

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

2022. 11. 22 (화)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

2023년 전망 시리즈 (해설판)

- 7. 인터넷/게임\_은밀하게 위대하게
- 8. 은행\_건전한 은행이 온다

### 오늘의 차트

글로벌 대비 빠른 코스피 PER 회복, 약간의 주의 필요

### 칼럼의 재해석

필립모리스, SWMA와 차세대 담배 시장 선점 도모

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 2022년 11월 3일 발간된 [2023년 전망 시리즈 7 - 인터넷/게임: '은밀하게 위대하게' ] 임



▲ 인터넷/게임  
Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

2023년 전망 시리즈 7 (해설판)

**[인터넷/게임] 은밀하게 위대하게**

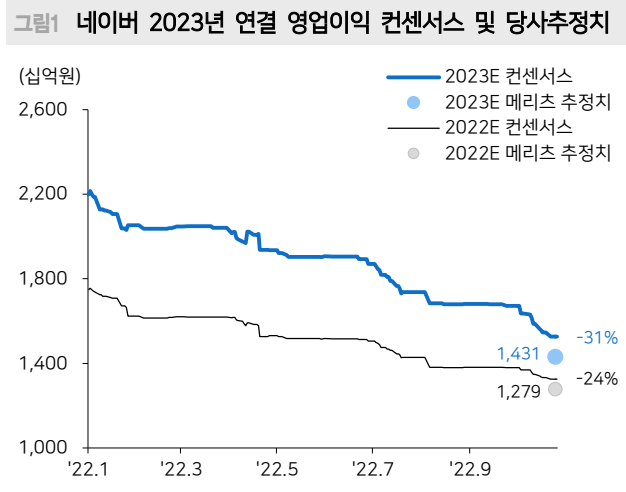
- ✓ 플랫폼 사업자 이익 성장기 가장 outperform. 2023년의 부진한 이익 전망은 낮아진 주가에 매력을 다소 반감시킴. 2023년 시장을 상회하는 수익률을 기록하기는 어려울 것
- ✓ 반면 게임은 콘텐츠 산업 중 마지막으로 글로벌 플랫폼에 합류될 전망. 엔터/드라마 등 여타 콘텐츠 산업이 글로벌 플랫폼으로 합류되며 전고점 모두 돌파했다는 점 고려했을 때 새로운 시장에 시선을 고정하고 국내 게임사 바라볼 시기

**Part I Platform All we need is time**

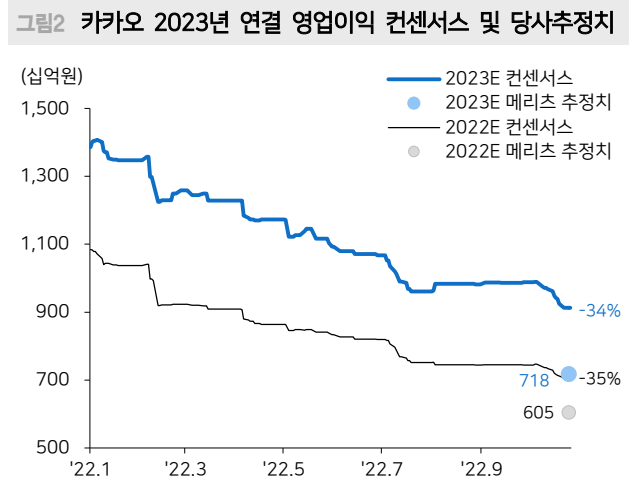
Top-down

2023년 네이버의 연결 영업이익 컨센서스는 연초 2.2조원에서 10월 말 기준 1.5조원까지 31%, 카카오 또한 1.4조원에서 9,126억원으로 34% 하락했다. 당사는 2023년 네이버와 카카오 연결 영업이익 추정치는 각각 1조 4,311억원과 7,181억원을 예상하며 2023년 전망과 함께 추가 하향 조정을 전망한다.

카카오의 경우에는 더블 카운팅 이슈가 존재하는 자회사 실적 제거 시 2023년 이익 성장률은 4%에 불과하다. 종합해보면, 네이버와 카카오의 2023년 영업이익 성장률 전망치는 각각 12%, 4%로 성장주로 분류되는 플랫폼이지만 2022년에 이어 2023년 또한 미미한 이익 성장이 예상된다.



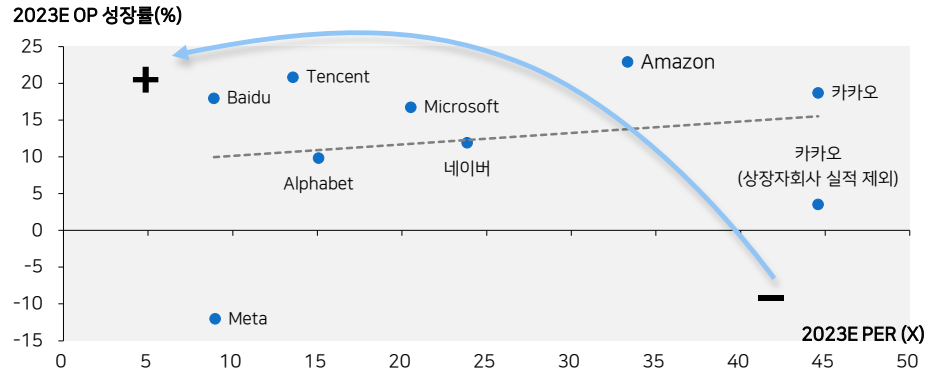
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

네이버와 카카오의 연초 이후 주가 하락률은 각각 55.0%, 54.9%로 유사했으며 글로벌 대표 플랫폼 업체들의 평균 하락률 또한 47%에 달했다. 하지만 글로벌 플랫폼 업체들의 2023년 영업이익 성장률이 국내 사업자와 유사한 반면, 밸류에이션은 낮은 상황이다. 따라서 Top down 측면에서 국내 사업자의 주가 매력도를 주장하기는 어려운 시기다.

그림3 네이버와 카카오는 어디에 있는가



주: 1) 네이버/카카오는 당사 추정치 기준, 글로벌 플랫폼 사업자는 블룸버그 컨센서스 기준  
 2) 아마존 OP growth는 AWS 성장률 이용, 컨센서스 기준 커머스 적자가 2023년에 2021년 수준으로 회복되는 것으로 반영되어 있어 growth 97%(2021년 수준)

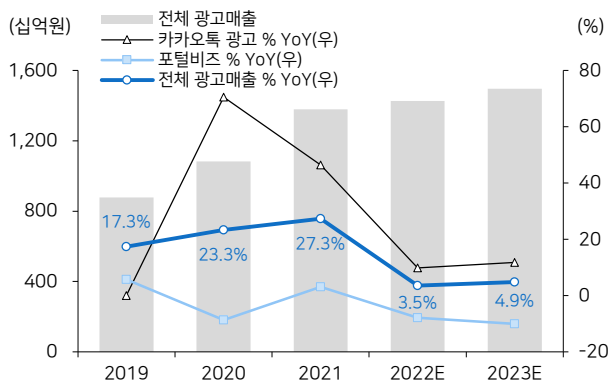
자료: 메리츠증권 리서치센터

Bottom-up: 1) 광고

양사의 사업부는 1) 광고+커머스에 해당하는 핵심 이익 사업과 2) 클라우드, 콘텐츠 등 신사업, 그리고 3) 그 외 기타 부분으로 나눌 수 있다. 이 중 양사 주가는 광고와 커머스 이익 성장이 이루어지는 시기에 시장을 가장 크게 상회하는 수익률을 기록했다.

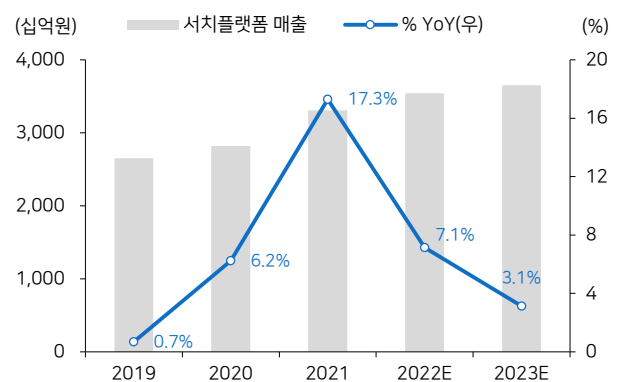
지난 2분기 카카오 광고 매출과 네이버 서치플랫폼(검색+DA)의 매출 성장률은 각각 YoY 3%, 5%까지 하락했다. 21년까지 연평균 30% 이상의 성장률을 기록한 국내 디지털 광고 시장은 22년 13%, 23년 9%로 낮아질 것으로 예상된다. 또한 OTT 광고 도입에 따른 디지털 시장 내 세부 영역 변화로 양사의 2023년 광고 부분 성장률은 각각 5%, 3%에 그칠 것으로 전망한다.

그림4 카카오톡 광고+포털 비즈=카카오 전체 광고 매출



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림5 네이버 광고 성장률 22년 7%에서 23년 3%로 하락 예상



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

자회사 1) 크림과  
2) 포쉬마크로 국내 사업 별도  
부문 이익 다소 희생

Bottom-up: 2) 커머스: 네이버

국내 커머스 사업을 영위하는 네이버 별도 부분은 2023년에도 시장을 상회하는 성장을 보일 것으로 예상된다. 별도 커머스의 공헌이익은 약 3천억원으로 예상되지만 자회사 1) 크림과 2) 포쉬마크가 연결 실적에 부담을 더한다.

크림의 경우 2021년 600억원의 적자가 발생했으며, 지난 상반기 페이스스튜디오 지급수수료는 2021년 연간 수치와 유사했다. 2022년 약 천억원의 적자가 예상되며 2023년도 이와 유사할 것으로 판단된다.

2023년 4월 4일 인수 예정인 포쉬마크는 2022년 상반기 550억원 규모의 적자가 발생했다. 2Q22 매출 및 GMV 성장률 또한 이미 단 자릿수로 둔화되어 연간 크림과 유사한 수준의 적자가 예상된다. 국내 사업을 영위하는 별도 부문에서 발생하는 양질의 이익이 자회사로 인해 다소 희생되는 구간이다.

Bottom-up: 2) 커머스: 카카오

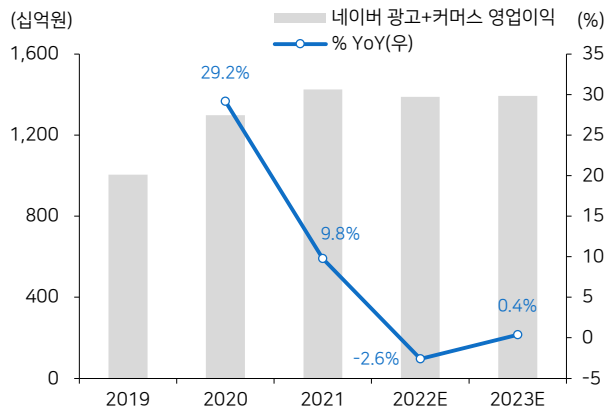
카카오 커머스 부문 매출 성장률은 21년 42%를 기록했으나 1H22 15%로 하락한 것으로 추정된다. 동사는 2021년 8월, 뷰탭 개편을 통해 쇼핑 부문에 힘을 실었으나 크게 주목 받지 못했다. 이에 따른 개편과 함께 준비 중인 오픈채팅 내 커머스 도입에 기대를 하는 상황이지만, 인스타그램의 사례와 같이 트래픽이 커머스 성공의 충분 조건은 아니라는 점을 유의해야 할 것이다.

기존 커머스 사업 내 가장 큰 비중은 ‘선물하기’ 인데, 최근 선물하기 부문에 이슈가 발생했다. 선물하기 환불 비율이 기존 90%에서 100% 바뀔 예정으로, 변경 시점부터 lagging하여 1년간 관련 이익 차감이 예상된다.

광고+커머스가 핵심 이익

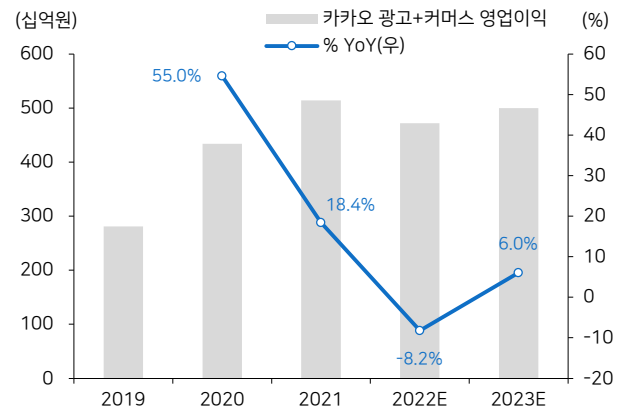
네이버와 카카오의 주가는 핵심 이익에 해당하는 광고와 커머스 이익의 성장이 이루어지는 시기에 가장 outperform한 경향을 보였다. 하지만 2023년 양사의 광고 및 커머스 합산 연결기준 영업이익 성장률은 각각 0.4%, 6.0%로 예상되어 다소 미뒹할 전망이다.

그림6 네이버 광고+커머스 영업이익



주: 네이버 별도+크림/어뮤즈 합산 당사 추정  
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 카카오 광고+커머스 영업이익



주: 카카오 별도+커머스(과거 흡수합병 전)+스타일 합산 당사 추정 영업이익  
자료: 메리츠증권 리서치센터

**Bottom-up: 3) 신사업**

**1. 클라우드**

당사는 양사의 신사업 중 클라우드 사업과 웹툰/웹소설 등 콘텐츠 사업의 장기 전망을 긍정적으로 평가한다. 이 중 클라우드 사업은 네이버가 앞서는 상황으로 공공 수주 부문에서도 KT, NHN과 함께 국내 3대 사업자에 해당한다. 반면 카카오는 독서랩 등 협의의 데이터 스토리지 사업 전개와 카카오 엔터프라이즈 정도에 그쳐왔지만, 최근 SK C&C IDC 화재 사건으로 관련 투자 확대 가능성은 다소 높아진 상황이다. 하지만 실적 측면에서 클라우드 사업은 수주 성격으로 동 부문의 이익이 예상을 크게 상회하기는 어렵다.

**2. 콘텐츠**

2022년 하반기 양사는 마케팅 비용 절감을 통해 이익을 수성할 계획을 밝힌 바 있다. 이 중 다수가 콘텐츠 웹툰/웹소설 글로벌 마케팅비에 해당되는 것으로 추정된다. 카카오 엔터테인먼트와 카카오픽코마의 상장을 고려했을 때, 당사는 웹툰/웹소설 부문의 마케팅 경쟁이 2023년 재점화될 것을 예상한다.

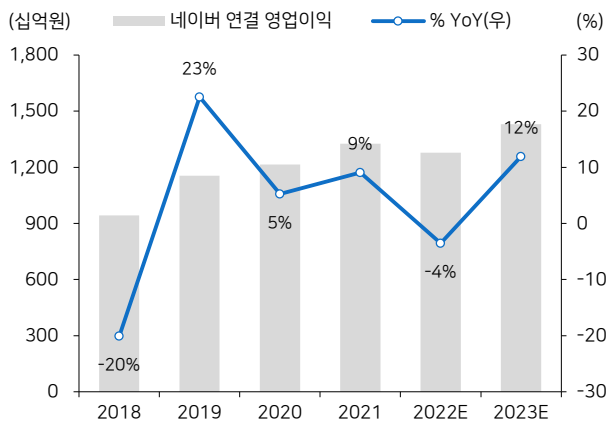
지난 상반기 카카오엔터와 픽코마 모두 매출 성장에도 불구하고 영업이익은 하락했는데, 이는 1) 인건비와 2) 마케팅비 때문으로 유추된다. 인건비의 경우 감축이 어렵기 때문에 상장에 쓰여질 22년 실적을 위해 마케팅비를 감소시키고 있다고 해석된다.

**결론**

글로벌 사업자와 유사한 영업이익 성장률에도 불구하고 네이버와 카카오의 밸류에이션은 여전히 높은 상황이다. 핵심 이익 부분인 광고/커머스의 성장률이 2022년에 이어 2023년 또한 둔화될 것임에 더해 신사업에서도 1) 수주성 산업의 성격, 2) 상장 예정을 고려했을 때 이익 추정치를 상향할 여지도 크지 않다.

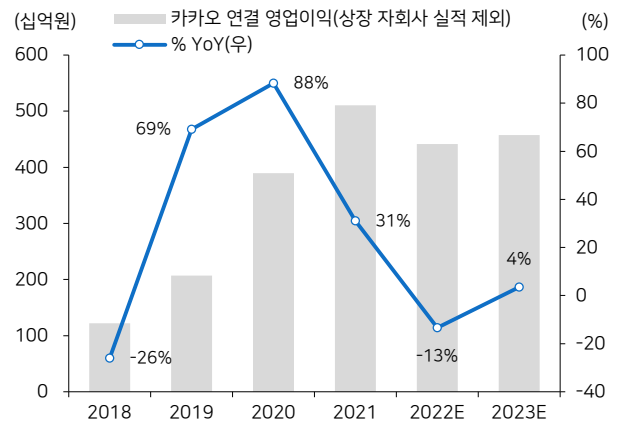
Top down과 Bottom up 양 측에서 주식 매력도가 크지 않은 상황으로, 주가 상승은 시장의 반등에 기대는 것이 가장 합리적으로 예측된다. 다만 카카오의 경우 시장 반등 시 상장 예정 자회사 4개의 노이즈가 재개될 것으로 예상되어 관련 이슈해소가 필요해보인다.

**그림8 네이버의 연결 영업이익**



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

**그림9 카카오의 연결 영업이익**



주: 카카오 연결 영업이익-(카카오게임즈/카카오페이 영업이익)  
 자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

**Part 2 Game 4%에서 25% 시장으로**

**엔터/드라마에 이어 국내 게임사도 2023년 기점으로 글로벌 편입**

모바일은 2023년 부진 지속  
이보다는 PC/콘솔에 집중해야

2022년, 국내 게임 산업은 글로벌 대비 underperform했다. 이는 부진한 모바일 게임 시장의 성과에 있는데, 국내뿐만 아니라 글로벌 모바일 게임 시장도 부진한 흐름을 보였다. 1H22 글로벌 모바일 게임 시장은 -7% 성장률을 기록했으며, 3분기 구글플레이+앱스토어 합산 시장 규모도 YoY 12% 감소한 것으로 드러났다. 공급이 수요를 이끄는 게임 산업의 특징을 고려했을 때, 모바일 게임 시장은 2023년 또한 부진한 흐름을 이어갈 것으로 생각된다.

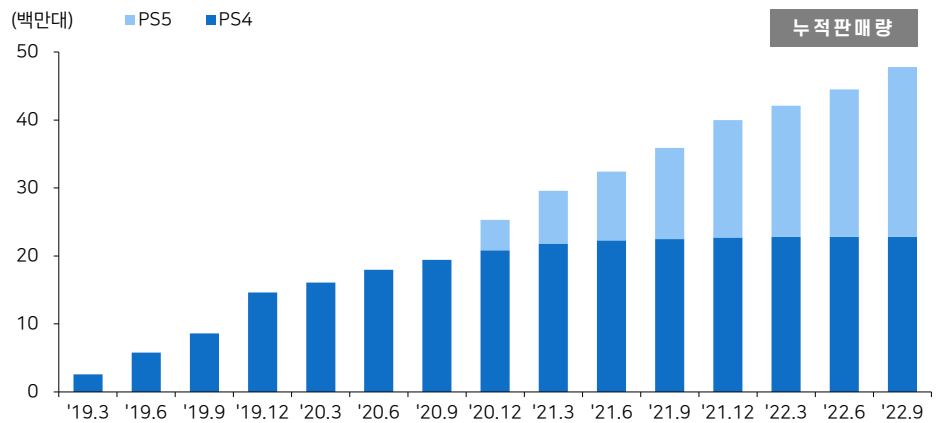
당사는 이보다는 PC/콘솔 시장에 집중하는 사업자 위주의 투자가 유효할 것으로 판단한다. 2023년은 과거 엔터/드라마 산업이 그러했듯 국내 게임업체가 글로벌 플랫폼에 편입되며 시장 확대가 시작되는 중요한 시기가 될 것으로 전망되기 때문이다.

**PC/콘솔 시장, 새로운 성장 국면에 진입: 1) 높아진 콘솔 보급률**

당사는 1) 높아진 콘솔 보급률과 2) 마이크로소프트의 행보에 기인해 국내를 비롯해서 글로벌 PC/콘솔 시장이 새로운 성장 국면에 진입했다고 판단한다.

코로나 기간 동안 플레이스테이션과 Xbox 합산 콘솔 기기 신규 보급량은 약 5천 만대에 달했다. 콘솔 기기 보급은 모바일 게임 시장에서 보여진 바와 같이, 콘솔 게임 진입 장벽이 낮아졌음을 유추할 수 있는 가장 중요한 단서이다.

**그림10 플레이스테이션 코로나 기간 약 3천만대 추가 보급**



자료: Sony, 메리츠증권 리서치센터

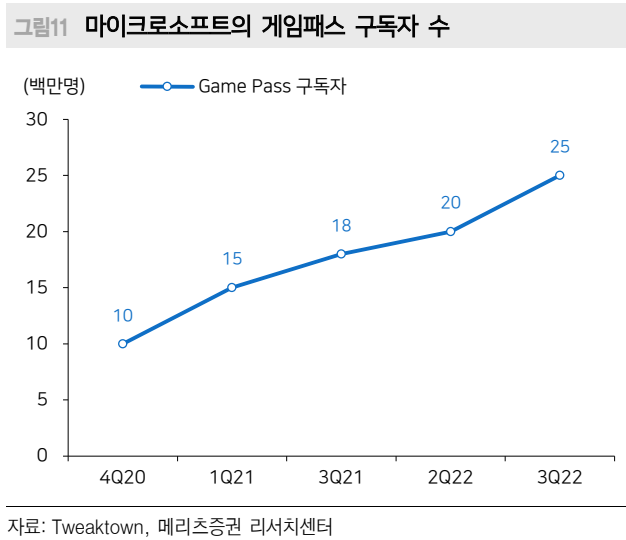
**PC/콘솔 시장, 새로운 성장 국면에 진입: 2) 마이크로소프트의 행보**

지난 상반기, 마이크로소프트는 약 100조원에 액티비전 블리자드 인수를 발표했는데 이는 종전까지 최고 인수 금액의 5배가 넘는 금액이었다.

당사는 마이크로소프트의 이 같은 행보의 목적이 PC에서 모바일 시장으로 전환되며 빼앗긴 주도권을 되찾기 위한 과정이라고 해석한다. 특히 게임 시장의 다음 스텝으로 여겨지는 VR과 AR은 기존 게임 대비 높은 하드웨어 스펙을 요구하는 점을 고려했을 때, 모바일이 아닌 PC/콘솔 플랫폼 활용이 유력해 보인다. 이는 게임 시장의 향후 성장축이 PC와 콘솔 시장으로 회귀할 것임을 유추하게 한다.

**MS의 B2C 게임 사업**  
1) 게임패스

현재 마이크로소프트의 B2C 게임 사업부는 엑스박스 와 게임패스 크게 두가지로, 게임패스의 경우 월 7,900원에 동사가 보유한 F2P+인게임 BM 구조를 보유한 타사 게임들이 주를 이룬다. 2023년 출시 예정인 네오위즈의 <P의 거짓>도 게임패스에 탑재될 예정이다. 고도의 그래픽을 요구하는 PC/콘솔 게임 특성 상 자체 보유 스튜디오 내의 게임 개발비를 고려하면 게임패스의 수익은 아직 규모의 이익을 내지 못할 것으로 판단한다.



**표1 콘솔, PC(스팀 포함) 어디서든 이용 가능한 '게임패스'**

	Ultimate	PC	콘솔
가격	11,900 원/월	7,900 원/월	7,900 원/월
지원 플랫폼	콘솔, PC, 클라우드	PC only	콘솔 only
추가 포함 사항	Xbox Live Gold - 콘솔 멀티플레이어 - 매월 무료 게임 2개  EA Play - EA 콘솔, PC 게임 플레이	EA Play - EA PC 게임	

자료: Xbox, 메리츠증권 리서치센터

**MS의 B2C 게임 사업**  
2) 엑스박스

2020년 말 출시된 Xbox X/S의 누적 판매량은 1,800만대 수준으로 전작 대비 플랫폼레이션과의 격차를 확연히 줄여가는 모습을 보이고 있다. 과거 애플과 에픽 게임즈의 소송전에서 밝혀진 바에 따르면 마이크로소프트는 엑스박스 판매 시마다 적자를 기록 중이다. 추후 생태계가 앱스토어/플레이스토어와 같이 견고해진다면 이익을 창출 할 수 있겠지만 현재 Xbox는 동사의 수익에 기여하지 못하고 있는 것으로 보인다.

**MS는 무엇을 계획하고 있을까?**

**1) 플랫폼**

당사는 마이크로소프트의 액티비전 블리자드 인수가 플랫폼으로써의 입지 구축에 1차적 목표가 있다고 판단한다. PC게임 플랫폼 1위인 스팀의 아성을 흔들고자 에픽과 마이크로소프트는 플랫폼 수수료를 12%로 파격 인하했음에도, 1위 사업자의 점유율은 오지부동이었다. 게임패스와 Xbox의 적자에도 불구하고 액티비전 블리자드(AB)를 거금에 인수한 것은, AB 게임의 게임패스 도입이 안착된 후 플랫폼으로써 스팀과 본격적으로 경쟁하기 위함으로 해석된다.

**2) 클라우드**

마이크로소프트에 따르면 엑스박스 클라우드 게이밍 이용자는 올해 초 1천만명에서, 현재 10개월만에 약 2배 가까이 증가해 게임패스 이용자 대부분이 사용 중으로 보여진다. 이는 지난 5월 에픽게임즈와의 파트너십을 체결하며 엑스박스 클라우드 게이밍을 통한 포트나이트 도입이 주요했다고 판단된다. 이를 통해 고전하던 MS의 클라우드 게이밍 산업은 이용자 측면에서 성장 궤도에 올랐으며, 다음 스텝은 소비자가 열광할 수 있는 게임 콘텐츠의 가짓수 확대가 될 것이다.

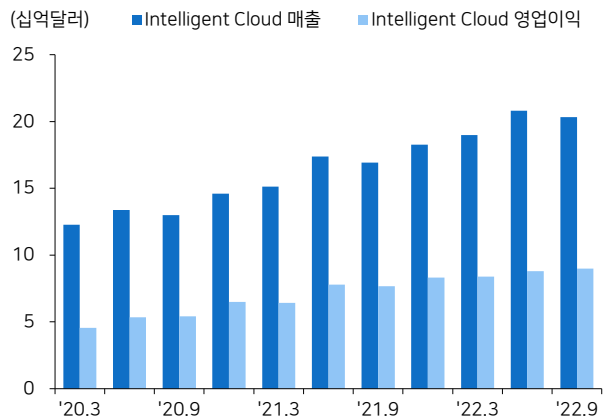
B2C 게임 산업의 낮은 이익성을 고려했을 때 결국 마이크로소프트 또한 B2B 영역에 해당하는 클라우드를 통해 수익을 창출할 것으로 보인다. 고사양의 게임 실행을 위한 고객들의 비용 부담이 커지는 상황에서, 더 넓은 소비자에게 더 고도화된 그래픽을 제공하며 서비스하기 위해서는 클라우드 게이밍 서비스가 불가피하다. 이는 엑스박스 뿐 아니라 다수의 게임사가 동사의 주요 사업에 해당하는 클라우드 서비스에 향후 더욱 중속될 가능성이 높음을 의미한다.

**그림12 엑스박스 클라우드 게이밍을 성장 궤도에 올린 핵심 콘텐츠, 포트나이트**



자료: Epic Games

**그림13 마이크로소프트의 클라우드 부문 매출/영업이익**



주: Azure 외 Server products, Enterprise Services 포함  
 자료: Microsoft, 메리츠증권 리서치센터



**글로벌 M&A 자금이 가리키는 방향 또한 PC/콘솔을 향해**

액티비전 블리자드를 제외하더라도 마이크로소프트의 게임사 투자는 PC/콘솔에 집중되어 왔다. 이 뿐만 아니라 과거 상대적으로 모바일 게임사 위주로 투자해 온 텐센트 또한 최근 PC/콘솔 게임사 위주로 대형 투자를 이어오고 있다. 이러한 글로벌 빅테크 업체들의 자금 흐름은 PC/콘솔 게임에서 성과를 내는 업체들의 몸값이 상승할 것임을 유추하게 해준다.

발표 일자	국가	인수대상 기업	대표게임	장르	플랫폼	비고
2022-01-18	미국	액티비전 블리자드	World of Warcraft	MMORPG	PC	68.7B 달러에 100% 인수, 반독점 승인 과정 진행 중
2020-09-21	미국	ZeniMax Media Inc				7.5B 달러에 100% 인수
		ZeniMax 산하 스튜디오	Bethesda Game Studios	The Elder Scrolls	액션 RPG	모바일, PC/콘솔
			id Software	DOOM Eternal	FPS	PC/콘솔
			Arkane Studios	Dishonored	액션 어드벤처	모바일, PC/콘솔
			Machine Games	Wolfenstein	FPS	모바일, PC/콘솔
			Tango Gameworks	The Evil Within	호러 서바이벌	모바일, PC/콘솔
		Alpha Dog Games	Mighty DOOM	아케이드 액션	모바일	
2019-06-09	미국	Double Fine Productions	Psychonauts	플랫폼 어드벤처	PC/콘솔	
2018-11-10	미국	inXile Entertainment	Wasteland	RPG	PC/콘솔	
	미국	Obsidian Entertainment	The Outer Worlds	액션 RPG	PC/콘솔	
2018-06-11	영국	Ninja Theory	Hellblade	액션 어드벤처	PC/콘솔	
	미국	Undead Labs	State of Decay	호러 서바이벌	PC/콘솔	
	캐나다	Compulsion Games	We Happy Few	호러 서바이벌	PC/콘솔	
	영국	Playground Games	Forza Horizon	레이싱	PC/콘솔	
2018-01-29	미국	PlayFab Inc	클라우드 기반 라이브게임 백엔드 플랫폼			Azure에 통합해 서비스 중

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

유형	발표 일자	국가	인수/투자 대상 기업	대표게임	장르	플랫폼	비고
투자	2022.08.31	일본	FromSoftware Inc	Elden ring	액션 RPG	PC/콘솔	소니 14%, 텐센트 16% 인수, 총 거래규모 260M 달러
투자	2022.08.10	한국	로얄크로우	크라운즈	FPS	PC	이전 서든어택 개발인력
투자	2022.08.04	프랑스	유비소프트 엔터테인먼트	Assassin's Creed	오픈월드 액션	PC/콘솔	Guillemot Brothers Ltd (유비소프트 15% 보유) 지분 49.9% 인수
인수	2022.02.25	체코	Fulqrum Games SA	Men of War	실시간 전략	PC	
인수	2021.12.17	미국	Turtle Rock Studios Inc	Back 4 Blood	FPS	PC/콘솔	
투자	2021.11.18	영국	Playtonic Ltd	Yooka-Laylee	오픈월드 플랫폼	PC/콘솔	
투자	2021.10.08	폴란드	Bloober Team SA	The Medium	호러	PC/콘솔	
투자	2021.07.20	독일	Keen Games GmbH & Co KG	Portal Knights	서바이벌 액션	PC/콘솔	
인수	2021.07.19	영국	Sumo Group PLC	Sackboy: A Big Adventure	3D 플랫폼 어드벤처	PC/콘솔	1.27B 달러에 100% 인수
인수	2021.07.19	스웨덴	Stunlock Studios AB	Battlerite	배틀 아레나	PC/콘솔	
인수	2021.06.24	프랑스	Voodoo SAS	Helix Jump	하이퍼 캐주얼	모바일	
인수	2021.06.22	독일	Yager Development GmbH	Spec Ops: The Line	TPS	PC/콘솔	
투자	2021.01.28	프랑스	Dont Nod Entertainment SA	Tell Me Why	어드벤처	PC/콘솔	
투자	2021.01.28	한국	이키나게임즈	오더제로	로그라이크 슈팅	모바일	
인수	2021.01.22	캐나다	Klei Entertainment Inc	Don't Starve	서바이벌	모바일, PC/콘솔	
투자	2020.09.17	핀란드	Everywear Games OY	Merge Mansion	퍼즐	모바일	
인수	2020.08.27	홍콩	Leyou Technologies	Warframe	TPS	PC/콘솔	1.3B 달러에 100% 인수
인수	2020.07.14	노르웨이	Funcom Se	Conan Exiles	서바이벌	PC/콘솔	148M 달러에 99% 인수
인수	2020.06.02	체코	Bohemia Interactive AS	DayZ	멀티플레이어 서바이벌	PC/콘솔	
투자	2020.02.26	미국	로블록스	로블록스	메타버스	모바일, PC/콘솔	19.05 JV 발표, 21.07 로블록스 중국 버전 LuoBuLeSi 출시, 22.01 서비스 중단
투자	2020.01.07	일본	Platinumgames Inc	Bayonetta	액션 어드벤처	PC/콘솔	
인수	2019.06.10	스웨덴	Sharkmob AB	Vampire: The Masquerade	배틀 로얄	PC/콘솔	
투자	2019.01.09	스웨덴	Fatshark AB	Warhammer: Vermintide 2	FPS	PC/콘솔	
투자	2018.08.10	한국	크래프톤				13.53% 지분 보유
투자	2018.02.09	중국	Shanda Games	The Legend of Mir	MMORPG	PC/모바일	현 성취게임즈

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

**2023년 Must have 게임주는 펠어비스와 엔씨소프트**

당사는 앞서 살펴본 글로벌 게임 산업의 변화를 근거로 2023년 이후에도 PC/콘솔 시장이 국내 게임사의 성장을 결정하는 주요한 요소가 될 것으로 본다. 과거 한국 엔터와 드라마 산업이 각각 유튜브, 넷플릭스를 통해 글로벌 산업에 편입된 것과 마찬가지로 국내 게임사도 2023년을 기점으로 글로벌 플랫폼에 편입될 것으로 예상한다.

이에 걸맞는 사업자 선택을 위해서는 2023년 1) PC/콘솔 시장에서 2) 인게임 BM 구조를 선택한 게임 선정이 필요하다. 상기 조건을 충족하는 펠어비스(붉은사막), 엔씨소프트(프로젝트TL)를 추천한다.

**우려 1) 국내 게임사가 글로벌 시장에서 성공할까**

국내 게임사가 출시한 게임이 글로벌 시장에서 통할 수 있을지에 대한 투자자들의 우려가 존재하나, 당사는 긍정적으로 판단한다. 국내 재미있는 MMORPG였던 <로스트아크>는 아마존의 퍼블리싱과 만나 글로벌 역대 동시접속자 수 기준 2위에 오른 게임이 되었으며, 1위는 또 다른 국내 게임사 크래프톤의 <배틀 그라운드>가 차지하고 있다. 이를 비롯하여 최근 GOTY에 언급되고 있는 네오위즈의 <P의 거짓>등 당사는 그간 국내 게임업체들이 내수 시장에서 충분한 이익을 취득할 수 있었기 때문에 국내 시장에 집중해 온 것이라고 판단한다.

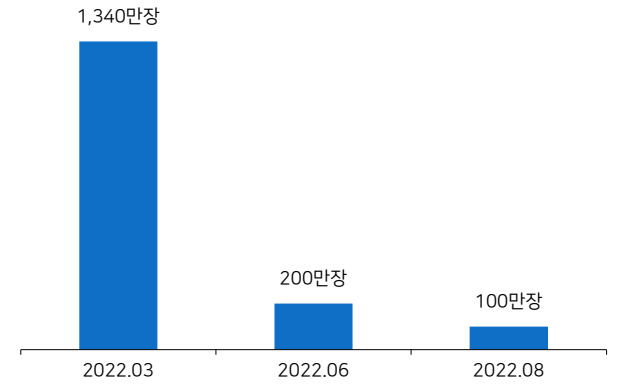
당사는 패키지 판매 구조에 해당하는 크래프톤(칼리스트 프로토콜)과 네오위즈(P의 거짓)에 대해 보수적 의견을 지닌다. 이는 싱글 플레이 구조는 PER을 사용하기 어렵다고 판단하기 때문이다. 2022년 가장 많은 패키지 판매량을 기록한 <엘든링>의 경우 지난 2월 출시 이후 8월까지 1,640만장이 팔렸는데 이 중 1분기, 출시 후 약 40일간 판매량이 1,340만장 이상으로 대부분을 차지했다. 이처럼 단기간 판매 후 연속적인 수익이 창출되지 않는 구조로 인해 당사는 싱글 플레이 게임은 PER을 적용하기 어렵다고 판단한다.

**표4** 아마존 퍼블리싱한 로스트아크, 역대 2위 동점 달성

순위	게임명	개발사	All-time peak 동시접속자 수 (명)
1	PUBG: BATTLEGROUNDS	크래프톤	3,257,248
2	Lost Ark	스마일게이트 RPG	1,325,305
3	Counter-Strike: Global Offensive	Valve	1,308,963
4	Dota 2	Valve	1,295,114
5	Cyberpunk 2077	CD Projekt RED	1,054,388
6	ELDEN RING	FromSoftware	953,426
7	New World	Amazon Game Studios	913,634
8	Apex Legends	Respawn Entertainment	511,676
9	Valheim	Iron Gate	502,387
10	Terraria	Re-Logic	489,886

자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

**그림14** 2월 출시 후 8월까지 1,640만장 팔린 엘든링, 1Q 1,300만장 이상 팔려



자료: Bandai Namco, 메리츠증권 리서치센터

우려 2) 글로벌 시장에서 인게임 BM 구조가 성공할까?

투자자들이 우려하는 또 다른 부분은 패키지 판매가 익숙한 PC/콘솔 시장에서 인게임 BM(F2P&부분 유료화) 구조가 성공할 수 있을지 여부다. 당시는 이 또한 성공할 것으로 예상된다. 에픽게임즈의 <포트나이트>는 F2P로 부분 유료화 모델을 택한 게임이다. 지난 2018.03~2020.07 사이 매출은 약 2조원에 달했는데, 시장의 선입견과는 달리 해당 매출의 절반인 1조원이 콘솔에서 발생했다.

넥슨 개발자 컨퍼런스를 통해 발표된 내용에 따르면, 게임패스 구독자들은 타 사용자 대비 패키지 게임, 부분 유료 게임을 포함한 모든 항목에서 평균 50% 이상의 비용을 더 지출하고 있다. 국내 대비 약 6배에 달하는 북미 시장 내 구독 모델에 기반한 인게임 BM 구조가 이미 자리를 잡고 있는 것으로 보인다.

**결론: 4%에서 25% 시장으로**

게임 시장의 다음 스텝이 VR/AR이며 코로나 기간 다량으로 보급된 콘솔 현황을 고려했을 때 게임 시장 성장의 축은 PC/콘솔로 회귀할 가능성이 높아 보인다. 국내 게임사 또한 그간 집중해 온 모바일 보다는 PC/콘솔 게임을 통해 글로벌 사업자로 발돋움하는 시기가 될 것으로 생각된다. 4%에 해당하는 내수에서 25%를 차지하는 북미로 진출하는 첫 걸음이라는 점에서 주목해야 할 시점이다.

투자 우선순위를 PC/콘솔 부분 유료화 게임>PC/콘솔 싱글플레이>모바일 게임>퍼블리셔로 제시한다. 엔터/드라마가 유튜브/넷플릭스에 편입되며 시장의 규모가 크게 성장했던 것과 같이 게임사들의 글로벌 플랫폼 편입은 향후 5년간 국내 게임 시장 흐름의 가장 큰 축이 될 것이다.

현재	글로벌화 성공		내수 집중	
	엔터	드라마	게임	영화
~2015	중국이 가장 중요했던 시기			
2016	THAAD			
2017 2018 2019 2020 2021	<b>Youtube</b> 방탄, 미국수상 → SM, YG, JYP Valuation 상승	<b>Netflix</b> Asia 진출/<킹덤> → 국내 드라마 수요 ↑ → Valuation 상승	내수 시장에 특화된 BM으로 진화	
2022	↓ 북미/유럽 등 서구권 시장 내 K-POP 안착 성공	↓ <오징어 게임> 비영어권 최초 에미상 6관왕 석권	↓ 위기	
2023			Steam, Game Pass 등 글로벌 PC/콘솔 시장 진입기	
지난 5년간 산업변화	<ul style="list-style-type: none"> <li>중국시장 달렸으나 유튜브로 북미/유럽 등 신시장 개척에 성공</li> <li>지난 5년간 상위 5개사 기준 앨범 판매량 6배 증가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>중국 판권 시장 달렸지만 NFX 아시아 진출로 국내 드라마 판권시장 더 큰 규모로 성장</li> <li>평균 드라마 판권 가격 5년간 3.4배 증가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>리니지 라이크류 인기로 국내를 비롯 대만/일본 등 인접국 위주 성장, 최근은 거의 국내</li> <li>1H22부터 국내를 비롯 글로벌 모바일 게임 시장 축소 중</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>일부 예술 영화, 국제 영화 시상작 제외, 대부분 수익이 국내 Box Office 통해 창출되는 구조</li> <li>콘텐츠 제작 인력 다수가 드라마 산업으로 이동한 상황</li> </ul>

자료: 메리츠증권 리서치센터

**Strategy Idea**

본 자료의 원본은 2022년 11월 3일 발간된 [2023년 전망 시리즈 8 - 은행: 건전한 은행이 온다] 임



▲ **은행**  
Analyst **조아해**  
02. 6454-4870  
like.cho@meritz.co.kr

2023년 전망 시리즈 8 (해설판)  
**[은행] 건전한 은행이 온다**

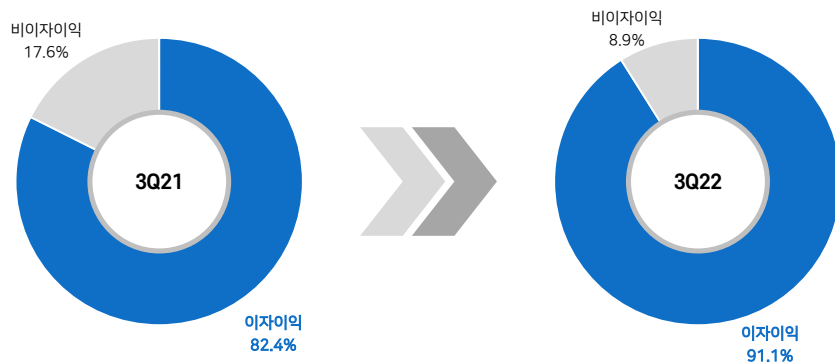
- ✓ 현재 KRX은행 지수는 연초대비 -20.2%를 기록하며 기준금리와 궤를 달리하고 있는 상황. 원인은 장단기 금리차 축소. 실제로 지난 20년간 대내외 경기 불확실성 증대에 따른 장단기 금리차 축소 시기에 은행주는 조정을 경험
- ✓ 경기침체 시기에는 은행들의 건전성에 대한 우려가 투자심리를 지배. 과거 위기 사례를 살펴보면, 은행들의 실적 악화 주요 요인은 대손비용률 상승, 자본비율 하락 등 건전성 지표 훼손
- ✓ 은행을 둘러싸고 있는 대내외 환경이 저금리 시대와 다르다는 점에서 건전성 지표 악화 가능성은 인정하나, 은행들의 기초 체력이 본질적으로 과거와 다르다는 점에 초점이 필요. 내년 경기침체가 발생하더라도 대손비용률 상승은 과거 유사 상황과 비교해 제한적 수준에 그칠 것으로 예상
- ✓ 향후 은행 Valuation은 1) 경기 불확실성 속 자산건전성 관리 역량 기반 안정적인 이익 개선세 지속과, 2) 주주환원정책의 지속 가시성 제고를 통해 회복세를 이어갈 전망

**은행주 주가는 무엇으로 움직이는가**

**기준금리 인상은 은행들의 NIM 개선으로**

통상 기준금리 인상은 은행들에게 호재다. 은행들이 전반적으로 양호한 3Q22 실적을 발표한 것도 이와 같은 배경이다. 작년 은행의 실적 개선세를 이끌었던 부문은 비은행, 즉 비이자이익이었으나, 현재는 이자이익이 핵심이다. 은행의 총영업수익에서 이자이익 비중은 3Q22 기준 91.1%로 전년 대비 8.6%p 증가하였다.

그림1 **은행 총영업수익 Breakdown: 3Q21 vs. 3Q22**



주: 커버리지 합산 기준  
자료: 각 사, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

이자이익 증가의 주요 원인은 높은 순이자마진(이하 NIM) 개선이다. 은행 NIM은 기준금리와 연동된다. 작년 하반기부터 상승세로 전환된 기준금리 추이는 은행들의 실적에 있어 긍정적인 요인으로 작용하고 있다.

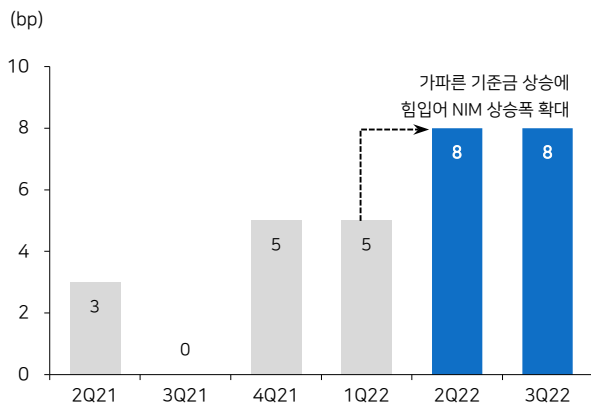
은행들의 단순 평균 NIM은 2Q22에 이어 3Q22에도 전분기대비 다시금 8bp 상승하였다. NIM 상승세에 힘입어 은행들의 3Q22 누적 이자이익은 전년동기대비 19.5% 증가하며 견조한 성장세를 기록하였다.

은행들의 NIM 상승 모멘텀은 여전히 유효하다. 연준의 긴축 기조 강화로 여전히 한국은행의 기준금리 인상 여력이 남아있는 상황이다. 당사는 기준금리에 대해 올해 연말까지 3.25%, 1Q23에는 3.50%까지 상승할 것으로 전망하고 있다.

물론 상승폭은 상반기에 비해 완만해질 것으로 예상된다. 1) 작년부터 진행되었던 기준금리 인상분에 대해 예금금리 리프라이징 주기가 도래되고 있는 가운데, 2) 8월부터 시행된 은행들의 예대금리차 비교 공시가 은행 간 금리 경쟁을 촉진하고 있기 때문이다. 실제로 최근 은행들의 수신금리 인상폭이 기준금리 인상폭보다 높아지기 시작하였다. 지난 8월 이후 은행들이 연이어 수신 금리 인상 및 대출 금리 인하를 단행하였다.

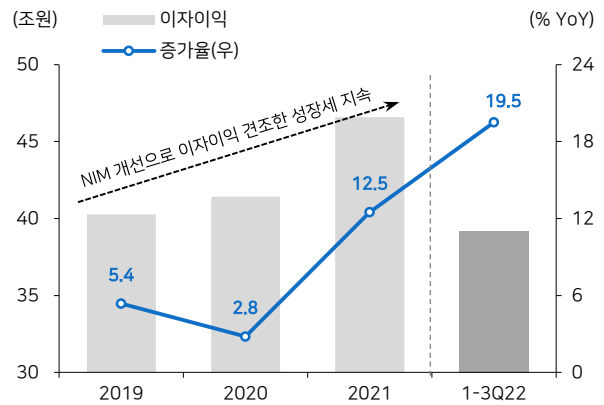
다만 둔화된 NIM 상승폭을 고려해도 은행들의 이자이익 증가세는 지속될 것이다. 은행들의 NIM을 4bp 상승 및 대출성장률을 2%로 가정 시, 이자이익은 4.5% 증가할 수 있다.

그림2 국내은행: NIM 전분기대비 증감



주: 커버리지 은행 단순평균 기준  
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내은행: 은행 이자이익 추이



주: 커버리지 은행 이자이익 합산 기준  
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터



### NIM 개선과 은행주 주가의 디커플링 원인

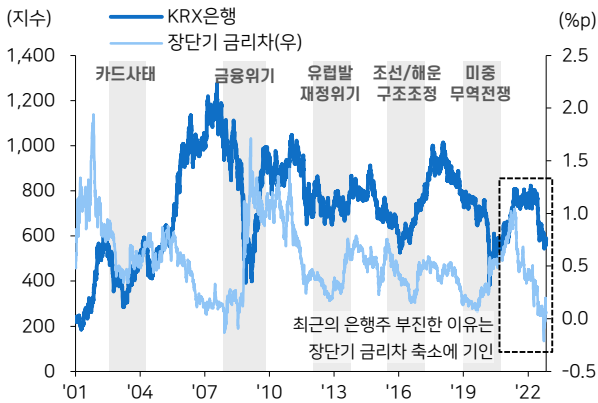
기준금리 인상으로 은행들의 NIM 개선되고 있음에도, 현재 은행주 주가는 부진하다. KRX은행 지수는 연초대비 20.2% 하락했으며 미국의 BKX은행 지수도 20.7% 하락하였다(11/2일 기준).

기준금리와 은행주의 디커플링은 장단기 금리차 축소가 원인이다. 일반적으로 경기선행지표인 장단기 금리차 축소 및 역전 현상은 경기침체의 전조로 해석된다. 실제로 지난 20년간 장단기 금리차 축소 시기에는 대내외 경기 불확실성이 증대됨에 따라, 국내/미국 은행주 모두 조정을 거쳤다.

대표적으로 1) 2003년 당시 카드사태, 2) 2008년 금융위기, 3) 2012년 유럽발 재정위기, 4) 2015~2016년 (국내) 조선/해운업 구조조정, Brexit 이슈, 중국 등 신흥국 리스크 부각, 5) 2019년 미중 무역전쟁 등을 들 수 있다.

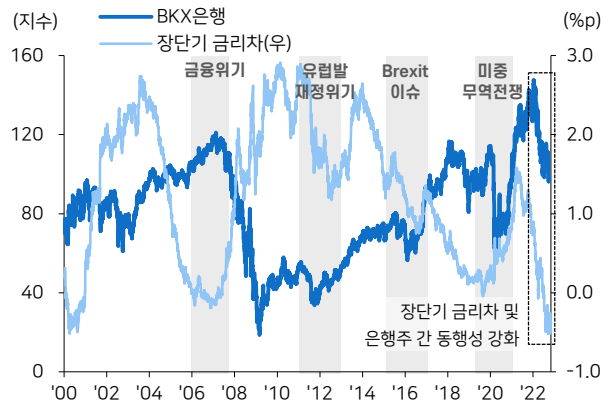
현재 보여지는 장단기 금리차 축소 또한 앞선 사례와 같이 경기침체 가능성으로 인지되고 있다. 국내 장단기 금리차는 작년 말 0.90%p에서 올해 10월 7일 -0.06%p로 역전된 상황이다. 미국 장단기 금리차 또한 작년 말 0.78%p에서 10월 7일 -0.43%p로 역전되었다.

그림6 한국 장단기금리차 vs. KRX은행



주: 장단기 = 10년물 - 3년물  
 자료: 한국은행, QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 장단기금리차 vs. BKX은행



주: 장단기 = 10년물 - 2년물  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 과거 장단기 금리차 축소는 은행 실적 악화를 함의

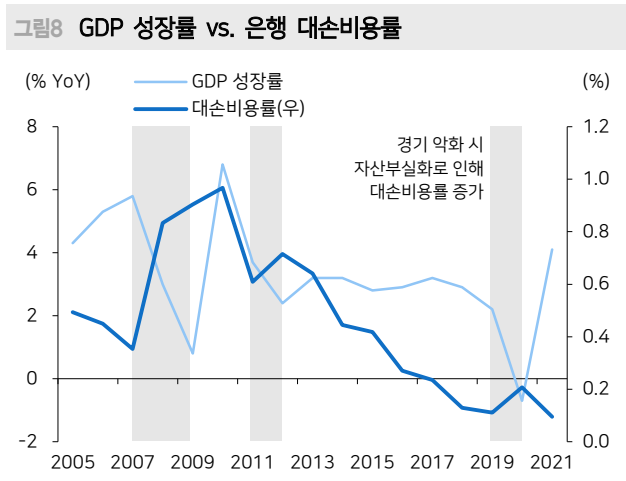
장단기 금리차와 은행주들의 동행하는 이유는 은행들의 이익이 경기와 비례하는 구조를 띄고 있기 때문이다. 은행의 이익은 이자이익은 1) 대출 성장률과 2) NIM, 그리고 비용의 주 요인인 3) 대손충당금(Credit cost)으로 결정된다. 1) 대출 성장률은 경기 회복 시기에 대출 수요가 증가한다는 점에서 경기와 동행하며, 2) NIM도 경기 회복 시기에 은행들이 상대적으로 고위험 대출 취급을 확대함으로써 개선

되는 흐름을 가지고 있는 반면, 3) 대손충당금은 경기 악화 시 자산 부실화 등으로 인해 적립된다는 점에서 경기와 부(-)의 관계를 지니고 있다.

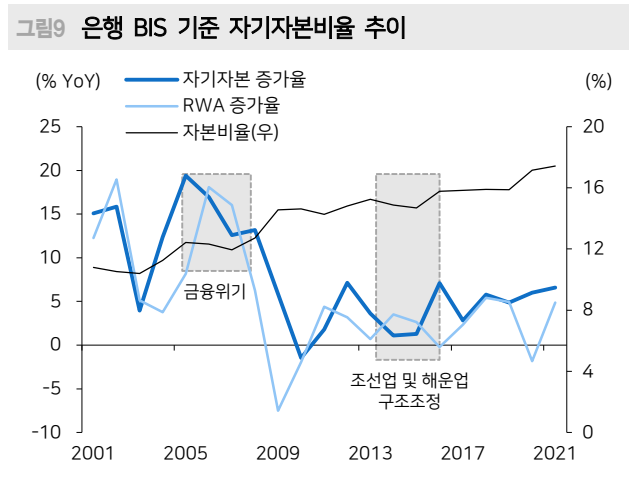
이와 같은 관점에서 경기 둔화 가능성을 내포하고 있는 장단기 금리차 축소는 은행들에게 있어 1) 대출 성장률 둔화, 2) NIM 악화, 3) 대손비용률 상승을 뜻하기에 실적 악화로 해석할 수 있다.

경기침체 시기에는 은행들의 실적 중 건전성에 대한 우려가 보다 부각된다. 과거 사례를 살펴볼 시 은행들의 실적 악화에 주요 요인으로 대손비용률 상승, 자본비율 하락 등 건전성 지표 훼손이었던 때문이다.

2008년 금융위기, 2015년 조선·해운업 구조조정, 2020년 코로나19 시기 은행들은 1) 경기 대응 목적 하 선제적으로 대손충당금을 적립함에 따라 실적 악화를 경험하였으며, 2) 이익 훼손은 자본비율 하락으로도 이어짐에 따라 실물경제의 악순환을 불러일으키기도 했다.



주: 시중은행 및 지방은행 합산 기준  
 자료: 한국은행, FISIS, 메리츠증권 리서치센터



자료: 금감원, FISIS, 메리츠증권 리서치센터



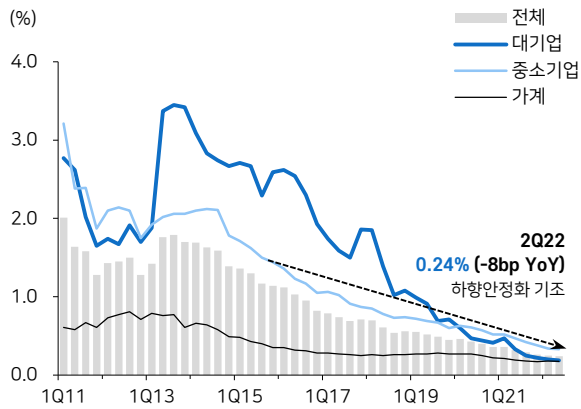
## 불건전한 시대를 이겨낼 건전한 은행

### 여전히 양호한 은행 자산건전성 지표

현재까지 은행의 자산 건전성은 양호하다. 1) 2Q22 기준 시중은행 NPL비율은 전년동기대비 8bp 하락한 0.24%로 역사적 저점이며, 2) 금감원이 발표한 7월 연체율은 전년동월대비 5bp 개선된 0.22%로 하락세가 지속되고 있고, 3) 한국은행이 발표한 7월 어음 부도율 및 부도 업체는 각각 0.01% 및 8개로 여전히 낮다.

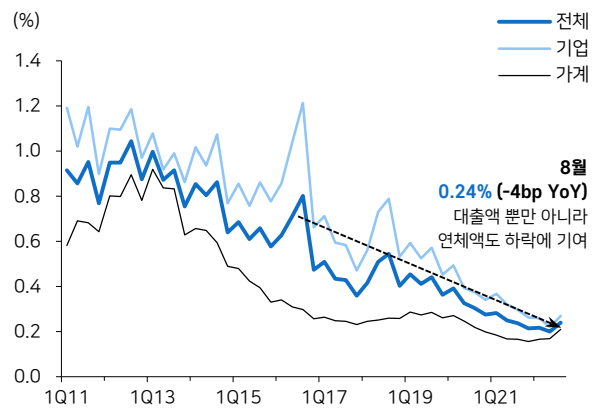
은행들의 대손비용률 또한 여전히 코로나19 이전보다 낮은 수치이다. 3Q22 대손비용률은 전분기 코로나19 관련 선제적 대손충당금 적립 요인이 소멸됨에 따라 개선세를 시현하였다.

그림10 은행 NPL비율 추이



주: 시중은행 및 지방은행 기준  
 자료: 한국은행, FISIS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 은행 연체율 추이



자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

표3 은행 대손비용률 추이

(%)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	(%p YoY)	(%p QoQ)
KB금융	0.25	0.29	0.22	0.29	0.2	0.25	0.2	0.54	0.15	0.31	<b>0.27</b>	0.07	(0.04)
신한지주	0.35	0.65	0.27	0.4	0.22	0.2	0.21	0.46	0.26	0.37	<b>0.24</b>	0.03	(0.13)
하나금융	0.13	0.41	0.22	0.35	0.11	0.13	0.1	0.15	0.19	0.27	<b>0.18</b>	0.08	(0.09)
우리금융	0.17	0.48	0.2	0.26	0.18	0.07	0.13	0.17	0.2	0.38	<b>0.14</b>	0.01	(0.24)
기업은행	0.39	0.85	0.7	0.57	0.29	0.32	0.46	0.36	0.4	0.68	<b>0.27</b>	(0.19)	(0.41)
BNK금융	0.41	0.48	0.65	0.59	0.49	0.3	0.41	0.42	0.51	0.45	<b>0.3</b>	(0.11)	(0.15)
DGB금융	0.4	0.62	0.43	0.57	0.33	0.2	0.24	0.3	0.31	0.31	<b>0.37</b>	0.13	0.06
JB금융	0.3	0.52	0.4	0.69	0.2	0.34	0.45	0.28	0.32	0.51	<b>0.54</b>	0.09	0.03
합계	<b>0.27</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.38</b>	<b>0.21</b>	<b>0.21</b>	<b>0.22</b>	<b>0.38</b>	<b>0.23</b>	<b>0.37</b>	<b>0.24</b>	<b>0.02</b>	<b>(0.13)</b>

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

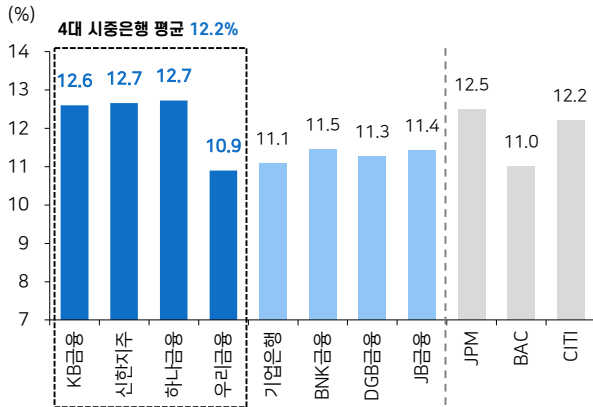
### 달라진 체력, 달라질 실적

가계, 기업 부문의 본질적 우려, 코로나19 기간 중 전개된 금융지원 정책 종료 영향 등 고려 시 건전성 지표 악화 가능성은 인정된다. 그러나 은행의 달라진 체력은 과거와는 다른 결과를 실적으로 입증할 것이다.

- 1) 현 은행들은 2008년 금융위기 당시에 비해 높아진 자본비율을 지니고 있으며,
- 2) 2015년 조선/해운업 구조조정에 비해 대기업 대출 비중이 10%로 낮아졌으며,
- 3) 금융지원 정책들로 인해 아이러니하게 은행 내 양질의 자산이 확대되었으며,
- 4) 보수적인 가정 하 대손충당금을 추가 적립함으로써 NPL 커버리지 비율이 221%(대손준비금 포함 시 538%)까지 증가하였다.

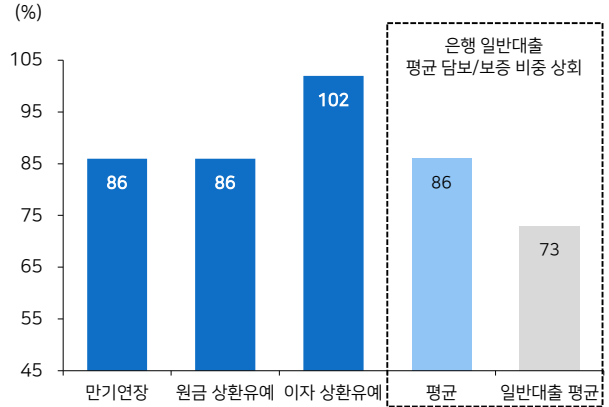
과거 장단기 금리 역전 상황과는 다른 결과를 전망하는 이유이다.

그림12 은행 CET-1 자본비율: 국내 vs. 미국



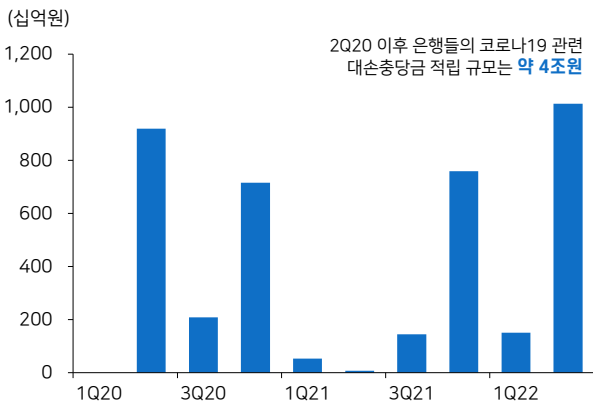
주: 3Q22 기준  
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 은행 연장대출 종류별 담보/보증 비중



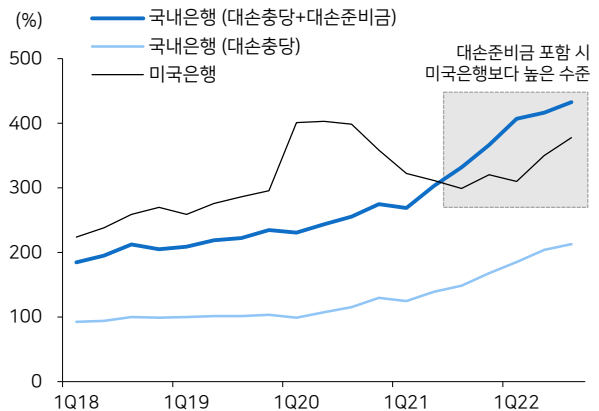
주: 21년 12월 말 기준  
자료: 한국신용평가, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림14 은행 코로나19관련 선제적 총당금 적립 추이



주: 커버리지 은행 합산 기준  
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 은행 NPL커버리지 비율: 국내은행 vs. 미국은행



주: 국내 커버리지 은행 평균 기준, 미국 JPM, CITI, BofA 평균 기준  
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

### 스트레스 테스트: 시장을 이길 건전한 선택지, 은행

현 은행들의 개선된 체력을 고려할 시, 내년 경기침체가 발생하더라도 대손비용률 상승은 과거 유사 상황과 비교해 제한적 수준에 그칠 것이다. 은행들의 대손비용률은 NPL비율, RC값 변동을 통해 상승 강도를 가늠해 볼 수 있다.

스트레스 테스트를 전개해본 결과, 대손비용률은 1) 가계 부문의 주택 가격 하락, 기업 부문의 신용경색으로 NPL비율이 30bp 상승한다해도 12bp 상승에 그치며, 2) PD값을 과거 극단적 상황에서와 같이 38bp 상승한다고 가정해도 12bp 상승하는 것으로 추정된다.

은행들의 달라진 기초 체력과 이익 창출 능력을 감안할 시, 이는 충분히 감내 가능한 수준이다. 내년 대손비용률 상승폭에 따른 은행들의 세전이익은 Best의 경우 +3.1%, Worst의 경우 -1.6%로 추정 가능하다. 세부적으로 이자이익 부문에서 대출성장률은 경사적인 수준인 4%를, NIM은 기준금리 인상 추이 감안 시 5bp 상승함을 가정하였다. NIM 3bp 상승에 그친다는 가정 하에도 Worst 상 세전이익 3.1% 감소에 그칠 것으로 추정된다.

(%)	2Q22	2023E	변동폭 (%p)
가계 부문	0.18	0.46	0.28
기업 부문	0.29	0.61	0.32
전체 합산	0.24	0.54	0.30
<b>고정이하여신 기준 대손충당금 적립률</b>			
	20% (Best)	30% (Base)	40% (Worst)
대손비용률 증가폭 (bp)	6	9	12

자료: 한국은행, FISIS, 메리츠증권 리서치센터

(%)	2015	1H22	차이(%p)		
PD 단순평균	2.43	2.05	0.38		
<b>PD 증가폭 (bp)</b>					
	22	26	30	34	38
대손비용률 증가폭 (bp)	7	8	10	11	12

자료: 신한은행, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	원화대출자산 (2022E)	NIM (1H22)	대손비용 (2022E)
KB국민은행	356,522	1.69%	(549)
신한은행	279,853	1.58%	(714)
하나은행	278,345	1.55%	(466)
우리은행	269,770	1.53%	(621)
기업은행	270,134	1.65%	(1,450)
부산+경남은행	92,335	1.98%	(284)
대구은행	48,673	1.98%	(145)
전북+광주은행	39,399	2.63%	(145)
<b>가중평균</b>	<b>283,601</b>	<b>1.65%</b>	<b>(662)</b>

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

기본 가정: 대출 4%, NIM 5bp 상승				
(십억원)	원화대출자산 (2023E)	NIM (2023E)	대손비용 (2023E)	세전이익 영향 (%)
Best: 대손비용률 +6bp	294,945	1.70%	(871)	3.1
Base: 대손비용률 +9bp			(966)	0.8
Worst: 대손비용률 +12bp			(1,060)	(1.6)
기본 가정: 대출 4%, NIM 3bp 상승				
(십억원)	원화대출자산 (2023E)	NIM (2023E)	대손비용 (2023E)	세전이익 영향 (%)
Best: 대손비용률 +6bp	294,945	1.68%	(871)	1.7
Base: 대손비용률 +9bp			(966)	(0.7)
Worst: 대손비용률 +12bp			(1,060)	(3.1)

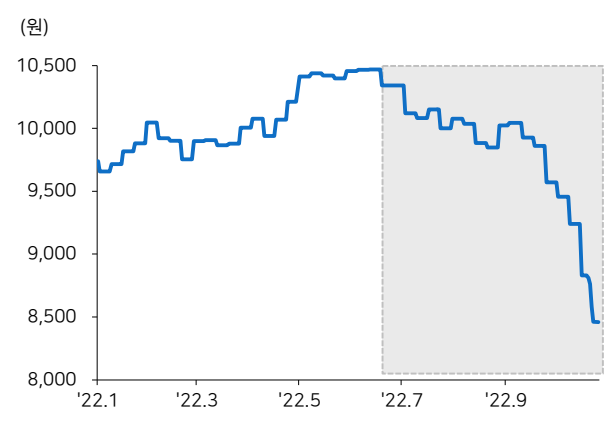
자료: 메리츠증권 리서치센터

**은행, 과거와는 달라진 펀더멘털**

은행 업종에 대해 Overweight 의견을 유지한다. 경기침체 이슈로 업종 전반적으로 이익 전망치가 하향조정되고 있다. 그러나 은행들의 실적 악화 우려는 지나치다. 내년에도 은행들의 실적은 선방함에 따라 과거와는 달라진 펀더멘털을 증명할 것이다. 1) 기준금리 인상 여력이 남아있다는 점에서 NIM 상승 추세는 지속될 것이며, 2) 회사채 금리 급등으로 기업대출 중심 양(+)의 대출성장률을 유지할 것이며, 3) 대손비용률도 선제적 적립 규모, 보수적인 대출태도 감안 시 증가폭이 제한적일 것이기 때문이다.

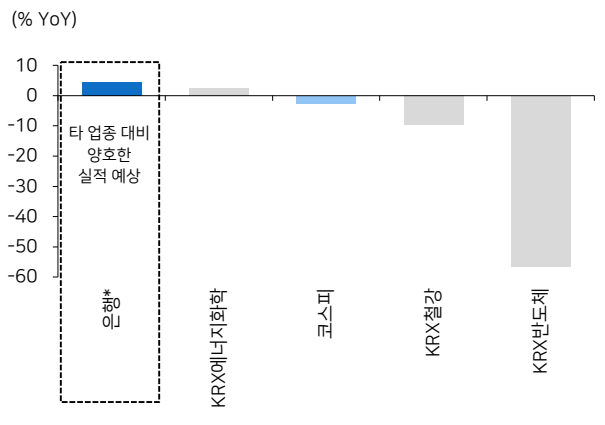
타 업종 대비 양호한 실적 예상에도 불구하고 현 은행의 PBR(FY1)은 과거 2008년 금융위기, 2015년 조선·해운업 구조조정 시기보다 낮은 0.32배(카카오뱅크 제외 시 0.30배)이다. 배당수익률 관점에서도 주가의 하방 경직성은 충분히 보장된 상황이다. 올해 예상 배당수익률은 평균 연간 8.5%, 하반기 7.3%(4대 금융지주 기준 연간 7.9%, 하반기 6.0%)으로 배당 매력이 높다.

**그림16 코스피 12개월 예상 EPS 추정치 변화**



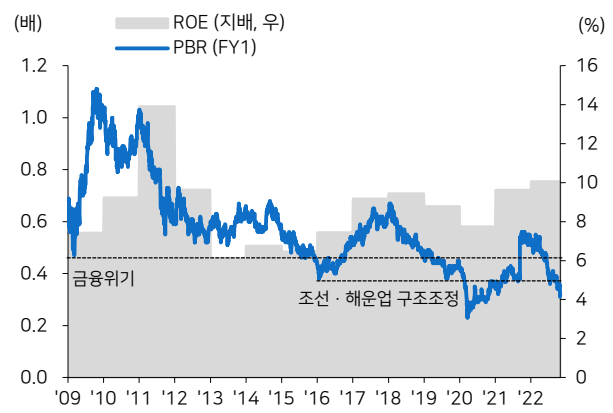
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

**그림17 은행 vs. 타 업종: 2023E EPS 증가율**



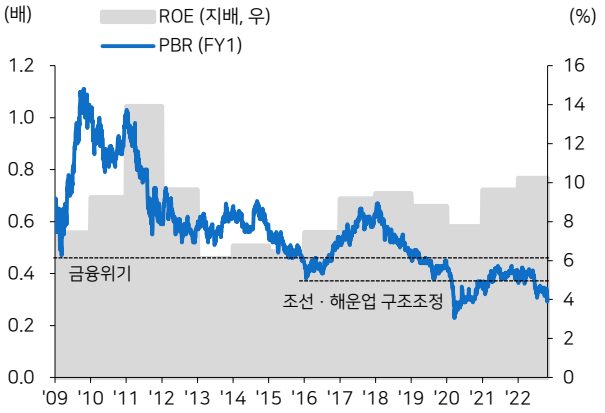
주: \* 당사 은행 커버리지 합산 기준  
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

**그림18 은행 PBR vs. ROE**



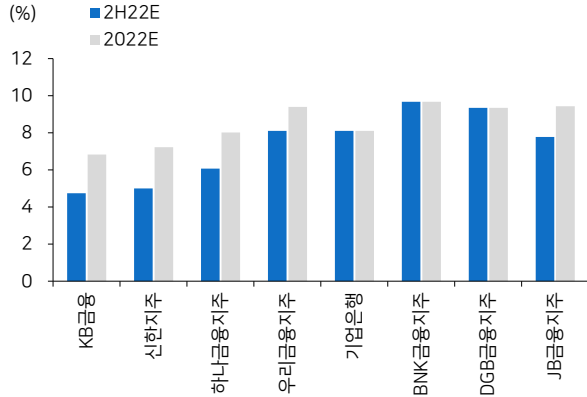
주: ROE FY1 기준  
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**그림19 은행 PBR vs. ROE (카카오뱅크 제외 기준)**



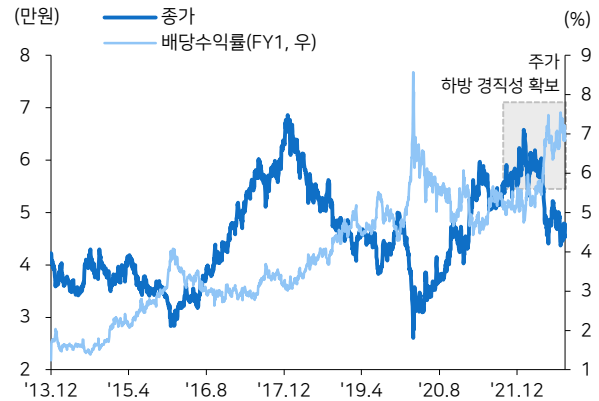
주: ROE FY1 기준  
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림20 은행 배당수익률 (FY1) 2H22E, 2022E



주: 11월 2일 증가 기준  
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림21 KB금융: 증가 및 배당수익률 (FY1)



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

**은행 Valuation 상향 요건은 주주환원정책**

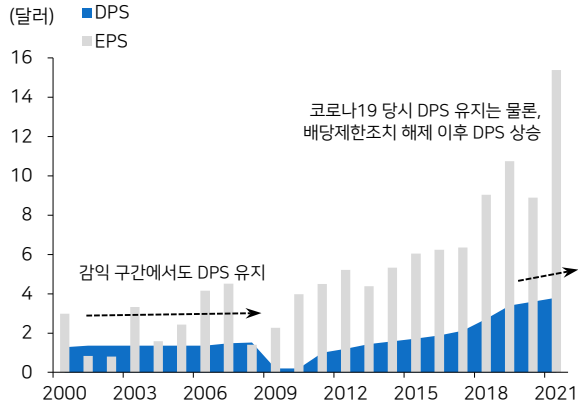
향후 은행 Valuation에 있어 1) 경기 불확실성 속 자산건전성 관리 역량 기반 안정적인 이익 개선세 지속 여부와, 2) 주주환원정책의 지속 가시성 제고가 주요 관건으로 작용할 전망이다.

은행들의 PBR은 ROE보다도 주주환원성향과 연관성이 높다. 미국은행과 국내은행 간의 Valuation Gap도 이를 통해 설명할 수 있다. 2021년 말 기준 국내은행과 미국은행(JPM, CITI, BofA) 간 ROE 차이는 1.4배이나 주주환원을 차이는 3.1배에 달하며, 이는 PBR 차이 3.5배와 비슷하다.

적극적인 주주환원정책을 실시하고 있는 대표적인 사례는 JP모건이다. 동사는 2000년대 IT버블 및 금융위기, 2020년 코로나19 시기의 EPS 감소 구간에서 DPS를 유지하였다. 이후 21년 6월 Fed의 Stress Test 결과 통과로 DPS를 0.9달러에서 1.0달러로 상향조정함으로써 주주환원 정책의 가시성을 제고하였다. 더 나아가 동사는 배당 외에도 자사주 매입을 적극 실시하고 있다. 2021년 주주환원 성향은 64.7%로 국내은행 대비해 높은 수준을 기록하고 있다.

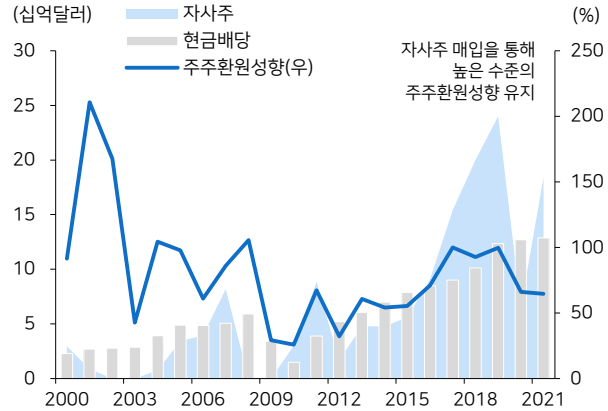
국내은행 또한 올해 초부터 분기 배당 정례화, 자사주 매입 및 소각 등을 실시하며 적극적인 주주환원 정책을 펼쳐오고 있다. 1) KB금융은 3월에 이어 5월에도 1,500억원 규모의 자사주 소각을 진행하였으며, 2) 신한지주 또한 지난 3월에 이어 10월에도 1,500억원 규모의 자사주 매입 및 소각과 함께, 총주주환원을 30% 목표를 제시하였으며, 3) 하나금융도 4월 1,500억원 규모의 자사주 소각을 진행하였다.

그림22 JPM: DPS vs. EPS



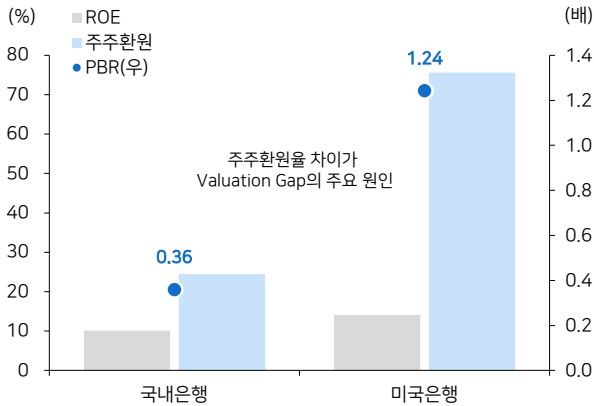
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 JPM: 자사주 매입, 현금배당액, 주주환원성향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 ROE, 총 주주환원성향, PBR: 국내은행 vs. 미국은행



주: 2021년 기준 /국내 - 커버리지 8개 은행, 미국 -JPM, CITI, BAC  
 자료: 각 사, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표8 은행 자사주 소각 내역 (2022년)

	시기	내용
KB금융	3월	1,500억원 자사주 소각
	5월	1,500억원 자사주 소각
신한지주	3월	1,500억원 자사주 매입 및 소각
	10월	1,500억원 자사주 매입 및 소각
하나금융	4월	1,500억원 자사주 소각

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

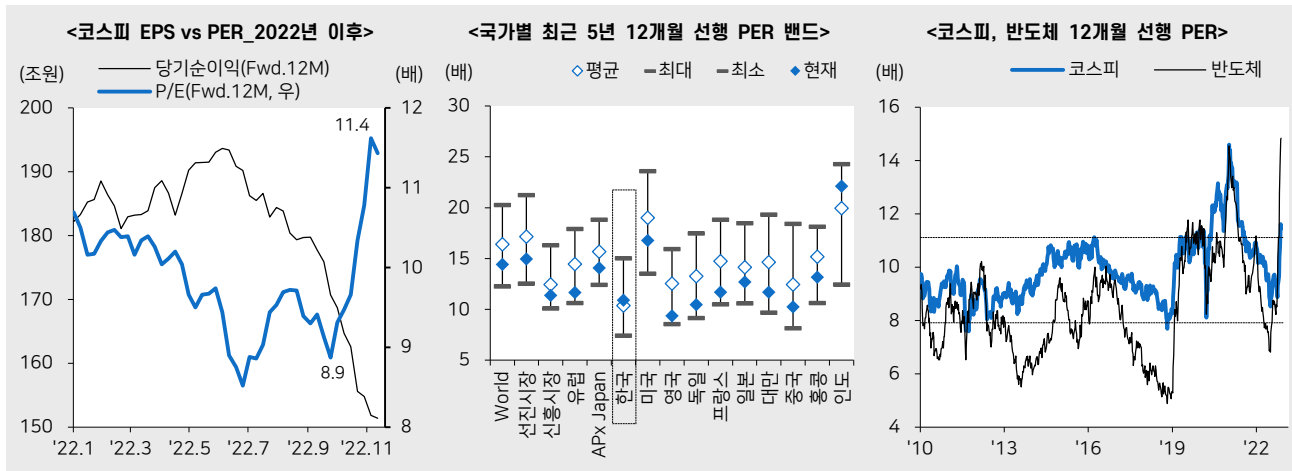
표9 연간이익 추이

(십억원)	2021	2022E	(% YoY)	2023E	(% YoY)
KB금융	4,410	4,858	10.2	5,199	7.0
신한지주	4,019	5,187	29.0	5,091	(1.8)
하나금융	3,526	3,685	4.5	3,896	5.7
우리금융	2,588	3,081	19.0	3,184	3.4
기업은행	2,412	2,578	6.9	2,729	5.9
BNK금융	791	851	7.6	890	4.6
DGB금융	503	464	(7.7)	493	6.2
JB금융	507	567	11.9	595	5.0
<b>합계</b>	<b>18,756</b>	<b>21,272</b>	<b>13.4</b>	<b>22,079</b>	<b>3.8</b>

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

**오늘의 차트** 최병욱 연구원

**글로벌 대비 빠른 코스피 PER 회복, 약간의 주의 필요**



자료: Refinitiv, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

**코스피 PER 상승  
8.9배 → 11.4배**

9월 30일 이후 코스피는 13.4% 상승하는 좋은 성과를 기록하며 연초 이후 지속된 부진을 일정부분 회복했다. 지수 상승에 코스피 12개월 선행 PER 또한 상승했는데, 9월 30일 8.9배에서 11월 18일 11.4배까지 상승했다. 주가의 상승뿐만 아니라 이익전망치가 3분기 실적발표 이후 급격히 하향조정된 것 또한 큰 이유로 보인다. 코스피 PER 상승에 대해 다른 국가와 비교, 그리고 업종별로 살펴봤다.

**현재 코스피 PER  
최근 5년 평균치 대비 높은 수준**

다른 국가와 비교했을 때 눈에 띄는 것은 현재 코스피 PER이 최근 5년 평균치보다 높은 수준이라는 것이다. 유럽은 최저치 10.7배에 가까운 11.7배를 기록하고 있으며 미국 또한 평균 19.0배 대비 낮은 16.8배를 기록하고 있다. 2021년 이후 지속적으로 좋은 성과를 기록하고 있는 인도증시를 제외하면, 한국의 현재 PER은 주요 국가 중 유일하게 평균 대비 높은 곳에 위치해있다.

**반도체, IT가전  
PER 상승에 영향**

업종별로 봤을 때는 코스피 이익전망치 하향의 주요 원인인 반도체가 큰 영향을 줬다. 9월 30일 8.2배에서 현재 14.8배까지 상승했다. 2010년 이후 반도체 업종 최대 PER이 2021년 연초 14.6배였다는 점을 고려하면 상당히 높은 수준이다. 이외에는 IT 가전 주가가 최근 한 달 24.3% 상승, 좋은 성과를 기록하면서 PER 또한 상승, 코스피 PER에 영향을 미쳤다.

**코스피 PER, 대체로 8~11배 등락  
일정수준 주의 필요**

물론 이는 이익전망치의 급격한 하락으로 인한 일시적인 현상일 가능성이 있다. 2023년이 시작되면 전년 대비 성장 예상되는 2024년 이익전망치가 반영되기 때문에 PER도 자연스럽게 낮아질 것이다. 하지만 코로나 시기를 제외한 코스피 PER이 8~11배에서 움직였다는 점을 고려해보면 현재 코스피 PER에 대해 일정 수준의 주의는 필요하다고 판단한다.

# 칼럼의 재해석 이성우 연구원

## 필립모리스, SWMA와 차세대 담배 시장 선점 도모 (VAPING360)

Philip Morris International(이하 PM)이 지난 11월 7일, Swedish Match AB(이하 SWMA) 인수 관련 기존 주주들의 83% 동의를 얻었다고 발표했다. 지난 5월 SWMA에 대한 인수협상을 첫 발표한 이후, 지분 대부분을 확보한 것이다. PM이 SWMA 인수를 추진하는 이유는 차세대 담배로의 사업 영역 확장과 미국 시장 진출을 위한 교두보로 사용하기 위함이다. 현재 글로벌 담배 업체들은 기존 담배에서 차세대 담배로 포트폴리오를 전환 중인 작업에 있는데, SWMA가 차세대 담배업체로서는 선두적인 지위에 위치하고 있기 때문이다. 특히 미국 시장 중심으로 니코틴파우치 ZYN의 판매 성장이 가파른 상황이다. PM은 이번 SWMA 인수를 통해 미국 판매 법인과 유통 인프라를 확보함으로써 미국 내 자체 판매 경로를 확보할 것으로 예상된다. 또한 24년부터는 IQOS를 SWMA 유통망을 통해 납품할 것으로 전망된다. 포트폴리오 확장에도 적극적인 상황인데, 기존 IQOS 제품뿐만 아니라 액상형 전자담배인 IQOS VEEV에 대한 PMTA(Premarket Tobacco Application)을 FDA에 제출할 것으로 발표했다. 액상형 전자담배의 경우 JUUL을 필두로 여전히 미국 내 PMTA 허가에 대한 불확실성이 있는 상황이지만, PM의 차세대 담배 종합 포트폴리오 구축은 순항 중이다.

### 필립모리스, SWMA와 차세대 담배 선점 도모

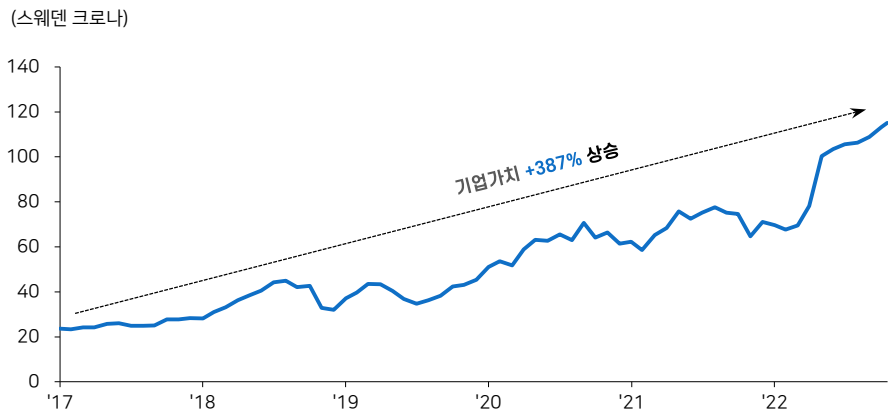
PM, SWMA 기존 주주  
83% 동의 확보

Philip Morris International(이하 PM)이 지난 11월 7일, Swedish Match AB(이하 SWMA) 인수 관련 기존 주주들의 83% 동의를 얻었다고 발표했다. SWMA는 스웨덴 다국적 담배회사로 매출 대부분이 차세대 담배에서 발생하고 있는 회사인데, PM이 지난 5월 SWMA에 대한 인수협상을 첫 발표한 이후, 지분 대부분을 확보한 것이다. 현재 인수 제안 가격은 1주당 116 스웨덴 크로나로, 달러 기준 약 160억 달러 수준으로 파악된다.

SWMA를 통해  
1) 미국 시장 진출  
2) 차세대담배 포트폴리오 확대  
계획

PM이 SWMA 인수를 추진하는 이유는 차세대 담배로의 사업 영역 확장과 미국 시장 진출을 위한 교두보로 사용하기 위함이다. 현재 글로벌 담배 업체들은 기존 담배에서 차세대 담배로 포트폴리오를 전환 중인 작업에 있는데, SWMA가 차세대 담배업체로서는 선두적인 지위에 위치하고 있기 때문이다. 특히 미국 시장 중심으로 니코틴파우치 ZYN의 판매 성장이 가파른 상황이다. 이에 따라 SWMA의 기업 가치는 지난 5년간 387% 상승했다.

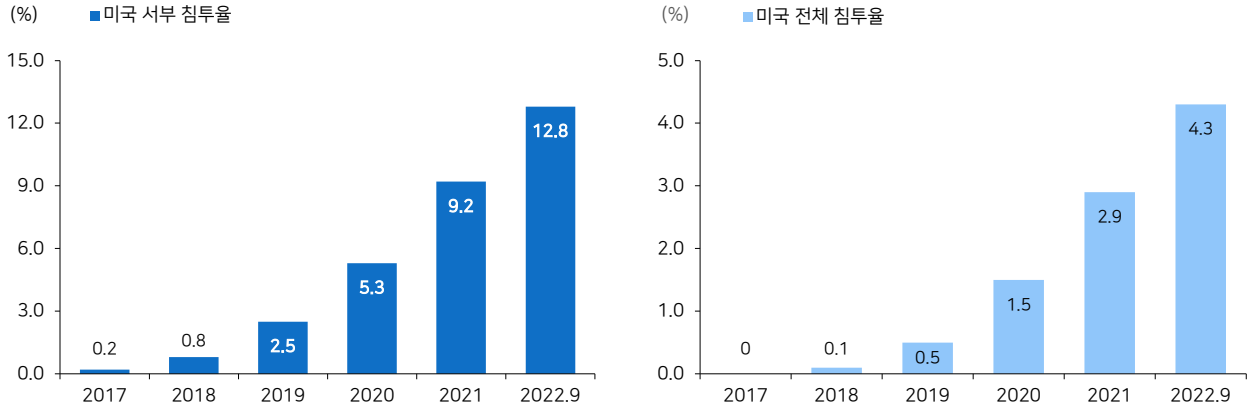
그림1 SWMA 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



그림2 미국 담배 시장 내 니코틴파우치 침투율 매년 상승, 올해 9월 기준 4.3%



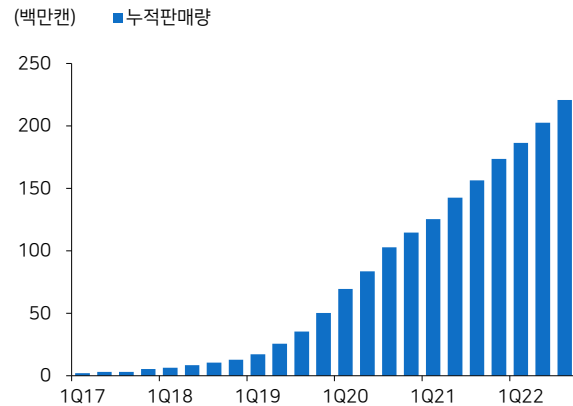
자료: Swedish Match AB, 메리츠증권 리서치센터

그림3 니코틴 파우치 제품, ZYN



자료: Swedish Match AB

그림4 미국 내 ZYN 누적 판매량 우상향 중



자료: Swedish Match AB, 메리츠증권 리서치센터

IQOS의 경우 24년부터 PM 자체적으로 미국 내에서 판매 예상

PM는 이번 SWMA 인수를 통해 미국 판매 법인과 유통 인프라를 확보함으로써 미국 내 자체 판매 경로를 확보할 것으로 예상된다. 또한 24년부터는 IQOS를 SWMA 유통망을 통해 납품할 것으로 전망된다. 이에 따라 PM은 25년까지 전체 매출 중 절반 이상을 차세대 담배 발생시킬 계획이다.

E-vapor, IQOS VEEV 포트폴리오 추가

포트폴리오 확장에도 적극적인 상황인데, 기존 IQOS 제품뿐만 아니라 액상형 전자담배인 IQOS VEEV에 대한 PMTA (Pre-market Tobacco Application)을 FDA에 제출할 것으로 발표했다. 액상형 전자담배의 경우 JUUL을 필두로 여전히 미국 내 PMTA 허가에 대한 불확실성이 있는 상황이지만, PM의 차세대 담배 종합 포트폴리오 구축은 점진적으로 확대되고 있는 상황이다.

그림5 E-Vapor 형식의 IQOS VEEV, 국내 출시는 아직 미정인 상황



자료: Philip Morris International

### 차세대 담배 시장에 집중하는 이유

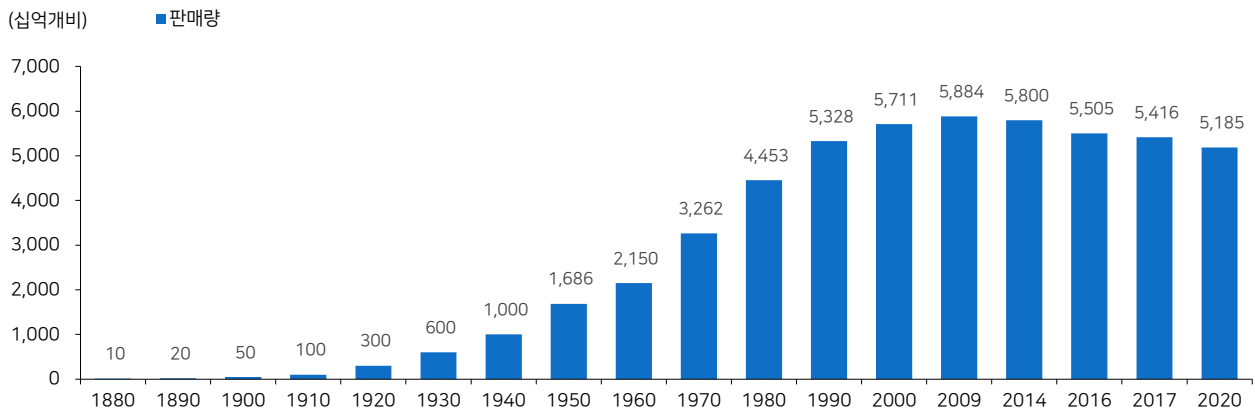
#### 차세대 담배 MRTP 승인받다

담배업체들이 차세대담배 시장에 집중하는 이유는 담배업체들의 존재와 밀접한 관련이 있다. 담배의 위해성으로 흡연율이 구조적으로 감소하는 가운데, 코로나 이후 건강 트렌드 확산 및 실내흡연 증가로 차세대 담배에 대한 수요가 증가했다. 또한 FDA의 19년 차세대 담배 8종에 대한 MRTP(Modified Risk Tobacco Product, MRTP) 승인은 담배업체들의 차세대 담배 판매에 대한 당위성을 부여했다.

#### 담배업체들 수익성에도 긍정적

담배업체들 입장에서도 차세대 담배 스틱 판매량이 증가할수록 전체 믹스마진이 개선되는 효과가 있기 때문에 성장 돌파구로 작용 중인 상황이다. 20세기 담배 제조의 증가와 함께 흡연자 수가 급증한 이후, 오늘날 담배산업은 대전환의 분기점에 놓여 있다. 담배 산업의 역동적인 변화에 주목할 필요가 있다.

그림6 전세계 담배 판매량 추이, 2010년 이후 전체 판매량 감소 추세로 전환



자료: Euromonitor, 메리츠증권 리서치센터

원문: PMI Gains Control of Swedish Match, Enters U.S. Market (VAPING360)