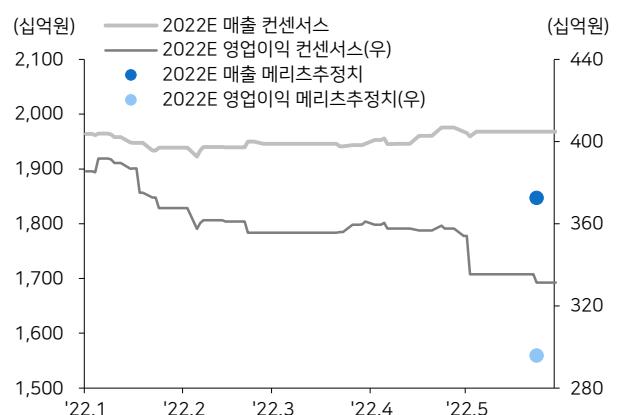
미주/유럽 콘서트 이익 제한적

콘서트를 통한 규모화된 이익은 1) 한국과 2) 일본에서 가능하다. 이를 제외한 미주 / 유럽 등 타 지역은 현지 프로모터가 제시하는 MG에 제한된 매출을 인식하고 아티스트 인세가 배분되면 이익은 미미한 수준이다. 다만 하이브는 전세계 콘서트에 대해 인식하는 구조로 현지 프로모터 몫을 내재화한다. 하이브가 밝힌 2019년 방탄소년단의 43번 글로벌 콘서트 매출은 2천억원이며 GPM은 10~15% 수준이다.

콘서트 관련 마진 추정치 하향 조정 예상

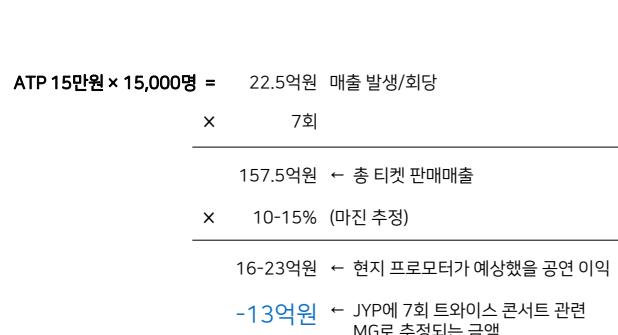
방탄소년단을 제외한 하이브의 타 아티스트의 경우 관련 마진은 이보다 낮을 것으로 추정된다. 하이브의 경우 2021년 콘서트 매출 규모는 5천억원 이상으로 상당한 수준이나 관련 마진은 시장 기대치를 낮출 필요가 있어 보인다. 타사의 경우 일본을 제외한 해외 콘서트가 MG임을 반영, 관련 추정치 하향 조정이 예상된다.

그림9 하이브 매출 눈높이 큰 변화 없는 데 반해 마진 지속적으로 조정 중



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 2월 트와이스 미국 7회 콘서트로 인한 JYP 매출은 13억원 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

[2H22 Preview] 2. 인건비

인터넷/게임 산업과 유사하게 인력 보상 본격화된 엔터 산업

엔터 산업은 오랜 기간 저임금 노동에 기반해 성장해왔으나, 산업의 성장에 따라 2021년 하반기부터 본격적으로 인력 보상이 이루어지고 있다. 특히 지난 1분기 SM/JYP/YG는 인센티브가 지급된 바 있는데 당사는 이러한 인력 보상이 일회성 성격에 그치지 않을 것으로 본다. 지난 몇 년간 인터넷/게임 업체들이 인력을 빼앗기지 않기 위해 임금 보상이 상당히 이루어졌던 양상과 유사한 형태가 엔터 산업에서 또한 펼쳐질 것으로 예상된다.

From HYBE to HYBE

2023년 하이브 실적은 BTS 군입대 여부에 따라 스윙이 클 것

하이브의 2023년 실적은 방탄소년단의 군입대 여부에 따라 스윙이 클 것으로 예상된다. 2021년 하이브의 연결 영업이익은 1,900억원을 기록했는데 이중 BTS와 TXT가 소속된 빅히트뮤직의 영업이익이 1,400억원으로 과반수 이상을 차지한다.

BTS의 하이브 연결 실적 내 기여도는 70% 이상

TXT 대비 단위 앨범 당 판매량이 큰 세븐틴이 소속된 플레디스의 영업이익은 동기간 120억원, TXT의 빅히트뮤직 내 이익 기여도는 100억원 미만으로 추정된다.

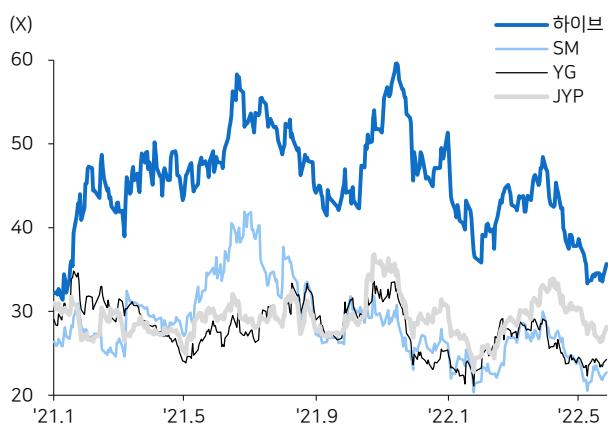
이타카홀딩스가 2021년 연결 실적에 기여한 순이익은 10억원 미만으로 2021년 하이브의 연결 실적 내 BTS 기여도가 최소 70% 이상임을 예상할 수 있다.

30배 내외였던 밸류에이션은
플랫폼 사업자로 인식하며
50배로 상승, 그러나…

2021년 상반기 하이브는 이타카홀딩스를 인수하며 글로벌 아티스트 입점을 본격화하여 보유하고 있는 위버스 플랫폼의 가치를 높일 것으로 시장은 기대한 바 있다. 이에 따라 엔터 밸류에이션(30배 내외)에서 플랫폼 밸류에이션(50배 수준)으로 상향, 주가 상승이 본격화되었다. 그러나 BTS의 군입대를 기점으로 2023년 성장 전망이 흐려지며 연결 실적에 적용되던 밸류에이션은 레이블, 플랫폼, 게임 등 SOTP 형태로 변경될 것으로 예상된다. 즉, 회색 밸류에이션 하락이 전망된다.

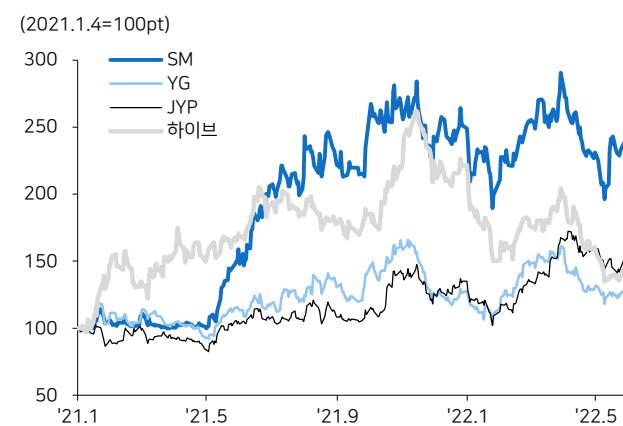
2021년에는 하이브의 영향으로 엔터 사업자들의 밸류에이션 상방이 열리는 효과가 나타났다. 반대로 올해 하반기에는 BTS의 의존도가 시장에 인식되며 하이브 적용 밸류에이션이 하락되며 산업 밸류에이션을 하락시킬 것으로 예상된다.

그림11 엔터4사 컨센서스 기준 Fwd 12M PER 추이 (2021~)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 엔터 4사 주가 추이: 에스엠 M&A 이벤트 제외 유사한 흐름



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

모멘텀: 늦춰진 카카오엔터 상장

카카오 연중 2개 이상 자회사
상장은 부담

카카오 그룹 내 2022년 상장 가시성이 높은 자회사는 카카오모빌리티와 카카오엔터테인먼트이다. 카카오는 지속된 자회사 상장으로 모회사의 기업가치 훼손이 도마에 오르며 연중 2개 이상의 자회사 상장에는 부담이 높아졌다. 카카오모빌리티의 경우 2017년 TPG컨소시엄 투자 당시 2022년으로 상장 시기를 약속한 상황이다. 공유 모빌리티 플랫폼 '쏘카'가 연내 상장을 계획 중이라는 점 또한 카카오모빌리티가 상장을 서두를 것이란 예측을 가능하게 하는 요소이다.

상장 필요성 상대적 열위에 있는
카카오엔터

그룹사 내 상장 필요성이 상대적으로 열위에 놓여 있는데 더해 상장을 위한 M&A가 마무리되지 않았다는 점도 카카오엔터 상장 시기가 2023년 이후일 것이란 관측에 힘을 보태고 있다. 카카오엔터와 CJ 사이에서 줄다리기 중인 SM의 M&A는 여전히 변수가 많다.

콘텐츠 OTT 성장 유효, Seller's market

NFX 하락 영향 받았던 상반기

넷플릭스가 불러온
OTT 시장 성장 둔화 우려

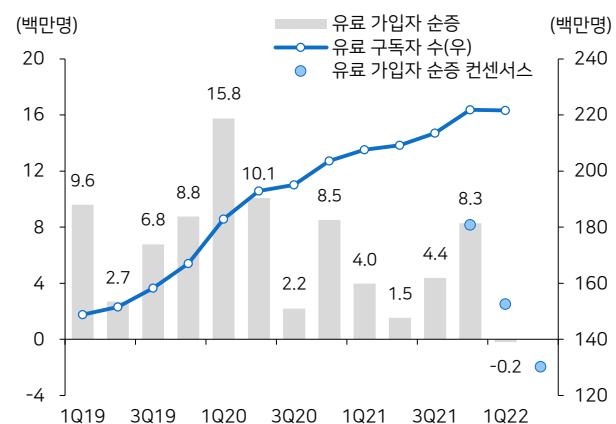
지난 4월 발표된 넷플릭스 1분기 실적에서는 첫 유료 가입자 감소를 기록했다. 정치적 이슈에 의한 러시아 영향을 고려하더라도 가이던스 250만 대비 크게 하회하는 수치이다. 1분기 넷플릭스 실적에 의한 쇼크는 글로벌 미디어 업체들의 주가 부진으로 이어졌다. 주지하는 바와 같이 기존 TV/영화 중심으로 진행했던 다수의 미주 미디어 사업자는 2019년부터 본격적으로 OTT 시장에 진입하기 시작했는데, 넷플릭스로 인해 산업 성장 둔화 우려가 커지며 주가 하락을 경험했다.

그림13 넷플릭스 4분기 및 1분기 실적 발표 후 각각 급락



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림14 넷플릭스의 가입자 순증 및 총 유료 구독자 수



자료: Netflix, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

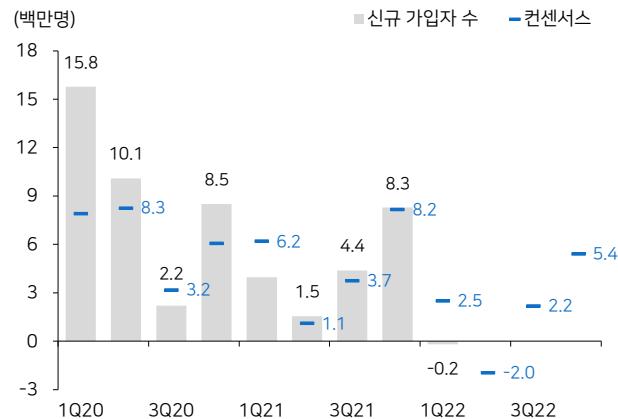
코로나가 OTT 산업에 미친 영향,
그리고 그 되돌림

당사는 넷플릭스가 중단기 달성을 할 수 있는 유료 가입자를 대부분 달성, 중단기 성장은 단한 것으로 해석한다. 예상치 못했던 코로나가 발생하며 전세계 소비자는 집 안에서 있는 시간이 길어졌고, 넷플릭스를 제외한 대부분의 사업자는 충분한 콘텐츠를 확보하지 못한 상태에서 기회를 맞닥뜨리게 되었다. 당연히 기회의 몫은 대부분 넷플릭스가 독식하게 되었고 이것이 중단기 달성을 가능한 가입자를 넷플릭스가 미리 당겨올 수 있었던 이유로 지목된다.

OTT 내 차별화

반면, 영업이 본격화되기 시작한 디즈니 플러스는 1분기 가입자 수가 시장 기대치를 상회하는 등 OTT 내 차별화된 모습이 펼쳐지고 있다. 당사는 이 현상에 대하여 OTT 전반의 문제보다는 넷플릭스만의 문제로 판단한다.

그림15 넷플릭스 유료 가입자 수:
2021년부터 가이던스 하회 시작



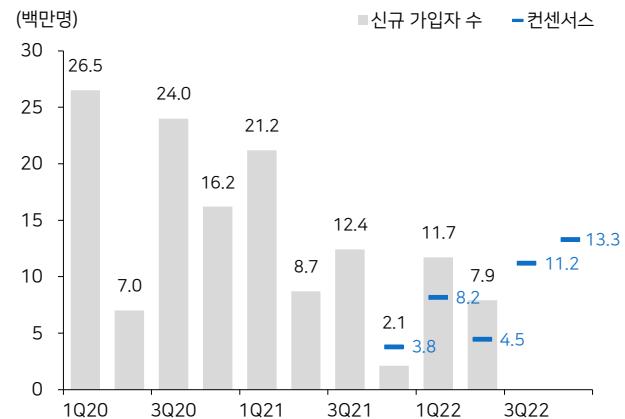
자료: Netflix, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

NFX의 가치는 이익이 아닌,
가입자 수로 결정된다

지난 1분기 넷플릭스의 실적 발표에서 매출은 소폭 하회하는 수준에 그쳤으나 영업이익과 순이익 등 bottom line은 기대치를 크게 상회했다. 그럼에도 불구하고 발표 후 넷플릭스의 주가는 급락했는데, 이는 투자자들이 바라보는 넷플릭스의 가치는 비용 절감을 통한 이익 최대화가 아닌, Top line 성장에 있음을 보여주는 주가 추이다.

코로나 기간을 제외하면 넷플릭스 내 가장 높은 성장을 구가했던 지역은 남미와 아시아였다. 코로나로 인한 경기 침체로 당분간 회복을 기대하기 어려운 남미 지역을 제외하면, 유일하게 성장이 살아있는 아시아 지역의 투자 계획을 변경하는 것은 성장을 포기하는 일이 될 것이다.

그림16 반면 시장 눈높이 상회한
1Q 디즈니플러스 신규가입자 수



주: 1Q22는 2021년 10~12월, 2Q22는 2022년 1~3월

자료: Disney, 메리츠증권 리서치센터

넷플릭스 budget cut은 서구권 대작 문제

넷플릭스가 한국 콘텐츠를 포기하지 않을 것으로 예상하는 근거

1분기 넷플릭스 컨퍼런스콜에서 투자자들은 성장을 우려하며 향후 콘텐츠 향상 계획에 대하여 질문했고, 이에 대해 동사는 1) big(budget) movie 2) unscripted 3) 한국 콘텐츠가 동사의 무기가 될 것이라고 밝혔다. 투자자들이 contents budget cut을 우려하지만 당사는 한국 콘텐츠에는 해당하지 않을 것으로 본다.

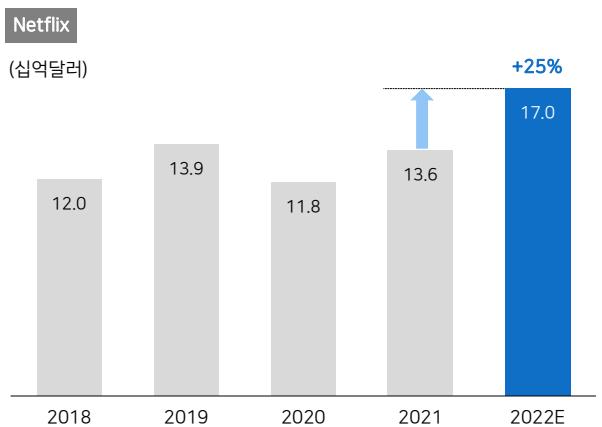
1) ROIC가 확보되는 영역

이는 1) 동사 입장에서 ROIC가 확보되는 영역이라는 점이 주효, <브리저튼> 등 동사의 서구권 대작에서 기대 대비 낮은 성과를 기록했다고 밝히는 등 예산은 서구권 대작에서 주로 조정될 것이라고 판단된다.

2) 디즈니플러스 아시아 지역에서 본격적으로 영업 시작

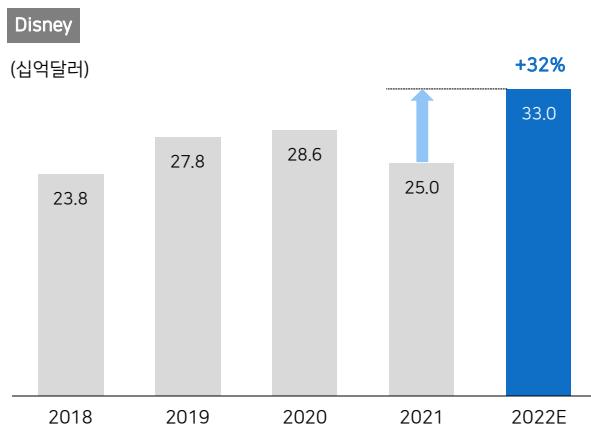
특히 2) 디즈니플러스가 아시아 지역에서 본격적으로 영업을 시작하는 시기에 넷플릭스가 적정 마진을 제시하지 않는다면 경쟁자들이 한국 콘텐츠를 대거 구매하며 전세가 뒤집힐 수 있다. 따라서 탑라인 성장이 유일하게 확보되는 APAC에 필수인 한국 콘텐츠를 포기하지 않을 것으로 전망한다.

그림17 넷플릭스 연간 콘텐츠 예산:
2022년 YoY 25% 증가한 20조원 예상



자료: 넷플릭스, 메리츠증권 리서치센터

그림18 디즈니 연간 콘텐츠 예산:
2022년 YoY 32% 증가한 40조원 예상



주: 동사의 콘텐츠 예산은 디즈니 그룹 산하 전체의 예산

자료: Edgar, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

박수연 연구원

온고지신(溫故知新), 과거 경기침체 전망이 틀렸던 이유 되짚기 (IMF)

지난 20년간 크게 두 차례 경기침체가 있었다: 1) 2008년 금융위기와 2) 2020년 팬데믹이 이에 해당한다. 당시 경제학자들의 예측은 크게 빗나갔다. 2008년에는 금융 세계화에 따른 리스크가 과소추정되었고, 2020년에는 반대로 생산/무역 세계화 리스크가 과대추정되었다. 그리고 지금, 전쟁으로 인해 세 번째 위기 발생 가능성이 높아지고 있다. 지난 위기들을 촉발시켰던 금융, 생산/무역 전반에 동시다발적으로 영향 받고 있다는 점에서 과거 사례를 되짚어볼 필요가 있다.

근본적으로 두 사례 모두 금융시장과 무역시장에 대한 이해가 부족했다는 점을 알 수 있다. 2008년에는 국경을 넘어 금융이 통합될 수록 리스크가 더 많이 퍼져나갈 수 있음이 고려되지 않았다. 2020년에는 대규모 재정부양책으로 인한 무역 증진 효과와, 글로벌 벤류체인 참여를 통한 대내 생산차질 대응이 고려가 부족했다.

상기한 내용을 종합하면, 균형잡힌 분석이 부족했으며, 그 결과 적정 수준의 정책 대응이 부족했다는 결론을 내릴 수 있다. 2022년 현재는 과거 사례보다 복잡하다. 금융 리스크와 생산/무역 리스크가 동시에 영향을 미치고 있기 때문이다. 하지만 반대 관점에서, 국가별 재정건전성이 높아졌고, 공급차질이 생산 증진 계기로 작용할 수 있음은 리스크 축소 요인이다. 앞으로의 전망은 이러한 반대 시각에 집중해야 할 것이다. 그리고 이를 활용한 세심한 정책 조정이 그 어느 때보다 크게 요구된다.

온고지신(溫故知新) 경기침체에 대비하는 방법

21세기 두 차례 경기침체:

- 1) 2008년 금융위기
- 2) 2020년 팬데믹

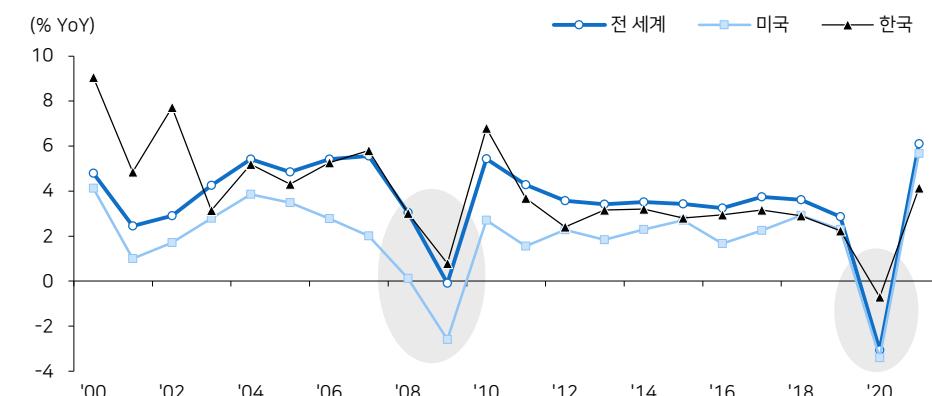
지난 20년간 크게 두 차례 경기침체가 있었다: 1) 2008년 금융위기와 2) 2020년 팬데믹이 이에 해당한다. 당시 경제학자들의 예측은 크게 빗나갔다. 2008년에는 금융 세계화에 따른 리스크가 과소추정되었고, 2020년에는 반대로 생산/무역 세계화 리스크가 과대추정되었다. 근본적으로 금융시장과 무역시장의 생태를 잘못 이해하고 있었던 데 기인한다.

현재 세 번째 경기침체 우려됨.

과거 사례를 되짚어 볼 필요성↑

그리고 지금, 러시아-우크라이나 전쟁으로 인해 세 번째 위기 발생 가능성이 높아지고 있다. 전쟁은 그 자체로 인도주의 비극이라는 점에서 큰 문제이다. 그러나 나아가서는 지난 위기들을 촉발시켰던 금융, 생산/무역 전반에 동시다발적으로 영향을 미치는 경기충격이기도 하다. 바로 지금, 전쟁발 경기침체에 대비하기 위해서 왜 2008년에 금융 시스템 리스크가 과소추정되었는지, 왜 2020년 생산/무역 시스템 리스크는 과대추정되었는지를 되짚어볼 필요성이 있는 이유다.

그림1 2000년 이후 경제성장을 추이



자료: IMF, US BEA, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

2008년 금융 시스템 리스크 과소추정

2008년 금융위기:
금융 세계화의 리스크 분산에
집중, 확산 예상치 못함

2008년 금융위기 이전까지 대부분 경제학자들은 금융 세계화의 시스템 리스크를 크게 고려하지 않았다. 오히려 시장 리스크가 분산될 수 있다며 긍정적으로 평가했다. 많은 금융상품이 개발될수록 시장의 비효율성이 더 잘 메워질 것이라는 생각에서도. 따라서 국경을 초월해서 금융이 통합될 경우, 리스크는 더 많이 분산될 수 있을 것이라 예상했다.

물론 의심의 목소리도 있었다. 2005년 IMF 수석 이코노미스트는 “리스크를 나눌 수 있는 참여자들이 늘어나는 것은 맞지만 시스템 자체에서 발생하는 리스크가 더 크다. 대규모 경기침체 가능성이 높아졌다.”고 경고하기도 했다.

실제로 미국 서브프라임 모기지 사태가 발생한 후, 리스크는 금융 회복력을 높일 것으로 기대되었던 바로 그 연결고리를 통해 전 세계 금융시장으로 퍼져나갔다. 이후에 발표된 문헌들은 왜 글로벌 금융이 그렇게나 취약했고, 심지어 금융위기로 까지 이어졌는지를 분석했다. 그리고 금융 연결망에 대한 불완전한 이해, 금융 불균형, 완화적 통화정책 등이 주된 원인으로 언급되었다.

2020년 생산/무역 시스템 리스크 과대추정

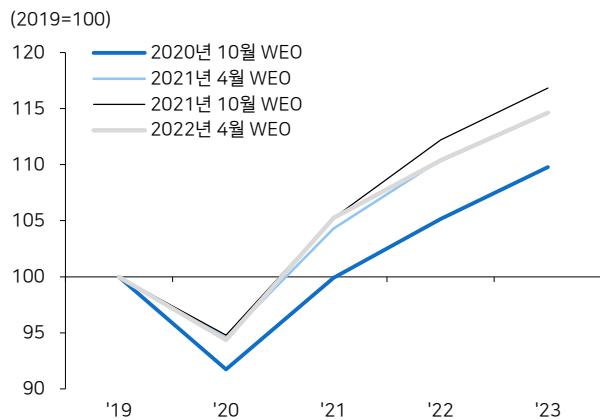
2022년 팬데믹:
GVC의 생산 취약성에 집중,
참여를 통한 회복 예상치 못함

반면 팬데믹 초기 경제학자들은 전 세계 생산과 무역 시스템의 취약성에 집중했다. 지난 수십 년간 생산과 무역은 글로벌 가치사슬(GVC)로 연결되어 있었다. 다시 말해, 주요 원자재와 부품들은 비교우위가 높은 국가와 지역에서 생산된 후, 무역을 통해 거래되었다. 당연하게도 생산효율성은 높아졌으나, 한 투입물에서 생산 차질이 발생할 경우, 전체 생산이 멈출 수도 있다는 취약점이 생겼다.

자연스럽게도 팬데믹으로 인해 지역 봉쇄가 발생했을 때, 일부 지역을 넘어 전체 생산 시스템 리스크로 번질 수 있다는 공포가 일었다. 하지만 우려와 달리, 생산/무역 시스템 전반이 붕괴하는 일은 발생하지 않았으며, 차질 또한 짧은 기간에 그쳤다. 우선 무역이 예상만큼 크게 감소하지 않았다. IMF는 2020년 10월 WEO에서 당해에 세계 수입물량이 전년대비 8.3% 감소할 것으로 추정했으나, 실제로는 5.6% 감소에 그쳤다. 나아가 무역 감소분의 회복 속도도 빨랐다. 팬데믹 발생 7개월 후인 2020년 9월에 글로벌 수입물량은 팬데믹 이전 수준을 회복했다.

예측이 빗나간 이유는 크게 두 가지다. 첫째, 대규모 재정부양책으로 내구재 수요가 증가하면서 무역이 증진되는 효과가 있었다. 내구재 생산은 글로벌 밸류체인의존도가 높다. 때문에 금융위기와 달리, 불확실성에도 불구하고 생산설비 투자가 늘어난 것이다. 둘째, 각국은 글로벌 밸류체인에 참여함으로써 대외 취약성이 높아졌으나, 대내 충격에 대한 대응 능력이 상승했다. 팬데믹으로 대내 생산 차질이 빚어졌을 때, 자연스레 무역에 의존했던 것이다.

그림2 IMF WEO 무역액 전망 변화(수입물량 기준)



자료: IMF WEO, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 수입 물량 및 공급망 압력 추이



주: *국경간 운송비, 국가별 제조업 서비스에서의 배송시간, 수주잔고, 재고를 종합하여 IMF에서 산출

자료: IMF WEO, 메리츠증권 리서치센터

2022년에의 교훈 객관적인 분석이 필요하다

2022년에의 교훈:
생산차질 요인 외에, 생산능력
증진 가능성에도 주목할 필요

상기한 내용을 종합하면, 2008년과 2020년 위기에서는 공통적으로 균형잡힌 분석이 부족했다는 결론을 내릴 수 있다. 그리고 그 결과, 정책 대응이 적정 수준으로 이루어지지 못하면서 더 큰 리스크로의 비화 원인이 되었다. 2008년에는 보다 광범위한 규제가 필요했고, 2020년에는 보다 작은 부양책이 적절했을 것이다. 세 번째 경기침체 가능성에 높아지는 지금, 분석의 객관성이 요구되는 이유다.

2022년 현재는 과거 사례보다 복잡하다. 통화정책 정상화로 인한 금융 리스크와 원자재 쇼티지, 공급망 병목으로 인한 생산/무역 리스크가 동시에 영향을 미치고 있기 때문이다. 이로 인해 유로존과 신흥국의 부채 문제가 불거지는 한편, 리오프닝 과정에서의 글로벌 교역 증가로 생산차질 장기화도 우려되고 있다.

하지만 반대 관점에서, 그간의 위기를 거치며 국가별 재정건전성이 높아진 점은 금융 리스크를 축소시키는 요인이다. 그리고 공급차질은 오히려 생산을 증진시킬 계기로 작용할 수 있음을 생산/무역 리스크 축소 요인이다. 수요는 궁극적으로 더 많은 생산을 통해 충족되어왔음을 고려하면, 예상보다 무역이 빠르게 회복될 수 있기 때문이다. 앞으로의 전망은 이러한 반대 시각의 연결고리에 집중해야 할 것이다. 그리고 이를 활용한 세심한 정책 조정이 그 어느 때보다 크게 요구된다.

원문: Globalization and Resilience (IMF)