

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 11. 29 (화)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

2023년 전망 시리즈 (해설판)

13. 전기전자/IT부품장비_Rebuilding
14. 화장품/의류_위기와 기회 사이

오늘의 차트

중국을 바라보는 투자자의 상반된 관점

칼럼의 재해석

어려워진 자동차 금융시장

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



▲ 전기전자/IT 부품장비
Analyst 양승수
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

본 자료의 원본은 2022년 11월 9일 발간된
[2023년 전망 시리즈 13 – 전기전자/IT부품장비: Rebuilding] 입

2023년 전망 시리즈 13 (해설판)

[전기전자/IT부품장비] Rebuilding

- ✓ 스마트폰 시장은 과거와 다른 '상저하고' 흐름으로 판매량 회복과 함께 재고 감소 국면 진입을 통한 주가 상승 기대
- ✓ MLCC업체들의 주가는 전장 시장의 성장으로 하방이 높아진 상황, 맥크로 환경의 회복이 예상되는 내년 하반기 이후 스마트폰 시장의 기저효과와 함께 본격적인 시장 환경 회복 전망
- ✓ 애플의 아이폰15 울트라 폴디드줌 카메라모듈 채택을 시작으로 폴디드줌 시장의 확산 전망
- ✓ 반도체 수급 이슈 해소와 자율주행 기술 발전으로 전장 카메라의 본격적인 탑재 확대 기대
- ✓ VR기기 신제품 출시의 의의는 판매량 확대보다는 생태계 선점. 관련해서 내년 공개되는 애플과 메타의 신제품에 주목
- ✓ 인텔의 사파이어 래피즈 출시를 시작으로 DDR5용 기판으로의 세대 교체 본격화

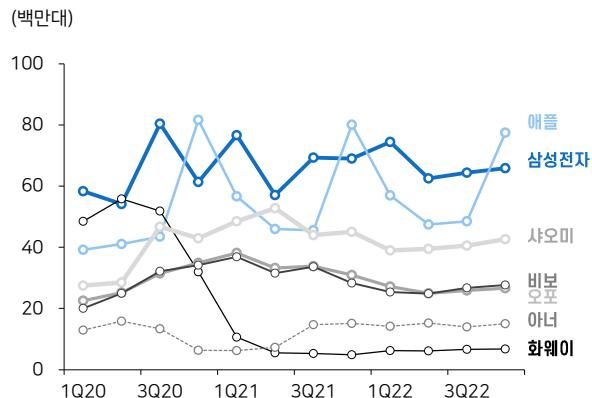
Part 1 스마트폰 시장 전망 '상저하고'

3Q22 스마트폰 출하량은 2.97억대(+2.1% QoQ, -9.2% YoY) 기록했다. 코로나 충격 후 잠깐의 수요 회복을 기록했던 작년 3Q21 이후로 5개 분기 연속 전년대비 역성장을 지속 중이다. 2022년 스마트폰 출하량은 12.3억대(-9.5% YoY)를 예상한다.

스마트폰 시장은 최근 몇 년 동안 코로나 이후 잠깐의 수요 반등을 제외하고 사이클적으로 유사한 모습을 보여왔다. 연말 모든 시장조시기관들과 세트업체들은 교체주기 등을 고려, 다음해 스마트폰 시장의 회복을 예상한다. 이에 맞춰 상대적으로 여유 있는 부품 조달 계획을 수립하는데, 특히 올해는 작년에 중국 업체들이 지난해 코로나로 인한 공급망 이슈로 부품 부족을 경험했기 때문에 더 공격적으로 부품을 확보하였다. 이로 인해 연초에 대량의 부품 재고가 축적된 상태로 한해가 시작된다.

그러나 연말의 기대감이 실제 출하량 상승으로 이어지는 경우는 드물다. 교체주기는 지속적으로 길어지고 있고, 스마트폰 실수요는 대외적인 변수의 영향을 크게 받기 때문이다. 올해를 봐도 러시아&우크라이나 전쟁, 중국 주요도시 락다운, 인플레이션 압력과 금리인상 등으로 가파르게 판매량이 악화되었다. 판매량 부진은 출하량 둔화로 이어지며 글로벌 스마트폰 세트사 누적 재고는 올해 1월을 기점으로 가파르게 상승하였다. 이렇게 되면 연초 대량의 부품 재고를 축적한 상황에서, 이후의 부품 조달 과정에서는 지속적인 오더컷이 발생할 수 밖에 없다. 오더컷은 기대감 대비 낮은 실적으로 올해 스마트폰 업황의 주가 부진을 야기시켰다.

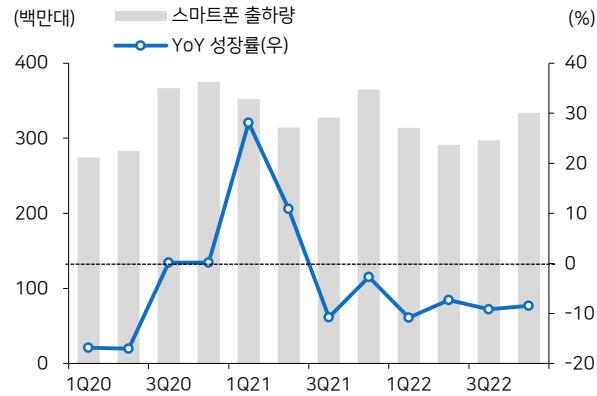
그림1 글로벌 스마트폰 출하량 추이



주: 4Q22E는 당사 전망치

자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

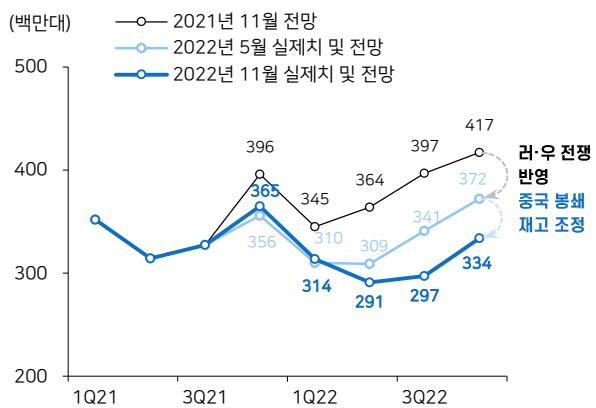
그림2 주요 스마트폰 업체 분기별 스마트폰 출하량 추이



주: 4Q22E는 당사 전망치

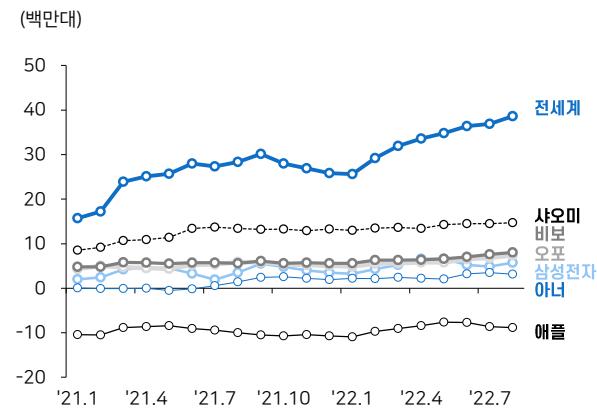
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림3 시기별 출하량 전망치 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 업체별 누적 스마트폰 재고 현황



자료: 메리츠증권 리서치센터

2023년에 스마트폰 시장의 반전을 기대하는 이유

1) 채널재고 소진 기대감 유효

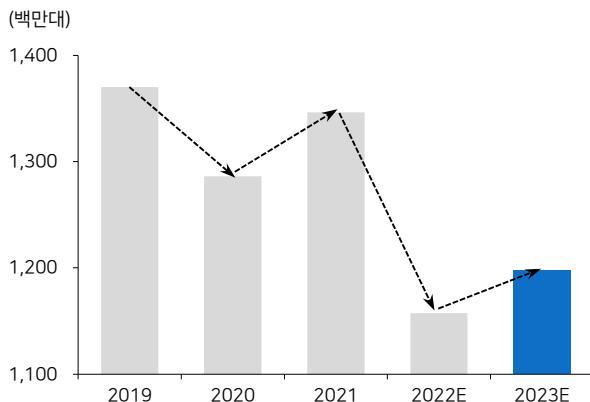
올해 스마트폰 시장 악순환의 고리를 끊기 위해서는 채널재고의 소진(Sell-through의 회복), 즉 스마트폰 판매량의 회복이 필요하다. 관련해서 내년 판매량 측면에서 소폭 회복이 예상된다. 이유는 크게 2가지이다. 1) 당사는 내년 글로벌 거시경제 환경이 1Q23에 바닥을 형성한 후 회복하는 상저하고 흐름을 예측하고 있는데 소비자들의 소비 심리는 매크로 환경과의 상관관계가 높다. 이에 따라 스마트폰 수요도 거시경제 회복에 벌맞춰 내년 하반기에는 소폭 회복하는 상저하고 흐름이 나타날 전망이다. 2) 올해 러시아-우크라이나 전쟁, 지역 봉쇄 등 예상치 못한 변수로 인해 판매량이 예상 대비 큰 폭으로 감소했다. 올해 수요로 연결되지 못한 일부 이연 수요가 내년 판매량 회복의 주요 요인으로 작용할 전망이다. 종합적으로 내년 스마트폰 판매량은 11.9억대(+3.5% YoY)로 소폭 회복이 예상된다.

표1 글로벌 경제전망 요약

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
GDP 성장률	World	2.9	-3.1	6.1	3.0	2.0	2.5
	선진국	1.7	-4.5	5.2	2.5	1.0	1.6
	미국	2.3	-3.5	5.7	1.9	0.8	1.5
	유로존	1.3	-6.7	5.2	3.2	0.2	1.6
	일본	-0.2	-4.5	1.7	1.5	1.0	1.2
	신흥국	3.7	-2.0	6.8	3.8	3.6	4.0
CPI 상승률	World	3.5	3.2	4.7	8.8	6.4	4.0
	미국	1.8	1.2	4.7	8.0	3.9	2.2
	유로존	1.2	0.3	2.6	8.2	5.7	2.3
	일본	0.5	0.0	-0.2	2.2	1.5	0.8
	중국	2.9	2.5	0.9	2.2	2.4	2.2
환율 (기말)	한국	0.4	0.5	2.5	5.1	2.9	2.2
	달러/유로	1.12	1.22	1.14	1.02	1.07	1.1
	엔/달러	108.6	103.2	115.0	142.0	137.0	135.0
	위안/달러	6.96	6.53	6.36	7.15	6.85	6.65
WTI (달러/배럴, 기말)	원/달러	1,156	1,086	1,189	1,400	1,330	1,300
	WTI (달러/배럴, 기말)	61.1	48.5	75.2	80.0	80.0	85.0

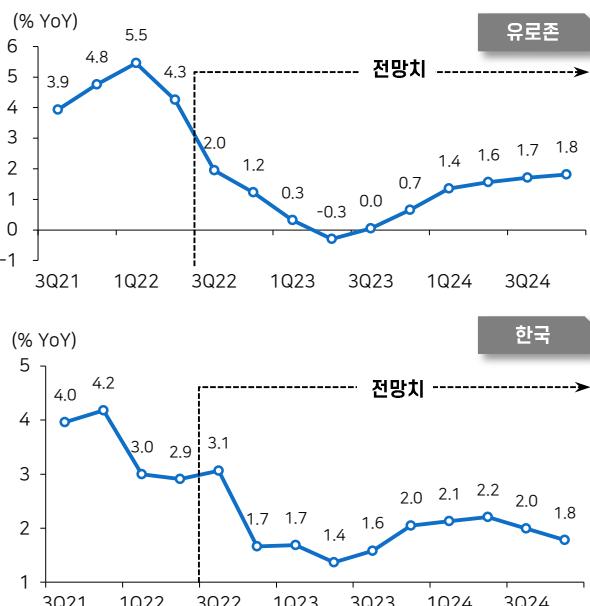
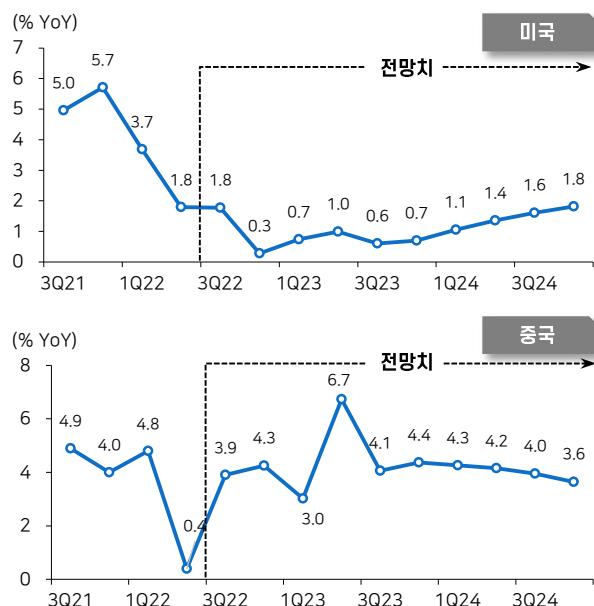
자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림5 스마트폰 판매량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 주요국 분기별 경제전망 (전년대비 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

2) 판매량 회복 → 재고 정상화 가속 → 재고 감소 국면 진입을 통한 주가 회복

소폭의 판매량 회복만으로도 내년 하반기 스마트폰 및 관련 부품 재고 정상화에 대한 가시성이 높다고 판단한다. 핵심 이유로 1) 당사 매크로 지표에 의하면 IT 재고와 매크로 변수와의 상관관계는 0.8이다. 매크로 환경의 회복은 IT 재고 회복의 주요 선행 지표 중 하나로 매크로 환경 회복에 의해 재고 정상화는 가속화될 전망이다 2) 작년과 달리 올해 세트 업체들이 내년 업황에 대해 보수적인 빌드업을 계획하고 있다. 낮은 기대감으로 이미 출하량이 조정된 상황에서 판매량 회복은 재고 정상 수준으로의 조정 복귀 가속화로 이어질 개연성이 높다. 바닥 국면에서 일부 수요 반등이 관찰될 경우 부품 주문량은 재증가가 가능한 상황이라고 판단한다

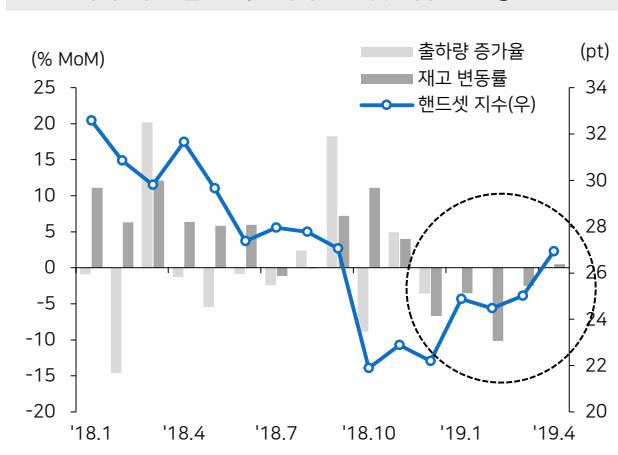
스마트폰도 결국에는 제조업이기 때문에 주가와 재고와의 상관관계가 높을 수 밖에 없다. 재고 사이클로 스마트폰 시장을 구분했을 때 기존 스마트폰 시장은 연초의 높은 출하량과 지속되는 낮은 판매량으로 1~2분기 재고누증 국면에 머물고 3~4분기에 재고 수축 및 조정으로 마무리되는 모습을 보여왔다. 앞서 언급했지만 이로 인한 지속적인 오더컷으로 관련 업체들의 주가는 부진했다. 반면에 내년은 올해 하반기부터 출하량 조정이 시작되었기 때문에 기존보다 빠른 연말~1분기에 재고 수축 국면에 진입하고, 하반기 판매량 회복과 함께 재고 감소 국면으로 진입하는 기존과는 다른 사이클이 예상된다.

과거 19년 초에도 출하량이 부진했음에도 재고 감소가 진행되면서 핸드셋 지수는 반등하는 모습을 보였다. 재고 정상화에 대한 기대감이 주가에 반영되기 때문이다. 내년에도 출하량 측면에서 스마트폰 업황은 큰 폭의 회복이 나오기는 어렵다고 판단한다. 당사가 예상하는 2023년 스마트폰 출하량은 전년과 유사한 12.3억대 (+0.3% YoY)이다. 다만 전체적인 낮은 기대감을 바탕으로, 소폭의 판매량 회복과 함께 재고 감소 국면으로의 빠른 진입을 통해 주가적으로는 반등하는 모습이 나타날 전망이다.

표2 주요 세트 업체들의 빌드업 계획

(백만대)	21년말→22년 빌드업	22년말 → 23년 빌드업
삼성전자	286	294
애플	225	230
샤오미	215	180
오포	200	110
비보	149	115
아너	70	65
기타	264	270
Total	1,409	1,264

그림7 과거 재고 감소 국면에서 핸드셋 지수는 반등



자료: 메리츠증권 리서치센터

자료: 메리츠증권 리서치센터

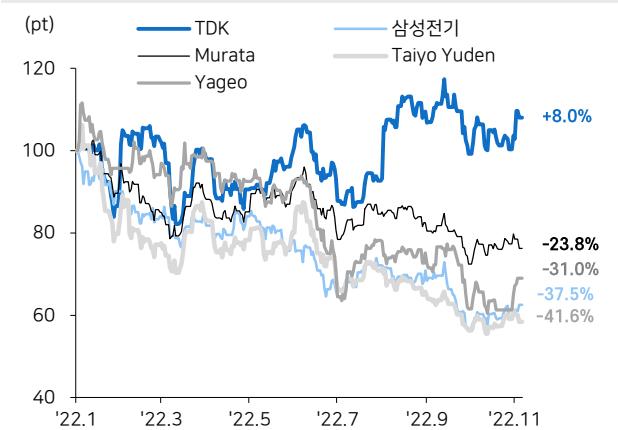
Part 2 MLCC 시장 '든든한 전장' + '스마트폰 기저효과'

두각을 나타내는 전장용 MLCC

올해 MLCC 업체들은 MLCC 전체 40% 이상의 비중을 차지하는 IT 세트 시장의 부진과 함께 부진하였다. 글로벌 MLCC 업체들의 재고자산 회전일수는 역대 최고 수준, 주가 수준은 최근 2년 기준 최저 수준까지 도달한 상황이다.

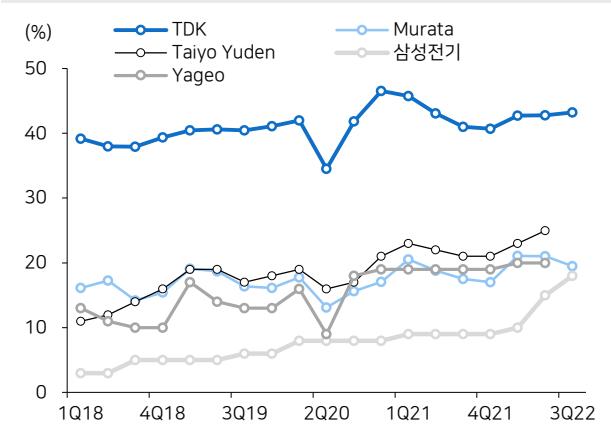
다만 일본의 TDK는 경쟁 업체 대비 비교우위의 상대주가를 기록 중이다. 올해 영업이익 컨센서스도 MLCC 업체들 중 유일하게 우상향을 기록 중이다. TDK와 다른 MLCC 업체들의 차이점은 전장용 MLCC의 공급 비중이다. 3Q22 기준 TDK의 Passive Components 사업부 내 전장용 공급 비중은 43.2%로 다른 업체들의 두 배 수준이다. 전장용 MLCC는 업황도 IT용 대비 양호한 것으로 파악된다. 1) 전장용 공급 비중이 높은 TDK의 Passive Components 영업이익률은 19.4%로 전사 영업이익률(12.4%)의 1.6배 수준이다 2) 최근 일본 업체들의 실적 컨콜에서 TDK만이 영업이익 가이던스를 상향하였다. 종합적으로 봤을 때 전장용 MLCC는 업황이 양호함과 동시에 미래에 대한 성장을 인정받고 있다.

그림8 MLCC 업체들 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 MLCC 업체들 전장용 공급 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

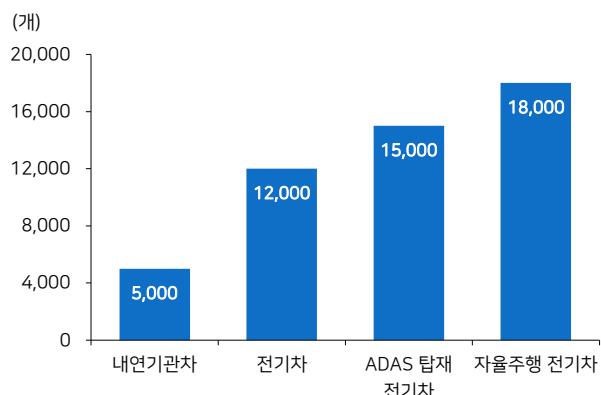
P와 Q의 동시 증가 → 전장용 MLCC의 성장성이 인정받는 이유

전장용 MLCC의 성장성이 인정받는 이유는 탑재량과 가격 측면에서 동반 상승이 예상되기 때문이다. 탑재량 측면에서 전기차와 자율주행차의 확대 과정에서 1) 자동차가 과거의 기계식으로 제어되던 부분이 전자식으로 제어가 필요하고 2) 카메라 등 쏟아지는 데이터를 처리하기 위한 IC가 많이 사용되기 때문에 MLCC가 비례해서 증가한다. 일반적으로 현재 내연기관차에서는 3,000~5,000개 가량 MLCC가 사용된다. 그러나 전기차에서는 최소 12,000개의 MLCC가 필요하고 ADAS 기술 탑재에 따라 추가로 3,000개, 향후 자율주행 기술에 따라 3,000개 이상의 MLCC가 추가로 필요할 전망이다.

가격적인 측면에서 전장용 MLCC의 평균적인 ASP는 IT용 대비 3~4배 높다. 이는 전장용 MLCC가 고신뢰성, 장수명, 고전압, 고내구성 등을 요구하기 때문이다.

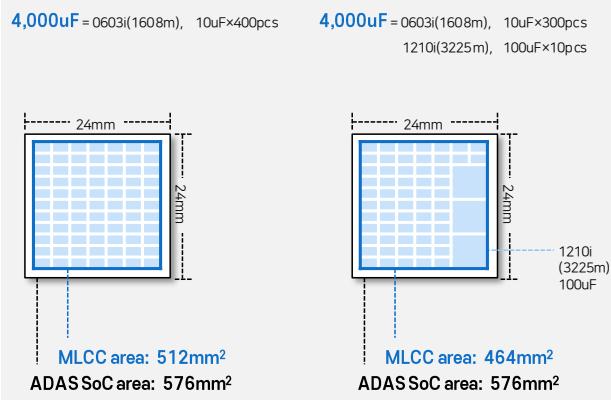
향후에도 전장용 MLCC는 높은 ASP를 유지할 전망인데 이는 추가적인 기술 발전을 통한 ASP 상승이 가능하기 때문이다. 특히 전장용 기판의 고도화에 따라 현재의 대형, 저용량 전장용 MLCC가 소형, 고용량 MLCC로의 전환이 필요하기 때문에 전장용 MLCC의 ASP는 지속적으로 증가할 전망이다.

그림10 전장용 MLCC 탑재량 전망



자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

그림11 소형, 고용량 MLCC 텁재 예시



자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

MLCC 주가 전망

MLCC 업체들의 주가는 MLCC 수출금액과의 상관관계가 높다 (삼성전기 0.84, Murata 0.89). 올해 스마트폰 출하량 둔화에도 전장 시장의 가파른 성장으로 인해 MLCC 수출금액은 하방이 높아진 상황이다. 다만 전체 시장의 40%를 차지하는 스마트폰의 부진으로 수출금액의 상승은 제한적인 상황인데 스마트폰 시장의 회복이 동반된다면 가파른 수출금액 상승이 가능할 전망이다. 관련해서 매크로 환경의 회복과 기저 효과가 더해지는 내년 3분기 이후에는 상대적인 스마트폰 시장의 출하량 회복과 함께 가파른 MLCC 수출금액 상승이 가능하다고 판단한다. 업황 회복에 대한 기대감으로 MLCC 업체들의 주가는 MLCC 수출금액 반등시점을 2~6개월 선행하기 때문에 내년 상반기를 기점으로 MLCC 업체들의 주가 반등이 나타날 전망이다.

그림12 MLCC 사이클 분석



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

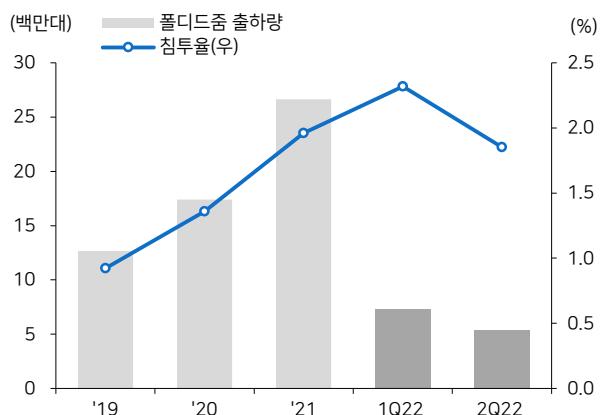
Part 3 2023년 이슈 점검

애플의 아이폰15 울트라 폴디드줌 채택을 시작으로 폴디드줌 시장 확산 전망

선두업체의 차별화 포인트를 만들어 줌과 동시에 탑재율이 증가할 신규 부품을 공급하는 업체는 성장 여력이 남아있다고 판단한다. 해당 측면에서 내년부터는 폴디드줌 카메라 모듈에 주목할 필요가 있다. 폴디드줌이란 광학줌의 일종으로 프리즘을 이용해 빛을 굴절, 렌즈를 좌우가 아닌 상하로 배치하는 기술이다. 디자인적으로 카메라가 튀어나오는 현상을 최소화하며 기능적으로는 3배 이상 광학줌을 구현한다. 다만 1H22 기준 폴디드줌 수요는 1,270만대(침투율 2.1%)로 추정되며 굉장히 부진한 상황이다. 삼성전자 기준으로 갤럭시 S 시리즈 울트라에만 사용하고 있고 중화권에서 적극적으로 폴디드줌을 사용하던 화웨이가 사실상 퇴출되었기 때문이다.

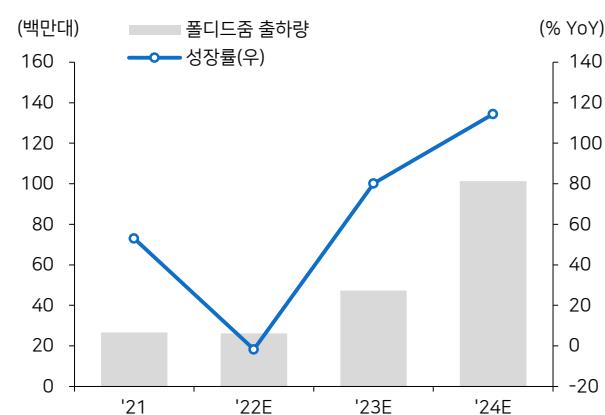
폴디드줌의 텐어라운드는 2023년이 될 전망이다. 2023년에 출시될 애플의 최상위 모델 아이폰 15 울트라에 폴디드줌 카메라모듈이 탑재될 예정이기 때문이다. 애플의 신제품 출시 이후 삼성 또한 하드웨어로 프리미엄 시장에서 애플과 경쟁하고 있는 만큼 경쟁력 유지를 위해 폴디드줌의 추가 채택이 유력하다고 판단한다. 이로 인해 폴디드줌 출하량은 2023년 4,720만대(+80.2% YoY), 2024년 1억 130만대(+114.4% YoY)의 가파른 성장이 예상된다. 국내 폴디드줌 관련 주요 공급사는 LG이노텍(액추에이터+카메라모듈), 삼성전기(카메라모듈), 엠씨넥스(액추에이터), 자화전자(액추에이터), 액트로(액추에이터), 옵트론텍(액추에이터+프리즘) 등이 있다. LG이노텍의 경우 애플향 폴디드줌 액추에이터 단가(10불 추정)가 기존 OIS 액추에이터(5불 추정), 삼성향 폴디드줌 액추에이터(7불 추정) 대비 판가는 높기 때문에 아이폰15 울트라 망원 카메라모듈의 단가 상승으로 실적 성장이 예상된다.

그림13 폴디드줌 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 폴디드줌 출하량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

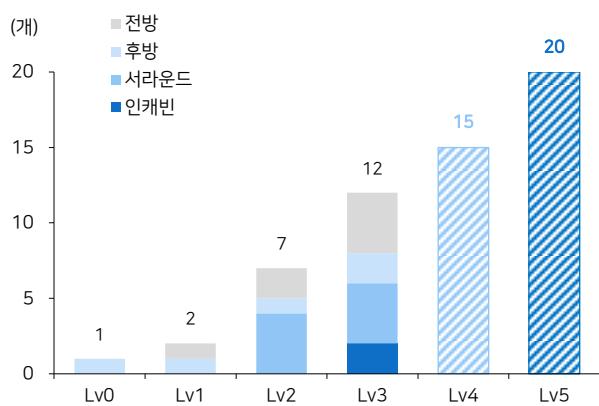
전장카메라 본격 성장

2023년 스마트폰 카메라모듈 업체들의 새로운 신성장 동력은 전장카메라가 될 전망이다. 자율주행을 위해서는 더 많고 정확한 차량용 센서가 필수인데 차량용 센서 중 카메라의 시장 규모는 지속적으로 절반 이상의 높은 비중을 차지할 전망이다 ① 카메라만이 색상 인식이 가능한 유일한 센서이고 ② Tesla, Mobileye등 자율주행을 주도하는 업체들이 카메라 중심의 자율주행 구현을 시도하고 있기 때문이다. 전체 카메라모듈 시장 내에서의 전장 카메라 비중은 '21년 7.4%에서 '25년 22.8%로 급격한 상승이 기대되고 국내 전장 카메라 공급업체는 1) 자율주행 시장 발전에 따라 P와 Q가 동반 성장하는 구조적 시장 성장 국면에서 2) 전장 부품의 높은 진입장벽이라는 특성상 시장 성장의 수혜를 온전히 누릴 전망이다.

카메라 개수 기준 자율주행 Lv1은 평균 2개, 부분 자율주행인 Lv2는 6~8개의 카메라가 탑재된다. 조건부 자율주행인 Lv3부터는 10~12개의 카메라가 탑재되고 완성차 OEM마다 차이가 존재하나 자율주행 Lv4와 Lv5는 각각 15개, 20개 이상의 카메라가 탑재될 전망이다. 이로 인해 글로벌 전장 카메라 시장은 출하량 기준 '21년도 1.4억개에서 '30년도 5.1억개로 연평균 15.1% 성장이 예상된다. 가격 상승 요인은 두 가지인데 1) 자율주행 기술 발전 과정에서 뷰잉카메라→센싱카메라로의 전환이 필요하다. 센싱 카메라의 ASP는 뷰잉카메라의 2.5배 수준이다. 2) 인식 정확도 향상과 인식 범위 확대를 위한 고화소화, 광각화에 따른 P 상승이 예상된다. 현재 대부분의 전장 카메라는 100만화소이나 1200만화소까지 기술 발전이 필요하다.

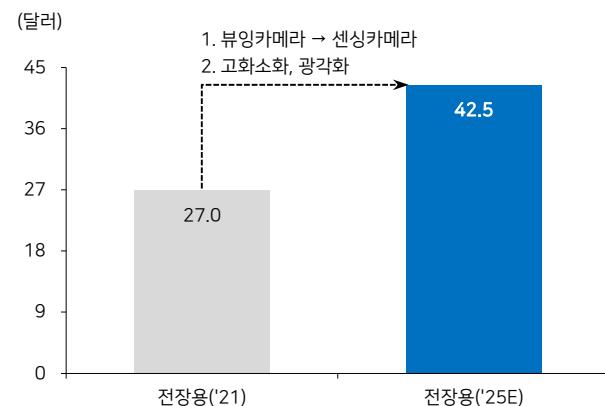
대표적인 국내 전장 카메라 주요 공급 업체는 LG이노텍, 삼성전기, 엠씨넥스, 세코닉스, 파트론이다. 전장 카메라 매출이 차지하는 비중은 '21년 기준 세코닉스, 엠씨넥스, 파트론, LG이노텍(광학사업부), 삼성전기 순이다. 위의 업체들은 구축해 놓은 레퍼런스를 기반으로 한 높은 진입장벽으로 전장 카메라 시장의 구조적 성장의 수혜를 온전히 누릴 전망이다. 중장기로 계약을 진행해 안정적인 매출을 보장한다는 점도 향후 성장성 확보에 긍정적이다.

그림15 자율주행 레벨 별 전장 카메라 탑재 개수 증가



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 전장용 카메라 ASP 변화 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

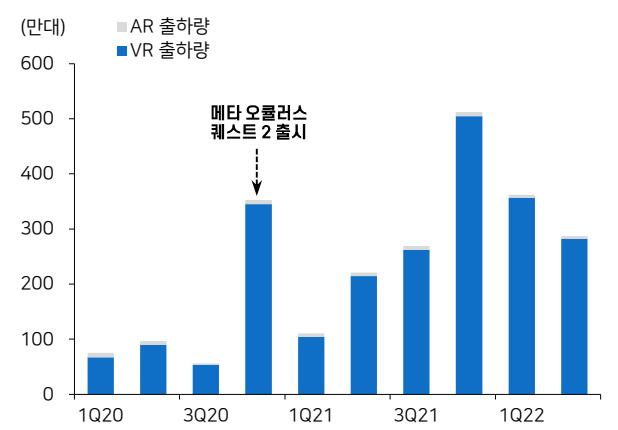
VR·AR기기 보급 확산

메타버스 산업 성장의 핵심은 하드웨어의 고도화이다. 플랫폼, 컨텐츠, 인프라가 최고 수준으로 갖춰진다 해도 현실에서 가상세계로 인도할 유형의 연결 매개체가 없다면 그 의미를 찾기 어렵기 때문이다. 메타버스 플랫폼/컨텐츠가 진화함에 따라 VR · AR 기기의 확산이 필요하다. 과거 넷플릭스가 OTT 시장을 개화시켰던 2016년, 전세계 TV 판매량 중 스마트 TV 판매 비중은 57.1%(+12.4%pt YoY)를 기록하며 역대 최고 증가율을 시현했다. 메타버스 시장 본격화에 따라 하드웨어 기기인 VR·AR기기에 주목할 필요가 있다.

2Q22 기준 VR · AR기기 출하량은 286.9만대(-20.7% QoQ, + 29.8% YoY)로 메타가 2014년 2.3억달러에 인수한 VR 기기 제조사 오클러스(Oculus)가 2Q22 기준 전세계 VR 기기 출하량의 84.6%를 점유 중이다 (2020년 이후 누적 판매량 1,787만대 추정).

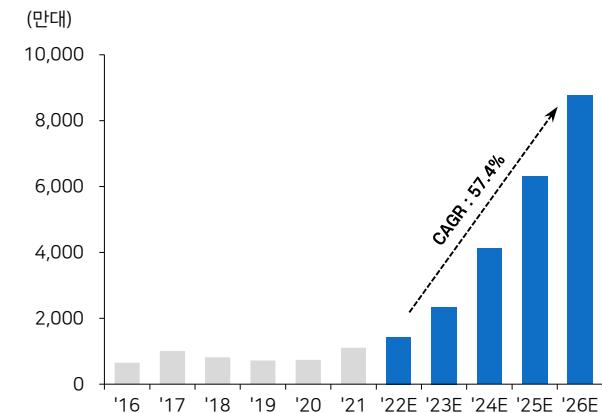
초기 시장인 만큼 향후 VR·AR 시장은 높은 성장이 예상된다. 대표적으로 최근 중국의 산업정보기술부는 2026년까지 VR· AR 장비 2500만대를 판매하는 계획을 공개했다. 올해 상반기 중국의 VR · AR 장비 판매규모는 58만6,000대로 2,500만 대 판매를 위해서는 연평균 113.6% 성장이 필요하다. Insider Intelligence에 따르면 글로벌 VR · AR 장치의 출하량은 올해 1430만 대에서 2026년 8770만 대 까지 향후 4년 연평균 57.4%의 성장이 예상된다.

그림17 2022년 상반기 기준 VR·AR 출하량 현황



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 VR·AR 시장 전망



자료: Inside Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

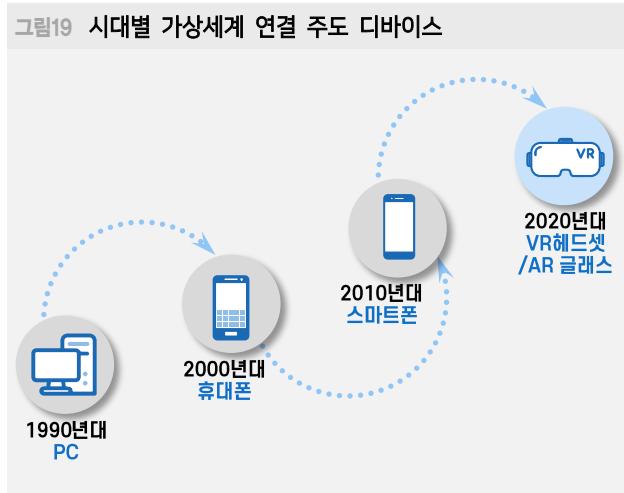
VR·AR 디바이스 시장 선점의 중요성

2023년은 가파른 성장에 앞서 글로벌 빅테크 기업들의 VR기기 출시 원년이 될 전망이다. 대표적으로 Sony의 'PSVR2', Meta의 'Meta Quest 3', Apple의 'Reality One'의 출시가 예상된다. Sony의 'PSVR2'와 'Meta Quest3'는 저렴한 가격으로 VR기기의 대중화를, Apple의 'Reality One'은 VR/AR 기술의 발전 방향을 제시해 줄 것으로 기대되는 상황이다. 이외에 삼성의 '릴루미노 글래스2', MS의 '홀로렌즈 3' 등의 출시가 유력하다.

역사적으로 디바이스의 승자는 OS(운영체제)의 선점을 통한 생태계 전반을 선점 한다. 과거 스마트폰에서 애플이 대표적인 사례이다. 애플은 아이폰을 통해 IOS(아이폰 운영체제)를 선점, 데이터 플랫폼을 외부에 공개하고 누구나 아이폰 안에서 자신들의 비즈니스를 할 수 있는 오픈 API라는 개념을 통해 생태계를 구축하였다. 이를 통한 시장 선점을 통해 개발자들의 생태계에 참여로 유용한 앱을 대거 출시하고 이는 아이폰의 이용 가치 상승과 아이폰 판매량이 증가하는 선순환을 구축하였다. 즉 플랫폼의 시대를 열고 세상에 없던 새로운 경제 시스템을 창조한 것이다. 다만 스마트폰의 운영체제는 애플의 IOS와 구글의 안드로이도 OS로 시장 양분화가 완료된 상황이다. 새로운 생태계 구축을 위해서는 새로운 디바이스의 보급이 필연적이고 시장 선점을 통해 새로운 경제 시스템 창조하면 막대한 부가가치 창출이 가능하기 때문에 글로벌 빅테크 기업들이 VR · AR 기기 시장에 적극적으로 진출 중이다.

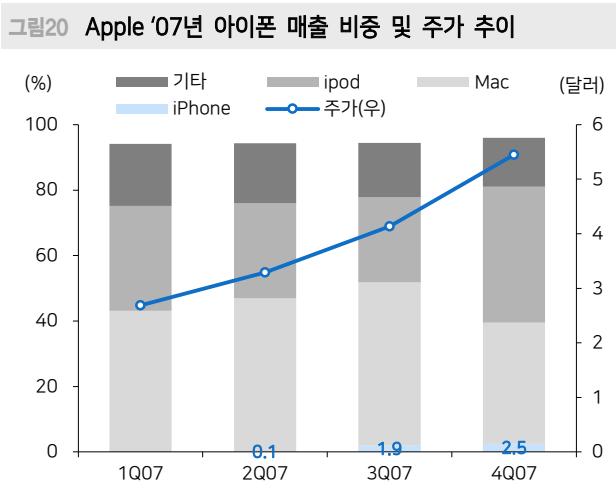
과거 아이폰 최초 출시 시기인 2007년 애플의 주가는 134% 상승했으나 당시 애플의 아이폰 매출 비중은 2.5%, 글로벌 스마트폰 침투율은 3.4%에 불과하다. VR · AR기기 역시 초기 시장인 만큼 스마트폰 대비 판매량 및 실적 기여도는 미미할 전망이다. 그럼에도 불구하고 생태계 선점을 위해 혁신적인 기술을 보유한 VR · AR 기기는 지속적으로 출시될 예정이기 때문에 국내 관련 업체(뉴프렉스, LG이노텍, 나무가)의 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다.

그림19 시대별 가상세계 연결 주도 디바이스



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림20 Apple '07년 아이폰 매출 비중 및 주가 추이



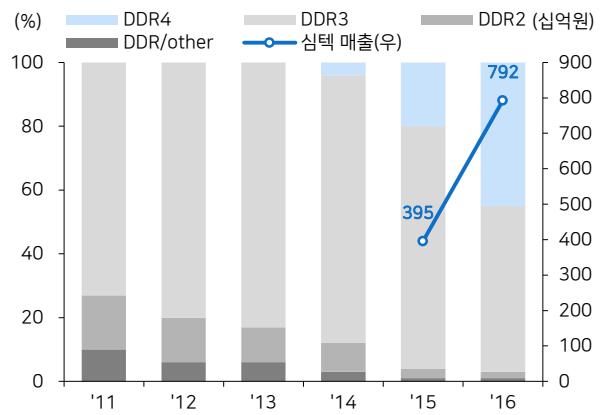
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

DDR5 출시 본격화

2023년 상반기 DDR5의 본격적인 출시가 예상된다. 인텔은 '초크 토크(chalk talk)'라는 사내 행사를 통해 내년 1월 10일 4세대 서버용 CPU '사파이어 래피즈'를 출시한다고 공식 발표했다. 사파이어 래피즈는 차세대 D램 규격인 DDR5 메모리를 호환할 수 있는 서버용 CPU이다. 서버용 CPU 시장 인텔의 점유율은 2Q22 기준 68.6%이다(AMD는 31.4%). AMD 또한 지난 2020년 전작 젠3 라이젠 5000이후 3년 만의 신제품으로 DDR5를 지원하는 데스크톱용 CPU 라이젠 7000시리즈를 공개했다. DDR5는 기존 DDR4 대비 속도는 용량은 4배, 속도는 2배 이상. 전력 소모량은 10% 이상 낮음(1.2V → 1.1V). 가격은 20~30% 높은 것으로 추정된다.

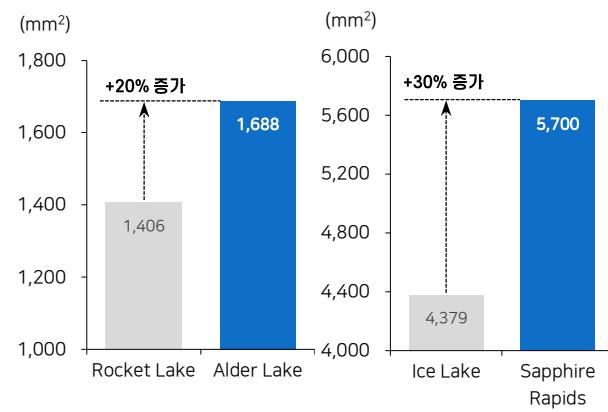
DDR5 출시는 메모리 반도체 업황 악화로 인해 주가 부진을 겪고 있는 기판 업체들(티엘비, 심텍, 대덕전자, 해성디에스)의 실적 및 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다. DDR5는 DDR4와 규격이 다르고 데이터 전송량의 차이가 존재하기 때문에 D램 칩을 장착하는 반도체 기판의 변화가 필요하기 때문이다. 1) DDR5는 기판의 총수가 증가하고, 칩을 부착하는 공정의 개선이 이뤄지기 때문에 기판 업체 입장에서 수익성이 향상된다 (ASP 10~15% 상승) 2) 면적이 30% 증가하기 때문에 같은 개수의 기판을 수주해도 매출이 30% 상승 (Q의 상승 효과). 국내 기판 업체들 특성상 삼성전자와 SK하이닉스에 대한 의존도가 높다. 즉 메모리 반도체 업황에 대한 영향을 크게 받을 수 밖에 없는데, DDR5 전환으로 인해 일정 수준 이상의 실적 방어가 이뤄질 전망이다.

그림21 DDR3→DDR4 전환 시기 기판업체 매출



자료: IC Insights, 메리츠증권 리서치센터

그림22 DDR5전환에 따른 기판 사이즈 증가 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2022년 11월 9일 발간된

[2023년 전망 시리즈 14 – 화장품/의류: 위기와 기회 사이] 입



△ 화장품/의류
Analyst 하누리
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

2023년 전망 시리즈 14 (해설판)

[화장품/의류] 위기와 기회 사이

- ✓ 선호도 제시: 자유재 Overweight 의견 제시
- ✓ 투자성, 성장성, 건전성 감안 최선호주: 화장품 아모레퍼시픽, 의류 F&F
- ✓ 매력도 점검: ① Valuation 매력 ② 순환매 유입 ③ 모멘텀 강화
- ✓ 성장성 점검: 중국 > 한국 > 미국
- ✓ [중국] 2023E 소매판매 +7%
- ✓ [한국] 2023E 소매판매 +5%
- ✓ [미국] 2023E 판매 +1% vs. 재고 +6%
- ✓ 건전성 점검: ① 부채 상환 능력 ② 매출채권 회수 정도 ③ 재고자산 회전 주기 확인

Part 1 [투자] 선호도 제시

자유소비재 Overweight

투자순: 중국 → 미국 → 한국

↳ 화장품 → 의류

집중형 포트폴리오 구성 및 권역별 비중 변화 통해 수익 창출 극대화 가능하다는 판단이다. 회복이 예상되는 중국으로 시작해 리스트킹 기술적 전환할 것으로 예상되는 미국, 이후 리오프닝 관련 기저 부담을 덜어낼 내수 주들로 전환을 권고한다.

표1 자유소비재 커버리지 투자의견

화장품												
업체명	투자 매력도	투자의견	직장주가(원)	상승여력 (실적연, %)	2023E	vs. 2022E	주가 YTD	공매도 대금	기관·외인 총순매수액	외인율	금융비용 보상배율	순부채
아모레퍼시픽	★★★★★	Buy	160,000	42.9 매출액 영업이익	4,431 351	6.4 65.3	-42.2%	1,502.4	-385.3	-5.4%p	22.0	-526.3
LG생활건강	★★★★★	Buy	800,000	37.0 매출액 영업이익	7,900 896	7.3 23.9	-52.7%	1,306.0	-722.4	-6.3%p	35.4	110.6
아모레G	★★★	Buy	37,000	33.8 매출액 영업이익	4,636 376	3.8 47.7	-44.0%	183.7	-27.4	-1.3%p	48.8	-1,297.0
한국콜마	★★★	Buy	48,000	31.9 매출액 영업이익	2,264 173	17.2 54.7	-14.3%	131.1	+17.3	+0.2%p	6.2	563.0
코스맥스	★★	Buy	70,000	36.5 매출액 영업이익	1,753 283	7.7 36.4	-46.1%	156.0	-57.5	-1.0%p	5.4	421.5
클리오	★★	Buy	18,000	35.3 매출액 영업이익	303 19	11.3 10.8	-29.2%	N/A	-0.8	+2.1%p	43.5	-78.9
신세계인터	★★	Buy	34,000	39.1 매출액 영업이익	1,647 136	4.5 6.7	-18.4%	89.0	+26.8	+2.4%p	5.7	182.5
섬유의복												
F&F	★★★★★	Buy	250,000	66.1 매출액 영업이익	2,671 745	39.6 29.9	-24.3%	172.5	-31.4	-2.7%p	71.6	199.4
필라홀딩스	★★★	Buy	41,000	21.8 매출액 영업이익	4,416 633	6.8 19.1	-8.1%	219.6	-43.9	-2.2%p	9.6	342.0
한세실업	★★★	Buy	23,000	48.9 매출액 영업이익	2,294 196	flat 2.3	-33.3%	154.7	-28.0	+3.4%p	19.2	514.9
영원무역	★★★	Buy	70,000	44.6 매출액 영업이익	3,709 665	0.3 -7.7	+9.1%	115.0	+20.1	+1.2%p	32.3	-215.2
화승엔터	★★	Buy	13,000	32.4 매출액 영업이익	1,695 112	13.9 46.8	-47.7%	25.2	-30.0	+0.3%p	13.2	407.3
한섬	★★	Buy	34,000	30.8 매출액 영업이익	1,589 162	2.5 -4.7	-30.5%	22.9	-11.5	-1.9%p	13.1	-290.0

주: 기관 및 외인 합산 순매수 대금 및 외인율은 YTD 누적, 클리오의 경우 KOSDAQ150 미포함 종목으로 공매도 금지 대상, 금융비용보상배율은 2023E 추정치. 순부채는 2Q22 말 기준
자료: QuantWise, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 [주가] 매력도 점검

발류 최저, 이익 최고

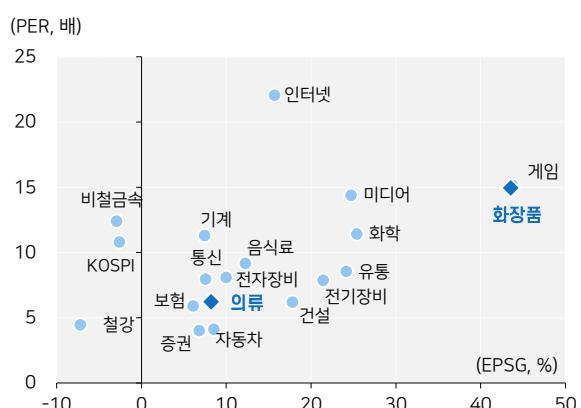
경기 위축 우려는 주가 반영이 완료되었다고 판단된다. 초호황기 2015년 대비 2023E 순이익은 125%로 예상되지만 시가총액은 54%에 불과하다. 중국 프리미엄을 제거하더라도 과매도 구간이다(선행 PER: 2023E 18배 vs. 2015년 40배).

동기간 대비 의류 업종은 2023E 순이익 719% 성과에도 불구하고, 시가총액은 150%에 불과하다(선행 PER: 2023E 9배 vs. 2015년 22배).

섹터 로테이션 수혜

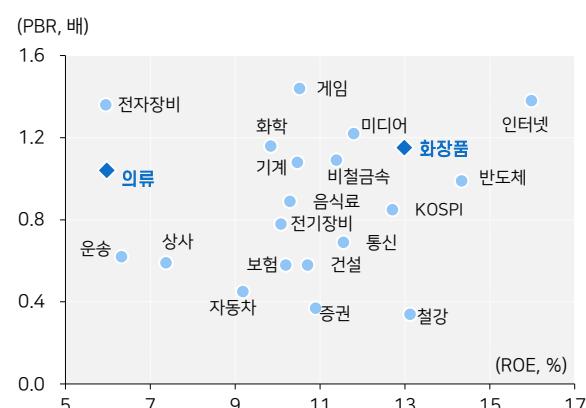
화장품 향 순환 매성 매수 유입이 기대된다. 의류의 경우 저평가 매력이 부각된다 (2023E 전체 업종 평균 ROE 10%, PBR 1.1배, EPSG 8%, PER 12배). 화장품 섹터는 ROE 13%, PBR 1.1배, EPSG 44%, PER 15배로 전체 업종 대비 최상위 수준의 EPS 성장률을 보일 것으로 전망된다. 의류 섹터는 ROE 6%, PBR 1.0배, EPSG 8%, PER 6배로 상대적 저평가 매력이 부각된다.

그림1 업종별 PER – EPSG (2023E)



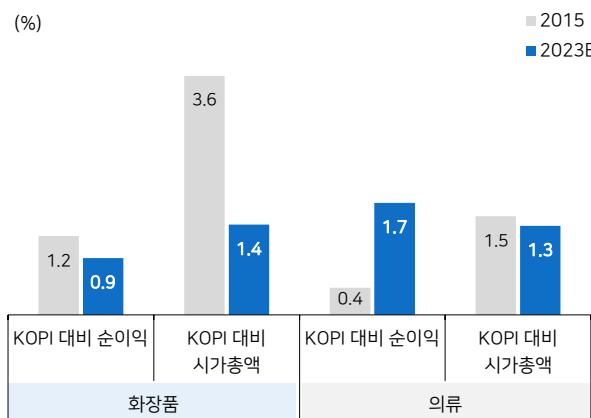
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 업종별 PBR – ROE (2023E)



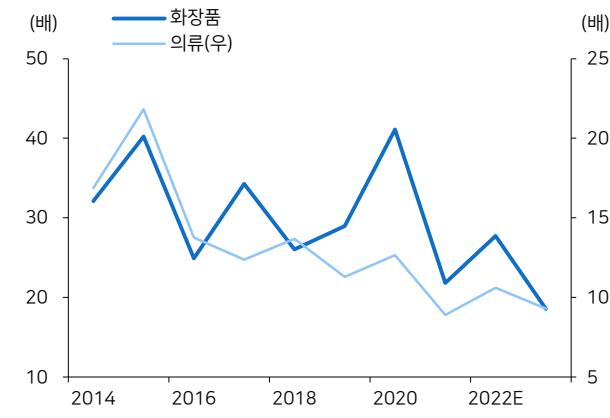
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 업종별 순이익 및 PER: 2015 vs. 2023E



주: 순이익은 자배순이익, PER은 12개월 선행, 2023E 순이익 및 PER은 시장 컨센서스 기준
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 업종별 선행 PER



주: 2022E과 2023E는 지배순이익 컨센서스를 현재 시가총액으로 나누어 산출
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Part 3 [실적] 성장성 점검

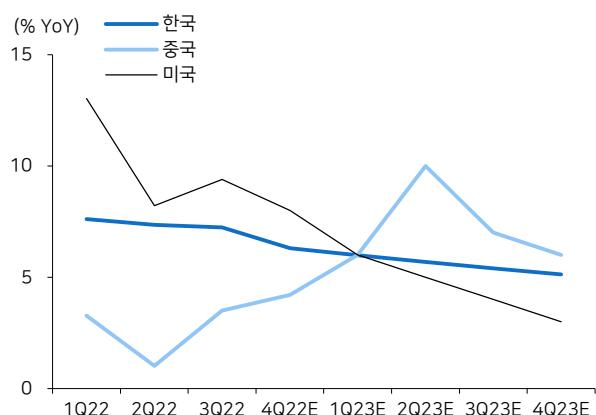
유일한 희망, 중국!

각 국가들은 초기 코로나 대응 시기는 상이했으나 결과와 방향성은 일치했다. 롤다운 및 입출국 규제를 실시했고 이후 백신 접종률을 끌어올렸으며 리오프닝까지 도달했다. 2023E 중국은 기저 구간 진입 및 방역 완화로 성장이 기대된다.

한국, 피크아웃 구간 진입
미국, 소비력 약화 심화

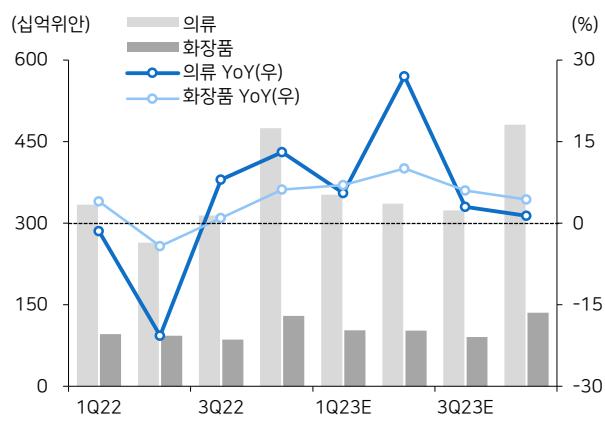
국가별 코로나 대응 구간 차이를 감안 시 2023E 소매판매 성장률 및 방향성에서 차별화가 예상된다. 중국은 기저 구간 진입 및 방역 정책 완화 기대로 2023E 소매판매 +7%가 예상된다. 12월 경제공작회의 및 3월 양회 통한 내수 진작 정책으로의 개진 가능성이 상존한다. 한국은 피크 아웃 구간에 진입하며 소매판매 +5%가 예상된다. 리오프닝 및 환율 효과 제거로 직구 소비 채널이 확장될 전망이다. 미국은 2023E 소매판매 +4%가 예상된다. 전방 수요 약화 심화로 판매 강세는 어려울 전망이나 3Q22E 재고의 기술적 Re-stocking 구간 진입으로 관련 기업들의 투자 매력도가 상승할 것으로 보인다.

그림5 분기별 소매판매 성장률: 한국 vs. 중국 vs. 미국



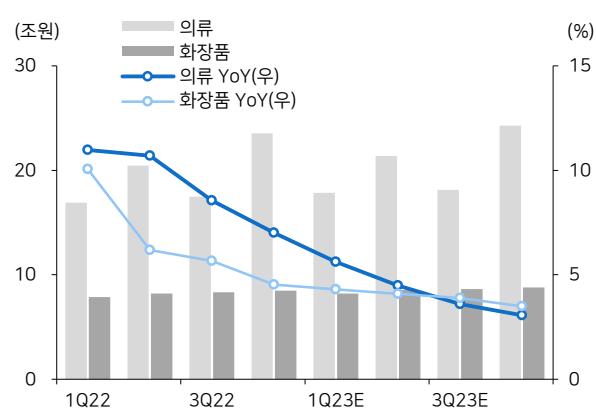
자료: 통계청, CEIC, U.S. Census, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 재군별 소매판매



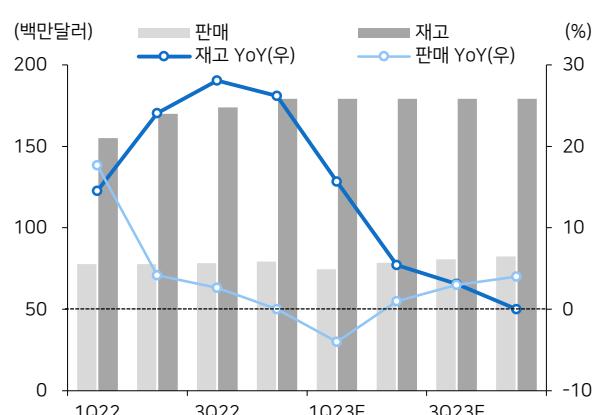
자료: 중국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 한국 재군별 소매판매



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 재군별 소매판매



자료: U.S. Census, 메리츠증권 리서치센터

Part 4 [재무] 건전성 점검

부채규모: 아모레 최우수

상환 능력: F&F 최우수

금리 인상기, 부채 규모 및 상환 능력이 부각된다. 아모레G, 아모레퍼시픽, 한섬, 영원무역, 클리오의 경우 무차입 경영이 이뤄지고 있다. 전 업체 금융비용보상비율(영업 현금흐름 기준) 및 이자보상배율(영업이익 기준)이 적절 수준이며 그 중 F&F, LG생활건강, 영원무역은 최우수 이자 지급 능력을 보여준다.

매출채권부담: OEM > 브랜드

F&F 매출채권회전율 최우수

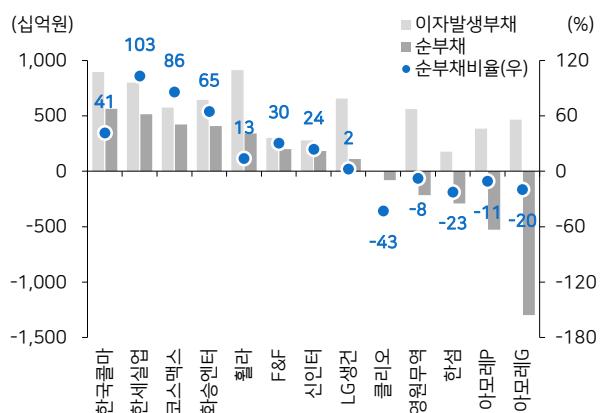
동기간, 매출채권 회수 가시성이 저하된다. 매출채권회전율을 통해 현금 회수 능력 평가가 가능하다. F&F 매출채권회전율은 구조적으로 상승했고, 클리오 또한 2022년 들어 회전율이 반등했다.

재고 회전 우수: F&F, 클리오

재고 부담 가중: 생건, 아모레

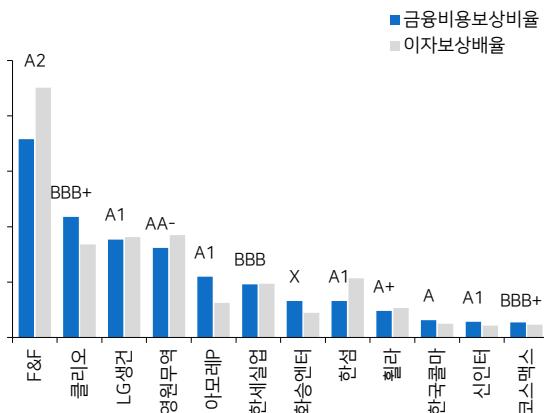
재고자산 추이 또한 중요하다. 재고자산회전율 추세적 상승 시 정가판매율 확대에 기반한 마진 확장 동반된다. 재고자산 증가와 재고자산회전율 하락이 동반될 경우, 재고자산평가손실 확대 불가피하다.

그림9 자유소비재 커버리지 순부채 (2Q22)



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

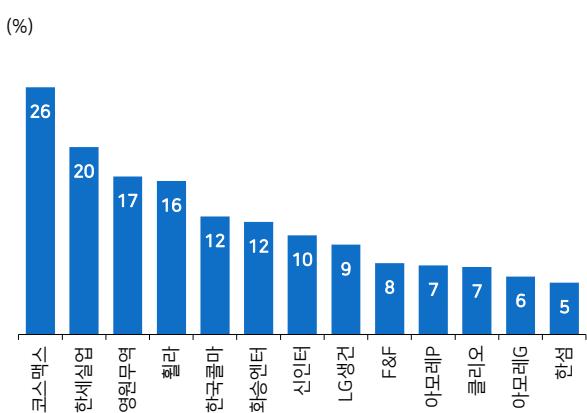
그림10 자유소비재 커버리지 이자 지불 능력 및 신용등급



주: 금융비용보상비는 (영업활동현금흐름+금융비용)/금융비용, 이자보상배율은 영업이익/금융비용으로 산출, 신용 등급 (레이블 표기)은 2Q22 기준, 화승엔터 전문 신용평가사로부터 미평가

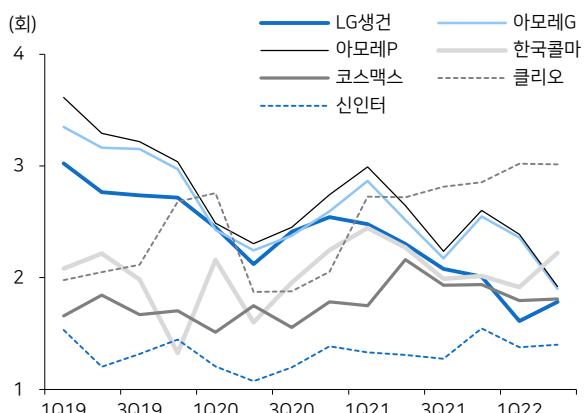
자료: QusntiWise, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 자유소비재 커버리지 자산 대비 매출채권(2Q22)



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 화장품 기업별 재고자산회전율

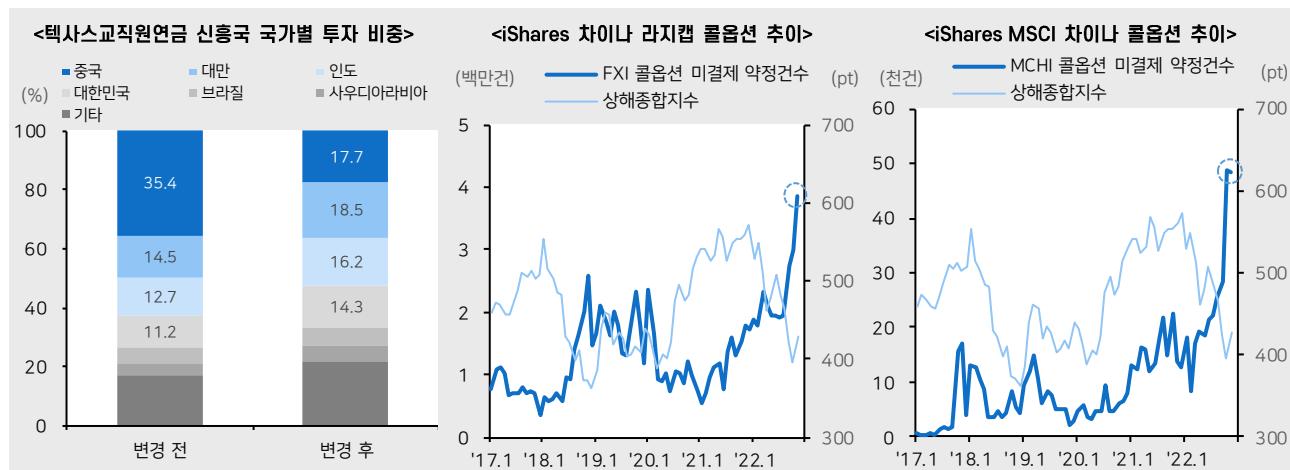


자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이진우 연구위원

중국을 바라보는 투자자의 상반된 관점



자료: Teacher Retirement System of Texas. Bloomberg. 메리츠증권 리서치센터

글로벌 연기금, 중국 투자비중 축소

텍사스 교직원 퇴직연금은 신흥국 투자 벤치마크 설정 관련하여 중국 비중을 35.4%에서 17.7%으로 대폭 축소하였다. 축소에 대한 배경으로 MSCI 신흥 시장 지수에서 중국 주식이 차지하는 비중이 2020년 10월 43.2%에서 2022년 7월 32%에서 하락하는 등 시장 환경 변화를 감안하여 리밸런싱 관점에서 축소하였다 고 하였으나, 단순히 리밸런싱 관점으로 해석하기에는 축소 폭이 과대한 듯하다.

중국 시장을 바라보는 두가지 관점

글로벌 자금 시장의 탈중국 현상은 미·중 갈등이 핵심 기술에 대한 전략 경쟁으로 확산할 가능성과 '시진핑 3기' 출범으로 더욱 강화된 중국의 반시장적 정책에 대한 불신에서 초래한 것으로 보인다. 다만 국부 펀드와 같은 장기 자금에서 중국 시장에 대한 경계감을 표하는 것과는 달리 단기 매수·매도를 반복하는 헤지펀드에서는 이와 다른 움직임을 보인다.

ETF 콜옵션 미결제 약정건수는 증가 추세

미국에 상장된 중국 관련 ETF FXI(iShares China Large-cap)의 콜옵션 미결제 약정건수는 11월 28일 기준 386만 2,582건으로 최근 5년간 최고치를 경신하였다. 미국 시장 최대 규모의 중국 ETF인 MCHI(iShares MSCI China)도 4만 8,519건으로 상당히 높은 수치를 기록하고 있다. 미국 투자자가 중국 ETF에 투자하는 것은 최근 G20 정상회담에서 미·중 간의 갈등이 예상보다는 극심하지 않아 보였고 코로나 완화로 인한 회복 텔리에 대한 기대감 때문인 것으로 보인다.

단기적 추세일 가능성에 방어적 접근 필요

코로나19 확산 및 정치·경제적 상황이 중국에 대한 장기적인 우려는 상존함에도 불구하고 이러한 콜옵션 매수 확대의 흐름은 리오프닝에 대한 기대감이 작용했다는 점에서 중국 중시에 긍정적인 신호로 작용할 것으로 보인다. 다만 이러한 관점이 변동성이 큰 최근 시장 흐름에서는 단기적 추세에 그칠 가능성이 높다는 점을 들어 지속적인 관찰이 필요할 것으로 보인다.

칼럼의 재해석

조아해 수석연구원

어려워진 자동차 금융 시장 (Bloomberg)

최근 미국의 서브프라임 오토 ABS 수익률 스프레드가 상승 추세이다. 서브프라임 오토론의 60일 이상 연체율도 증가하면서 경기 침체에 대한 경고음이 커지고 있다. 총부채에서 오토론이 차지하는 비중은 9%로 모기지 사태와 같이 금융시스템을 붕괴시킬 가능성은 높지 않다. 또한, 신규 발행된 오토론 중 서브프라임 등급의 비중은 20%를 하회해 당장 우려되는 수준은 아니다. 그러나 중고차 시세의 하락세가 가파라 오토론 채무불이행 발생시 회수 가능금액이 줄어들 수 있어 상황을 주시해야 한다.

국내 오토론의 경우, 연체율은 낮은 수준을 유지하고 있다. 그런데 자동차 할부금융 시장의 주축인 여전사들이 자동차 할부금융 규모를 축소하고 있다. 이윤을 적게 남기더라도 자동차 금융은 포기할 수 없다는 입장이었으나 금리상승과 채권시장 위축으로 자금조달이 어려워 할부금리를 대폭 올리는 등 사실상 취급을 중단하고 있다. 따라서 자동차 할부 금융 시장 위축과 여전사 자산 건전성 악화에 대비한 적절한 대응이 필요하다.

미국 서브프라임 오토론 연체율 증가

**서브프라임 오토 ABS BB등급
스프레드 6.5%p(11/3 기준)
60일 이상 연체율 5.13%**

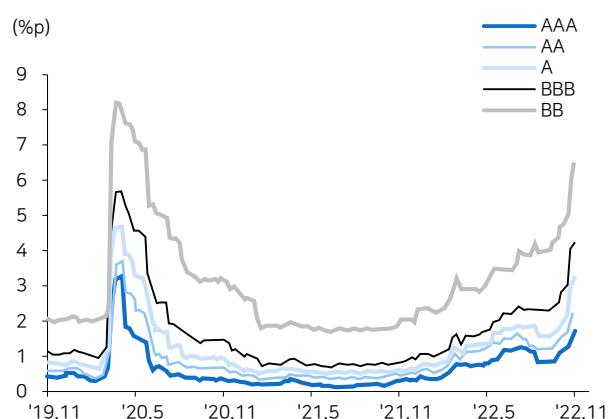
미국 서브프라임 오토 ABS 수익률 스프레드가 가파르게 상승하고 있다. 서브프라임 오토론 ABS BB 등급 수익률 스프레드는 팬데믹 기간을 제외하고 2010년 이후 가장 높은 수준이다. 한편 전월 서브프라임 오토론의 60일 이상 연체한 대출자 비율은 5.13%(+36.4% YoY)까지 증가했다.

이로 인해 미국의 경제 상황이 악화되고 있는 것은 아닌지 우려의 목소리가 높아지고 있다. Key Bank를 자회사로 두고 있는 Key Corp의 CEO 크리스 고만은 차주의 대출금 상환능력 여부를 재평가하고 있으며, 향후 자동차 금융 시장이 어려움에 직면할 것으로 전망했다.

**총 부채에서 차지하는 비중
모기지(71%), 오토론(9%)**

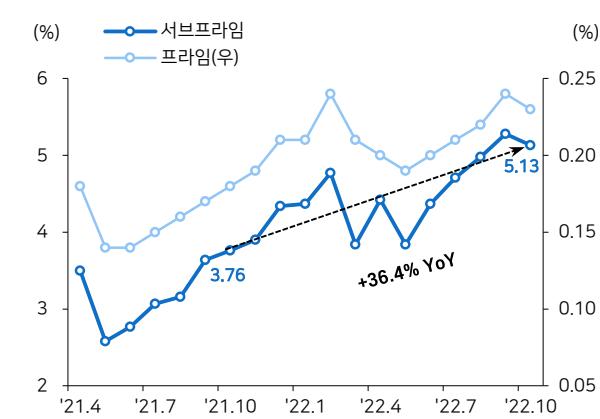
3Q22 오토론 규모는 1.5조달러(vs. 모기지 11.7조달러)로 모기지 사태와 같이 금융시스템을 붕괴시킬 가능성은 높지 않다. 그러나 내수 경기에 적신호가 될 수 있어 경기 침체의 시그널로서 눈여겨 볼 필요가 있다.

그림1 서브프라임 오토 ABS 수익률 스프레드



주: 서브프라임 오토 ABS 3년 – 국채 3년물
자료: JP Morgan, 메리츠증권 리서치센터

그림2 서브프라임 오토론 60일 이상 연체율



자료: Fitch Ratings, 메리츠증권 리서치센터

2017년에도 오토론 신용 리스크 경고음

딥 서브프라임 비중 32.5%
서브프라임 90일 이상 연체율
2.3%

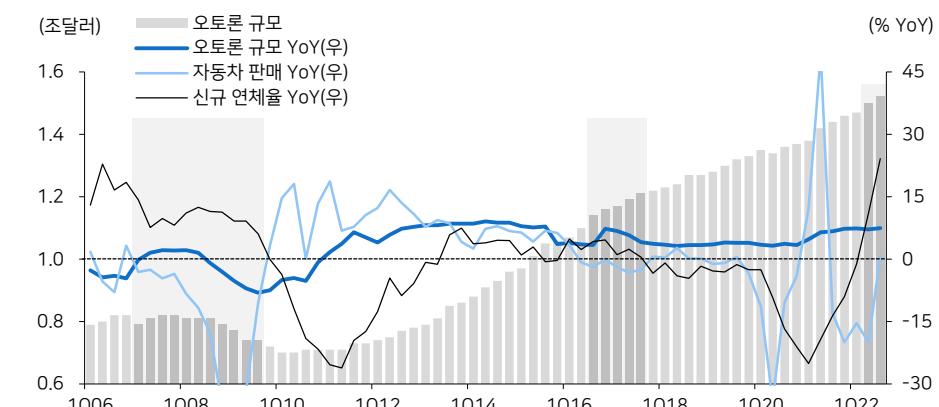
금융위기 이후 2017년에도 미국 오토론 시장 과열에 대한 우려가 있었다. 발행된 오토론 중 딥 서브프라임의 대출 비중은 2010년 5.1%에서 32.5%로 급증했다. 서브프라임 등급 내 90일 이상 연체율은 13개월 연속 증가해 6년만에 최고치를 기록하는 등 신용도 악화가 극심했다.

이상 징후가 감지되자 대형 은행들은 신규대출을 줄이고 대출심사를 강화하는 조치를 취했다. 미국 통화감독청도 서브프라임 오토론에 집중하는 금융회사에 대한 감독을 강화하면서 시장이 다소 진정되었다.

채무불이행 발생:
중고차 시세 하락 → 회수금 감소

오토론 규모는 현재까지 매년 최고점을 개신하고 있다. 신규 발행된 오토론 중 서브프라임 등급의 비중은 20%를 하회해 당장 우려되는 수준은 아니다. 그러나 11월 만하임 중고차 가격 지수가 연초 대비 25% 하락했다는 점은 주목할 필요가 있다. 오토론 채무불이행 발생시 중고차 시세가 하락하면 대출기관의 회수가능금액이 줄어들 수 있어 향후 상황을 지켜봐야 한다.

그림3 오토론 규모 및 신규 연체율



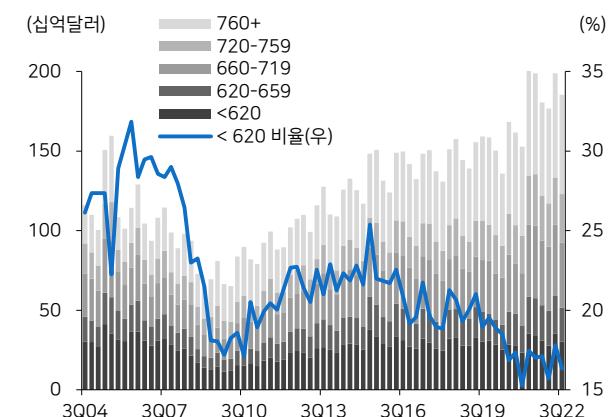
자료: FRED, U.S. Bureau of Economic Analysis, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림4 만하임 중고차 가격 지수



자료: Manheim, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신용점수별 오토론 신규 발행 규모



자료: NY Fed Consumer Credit Panel and Equifax, 메리츠증권 리서치센터

국내 자동차 할부금융 시장 축소

자동차 할부금융 시장 규모 40조
전체 할부금융 시장의 95% 차지

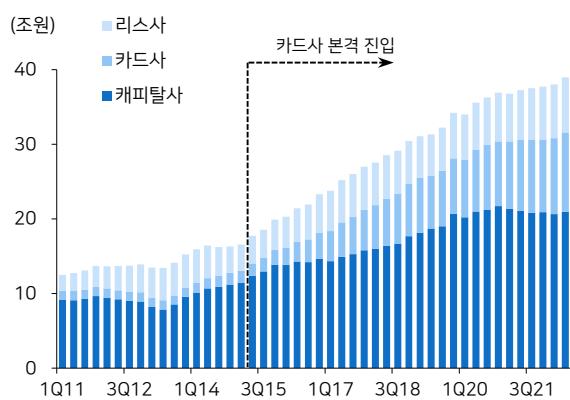
국내 자동차 금융 시장의 주축은 여신전문금융사(이하 여전사)다. 은행 오토론의 경우 여전사 대비 금리가 낮은 편이다. 그러나 오토론은 DSR 산정에 포함되어 대출 한도가 줄어드는 효과가 나타난다. 이에 오토론과 같은 용도이면서 DSR 규제 대상에서 제외되는 여전사의 자동차 할부금융으로 수요가 집중됐다. 2015년도부터는 카드사도 본격적으로 뛰어들면서 자동차 할부금융 규모는 급속도로 커졌다.

현대캐피탈 3Q22 연체율 1%미만

한편 국내 오토론 연체율은 낮은 수준을 유지하고 있다. 자동차금융이 주력 사업 부문인 현대캐피탈의 경우, 3Q22 연체율은 0.91%로 전년동기대비 23bp 낮은 수준이다.

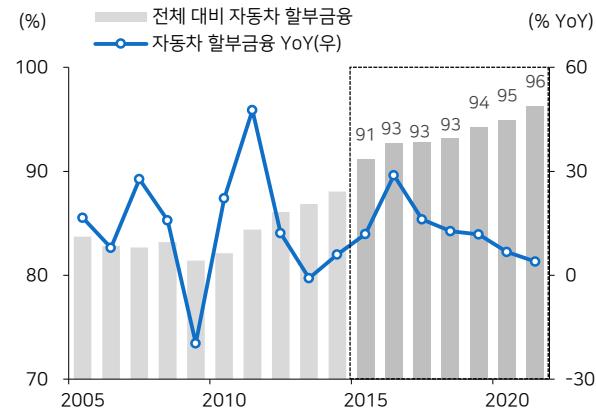
그런데 최근 여전사들이 자동차할부금융 규모를 축소하거나 취급을 중단하고 있는 모습이 나타나고 있다. 일부는 금리를 큰 폭으로 높여 대출이나 할부 이용을 의도적으로 줄이는 마케팅에 나서기도 하는 실정이다.

그림6 업권별 자동차 할부금융 취급잔액(자산규모)



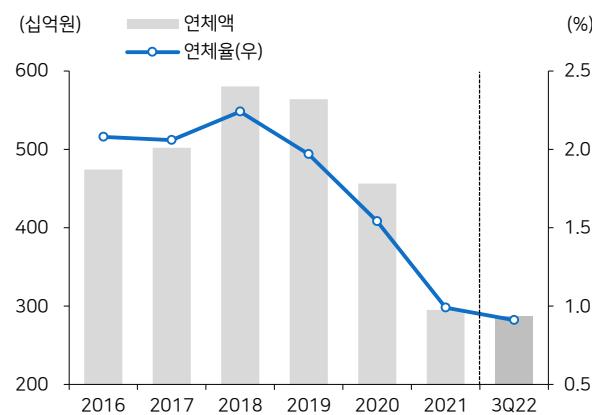
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림7 전체 할부금융 시장 대비 자동차 할부금융 비중



자료: 여신금융협회, 메리츠증권 리서치센터

그림8 현대캐피탈 연체액 및 연체율 추이



주: 연체액은 1개월 이상으로 집계

자료: 현대캐피탈, 메리츠증권 리서치센터

표2 자동차 할부금융 디마케팅 현황

업체명	내용
현대카드	11월부터 현대차 구매 시 무이자 할부 12개월에서 3개월로 축소
신한카드	11월부터 무이자 할부 6개월에서 3개월로 축소
우리금융캐피탈	9월 배달의민족 노동자를 위한 신차 대출상품 '신차오토론-배민라이더전용' 상품 판매를 종단
현대캐피탈	10월 기존 캐스퍼, 쏘나타, 넥쏘 등에 적용됐던 표준형 할부 저금리 프로모션(2.7%) 종료

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

금리상승과 채권시장 위축으로 어려워진 자금조달

11월 주요 자동차 평균 할부 금리
카드사 7.8%(vs. 4월 4.0%)
캐피탈사 8.7%(vs. 4월 5.0%)

여전채 금리 6.559%(11/25 기준)

원인은 조달 금리의 압박이 심해져 수익이 줄어들고 있기 때문이다. 11월 기준 주요 카드사 및 캐피탈사의 자동차 할부금리는 평균 8.1%대다. 4월 평균 할부 금리는 4% 수준이었다는 점을 감안하면 2배 가량 오른 셈이다.

여기에 조달까지 어려워진 상황이다. 은행과 달리 수신 기능이 없는 여전사는 채권을 통해 자금을 조달해야 하는데 레고랜드 사태 등으로 채권시장 위축되어 채권 발행을 통한 자금 조달이 사실상 막힌 셈이다. 25일 기준 여전채 A+ 2년물 금리는 6.559%로 연초 대비 386.2bp 오른 상태다.

오토 ABS도 수요 감소

이미 여전채 금리 급등으로 조달여건이 좋지 않은 상황에서 대안인 오토 ABS 마저도 시장에서 소화되지 않고 있다. 메리츠캐피탈이 22일 발행한 AAA등급의 '메리츠오토제구차유동화전문' ABS 중 만기 3년 미만인 물량의 평균 금리가 6.9%를 기록했다(무보증 회사채 AA- 금리 5.5%).

국내 자동차 할부금융 시장은 여전사의 자금조달 악화로 인한 자동차 할부 금융 시장 위축과 자산 건전성이 우려되므로 적절한 대응이 필요하다.

표3 주요 여전사 자동차 평균 할부 이자율 비교

(%)		'22.4	'22.11
카드사	롯데카드	3.8	8.7
	우리카드	4.1	9.4
	삼성카드	3.7	7.8
	신한카드	4.3	7.7
	하나카드	3.7	5.9
	KB국민카드	4.2	7.2
캐피탈사	현대캐피탈	5.2	8.6
	롯데캐피탈	5.8	5.8
	하나캐피탈	3.5	10.3
	KB캐피탈(D)	5.4	10.2

주: 현대자동차 그랜저 신차, 현금구매비율 10%, 대출기간 48개월 기준
자료: 여신금융협회, 메리츠증권 리서치센터

그림9 여전채 수익률 및 스프레드



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

원문: Subprime Auto Bonds Hit by Skipped Payments, Falling Used-Car Values(Bloomberg)