

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 9. 12 (화)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

OPEC+에 넘어간 국제유가 주도권

오늘의 차트

Uber 영업이익 흑자 기록, 성장 지속 가능성은?

칼럼의 재해석

AI Boom!| 불러온 새로운 데이터센터 수요

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 추천 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



▲ FX/원자재
Economist 박수연
02. 6454-4897
soo-yeon.park@meritz.co.kr

OPEC+에 넘어간 국제유가 주도권

- ✓ 국제유가 상승 원인: 1) 표면적으로는 공급 차질, 2) 이면에는 OPEC+ 가격 결정력 확대
- ✓ 친환경 투자 + 고금리 → Non-OPEC 국가들의 원유 생산설비 capex 감소
- ✓ 향후 전망: 장기적으로는 하방경직성, 단기적으로는 상방 압력 우위(전고점 93달러/배럴)

90달러/배럴을 목전에 둔 WTI

7월 이후 WTI +23.9%

국제유가 상승세가 무섭다. WTI는 5~6월 두 달 간 66~75달러/배럴 박스권에서 동락하다가 7월 이후 상승반전했다. 그 결과, 6월 27일 67.7달러/배럴을 연저점으로, 9월 8일 현재 87.5달러/배럴까지 29.3% 상승했다. 가파른 상승세는 지난해 국제유가 peak-out과 맞물리면서 전년동기대비 증가율 역시 (+) 전환했다. (2022년 9월 8일 83.5달러/배럴)

원자재 중 국제유가만 상승

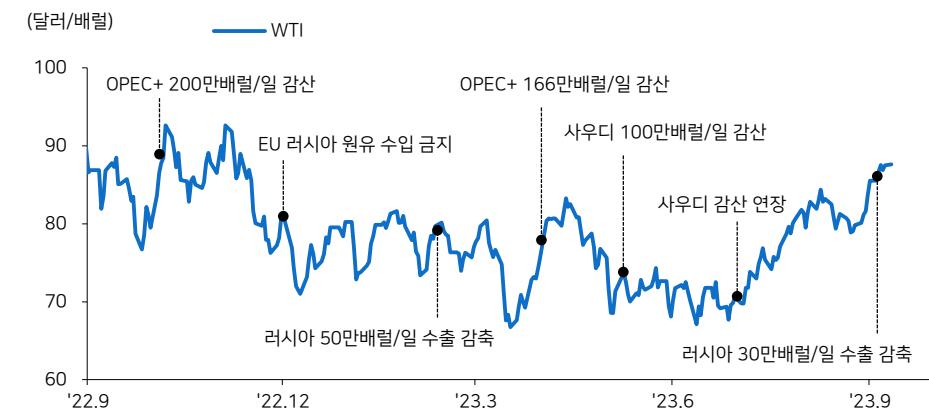
특징적인 점은 같은 기간에 다른 원자재들의 가격 상승이 동반되지 않았다는 것이다. S&P GSCI 지수를 기준으로 보면 7월 말 이후에도 상승세를 지속한 원자재는 에너지뿐이다. 산업재와 농산물 모두 강달러 환경이 가격 하방 압력으로 작용하며 8월 이후 비슷한 추이를 보이며 하락했음을 알 수 있다.

국제유가 상승

→ 기대인플레이션 상승
→ 금리 상승

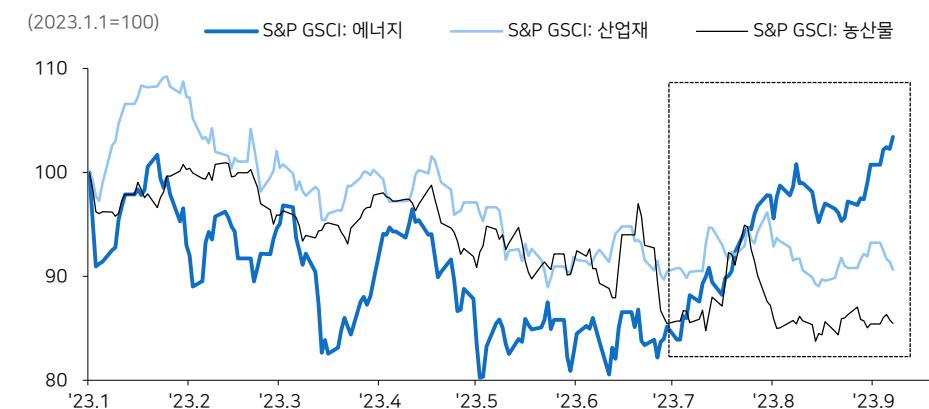
높아진 유가는 기대인플레이션 상승으로 이어졌고, 이는 다시 금리 재반등으로 이어졌다. 8월 이후 가파른 국제유가 상승에 동행하여 BEI 10년이 상승했고(그림3), 이에 연동되어 미국채 10년 또한 4.3% 내외까지 상승한 모습이다(그림4). 그 결과, 인플레이션 상승에 따른 정책금리 추가 인상 우려로 이어지면서 중시 하방 압력으로까지 작용하고 있다.

그림1 국제유가(WTI) 추이 (2022년 9월 이후)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주요 원자재 가격지수 추이



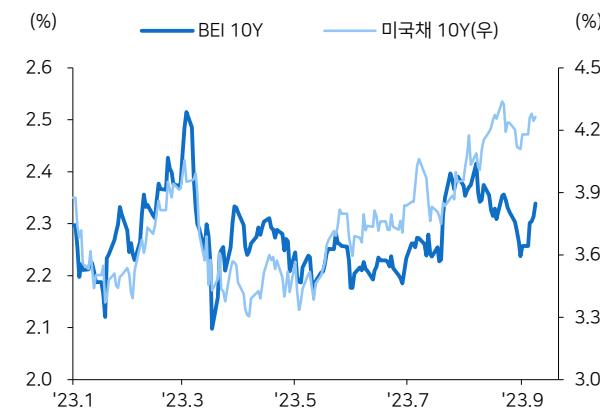
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 국제유가 vs. BEI 10Y



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 BEI 10Y vs. 미국채 10Y



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

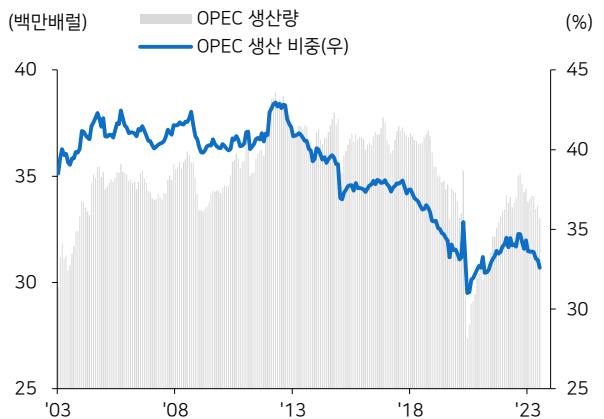
표면적인 유가 상승 원인 = 공급 차질

국제유가 상승의 표면적인 이유는 공급 차질

앞으로의 유가를 전망하기 위해서는 최근 반등한 이유를 찾는 것이 급선무다. 표면적으로는 공급 차질이 눈에 띈다. 그림1에 나타나듯 2023년 7월 사우디 아라비아의 자발적 감산 연장 결정을 계기로 국제유가는 상승 전환했다. 기존 6월의 100만배럴/일 감산 결정을 8월까지 연장하겠다는 발표였다. 러시아 또한 사우디의 감산에 동조하며 3월부터의 50만배럴/일 원유 수출량 감축을 지속할 것이라 언급했다. 그리고 지난 9월 5일, 두 국가는 감산 계획을 연말까지 재차 연장했다. 차이점은 러시아가 감축 규모를 30만배럴/일로 축소했다는 것이다.

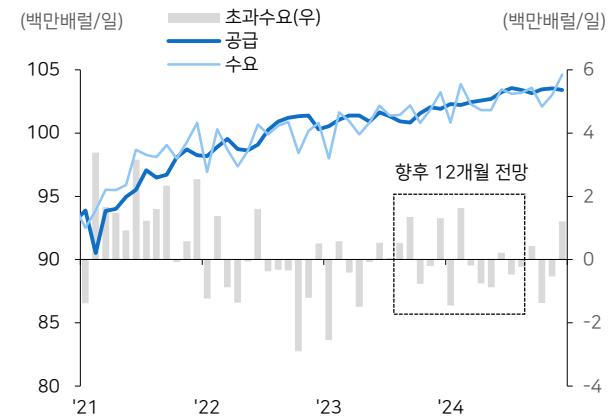
물론 7월 이후 국제유가가 일방적인 상승세만을 지속한 것은 아니다. 8월 초 중국 벽계원(Country Garden)의 달러채 이자 지급 불능 문제가 부각되었다. 해당 이벤트를 계기로 중국 경기둔화와 그로 인한 원유 수요 감소 전망이 불거졌고, 일시적으로 국제유가 또한 80달러/배럴을 하회했다. 그러나 2주여만에 다시 상승반전했는데, 그 이유 또한 공급 차질이었다. 허리케인 이달리아가 걸프만 지역을 통과하면서 이번에는 미국에서의 원유 생산 차질 우려가 확대되었기 때문이다.

그림5 OPEC+ 원유 생산 규모



자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 EIA 원유 수요/공급 전망



자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

이면의 유가 상승 원인 = OPEC+ 가격 결정력 증가

그러나 유가 상승을 전부 공급 차질로 돌리기는 어려워

공급 차질은 분명한 유가 상승 계기로 작용했다. 그러나 모든 상승분을 공급측 요인으로 설명하기에는 석연치 않다.

이유1) 하반기 이후 OPEC+ 감산 규모 축소

우선, 하반기 들어 OPEC+의 추가 감산 규모가 축소되었음에 집중할 필요가 있다. 여타국의 감산 규모는 유지된 상황에서 러시아가 원유 수출량 감축 규모를 9월부터 50만 → 30만배럴/일로 축소했기 때문이다. 만약 시장 참가자들이 현재의 유가가 높다고 판단했다면 9월 5일을 기점으로 연말까지의 감산 불확실성이 해소된 동시에 감산 규모마저 축소되었기 때문에 차익실현 매물이 출회되었을 가능성 이 크다. 그러나 결과적으로는 그 반대로 유가는 상승세를 이어나갔다.

이유2) 수요 둔화가 나타났음에도 국제유가 상승세 지속

둘째, 공급 차질만큼이나 Non-US 국가들, 특히 중국의 경기둔화 우려도 함께 부각되었다. 벽계원(Country Garden)의 달러채 이자 지급 불능을 계기로 향후 원유 수요 둔화가 공급 차질을 상쇄할 것이라 해석할 여지가 있었다. 그러나 이벤트가 완전히 해소된 것이 아님에도 불구하고, 유가 조정은 일시적으로만 나타났다.

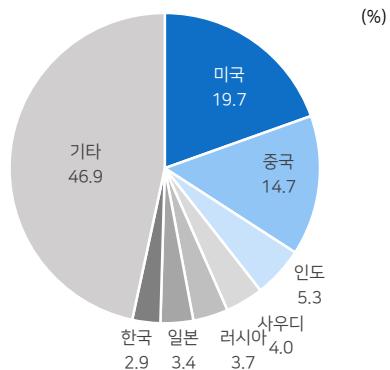
이에 대해 연이어 발표된 중국 정부의 부동산 경기 부양책이 중국 경제성장을 추가 하락을 막으며 유가 상방 압력으로 작용했다는 해석도 있다. 하지만 중국을 비롯한 EM 국가들의 2023년 경제성장을 전망은 여전히 하향조정되고 있으며, 상해 종합지수나 구리 가격은 아직 반등 기미를 보이지 않았다는 점을 감안하면 현재의 중국 경기를 유가 상승 요인으로 해석하는 데는 무리가 있다.

그림7 2023년 GDP 성장을 전망 추이: 중국 vs. EM



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국가별 원유 소비 비중 (2022년)



자료: BP PLC, 메리츠증권 리서치센터

그림9 상해종합지수 vs. HSCEI 지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 구리 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

펀더멘털만으로 국제유가를 설명하는 데는 한계가 있어

결국 이는 지금의 유가를 공급과 수요, 즉 펀더멘털만으로 해석할 수는 없음을 의미한다. 공급 부족(유가 상승 요인)과 수요 둔화(유가 하락 요인)가 동시에 나타났기 때문이다. 때문에 오히려 투자환경 변화, 다시 말해 투자자들이 국제유가를 바라보는 방식의 변화로 보는 것이 타당해 보인다. 실제로 최근 유가 상승에는 해지펀드의 솟커버링이 자리했다. CFTC 원유 투기적 순매수는 7월 10일 이후 반등하며 유가 상승에 동행했다.

OPEC+의 가격 결정력이 커진 원유 시장

무엇이 변했을지 생각했을 때, 가장 두드러지는 변화는 OPEC+의 가격 결정력 확대다. 그간 OPEC의 영향력은 미국 등 Non-OPEC 국가들의 원유 생산 증가와 함께 축소되고 있었다. OPEC에서 감산을 결정하더라도 Non-OPEC 국가들에서 생산을 늘릴 수 있었기 때문이다. 실제로 2022년 10월까지만 하더라도 OPEC+ 회의에서 200만배럴/일 감산을 결정했으나 유가는 오히려 하락했다 (그림1). 미국에서 유가 안정을 위해 전략적 비축유를 방출했기 때문이다. 2021년 이후 지속 방출된 전략적 비축유는 역사적으로 가장 낮은 수준까지 축소되었다.

OPEC+ 감산을 상쇄할 Non-OPEC 증산은 기대하기 어려워

그러나 지금은 전략적 비축유 외에는 Non-OPEC 국가들에서 원유 생산 증가를 기대하기 어려운 환경이다. 원유 생산이 늘어나기 위해서는 1) 원유 생산 capex가 확대되어 생산설비 capacity가 증가했거나, 2) 적어도 capex 확대가 용이한 환경이어야 한다. 하지만 현재는 두 경우에 모두 해당하지 않는다.

**1) 원유/가스 산업 capex 감소세
2) 고금리 환경**

우선, 원유/가스 산업의 현금 지출 대비 capex는 2016년 이후 추세적으로 감소해 왔다. 친환경 에너지가 각광받은 가운데 펜데믹까지 가세하며 감소폭이 확대되었기 때문이다. 게다가 고금리 환경은 원유 생산 시설 투자의 기회비용을 확대했다. 적어도 금리에 비해 원자재 투자 수익률이 높을 때 설비 투자 증대를 기대할 수 있겠으나 지금은 수익률이 금리를 크게 밀돈다.

물론 에너지 안보 차원에서 2020~2021년에 미국은 세일 오일 증산을 목적으로 DUC(Drilled but Uncompleted, 시추 후 미완공 유정)를 빠르게 완공했다. 그러나 최근에는 해당 모멘텀마저 둔화되었다. 2022년 이후 새롭게 시추(drilled), 완공(completed)되는 유정 수도 줄어들고 DUC의 감소 또한 급격하지 않다.

이유는 인건비와 금리가 상승하며 투자비용이 커졌기 때문이다. 2022년 3월 Dallas 연은에서 진행한 서베이에 따르면 세일오일 생산의 손익분기점은 30달러/배럴 내외다. 현재의 유가는 이에 비해 현저히 높다는 점에서 수익 측면에서 충분한 완공 유인이 있다. 그럼에도 비용 압력이 이례적으로 확대되면서 추가 증설이 저지된 것으로 보인다.

미국 전략적 비축유도 최저 수준

전략적 비축유 또한 1983년 이후 최저 수준까지 줄어들었다는 점에서 추가 방출 가능성을 기대하기가 녹록지 않다. 오히려 반등하는 모습이다. 미국 에너지부는 국제유가가 70달러/배럴 내외까지 하락한 지난 5월에 8월 인도 예정인 전략적 비축유 300만배럴을 매입했다. 추가 매입 계획은 발표되지 않았으나, 해당 분량이 인도되면서 8월 이후 전략적 비축유는 증가했다.

그림11 CFTC 원유 투기적 순매수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

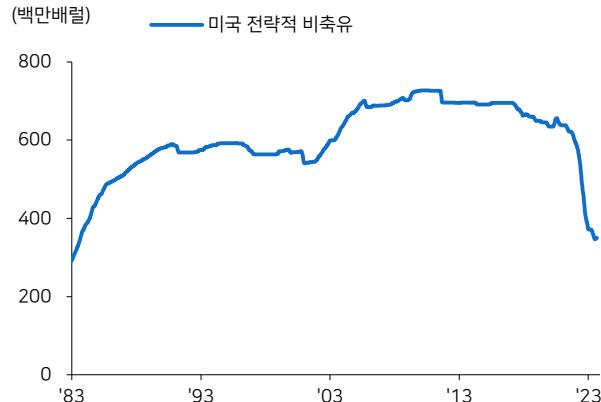
그림12 OPEC 원유 생산 capa 추이



주: 2023년 8월 이후는 EIA 전망치

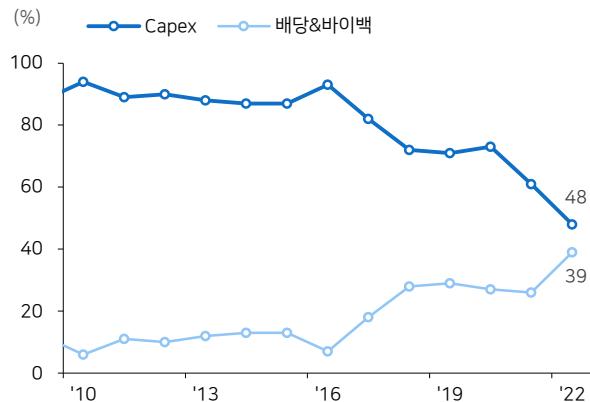
자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 전략적 비축유 추이



자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림14 원유/가스 산업 현금 지출 항목별 비중



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 셰일 유정 수 추이

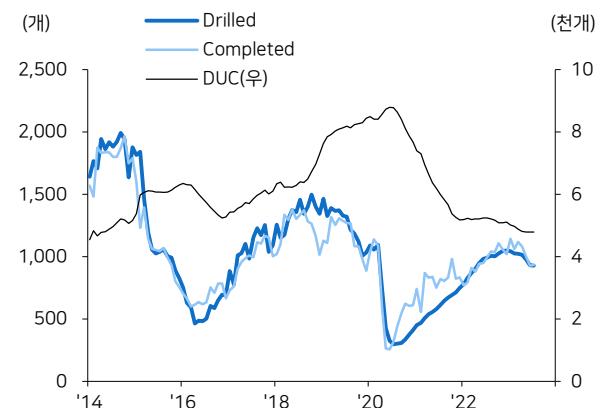
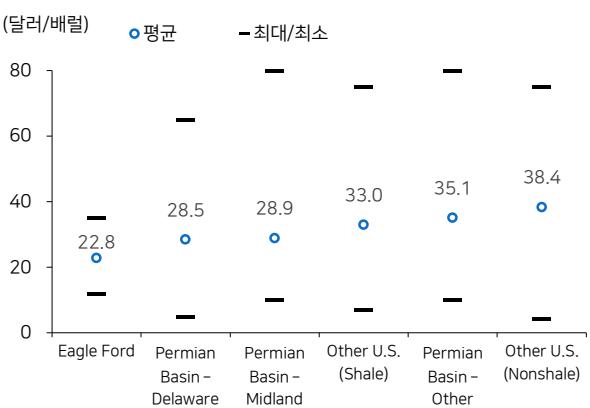
주: DUC = Drilled but UnCompleted
자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림16 미국 셰일오일 손익분기점 서베이 (2022년 3월)



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 메리츠증권 리서치센터

그러나 사우디는 감산 유인이 커

결국 현실적으로 당장의 원유 생산 key를 쥔 것은 사우디 아라비아다. 그러나 사우디는 원유 생산을 늘릴 유인이 작다.

사우디 재정지출 증가:

사우디 비전 2030

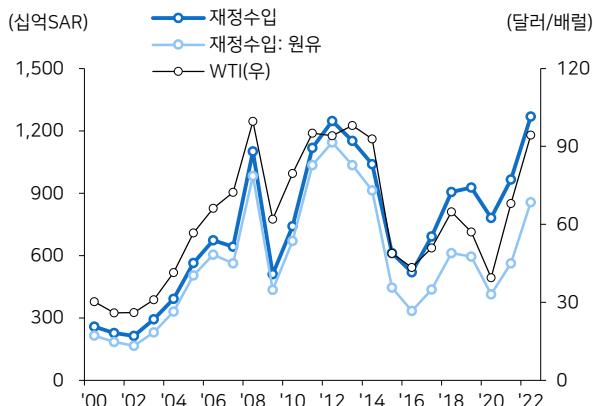
사우디는 원유에 대한 높은 경제 의존도를 낮추기 위해 현재 '사우디 비전 2030' 프로젝트를 추진하고 있다. 주된 내용은 1) 재생에너지 역량 강화, 2) 해외직접투자 유치, 3) 장비/부품의 국산화, 4) 기술/연구 강화 등이다. 즉, 재정지출을 확대하여 대내 인프라 투자를 늘리겠다는 것이다.

사우디 재정수입은 원유 의존적

사우디 정부는 재정수입의 상당 부분을 원유 수입에 의존한다. 2022년 기준 정부 세수에서 원유 수입이 차지하는 비중은 68%였다. 늘어나는 재정지출을 충당하기 위해 사우디는 프로젝트가 성공할 때까지 국제유가를 높이려는 유인이 큰 이유다. 일반적인 재화는 가격이 상승하면 수요량이 줄어들지만 원유의 경우, 수요의 가격 탄력성이 낮다. 다시 말해, 감산(Q)했음에도 불구하고 그에 비해 유가(P)가 더 크게 상승하면서 사우디는 재정수입이 늘어나는 구조다.

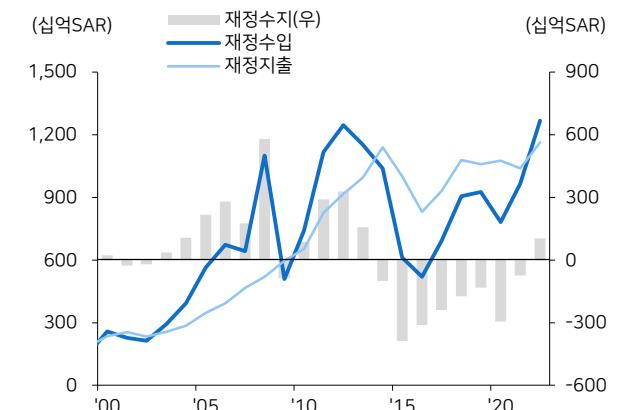
IMF는 사우디의 재정균형유가(재정수지를 균형으로 만드는 유가)는 80.9달러/배럴로 추산했다. 하지만 추가 재정수입이 필요하기 때문에 사우디가 요구하는 유가 수준은 더 높을 수밖에 없다.

그림17 사우디 아라비아 재정수입 및 국제유가 추이



자료: 사우디 재무부, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 사우디 아라비아 재정수지 추이



자료: 사우디 재무부, 메리츠증권 리서치센터

유가 전망: 장기적으로는 하방경직성, 단기적으로 상방 압력

장기적으로 유가 하방경직성 큼

결국 앞선 논의를 요약하면 사우디로 대변되는 OPEC+의 감산 의지는 크고, 이를 방어할 Non-OPEC의 원유 증산을 기대하기 어렵다. 해당 추세가 2014년 이후 누적된 결과라는 점에서 유가는 장기적으로 상승 압력이 우위이며 하방경직성은 크다고 판단한다.

단기적으로도 상승 추세 꺾였다고 판단하기는 일러

단기적으로도 유가 상승 추세가 꺾였다고 판단하기는 이르다. 현재 원유 선물의 미결제약정은 증가하고 국제유가 백워레이션은 심화되고 있다. 즉, 단기적으로 상승 모멘텀이 소멸했다고 판단하기 이르다. 다음 유가의 전고점은 93달러/배럴이기에 기술적으로도 상단을 열어둘 필요가 있다.

유가 하방 리스크는 미국-이란 외교관계 개선

연말까지의 국제유가 전망 리스크는 정치적 이벤트다. 2024년 11월 미국 대선을 앞두고 바이든 지지율은 계속해서 낮아지고 있다. 유가 상승은 인플레이션, 나아가 통화정책과도 직결된 문제이기 때문에 지지율 상승을 위해 미국이 이란과의 관계 회복에 나설 가능성이 크다. 그 첫 단계로 현재 이란과 미국은 이란에 수감된 미국인 5명을 미국에 송환하는 대가로 한국에 예치된 이란 자금을 동결 해제했다. 정치적 이벤트이기에 정확한 핵합의 복원 날짜를 예상하기는 어려우나, 미국 정부의 물가 안정 필요성이 커지는 것은 사실이다. 핵합의 복원 시그널과 함께 유가가 하락할 가능성을 배제할 수 없다.

국제유가 변동성 장세에 유의

국제유가 변동성 장세는 이어질 것으로 전망한다. 원유 생산량이 줄어드는 만큼 원유 시장 유동성은 축소된다. 때문에 제한된 수급 여건 하에서도 가격 움직임이 확대될 여지가 크다는 점에 유의할 필요가 있다.

그림19 원유 선물 미결제약정 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 바이든 지지율

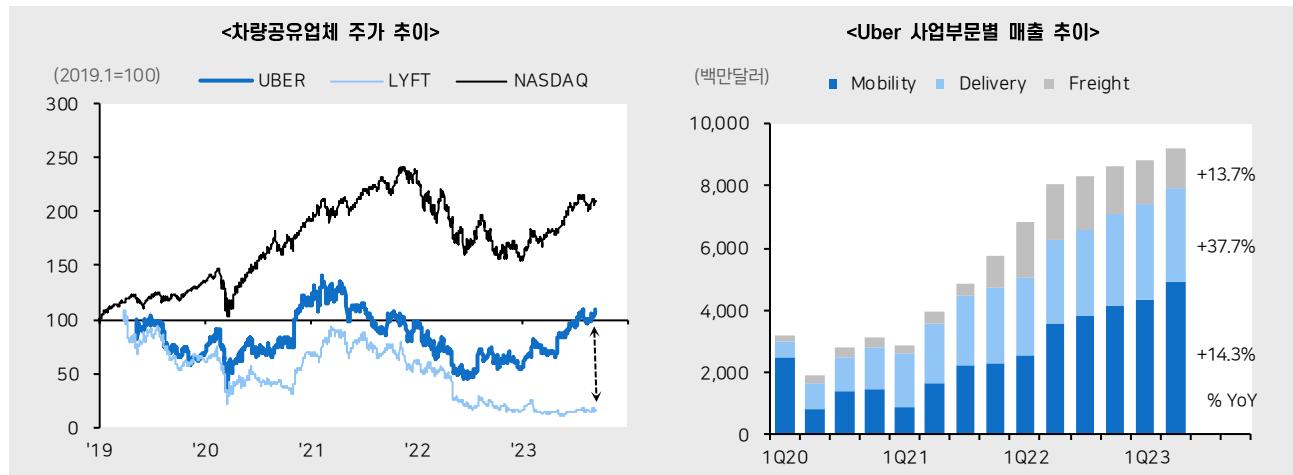


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이상현 연구원

Uber 영업이익 흑자 기록, 성장 지속 가능성은?



주: Uber, Lyft 주가 기준일은 각각 IPO 시점인 2019.5.9, 2019.3.28

자료: Bloomberg, Uber, 메리츠증권 리서치센터

Uber 최초로 분기 영업이익 흑자 기록

지난 8월 1일 발표된 Uber 2023년 2분기 실적발표에서 Uber는 매출액 92.3억 달러, 영업이익 3.26억달러 기록하며 최초로 영업이익 흑자를 발표하였다. 이는 경쟁 차량공유 업체인 Lyft가 1.59억달러의 영업 손실을 기록한 것과는 대비된다. 특히 Uber의 미국 내 사업 전략이 많은 자금을 투자하여 시장 점유율 경쟁에서 승리하는 것으로서 이러한 대비되는 결과는 Uber가 Lyft를 제치고 차량공유 시장에서 유일하게 살아남을 가능성을 제기할 수 있다.

Uber는 IPO 당시 주가 회복

최근 주가 흐름 또한 '21년 초 차량공유 시장에 대한 부정적 전망으로 Uber와 Lyft의 주가가 동반 하락한 이후 최근 들어 Uber는 IPO 당시 주가를 회복한 반면 Lyft는 IPO 당시와 비교하여 -85% 가량 하락한 11.33달러를 기록하고 있다. 차량 호출 서비스 자체가 승자독식의 특징을 가진다는 점을 감안하면 이러한 주가 차이는 앞으로의 추세에 대해서도 Lyft가 Uber의 영원한 라이벌이 되기는 어려울 수 있다는 기대를 반영한다.

Uber 실적 개선 기여도:
모빌리티 < 딜리버리

다만 Uber의 이러한 성장세가 지속될 수 있을 지에 대해서는 여전히 의구심이 존재한다. 사업부문별 매출 추이를 보면 '23년 2분기 모빌리티는 전년동기대비 +14.3% 성장한 반면, 딜리버리 부문은 +37.7% 성장하였다. 코로나 기간 배달의 증가가 Uber의 실적 개선에 기여한 것인데, 직전 4분기 평균 영업이익률은 직전 4분기 평균 모빌리티 부문은 28.5%, 딜리버리 부문은 20.2%이다.

Uber 수익성 추가 개선에 대한
의구심 존재

또한 Uber가 사업을 미국 이외의 지역으로 확장하고자 하는 데 미국 외 지역은 Bolt, Grab 등 선점 업체가 존재한다. 점유율 확보를 위해서는 또 다시 많은 자금이 투자되어야 한다는 점은 앞으로 Uber의 수익성이 더욱 개선될 지에 대한 투자자들의 의구심을 키울 것으로 보인다.

칼럼의 재해석

윤동준 연구원

AI Boom 이 불러온 새로운 데이터센터 수요 (The Wall Street Journal)

금리 상승의 여파로 대체투자, 그 중에서도 부동산 투자에 대한 투자 심리가 위축되어있는 상황이다. 하지만 이런 와중에도 연초 대비 20% 이상의 수익률을 보여주는 미국 리츠가 있다. 바로 데이터센터 리츠이다. 미국 전체 리츠 가격 지수가 연초 대비 보합인 것에 비해 명백한 수익률을 보여주고 있다. 심지어 S&P500와 비교하더라도 우위를 보여주고 있다.

미국 데이터 센터 리츠 구성 종목으로는 1)에퀴닉스(Equinix, EQIX), 2)디지털리얼티(Digital Realty Trust, DLR)가 있다. 두 업체는 미국 내, 그리고 전세계적으로도 양강체계를 구축하고 있는 거대 데이터센터 기업이다.

미국 데이터센터 리츠는 지난 6월부터 미국 리츠 전체 지수와의 디커플링이 발생하고 있다. 미국 국채 금리 상승과 함께 시중 금리 상승하며 미국 리츠는 1)이자비용 상승, 2)유동성 위험, 3)투자 심리 위축이라는 세가지 요인 부각으로 계속 하락세를 이어왔다. 그러나 미국 데이터센터 리츠는 이런 요인들을 모두 소화해내며 상승세를 이어가고 있다.

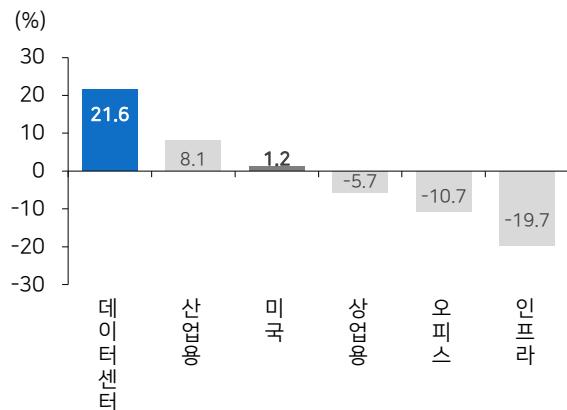
1)감소하는 데이터 센터 공실률, 2)관찰되는 임대료 상승을 통해 데이터 센터 수요 증가세를 확인할 수 있었으며, 3)생성형 AI가 불러온 AI 데이터 처리 수요까지 확인되었다. 지금이야말로 데이터 센터의 성장성을 보고 투자해볼 만한 시점으로 보인다.

S&P500을 Outperform하고 있는 부동산이 있다?

금리 상승의 여파로 대체투자, 그 중에서도 부동산 투자에 대한 투자 심리가 위축되어있는 상황이다. 특히 미국 거래소에 상장되어 미국 부동산 위주의 투자하는 미국 리츠(REITs: Real Estate Investment Trusts)들은 미국 국채 금리 상승과 연동되는 시중 금리 상승에 무방비로 노출, 계속해서 하락세를 이어가고 있다.

하지만 이런 와중에도 연초 대비 20% 이상의 수익률을 보여주는 미국 리츠가 있다. 바로 데이터센터 리츠이다. 미국 전체 리츠 가격 지수가 연초 대비 보합인 것에 비해 명백한 수익률을 보여주고 있다. 심지어 S&P500과 비교하더라도 우위를 보여주고 있다.

그림1 미국 자산군별 리츠 가격 지수 YTD 수익률



주: '23.09.10 기준 YTD 수익률
자료: Nareit, Refinitive, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 데이터센터 리츠 vs S&P500 상대가격 추이



자료: Nareit, Refinitive, 메리츠증권 리서치센터

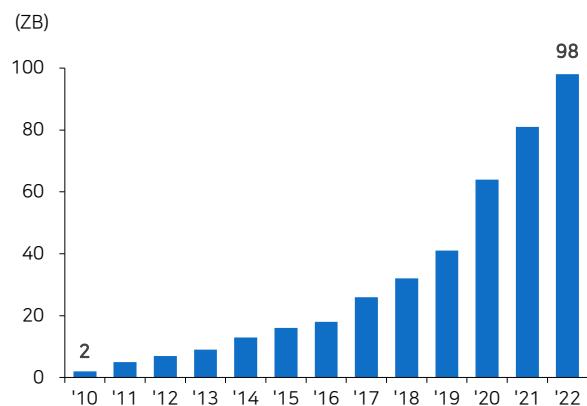
미국 데이터센터 리츠 = Equinix + Digital Realty

미국 데이터 센터 리츠 구성 종목으로는 1)에퀴닉스(Equinix, EQIX), 2)디지털리얼티(Digital Realty Trust, DLR)가 있다. 두 업체는 미국 내, 그리고 전세계적으로도 양강체제를 구축하고 있는 거대 데이터센터 기업이다.

이 두 업체는 계속해서 증가하는 데이터센터 수요에 맞춰 성장해왔다. 1)'00-'10년 웹의 보편화와 함께 기업형 SaaS 수요 증가, 2)'10-'20년 거대 규모의 클라우드 기반 컴퓨팅 수요 증가, 3)'20년-현재까지의 DX(디지털 변환) 수요를 충족시키며 성장해왔다.

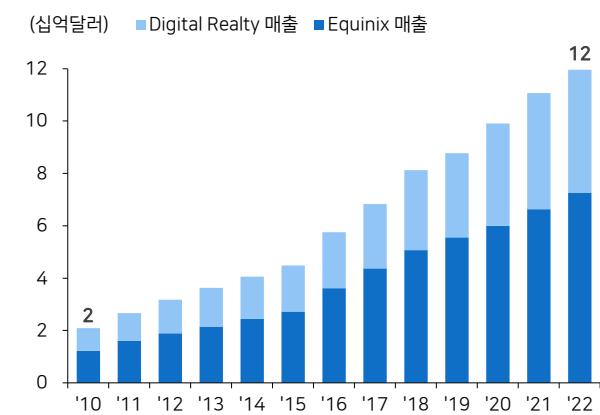
데이터 센터 업체들은 계속해서 수요를 감당해나가기 위해 데이터센터를 건설, 혹은 데이터센터를 매입하거나 인수합병을 통해 회사 규모를 키워나갔다. 그 결과 중소형 데이터센터 리츠들은 타자산군 거대 리츠(American Tower), 혹은 각종 사모펀드에 인수되었으며, 미국 상장된 데이터센터 리츠 중에서는 강자인 Equinix 와 Digital Realty가 살아남게 되었다.

그림3 글로벌 활성화 데이터 규모 추이



자료: IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Equinix & Digital Realty 매출합 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 1H23 기준 지역별 데이터센터 점유율 상위 업체

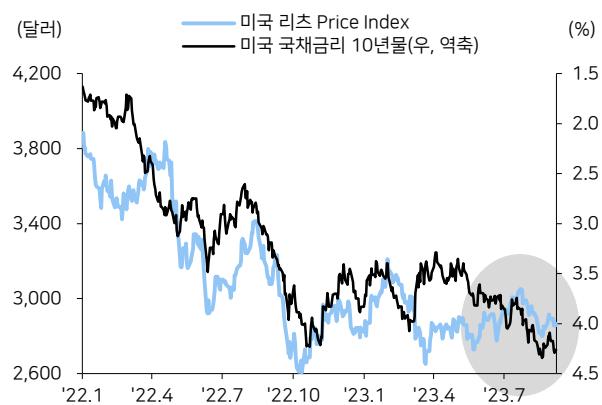
북미				유럽				아시아			
순위	업체	센터 수	패브릭	순위	업체	센터 수	패브릭	순위	업체	센터 수	패브릭
1	Equinix	90	505	1	Equinix	89	564	1	Equinix	35	168
2	Digital Realty	128	303	2	Digital Realty	116	524	2	NTT	116	47
3	CoreSite	38	157	3	KDDI	13	80	3	SUNeVision	13	39

주: 패브릭 – 제공 서비스 구성 요소 레이아웃의 규모, 수요자와 공급자간 연결 규모 지표
자료: Cloudscene, 메리츠증권 리서치센터

금리따라만 가더니, 어느새 성장성 보고 움직이기 시작

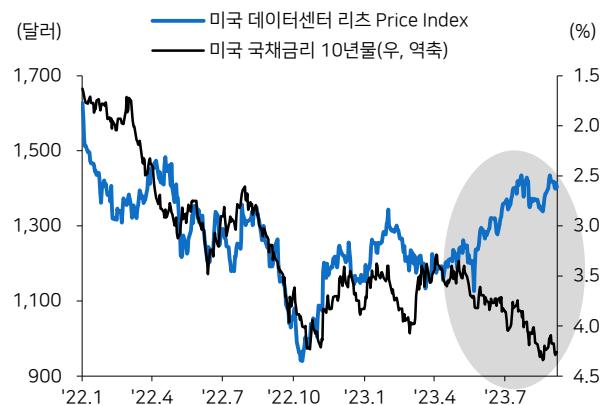
미국 데이터센터 리츠는 지난 6월부터 미국 리츠 전체 지수와의 디커플링이 발생하고 있다. 미국 국채 금리 상승과 함께 시중 금리 상승하며 미국 리츠는 1)이자비용 상승, 2)유동성 위험, 3)투자 심리 위축이라는 세가지 요인 부각으로 계속 하락세를 이어왔다. 그러나 미국 데이터센터 리츠는 이런 요인들을 모두 소화해내며 상승세를 이어가고 있다.

그림5 미국 전체 리츠 지수 & 미국 10년물 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

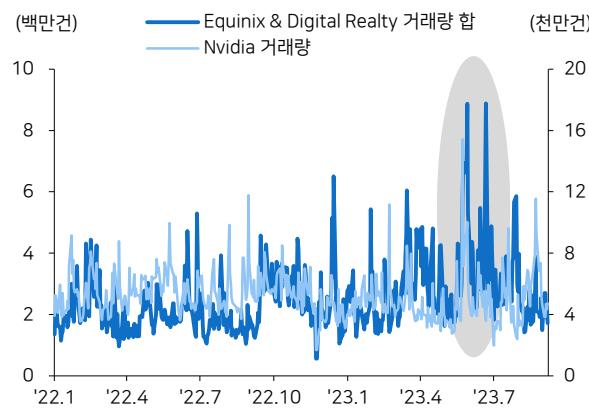
그림6 미국 데이터센터 리츠 지수 & 미국 10년물 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이는 Nvidia의 데이터센터향 매출 및 주문 증가 확인되었기 때문이다. Nvidia의 실적 기대치는 전년 대비해서 월등히 높았으나, 이를 상회하는 실적과 주문이 확인되었고, 이중 많은 부분이 데이터 센터향 수요로 확인되었다. 이에 중장기적인 AI용 데이터 처리 수요가 확인되었다. 이에 시장에서 우려하던 데이터 센터 공급 과잉이 오히려 외형 성장에 대한 기대로 바뀌었다. 이에 금리 상승과 같은 리스크 보다는 확연한 성장성이 대두되며 Equinix와 Digital Realty 모두 매수세가 관찰, 상승세 이어나가고 있다.

그림7 미국 데이터센터 리츠 & Nvidia 거래량 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

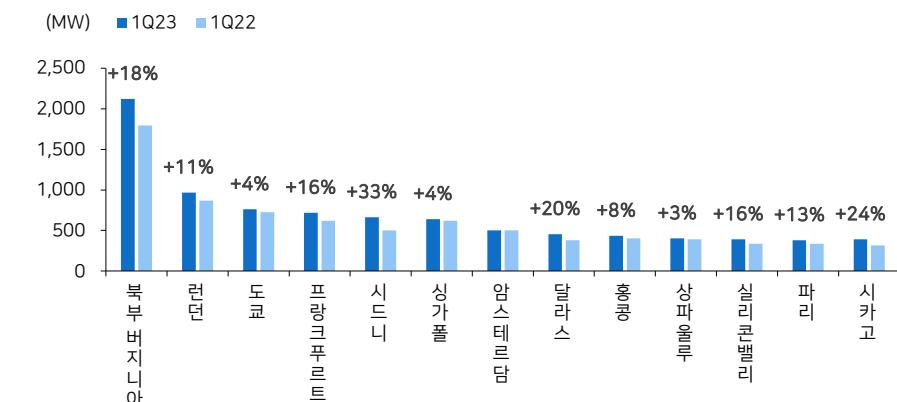
그림8 미국 데이터센터 리츠 & Nvidia 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

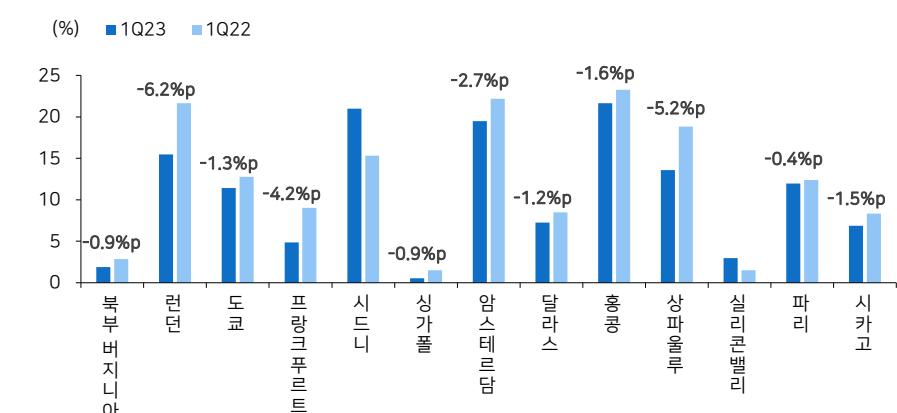
그리고 전세계적인 데이터 센터 임차 수요도 관찰되고 있다. 데이터 센터 신규 완공 및 신규 운전이 관찰되고 있음에도 불구하고 데이터 센터 공실률은 감소하고 있다. 게다가 임대료 상승도 관찰되며 수요 증가세를 뒷받침하고 있다.

그림9 글로벌 데이터 센터 가용 용량



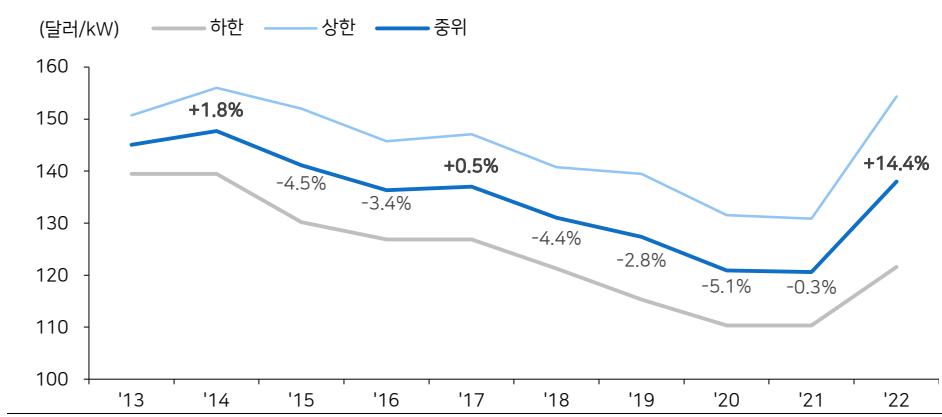
자료: CBRE, 메리츠증권 리서치센터

그림10 글로벌 데이터 센터 공실률(가용 유류 용량 비율)



자료: CBRE, 메리츠증권 리서치센터

그림11 글로벌 데이터 센터 임대료(Asking Rental Rate, 임대 측 요구 임대료) 추이

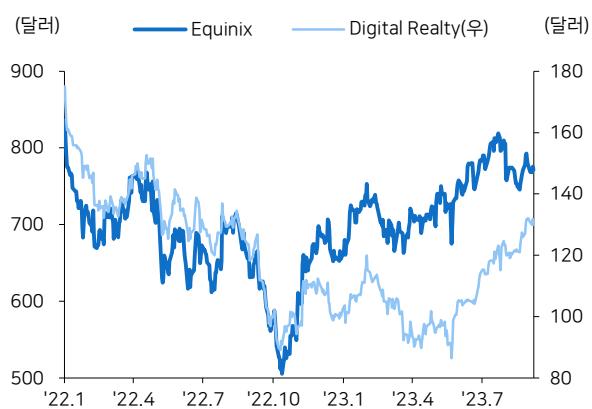


자료: CBRE, 메리츠증권 리서치센터

자극된 투자 심리, AI 기대는 Equinix에게

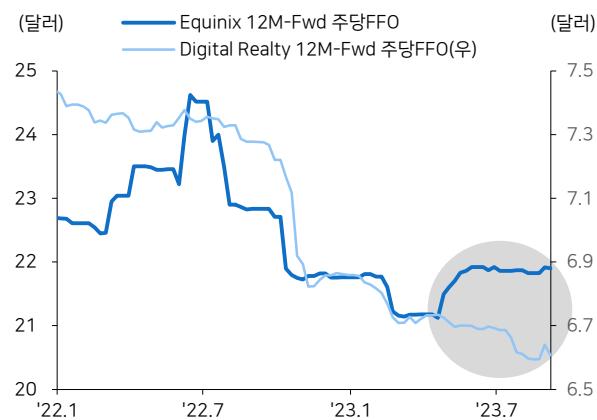
Equinix와 Digital Realty 모두에 대한 투자 심리가 개선된 것은 맞으나, 시장에서는 Digital Realty보다는 Equinix가 AI 데이터 센터 수요 수혜를 받을 것으로 전망하고 있다.

그림12 미국 데이터센터 리츠 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 데이터센터 리츠 12M-Fwd 주당FFO 추이



주: FFO = 순이익+감가상각비-부동산판매차익+부동산판매평가손익
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이와 같은 수혜 노출의 차이는 Equinix와 Digital Realty의 사업 전략의 차이에 기인한다. 1)Equinix는 데이터 센터 혹은 토지를 임대, 이후 개발 및 고객사의 요구 스펙에 맞는 서비스를 구축해 다시 임대 주는 플랫폼으로, "코로케이션" 전략을 주 사업 전략으로 취하고 있다. 이에 고객사의 수요 및 요구 스펙에 유연하게 수 대응해나갈 수 있다.

이에 반해 2)Digital Realty는 "하이퍼스케일" 데이터 센터를 건설 혹은 매입하여 소유, 장기 계약을 통해 장기 임차 수요를 충족시키고 있다. Equinix에 비해 장기 임대차 계약의 비중이 많기 때문에 비교적 안정적인 임대료 수익이 보장되어 있다. 하지만 급변하고 급성장 하는 수요에 유동적으로 대응할 수 있는 자산유동성은 상대적으로 부족하다. 고객의 요구 스펙에 맞춰 데이터 센터 스펙을 유동적으로 업그레이드하거나 효율화하는 데에 제약이 있을 수 있다.

표2 Equinix & Digital Realty 매출 구성 및 자산 구성 현황

	매출 구성			자산 구성	
	하이퍼스케일	코로케이션	상호연결	소유	임대
Equinix	20%	55%	25%	60%	40%
Digital Realty	60%	30%	10%	90%	10%

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

이런 Equinix의 유동적인 대응 전략은 현재에도 유효하게 적용되고 있다. 현재 Digital Realty의 주요 고객사로 Equinix가 있는데, 이는 Digital Realty가 소유하고 있는 데이터센터를 Equinix가 임차, 플랫폼화 하여 이를 또 다시 Equinix의 고객사에게 임대해준다.

그림14 Digital Realty 데이터센터 주요 임차 기업 중 하나인 Equinix



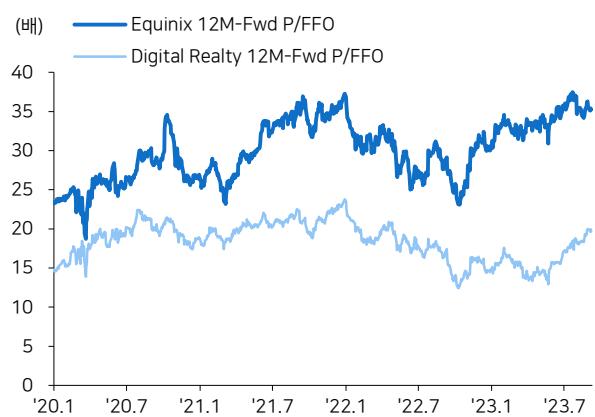
자료: Digital Realty, 메리츠증권 리서치센터

물론 여전히 리츠는 안전자산이라는 인식이 많다. 성장성에 대한 기대로 높은 밸류에이션을 소화해내는 것 보다는 안정적인 배당형 투자에 대한 선호도가 더 높을 수 있다. Digital Realty는 Equinix에 비해 낮은 부채비율, Equinix에 비해 높은 배당수익률을 유지하고 있다.

하지만 Equinix는 이런 임차 후 재임대, 그리고 “코로케이션” 전략은 Equinix의 성장을 이끌어왔다. 1)이자비용 대비 영업이익은 계속해서 상승해오며 Digital Realty보다 높은 수익성을 보여주고 있으며, 2)시장 역시 이렇게 보여줘왔던 성장세에 대해 Digital Realty보다 높은 밸류에이션을 주고 있다.

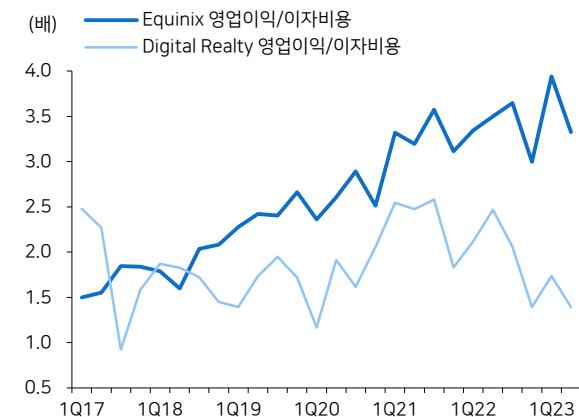
1)감소하는 데이터 센터 공실률, 2)관찰되는 임대료 상승을 통해 데이터 센터 수요 증가세를 확인할 수 있었으며, 3)생성형 AI가 불러온 AI 데이터 처리 수요까지 확인되었다. 지금이야말로 데이터 센터의 성장성을 보고 투자해볼 만한 시점으로 보인다.

그림15 미국 데이터센터 리츠 12M-Fwd P/FFO 비율 추이



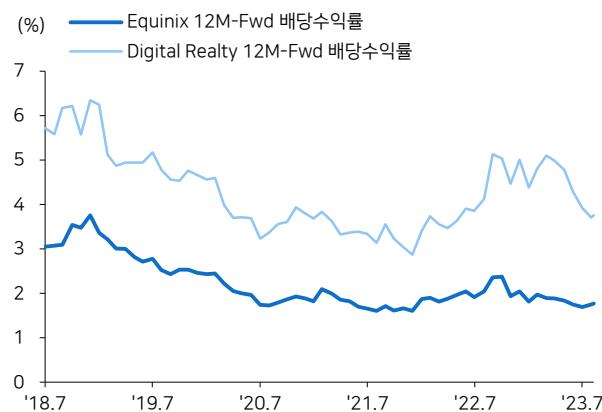
주: FFO = 순이익+감가상각비-부동산판매차익+부동산판매평가손익
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 미국 데이터센터 리츠 영업이익/이자비용 추이



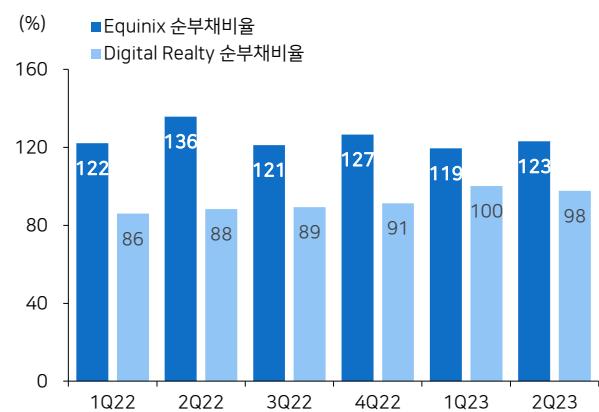
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국 데이터센터 리츠 12M-Fwd 배당수익률 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 미국 데이터센터 리츠 순부채비율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: Rising Data Center Costs Linked to AI Demands (*The Wall Street Journal*)