

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

2021. 11. 24 (수)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

2022년 전망 시리즈 2-3 글로벌 테마 전략\_  
Optimization By Pandemic (해설판)

### 오늘의 차트

4분기 실적, 전망치 하회 패턴. 2021년은?

### 칼럼의 재해석

칭화유니그룹: 중국의 반도체 자금 계획, 아직 유효한가

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**Strategy Idea**

본 자료의 원본은 2021년 11월 8일 발간된 [2022년 전망 시리즈 2-3-글로벌 테마 전략 - Optimization By Pandemic]임



▲ 글로벌 산업-테마  
Analyst **정은수**  
02. 6454-4887  
esjung@meritz.co.kr

# 2022년 전망 시리즈 2-3

## 글로벌 테마 전략\_

### Optimization By Pandemic (해설판)

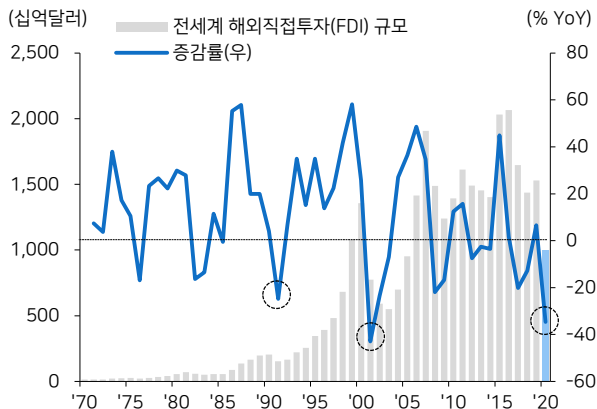
- ✓ '22년 글로벌 산업 테마: 팬데믹이 가속화 시킨 공급 효율화 지속 & 올해보다 확정적으로 회복될 일상, 리오프닝 수혜 업체 옥석 가리기
- ✓ ① Optimization in Supply: 팬데믹 발현 → 3D/2D 가속화 → 공급 효율화  
→ 공정 자동화/스마트 팩토리 업체 투자  
- 추천 종목: Advantest(6857 JP), Keyence(6861 JP)
- ✓ ② Optimization with Reopening: 1H22E까지 불확실성 잔존, 실적 안정성 + 2H22E 이후 성장성 두 마리 토끼를 잡을 업체 투자 바람직  
- 추천 종목: Realty Income(O US), Airbnb(ABNB US)

#### ① Optimization in Supply

3D=  
Deglobalization(탈세계화)  
Decentralization(탈중앙화)  
Divergence(분리)

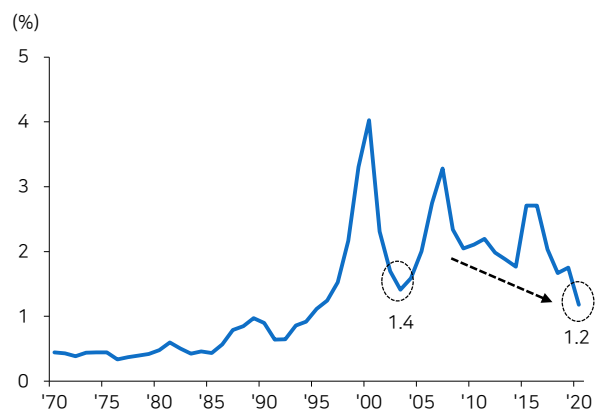
팬데믹이란 어려운 시기, '탈세계화'가 촉진됐다. '20년 전세계 해외직접투자액(FDI)은 \$999bn(-35% YoY) 기록, '05년과 유사한 수준으로 회귀했다. 이는 '01년 닷컴버블 붕괴 쇼크(-43% YoY) 이후 역사상 2번째 감소 규모다. 전세계 GDP 대비 FDI 비중 역시 '20년 1.2% 기록하며 '96년 수준으로 돌아갔다. 향후 미-중 패권분쟁 장기화는 탈세계화를 포함하는 '3D(탈세계화, 탈중앙화, 분리)'의 추가 가속화 요인으로 작용할 것이다.

그림1 연간 해외직접투자(FDI) 규모 및 증감률 추이



자료: UNCTAD, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 전세계 GDP 대비 FDI 비중 추이



자료: UNCTAD, 메리츠증권 리서치센터

**'09년부터 시작된 탈세계화**

탈세계화는 '09년 금융위기 영향 이래 구조적 흐름이다. 당시 미국에서는 장기 경기 침체로 실업률이 상승했고, 이민자가 일자리를 찾아간다는 인식이 보급되면서 타 인종 및 집단에 대한 배타적 태도가 확산됐다. 이후 '16년, '미국우선/보호무역주의'를 내세우는 트럼프의 등장과 '18년 이래 촉발된 미·중 무역분쟁은 탈세계화의 추가 가속화 계기를 마련했다. 미국의 TPP, 파리협약, WHO 탈퇴가 대표 사례다. 선거 당시 "미국인에 의한 미국 내 제조(Made in all of America, by all of America's workers)"를 슬로건으로 삼은 바이든 행정부도 이 흐름을 잇고 있다.

**2D= Digitalization(디지털화) Diversification(다변화)**

여기에 작년 12월부터 대두된 공급 병목현상이 더해지면서, 최근 글로벌 제조업체들은 공급망 2D(Digitalization/Diversification)에 주목하고 있다. 공급망의 디지털화, 다변화를 통해 '효율화'를 피하겠다는 것이다. 효율화는 향후 유사 위기 재발생 시 빠른 회복력을 갖는 것이다.

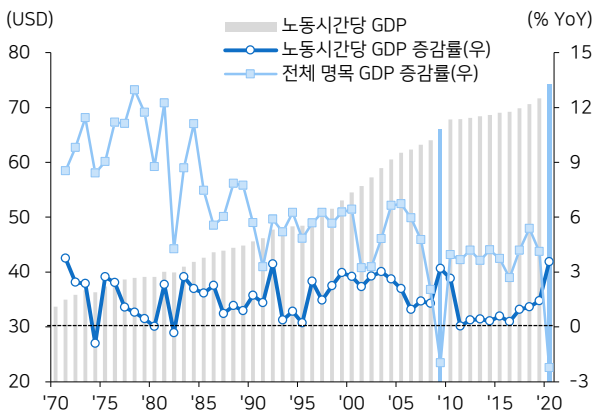
**위기는 곧 성장의 기회**

지난 50년 동안 미국의 연간 GDP 역신장 사례는 단 2차례다: 1) '09년(금융위기 여파; -2.0%), 2) '20년(팬데믹; -2.2%). 인류가 큰 위기를 겪었던 시기인데, '09년 당시 위기는 곧 효율화 증대로 이어졌었다. 노동시간당 GDP의 성장과 투자 확대를 통한 기업들의 수익성 개선에서 이를 엿볼 수 있다. 단순한 관성적 회복이 아닌 위기에서 벗어난 정상화(normalization) 이후, 효율화에 기인한 본격적 성장 곡선(level-up)이 몇 년간 이어졌던 것이다. 이번 팬데믹도 크게 다르지 않다. 이번 위기에 드러난 글로벌 공급망 취약성은 효율화 계기를 마련했고, 전반적 효율화 및 관련 기술 성장 곡선은 향후 몇 년간 지속될 가능성이 높다.

**'09년과 다른 점**

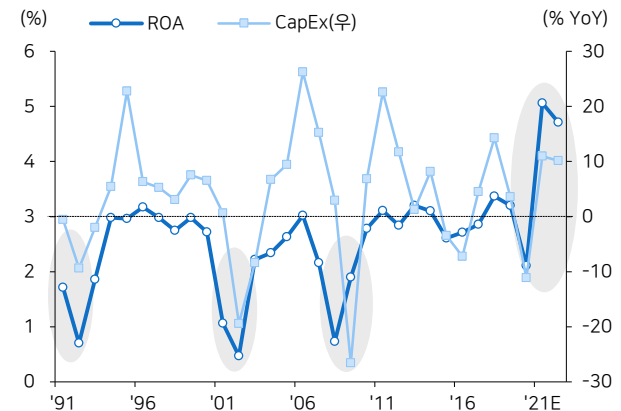
다만, '09년 금융위기 당시와 현재는 다른 점이 있다. 기업들의 구인난이다. 현재 미국의 구인비율은 높은 수준인데, 저임금 직종일수록 두드러진다. 이는 자발적 실업자가 많아졌기 때문인데, 실제로 팬데믹 이후 베이비부머 계층 중 은퇴자가 3백만명 이상 발생하며 기업들은 인력 확보를 위해 임금 상승이 불가피한 상황이다. 그러나 기업들은 임금을 무한정 올릴 수 없다. 향후 저숙련/자동화 취약 계층의 취업률이 단기간에 올라오지 않으면, 기업 입장에서 인간의 노동이 비운 자리를 기계로 대체할 유인이 커진다. 공정 자동화 산업의 고성장을 전망하는 이유다.

**그림3 미국 연간 노동시간당 GDP 추이: 위기는 곧 효율화 증대로 이어짐**



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

**그림4 S&P 500 연간 총자산이익률(ROA) 및 CapEx 증감률 추이**



주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**공급난의 현 주소**

팬데믹 초기, 경기가 급격히 위축되며 판매와 원자재 주문이 하락하고 재고가 쌓이면서 기업은 추가 원자재 주문량을 낮추고 재고 소진에 주력했다. 이후, 미래 불확실성으로 수요 예측에 실패하여 급격히 늘어난 소비에 제때 대응하지 못했다. 이 부분은 최근 공급 병목현상의 원인 중 하나로 꼽힌다.

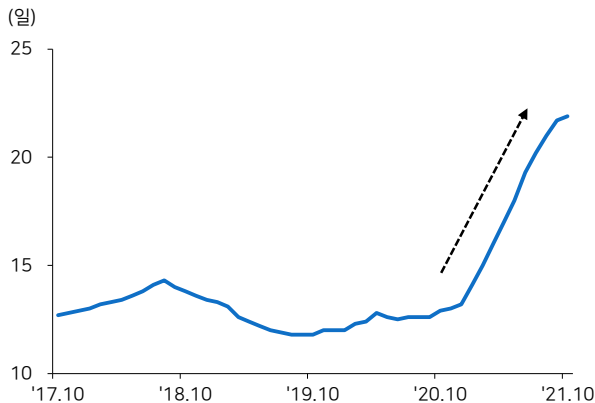
**공급난 핵심은 반도체, 생산 효율화 필요**

현재 글로벌 공급 병목현상의 핵심은 반도체다. 반도체 중에서도 비메모리 반도체의 공급 부진은 자동차와 같은 타 주요 산업 생산 둔화로 이어지고 있다. '22년, 확산될 리오프닝으로 글로벌 소비 확대가 전망되는 가운데 기업들의 공급망 효율화는 필연적이다. 특히, 공급망의 앞 단에 위치한 생산 공정의 자동화에 주목해야 한다는 판단이다.

**반도체 검사장비 고도화는 필연적**

반도체 생산 공정은 이미 많은 부분이 자동화되어 있다. 미세회로로 구성된 반도체의 수율을 높이기 위해 공정의 대부분은 높은 청결도와 진공 상태가 필요하기 때문이다. 그러나 후공정의 검사(testing) 공정은 추가 고도화가 필요하다. 검사 공정은 수율 결정 역할뿐 아니라 수율 개선의 핵심 과정이다. 제조 공정 사이 여러 번 검사 단계를 거치기 때문이다. 반도체 생산 효율화의 핵심 과정인 셈이다.

**그림5** 글로벌 반도체 리드타임 추이



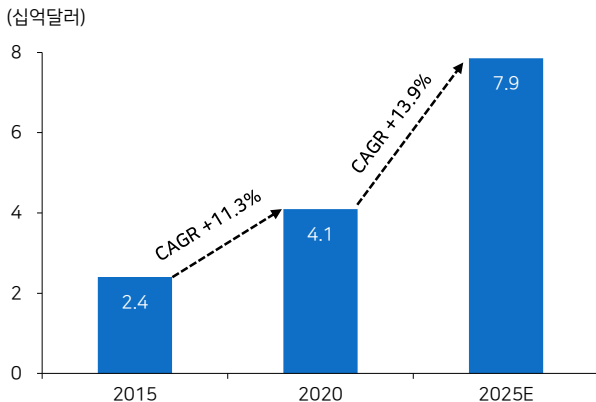
자료: Susquehanna FG, 메리츠증권 리서치센터

**그림6** 반도체 생산 밸류체인 (4단계 간소화)



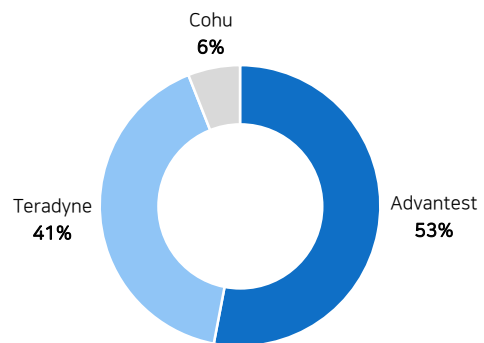
자료: FKI, 메리츠증권 리서치센터

**그림7** 글로벌 반도체 검사장비 시장 규모 추이 및 전망



자료: TechNavio, Markets&Markets, 메리츠증권 리서치센터

**그림8** 글로벌 반도체 검사장비 M/S - 2019년



자료: Sather Research, 메리츠증권 리서치센터

**생산 효율화 방법 두번째,  
스마트 팩토리 전환**

생산 효율화 관점에서 제조업체의 디지털화는 크게 1) 공정 부분 자동화, 2) 스마트 팩토리 전환으로 나뉜다. 상기의 반도체 검사장비는 부분 자동화의 사례다. 반면, 스마트 팩토리는 좀 더 넓은 범위의 공정 자동화를 의미한다.

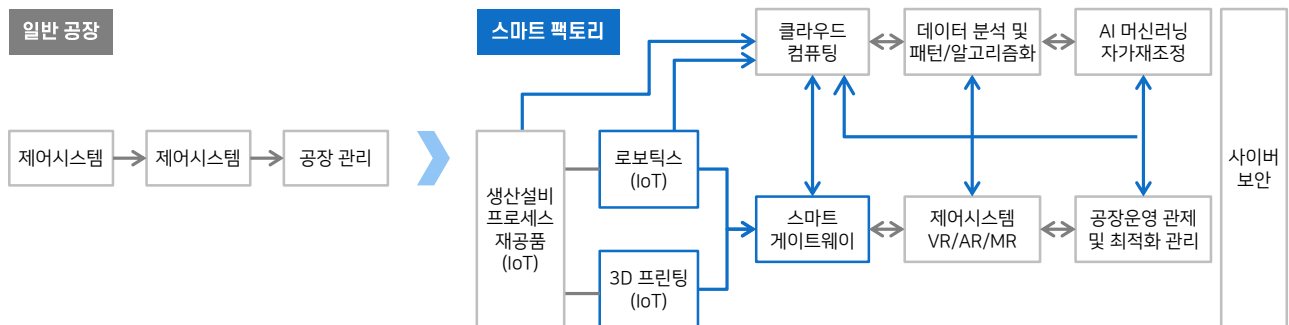
**스마트 팩토리의 효율성**

스마트 팩토리란, 공장 설비에 센서(IoT) 및 로봇을 설치하여 데이터를 실시간으로 수집/분석, 생산 현황 시각화를 통해 AI 자가 제어가 가능한 공장이다. 스마트 팩토리 도입을 통해 기업은 생산성 증가와 고정비 절감이 가능하다. 실례로 '15년, 중국 가전업체 하이얼은 스마트 팩토리를 구축을 통해 인력은 57% 축소된 반면 캐파는 80% 확대, 생산/배송시간은 47% 절감하는 효과를 누렸다고 발표했다. 이후 스마트 팩토리의 전세계 도입이 가속화 되었는데, '19년 기준 글로벌 제조 생산량은 +10%, 캐파 +11%, 노동 생산성 +12% 증가('16년 대비)했다. 이러한 효율성 때문에 글로벌 제조업체들은 스마트 팩토리 도입을 확대하고있다. 팬데믹은 이를 가속화 시켜, 글로벌 스마트 팩토리 시장은 '19년 1,537억달러 규모에서 '24년 2,448억달러(CAGR +9.8%)로 고성장이 전망된다.

**스마트 팩토리 핵심 기술  
= 머신비전**

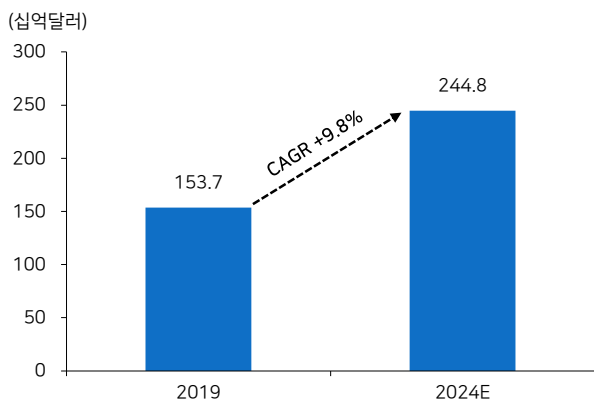
스마트 팩토리 구성은 크게 H/W, S/W로 나뉜다. H/W는 1) 산업용 로봇, 2) 센서/컨트롤러, 3) 물류 통제, 4) 통신 장비 등 4가지로 나뉘는데, 공통 핵심 기술은 '머신비전(Machine Vision)'이다.

**그림9 일반 공장 vs. 스마트 팩토리 개념도**



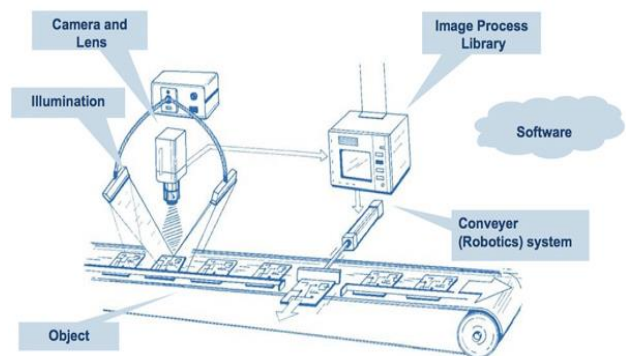
자료: KPMG, 메리츠증권 리서치센터

**그림10 글로벌 스마트 팩토리 시장 규모 전망**



자료: Markets&Markets, 메리츠증권 리서치센터

**그림11 머신비전 개념**



자료: Robotics Tomorrow, 메리츠증권 리서치센터

### 글로벌 공정 자동화 대장주

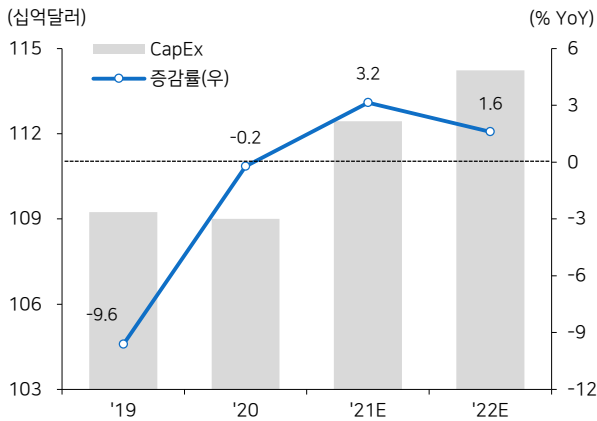
반도체 검사장비 글로벌 M/S 1위  
= Advantest(6857 JP)

향후 글로벌 공급난의 생산 관점 효율화를 도울 반도체 검사장비 시장과 공정 완전 자동화 시스템인 스마트 팩토리 산업의 고성장을 전망한다. 관련 업체들은 팬데믹 이후 실적 모멘텀이 도래하여 주가도 현재 이를 수렴 중이다. 글로벌 제조업체들의 설비 고도화 의지 증가에 기인한다. 구조적 성장이 기대되는 이유다. 여기에, 최근 반도체는 추가 미세화(5nm 이하)로 더 신속하고 정확한 불량 검출이 어려워지고 있다. 이에 따라 글로벌 파운드리 업체들은 검사 설비 고도화에 투자를 아끼지 않고 있다. 글로벌 검사장비 M/S 1위 업체인 일본의 Advantest(6857 JP)가 가장 큰 수혜를 입을 것으로 판단된다.

스마트 팩토리 글로벌 M/S 1위  
= Keyence(6861 JP)

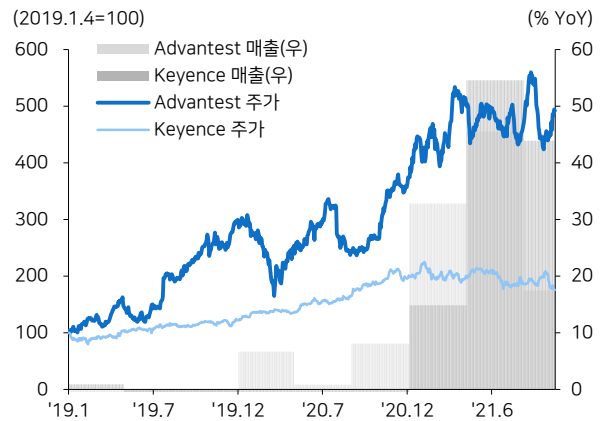
스마트 팩토리는 공정 완전 자동화 시스템으로서 성장성에 주목해야 한다. 정책 면에서 미국, 중국, 인도, 일본, 독일, 한국 등 주요국 모두 신산업 정책 내 '스마트 팩토리' 보급 확산을 명시화했고, 생산 효율성 제고를 위해 자동차, 반도체/IT(전체 시장의 약 80%)와 같은 글로벌 핵심 제조업체 위주로 스마트 팩토리 보급이 확산 중이다. 실제로 폭스바겐은 작년 11월, 기존 내연차 생산 공장인 츠비카우(Zwickau) 공장을 전기차 스마트 팩토리로 전환 완료했다. 글로벌 Top 10 제조업체들의 설비투자는 '19년(평년) -9.6%, '20년 -0.2% YoY로 축소되었으나, 향후 확대 기조로 돌아서며 공정 자동화에 박차가 가해질 것으로 예상된다. 이에 따른 수혜는 글로벌 스마트 팩토리(머신비전) M/S 1위 업체인 일본의 Keyence(6861 JP)가 고스란히 입을 것으로 전망한다. 이 업체는 글로벌 스마트 팩토리 산업의 pure-player다.

그림12 '20년 글로벌 매출 상위 10개 제조업체 CapEx



주: CY 기준. 전망치는 블룸버그 컨센서스  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 주요 자동화 업체 주가 및 매출 증감률 추이



주: 매출 증감률은 분기별 YoY  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## ② Optimization with Reopening

팬데믹 전보다 올라버린 리오프닝 테마, 옥석 가리기 필요

2022년은 올해보다 일상 회복이 더 기대되는 해다. 그러나 대부분의 리오프닝 테마 업체들은 기대감을 여러 차례 반영하며 팬데믹 직전 고점과 유사 혹은 상회하는 주가를 형성 중이다. 리오프닝 테마 관련 주요 이벤트는 다음 3가지로 추려진다: 1) '20년 12월, 전세계 백신 접종 시작, 2) '21년 6월, 미국 1차 리오프닝, 3) '21년 7월, 미국 50개주 전면 리오프닝 단행. 이에 따라 10월 말 기준, 팬데믹 직전 대비 미국의 소매/놀이시설 활동성 지수는 -5% 수준까지 회복됐다(올해 저점 -29%). 여기에 연말 소비는 테마 관련 기대감이 추가적으로 높아질 수 있는 이벤트다. 종합하면, 현재 확실한 리오프닝 수혜를 기대하기도 완전 배제도 어려운 심리가 시장을 지배하고 있는 가운데, 옥석 가리기가 필요하다는 판단이다.

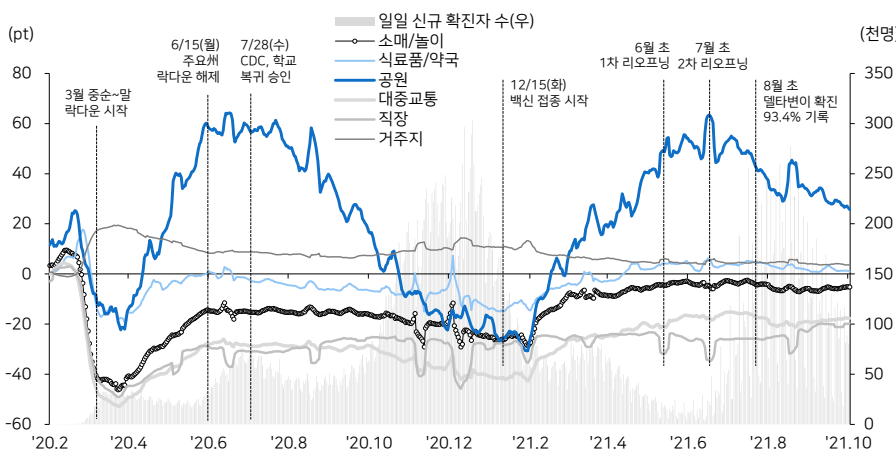
현재 글로벌 12개국, 평균 접종률 70% 수준에서 리오프닝 단행

현재 미국, 영국, 중국, 싱가포르, 이스라엘 등 글로벌 12개국이 리오프닝 혹은 그에 준하는 최소한의 방역 수칙을 이행 중이다. 이 국가들의 리오프닝 시점 평균 접종률은 70% 수준이다. 접종률 70% 수준에서 리오프닝에 대한 사회적 합의가 가능했다는 의미다. 한국 또한 11/1(월)부터 1차 리오프닝에 돌입했다. 국민들의 일상 회복 관련 기대감도 올랐다. 반면, 한국에 5개월 앞서 단계적 일상 회복을 도입했던 미국은 초반과 달리 일상 회복에 대한 국민들의 부정적 견해가 증가했다(6월: 긍정 65% vs. 부정 35%/10월: 긍정 35% vs. 부정 65%). 미국 설문조사 결과, 인구의 20%는 강화되는 바이든 정부의 백신접종 권고에도 접종하지 않을 것이라고 응답했기 때문에 완전한 일상 회복에 대한 확신이 감소한 것으로 보인다.

이제, 불안보다는 기대를

미국의 사례를 통해 글로벌 관점에서도 선부른 기대는 이르다는 판단을 내릴 수 있다. 그러나 2022년에는 코로나19를 무서워할 이유가 줄어들 것으로 예상된다. 이제는 불안보다는 기대를 할 시기란 의미다.

그림14 미국 일일 신규 확진자 수 및 활동성 지수 추이



주: Base = 팬데믹 직전 5주(2020년 1월 3일~2월 6일) 중간값, raw-data에 7일 이동평균 적용  
 자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

그림15 지난 6월, 1차 리오프닝 당시 맨하탄 거리

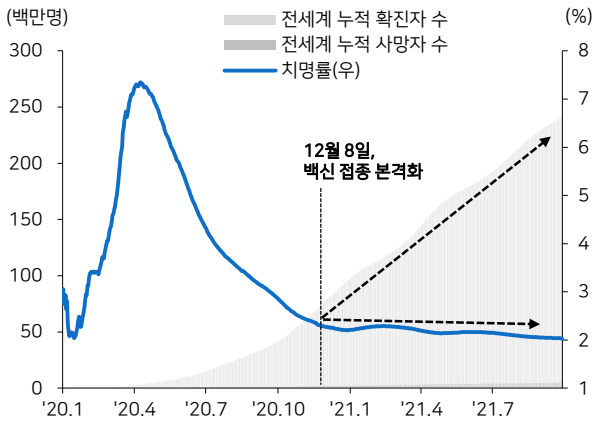


자료: The Washington Post

이제는 무서워 할 이유가 줄었다

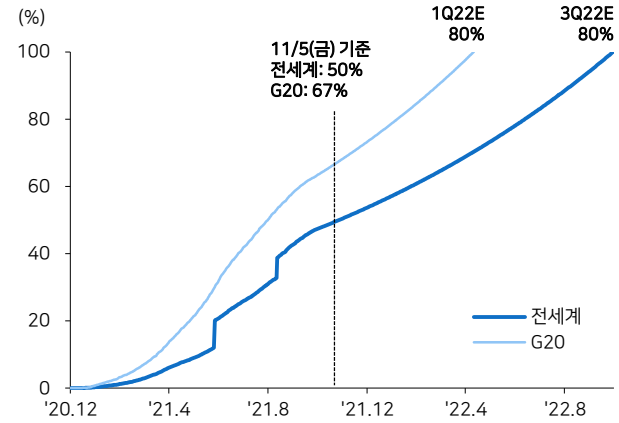
코로나19는 더 이상 신규 확진자 수가 함수로 작용하지 않는다. 주요국 정부는 이제 치명률과 감염 재생산지수에 무게를 두는 추세다. 작년 12월 시작된 백신 접종 이후 전세계 신규 확진자 수는 폭증했으나 치명률은 2.00%까지 하향 안정화되었다. 향후 보급이 확산될 머크, 화이자의 경구용 치료제는 추가 하향 안정화 가능성을 높인다. 현재 전세계 인구의 50%, G20은 67%가 백신 접종을 완료한 상태다. 이 속도대로라면 전세계는 3Q22E, G20은 1Q22E에 접종률 80%를 돌파할 것으로 추정된다. 현재 리오프닝을 도입한 글로벌 12개국에 접종률 70% 수준에서 사회적 합의를 이룬 것을 비추어볼 때, 내년 1분기와 3분기 사이에 글로벌 관광 재개에 대한 본격적 논의가 시작될 수 있을 것이라 예상된다.

그림16 전세계 코로나19 치명률 추이



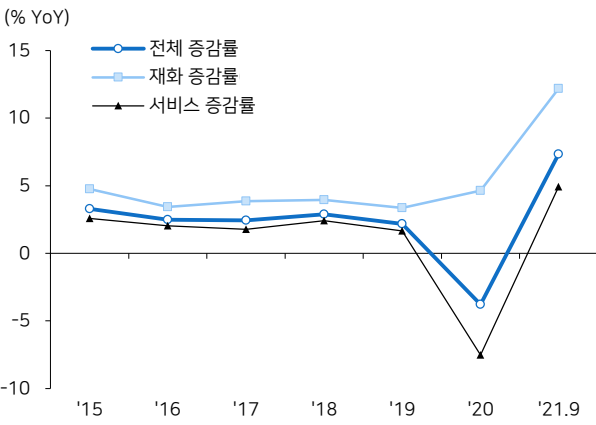
자료: ourworldindata.org, 메리츠증권 리서치센터

그림17 전세계 및 G20 백신 접종률 추이 및 전망



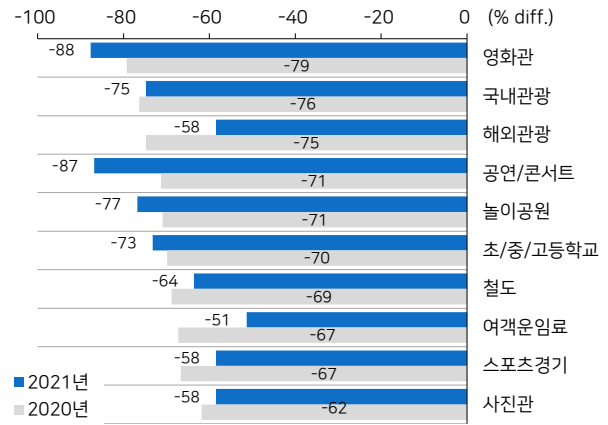
주: 중국, 사우디아라비아는 데이터 결함으로 제외. 나머지 18개국 1차 접종률 직전 7일 가속도 적용 추정값  
 자료: ourworldindata.org, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림18 미국 개인소비지출 규모/증감률 (연평균)



주: 미국 PCE, '21년은 9월 기준  
 자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

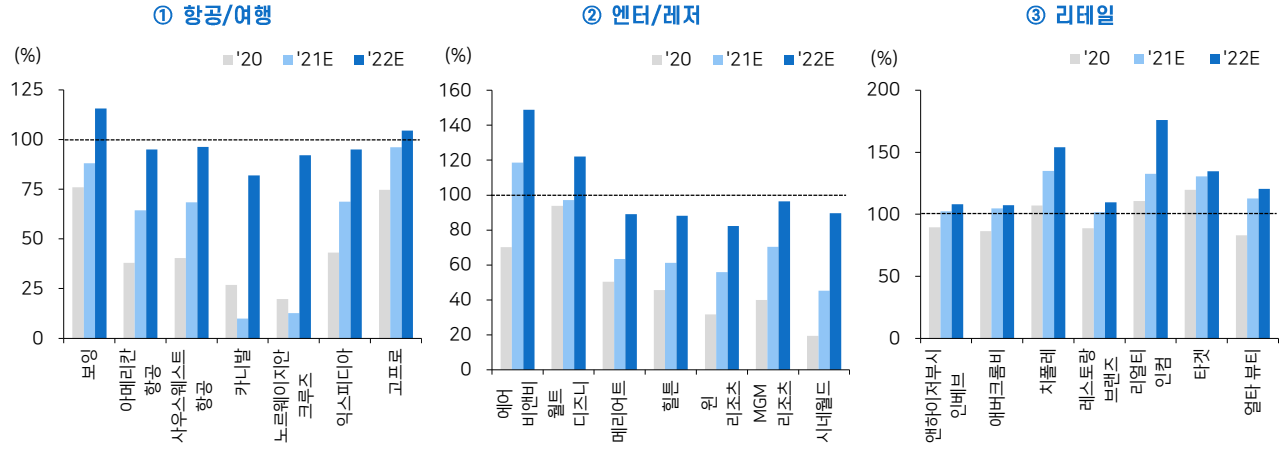
그림19 2021년 회복 업종 vs. 역신장 확대 업종



주: 미국 PCE, '21년은 9월 기준  
 자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터



그림20 리오프닝 테마 - 2019년 대비 매출액



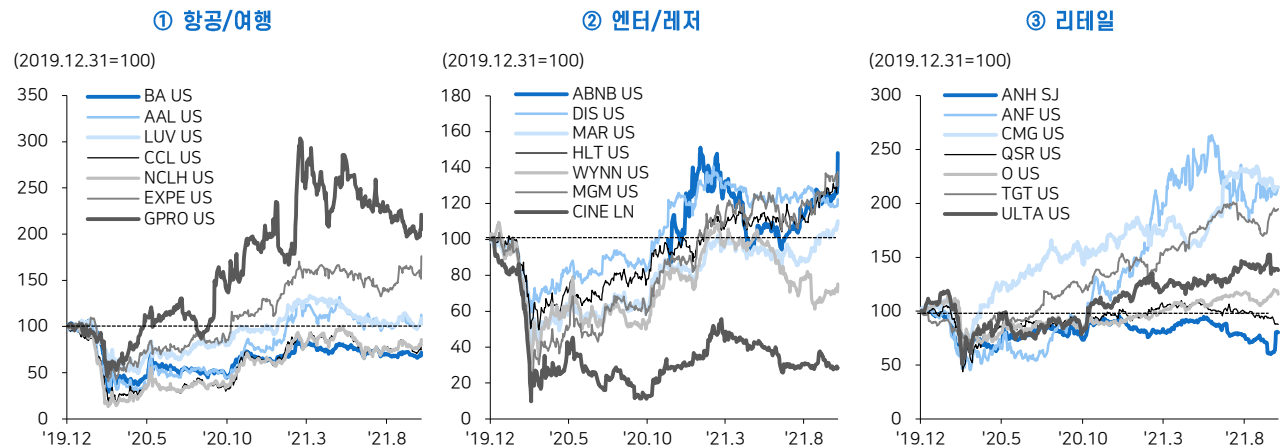
주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 리오프닝 테마 - 2019년 대비 순이익

① 항공/여행				② 엔터/레저				③ 리테일			
(%)	2020	2021E	2022E	(%)	2020	2021E	2022E	(%)	2020	2021E	2022E
보잉	적자 지속	적자 축소	흑자 전환 ('19년 적자)	에어비앤비	적자 지속	적자 지속	흑자 전환 ('19년 적자)	엔하이저부시 인베브	15.3	62.6	74.0
아메리칸항공	적자 전환	적자 축소	적자 축소	월트디즈니	적자 전환	41.8	79.1	애버크롬비	적자 전환	288.0	249.7
사우스웨스트항공	적자 전환	적자 축소	56.7	메리어트	적자 전환	70.9	133.8	치폴레	101.6	204.1	264.8
카리발	적자 전환	적자 축소	적자 축소	힐튼	적자 전환	70.3	139.2	레스토랑 브랜즈	75.6	200.5	217.9
노르웨이저인 크루즈	적자 전환	적자 축소	9.4	윈 리조즈	적자 전환	적자 축소	적자 축소	리얼티 인컴	90.6	130.8	193.5
익스피디아	적자 전환	적자 축소	166.8	MGM 리조즈	적자 전환	적자 축소	12.5	타겟	133.1	197.0	191.4
고프로	적자 지속	흑자 전환 ('19년 적자)	흑자 확대 ('19년 적자)	시네월드	적자 전환	적자 축소	3.2	얼타 뷰티	24.9	117.5	125.5

주: 지배순이익, 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 리오프닝 테마 - 주요 종목 주가 추이



주: 11월 5일 종가 시가총액 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 최적의 리오프닝 투자

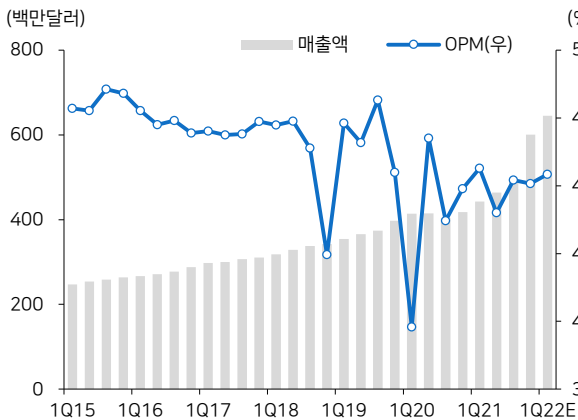
미국 리오프닝 4개월 차,  
아직 회복은 지지부진

지난 2년간 팬데믹 영향으로 서비스 업종이 재화보다 큰 타격을 입었다. 현재 미국의 재화향 소비는 '19년 대비 +16% 성장 중이나 서비스향은 -2% 수준이다 (성장 여력: 서비스 > 재화). 서비스업 기업 실적은 개인소비지출에 직결되는데, 리오프닝 4개월 차인 미국은 타격 업종 모두 '19년 수준 회복에는 이른 모습이다. 오히려 영화관, 공연/콘서트, 놀이공원, 교육향 소비지출은 '20년 대비 더 축소됐다. 회복성 관점에서는, 지난 2년 동안 각 업종의 구조적 변화가 일어났기 때문에 단순히 회복이 더딘 업종이 회복 탄력성이 더 높을 것이란 판단은 선부르다.

불확실성 잔존 시기,  
실적 안정성 + 성장성 두 마리  
토끼를 잡을 업체 투자 바람직

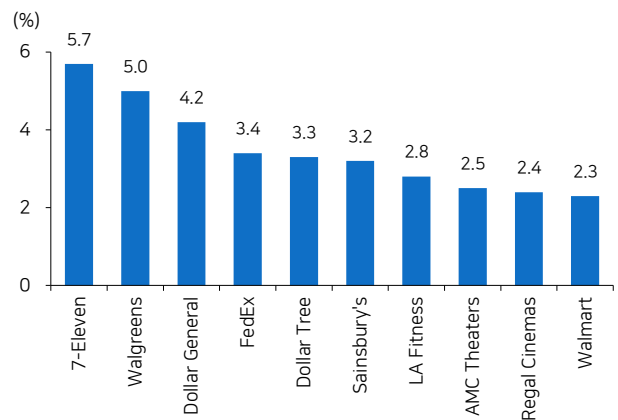
글로벌 백신 접종률이 80%를 돌파하는 2H22E 전까지 불확실성이 잔존하는 시기라 판단, 팬데믹과 리오프닝 사이 교집합 사업 영위 업체에 주목이 필요하다. 즉, with-pandemic(1H22E)에는 안정적 성장과 post-pandemic(2H22E) 도래 시 확실한 성장 모멘텀을 맞이할 업체에 투자하는 것이 유리하다. 이러한 업체로 미국의 Realty Income(O US), Airbnb(ABNB US)의 성장이 기대된다.

그림22 Realty Income 분기 실적 추이 및 전망



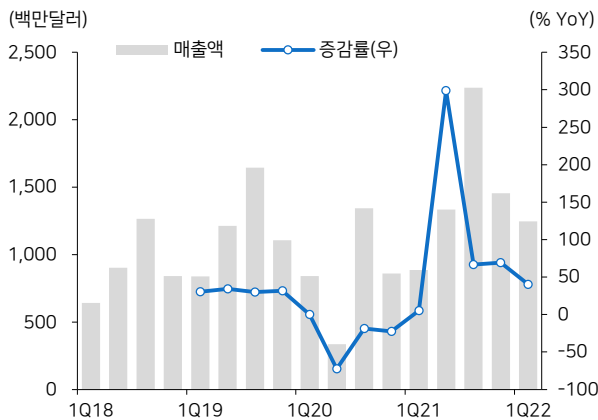
주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 Realty Income Top 10 포트폴리오 (매출 비중 기준)



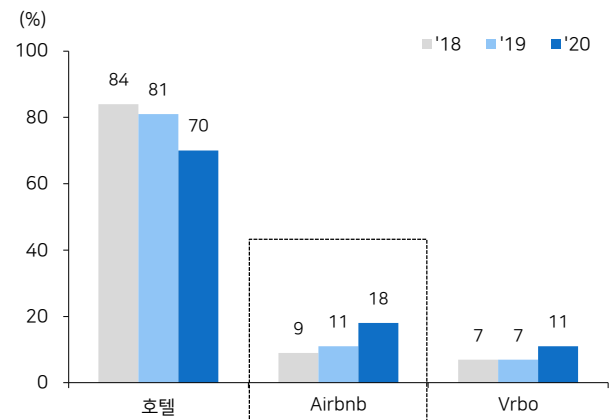
주: 3Q21 기준  
자료: Realty Income, 메리츠증권 리서치센터

그림24 Airbnb 분기 실적 추이 및 전망



주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

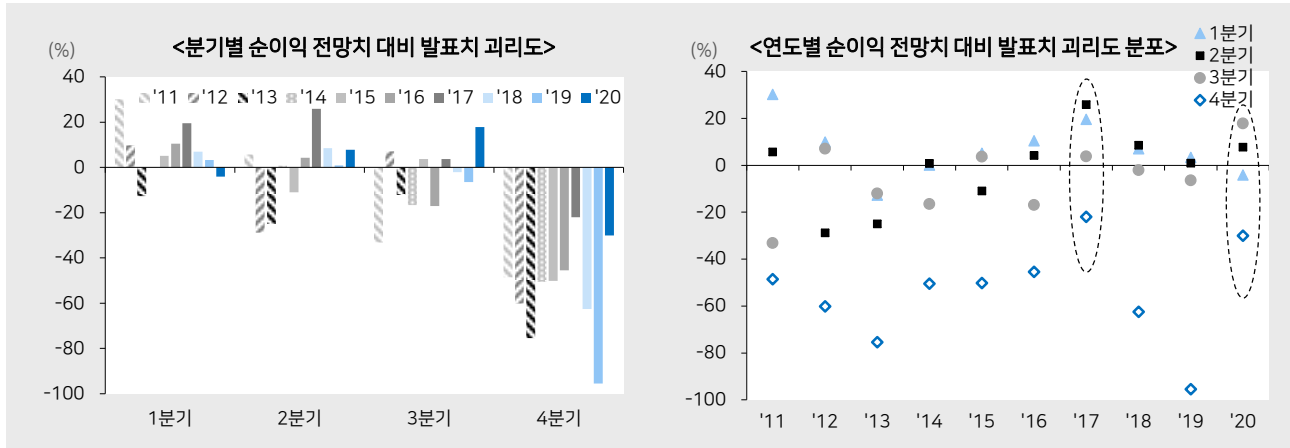
그림25 미국 전체 숙박 시장 내 Airbnb M/S 추이



자료: STR & AirDNA, 메리츠증권 리서치센터

**오늘의 차트** 강봉주 연구위원

**4분기 실적, 전망치 하회 패턴. 2021년은?**



주: 연도별 4분기 이익 전망치는 각 연도 11월 22일 추정치  
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

**4분기, 이익 전망치와 발표치 괴리 주의**

2021년 3분기 실적 발표가 마무리됐고 연간 순이익이 확정되는 4분기 실적에 대한 주목도가 높아지고 있다. 통상 이익을 추정하기 위해 이익 전망치를 참고하지만 4분기 전망치를 활용할 때는 주의해야 한다. 일회성 비용 인식 등 이유로 이익 전망치와 발표치의 괴리가 나타나기 때문이다. 본 자료의 목적은 그 내용을 상세히 파악하고 패턴을 찾아 2021년에 적용하는 것이다.

**2017년, 2020년 제외  
 4분기 실적, 이익 전망치 40% 이상 하회**

과거 2011년부터 2020년까지 10년 간 코스피의 분기별 순이익 전망치 대비 발표치 괴리도를 살펴보자. 1~3분기는 분기별로 일정한 패턴이 관찰되지 않았다. 하지만 이에 비해 4분기 이익 발표치는 전망치에 비해 낮은 경향성을 확인할 수 있다. 2017년(-20%)과 2020년(-30%)를 제외하면 4분기 실적은 전망치를 40% 이상 하회했다.

**2017년, 2020년  
 전년 대비 순이익 증가  
 1~3 분기 실적 전망치 상회**

여기서 주목할 만한 점은 4분기 순이익 실적의 전망치 하회 폭이 낮았던 2017년과 2020년에 공통점이 있다는 것이다. 먼저 전년 대비 큰 폭의 순이익 증가율을 들 수 있다. 2017년은 전년에 비해 50%, 2020년은 18% 순이익이 증가했다. 두 번째로는 1~3분기 실적이 전망치를 상회했거나, 하회폭이 작다는 것이다. 2017년은 1~3분기 모두 실적이 전망치를 상회했고, 2020년은 1분기만 소폭 하회했다.

**올해 4분기 실적,  
 전망치 대폭 하회 가능성 낮음**

지난 10년간 4분기 실적은 이익 전망치를 하회했으나 올해도 비슷한 양상일 것이라 확신하기는 힘들다. 전년 대비 이례적인 이익 증가, 1~3분기 실적 이익 전망치 상회 등 4분기 또한 호실적을 기대할 수 있는 여건이기 때문이다. 비슷한 여건이었던 2017년과 2020년 4분기 실적의 전망치 하회 폭이 작다는 점을 고려하면, 4분기 실적이 전망에 비해 크게 낮을 거라는 과도한 우려는 불필요해 보인다.

## 칼럼의 재해석

홍석현 연구원

## 칭화유니그룹: 중국의 반도체 자급 계획, 아직 유효한가 (Financial Times)

중국은 지난 2014년 '중국제조 2025' 산업계획을 발표하며 '반도체 굴기'를 선언해 2025년까지 70%의 반도체를 자급자족 하는 목표를 설립했지만 중국의 반도체 굴기는 중국 정부의 막대한 자금 투입과 혜택들에도 불구하고 목표한 계획을 달성하지 못했다. 그리고 중국의 반도체 굴기의 상징으로 여겨졌던 칭화유니그룹은 회사채를 갚지 못해 디폴트를 기록했고 발행한 부채를 이겨내지 못하고 파산 구조조정을 신청했다. 이에 알리바바가 이끄는 컨소시엄이 칭화유니그룹 인수를 추진한다는 내용이 발표되었다.

칭화유니그룹은 시진핑 국가주석이 졸업한 국립 칭화대가 설립한 기업이다. 그동안의 칭화유니는 공격적인 인수합병과 과도한 투자를 집행했지만 막상 결과물을 만들어 내지 못하고 부채만 쌓이면서 파산위기에 몰렸다.

알리바바의 클라우드 컴퓨팅 사업이 전체 기업 매출의 10% 가량을 차지하고 '핑터우거'를 설립해 자사 서버 반도체를 개발하고 있다. 알리바바는 핑터우거를 통해 클라우드 서비스와 연계된 반도체 사업에 집중할 중장기적 계획을 세웠다.

중국의 입장에서는 알리바바의 칭화유니그룹 인수는 중국 대기업의 파산 사태와 국내 부동산의 침체기를 막아줄 수 있는 기회라고 여기고 있다. 중국은 금번의 인수건으로 반도체 굴기를 회생시켜 선단공정 칩 설계와 제조 능력을 기르고 알리바바의 칩 기술 개발에 1석2조를 이룰 수 있다고 바라고 있다

하지만 컨소시엄의 칭화유니그룹 인수는 전략적 인수가 아닌 구제금융에 가깝다. 현재 칭화유니그룹은 \$16bn(약 20조원)의 부채를 소유하고 있고 이 중 \$3.6bn(약 4.3조원)의 부채에 디폴트를 선언했다. 칭화유니그룹 지분의 51%는 칭화대학이 소유하고 있는데 중국 지방정부는 칭화유니그룹의 부채 수준이 너무 높아 칭화대학이 소유한 지분 인수를 꺼리고 있다.

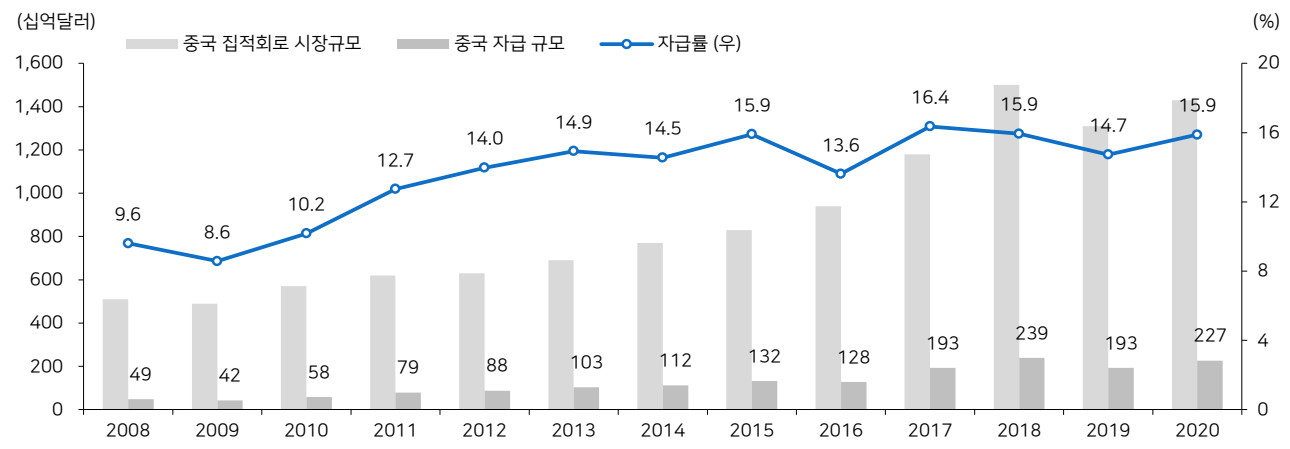
지난해 알리바바의 창업자 마윈의 중국 금융당국의 비판 이후 중국 당국의 규제를 받아 지속되는 추가하락과 실적감소를 경험하고 있는 알리바바가 칭화유니그룹을 인수한다면 당국의 규제 완화를 야기할 수도 있어 보인다

## 회청거리는 반도체 굴기, 떠오르는 희망 알리바바

중국은 지난 2014년 '중국제조 2025' 산업계획을 발표하며 '반도체 굴기'를 선언해 2025년까지 70%의 반도체를 자급자족 하는 목표를 설립했다. 하지만 작년 12월 작성한 "그래도 中 반도체 굴기는 계속된다" 칼럼에서와 같이 중국의 반도체 굴기는 중국 정부의 막대한 자금 투입과 혜택들에도 불구하고 목표한 계획을 달성하지 못했다. 이와 더불어 중국의 반도체 굴기의 상징으로 여겨졌던 칭화유니그룹은 약 \$3.6bn(약 4.3조원) 회사채를 갚지 못해 디폴트를 기록했고 총 \$16bn(약 20조원)의 부채를 이겨내지 못하고 파산 구조조정을 신청했다. 이에 온라인 쇼핑 몰 업체인 알리바바가 이끄는 컨소시엄이 RMB 50bn(약 9.3조원)의 규모의 기업 인수를 추진한다는 내용이 발표되었고 실제 인수금액은 더 높을 것으로 전망된다.

칭화유니그룹은 시진핑 주석이 졸업한 국립 칭화대가 설립한 기업으로 칭화대에서 100% 출자해 설립한 칭화홀딩스가 51%의 지분을 보유하고 있다. 산하에 메모리 업체 양쯔메모리, 통신칩 설계전문업체 쓰광쯔루이 등을 보유하며 메모리 중 NAND를 양산 중이다. 그동안 칭화유니는 공격적 인수합병과 과도한 투자를 집행했지만 막상 결과물을 만들어내지 못하고 부채만 쌓이면서 과산위기에 몰렸다.

**그림1 중국 반도체 굴기 발표 이후 자금률은 10%대를 벗어나지 못함**



자료: IC 인사이트, 메리츠증권 리서치센터

중국 온라인 쇼핑몰 업체인 알리바바가 반도체 기업 인수에 관심을 갖는 건 이상해 보일 수 있다. 하지만 지난 3분기 알리바바의 분기 실적을 보면 클라우드 컴퓨팅 사업이 전체 기업 매출의 10% 가량을 차지하고 전년동기대비 33%의 빠른 성장을 보이고 있다. 알리바바의 클라우드 컴퓨팅 사업 성장에 서버 칩의 안정적 공급은 현재 반도체 공급 부족 이슈와 미국과 미국 우방국들의 중국 규제 사이에서 필수적으로 확보 해놔야 하는 필수 사항이다. 이에 알리바바는 반도체 생산업체인 칭화유니그룹을 인수해 필요한 칩을 자급자족하고 더 나아가 중국의 반도체 굴기 계획에 다시 숨을 불어넣으려고 한다.

알리바바는 지난 2018년 알리바바 클라우드 개발자 컨퍼런스에서 알리바바 산하 반도체 연구소인 달마윈과 인수기업인 중텐웨이시스템 사업을 통합해 반도체 기업인 '핑터우거'를 설립했다. 핑터우거를 통해 알리바바는 클라우드 서비스와 연계된 반도체 사업에 집중할 중장기적 계획을 세웠다.

핑터우거는 2019년 '쉬안테 910'이라는 코어 프로세서와 인공지능 칩 '한광 800'을 발표하며 반도체 사업에 결과물을 내놓기 시작하며 최근에는 영국 반도체 설계 회사 ARM의 설계에 기반을 한 서버용 칩인 '이텐 710'을 선보였다. 알리바바는 이 칩의 성능이 업계 기준보다 20% 높고, 새 서버용 칩이 클라우드 컴퓨팅 사업에 도움이 될 것으로 기대하고 있다. 알리바바의 핑터우거는 아마존과 마이크로소프트에 이어 클라우드 컴퓨팅 시장의 글로벌 점유율 3위를 기록하고 있다.

그림2 알리바바 (BABA) 주가는 YTD로 -41.3% 기록



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 알리바바의 서버용 칩 '이텐(倚天) 710'



자료: Tom's Hardware, 메리츠증권 리서치센터

하지만 컨소시엄의 칭화유니그룹 인수는 전략적 인수가 아닌 구제금융에 가깝다. 현재 칭화유니그룹은 \$16bn(약 20조원)의 부채를 소유하고 있고 이 중 \$3.6bn(약 4.3조원)의 부채에 디폴트를 선언했다. 칭화유니그룹 지분의 51%는 칭화대학이 소유하고 있는데 중국 지방정부는 칭화유니그룹의 부채 수준이 너무 높아 칭화대학이 소유한 지분 인수를 꺼리고 있다.

중국의 입장에서는 알리바바의 칭화유니그룹 인수는 중국 대기업의 파산 사태와 국내 부동산의 침체기를 막아줄 수 있는 기회라고 여기고 있다. 중국은 금번의 인수건으로 반도체 굴기를 희생시켜 선단공정 칩 설계와 제조 능력을 기르고 알리바바의 칩 기술 개발에 1석2조를 이룰 수 있다고 바라고 있다.

하지만 알리바바 입장에서 칭화유니그룹 인수는 달갑지만은 않다. 칭화유니그룹은 대략 \$47bn의 현금을 투자했지만 글로벌 반도체 시장점유율을 거의 차지하지 못했다. 또한 재무적인 부분에서도 지속 큰 폭의 적자를 기록하며 작년 상반기의 잉여현금흐름은 -\$1.8bn까지 기록했다.

지난해 알리바바의 창업자 마윈의 중국 금융당국의 비판 이후 중국 당국의 규제를 받아 지속되는 주가하락과 실적감소를 경험하고 있는 알리바바가 칭화유니그룹을 인수한다면 당국의 규제 완화를 야기할 수도 있어 보인다.

원문: Tsinghua Unigroup: China's hopes of semiconductor self-sufficiency rest on a bailout -Financial Times