

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 11. 30 (목)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

2024년 전망 시리즈 (해설판)

11. 금융_Defense

12. 전기전자/IT부품시장_CounterAttack

칼럼의 재해석

증가하는 데이터센터 수요, 이제서야 따라가는 증설

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

본 자료의 원본은 2023년 11월 6일 발간된 [2024년 전망 시리즈 11 – 금융: Defense] 임



2024년 전망 시리즈 11 (해설판)

[금융] Defense

▶ 글을

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

- ✓ [은행] 은행 3Q23 누적 당기순이익은 이미 전년 이익의 85% 수준을 달성하며 건전함을 입증 중. 2024년에도 은행들의 양호한 실적 유지 예상(24E +6.0% YoY). 이를 기반한 ROE 제고를 위한 주주환원을 상향 흐름 지속 전망
 - ✓ [보험] 변화된 회계기준 기반 변화된 보험사들의 경영 패러다임은 2024년에도 지속될 것으로 예상. 계리적 가정 가이드라인, 배당 관련 불확실성이 해소되고 있는 가운데, 2024년 개선된 체력 기반 본격적인 ROE 제고 방안을 제시할 시기
 - ✓ [증권] 증권사들의 영업환경 상 불확실성이 여전히 상존하나, 종목별 선별적 접근은 유효. 은행에 이어 증권도 적극적 주주환원정책을 제시하기 시작 1) 브로커리지 수익 비중이 높고, 2) 부동산PF 및 해외대체투자 익스포져가 적은 증권사가 실적 및 주주환원정책에 유리

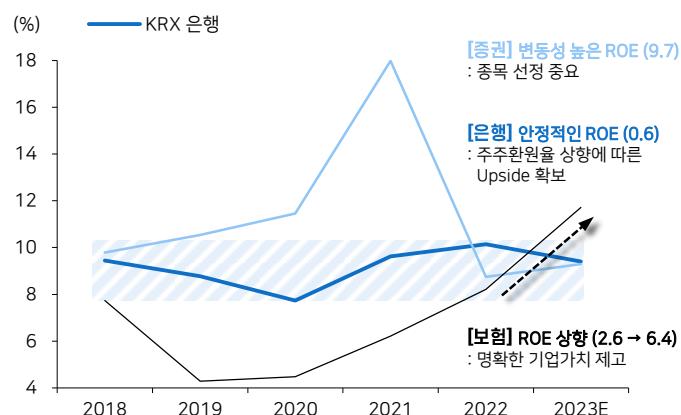
Part 1 Intro: 금융주를 움직이는 요인, 무엇이 달라졌는가

금리 상승은 금융주에게 있어 호재이다. 그러나 코로나19 이후 금융 업권별로 상이한 상황을 맞이함에 따라, 금리 민감도가 낮아졌다. 장단기 금리차 축소로 인해 금융 실적 훼손 우려 부각되고 있다(은행: 자산 건전성 우려가 증대, 보험: IFRS17 도입으로 일부 불확실성 제거, 증권: IB사업 부문의 우려 증대). 2024년 하반기 금리 인하에 따라 해당 우려는 완화될 것으로 전망한다. 안정적인 ROE 기반 주주환원 확대 역량을 기준으로 은행>보험>증권 선호도 순 유지한다.

그림1 금융 실적 훠손 우려 부각

공통요인: 경기민감도			
상관계수	은행	보험	증권
금리 민감도			
~2019년	0.8	0.8	0.6
2020년~	0.2	0.7	(0.7)
원인	건전성 우려	불확실성	IB 우려

그림2 금융 ROE 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

주: 괄호는 ROE 분산, 보험은 IFRS17 이전/이후 5개년 기준

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

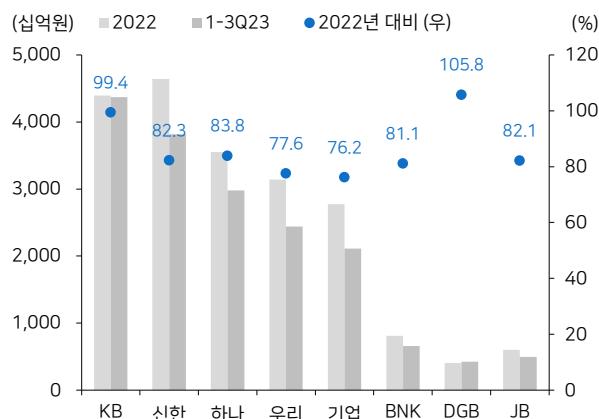
Part 2 은행: 지속될 견고함

은행 3Q23 누적 당기순이익은 이미 전년 이익의 85% 수준을 달성하며 건전한 은행임을 입증하고 있다. 2024년에도 안정적인 실적 기반 주주환원율 상향 흐름을 기대해볼 수 있겠다.

우선 은행 NIM은 연말 중 조달금리 부담 완화 및 대출금리 상향 조정에 힘입어 회복 가능성 존재한다. 다만 2H23 중 기준금리 인하에 따른 은행 NIM 하락은 불가피하나, 이는 차주들의 이자 부담 완화 및 부동산 시장 회복 기여가 가능하다.

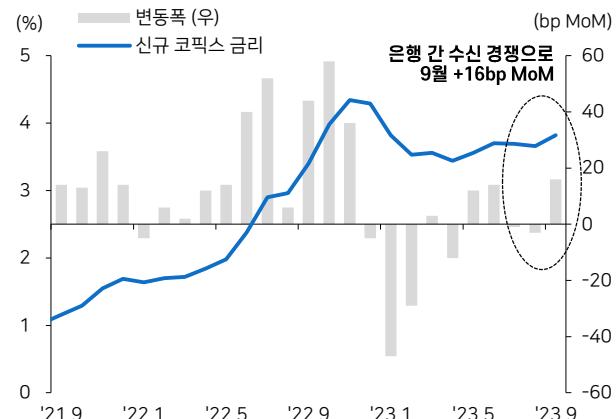
한편 은행 대출성장률은 내년에도 핵심은 기업대출이다. 최근 은행들의 가계대출 회복세가 두드러지고 있으나, 가계대출 규제 재등장 및 강화된 은행들의 대출태도 지수 고려가 필요하다. 여전히 기업들의 은행 대출 의존도가 높다는 점에서 내년 연간 대출성장률은 3~4% 수준을 전망한다.

그림3 은행 당기순이익 1-3Q23 vs. 2022년 연간



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 신규 코픽스 금리 추이



자료: 은행연합회, 메리츠증권 리서치센터

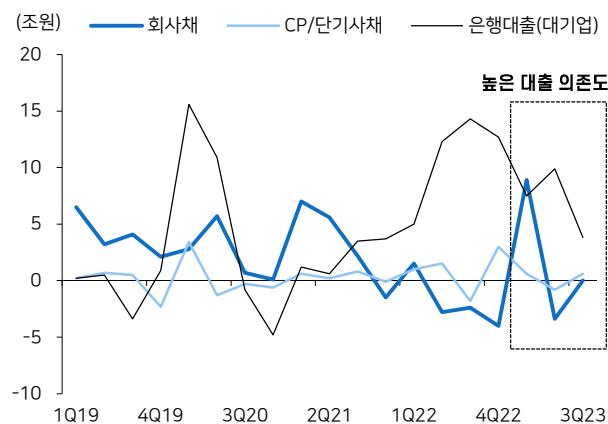
그림5 기준금리 vs. 은행 NIS(잔액)



주: 2024년 기준금리 당시 투자전략팀 전망치

자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림6 기업 외부자금조달 추이

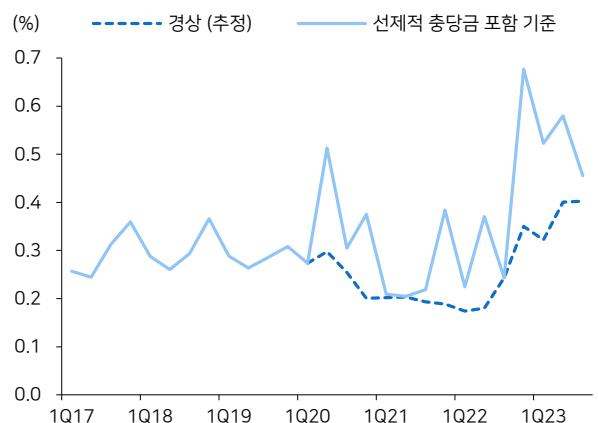


자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

올해에 이어 내년에도 은행 실적의 주요 핵심 변수는 대손비용률이다. 코로나19 이후 은행들의 선제적 대손충당금 적립이 지속되고 있다. 2Q23 중 대표 PD 및 3Q23 중 신용LGD 적용한 가운데, 4Q23 중 담보LGD 적용됨에 따라 은행들의 선제적 성격의 손실흡수능력이 강화되고 있다.

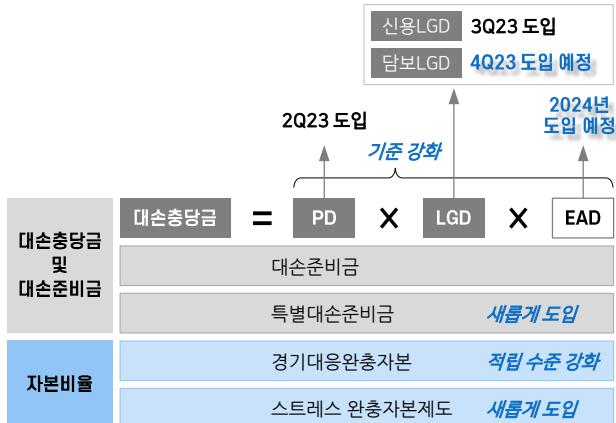
내년 은행들의 1) 경상 대손비용률은 연체율 상승 추이 고려 할 시, 상승세가 유지될 것으로 예상하나, 2) 표면적 대손비용률(경상+선제적)은 누적 적립된 선제적 대손충당금 규모 고려 시, 감소할 것으로 예상한다. 현재 은행들의 대손비용률 표면 및 경상 간 14bp로 큰 차이를 보이고 있다(3Q23 누적 가중평균 기준).

그림7 은행 대손비용률 추이: 선제적 대손충당금 포함 vs. 경상



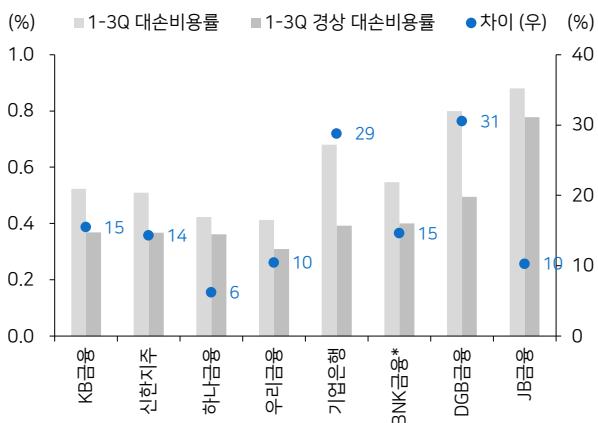
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림8 은행 손실흡수능력 강화 방안



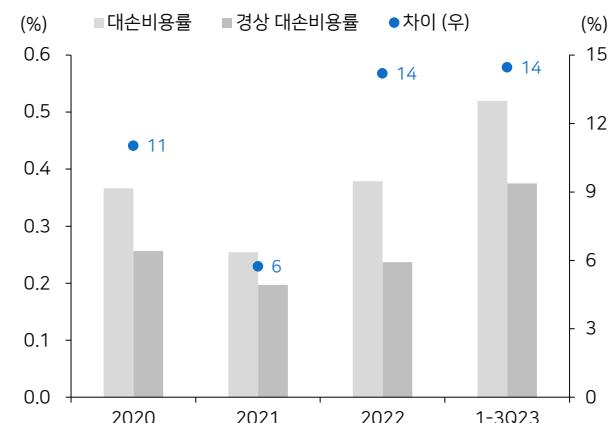
자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림9 1-3Q 은행 대손비용률 vs. 경상 대손비용률



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 연간 은행 대손비용률 vs. 경상 대손비용률 추이



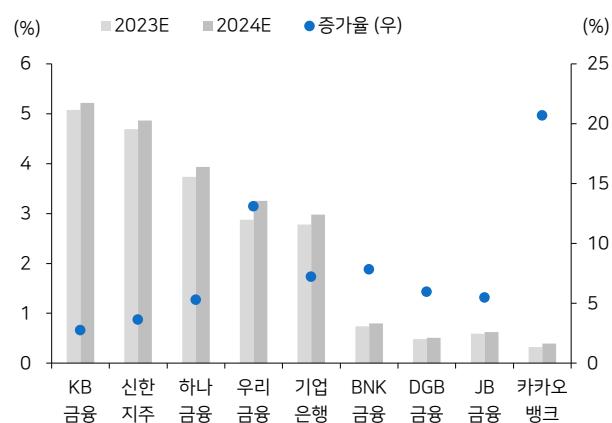
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

올해 은행들은 분기 배당, CET-1비율 기반 주주환원정책 제시, 자사주 매입 및 소각 적극 활용 등으로 적극적인 주주환원정책을 보여준 바 있다. 내년에도 우려 대비 양호한 은행들의 실적 기반 이와 같은 기조를 이어갈 것으로 예상한다(커버리지 은행 합산 24년 순이익 +6.0% YoY).

주주환원율 상향 흐름은 중장기적으로 Valuation 상향으로 이어질 것이다. 대표적인 사례는 일본은행이다. 일본은행들의 22년 주주환원성향이 전년대비 29.9%p 상승, 동기간 PBR은 0.45배에서 0.56배로 상승하였다.

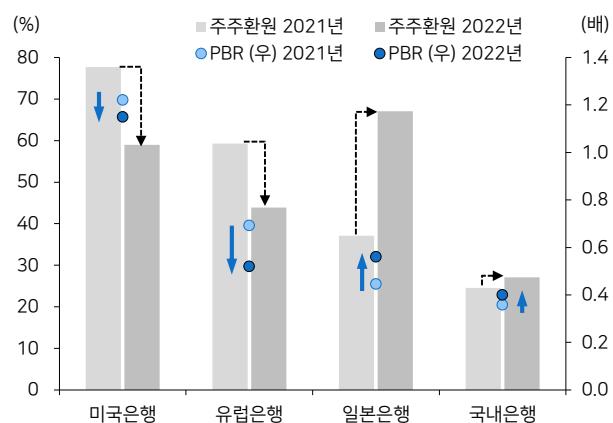
은행 업종에 대해 투자의견 Overweight을 유지한다. 1) 우려대비 양호한 실적을 창출하고 있는 가운데, 2) 현 은행의 PBR(FY1)은 과거 위기 시기보다 낮은 0.33 배 및 3) 배당수익률 8.2%, 주주환원율 9.7%로 주가 하방경직성은 충분히 확보된 상황이다. 자본비율 높은 은행들이 실적 및 주주환원정책에 유리하다.

그림11 커버리지 은행 지배주주 순이익 추정



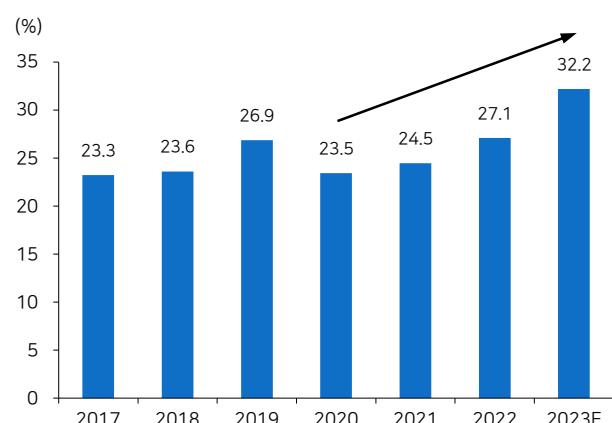
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 주주환원성향, PBR: 2021년 vs. 2022년



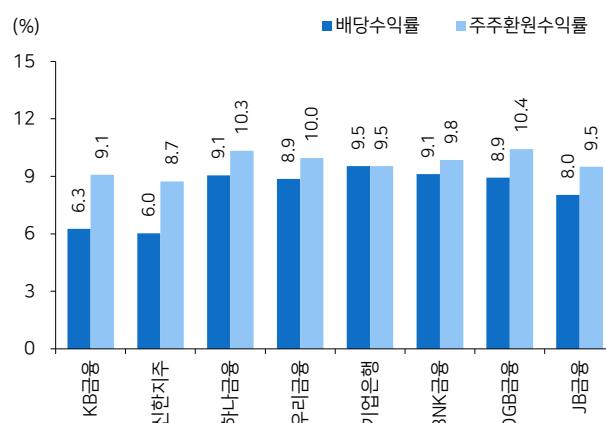
주: 미국은행-JPM, BofA, CITI, WFC, 유럽은행-BNP Paribas, UBS, Deutsche bank, 일본은행 - MUFG, SMFG, SFG, SMTH, 국내은행 – 커버리지은행
자료: Bloomberg, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 국내주주환원율 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림14 은행 연간 배당수익률, 주주환원율



주: 11월 3일 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

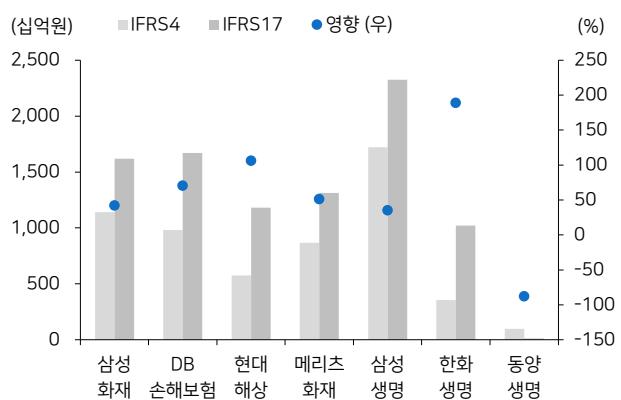
Part 3 보험: 불확실성 소멸 이후

올해 IFRS17로 보험사들의 체력이 크게 개선되었다. 커버리지 보험사 합산 당기 순이익은 IFRS17 전/후 평균 57.8%(손보사 67.2%, 생보사 45.2%), 자본총계는 평균 132.2%(손보사 136.5%, 생보사 +126.4%) 증가했다.

변화된 회계기준 기반 변화된 보험사들의 경영 패러다임은 2024년에도 지속될 것으로 예상한다. 현 회계기준 상 보험 수익성에 있어 주요 지표는 CSM이다. 이를 늘리기 위해 보험사들은 1) 보장성 보험 상품 중심 다양한 신상품 출시 및 2) GA를 통해 판매 역량 강화할 것으로 전망한다.

수익성 높은 보험상품 확보에 따라 생보사와 손보사 간 2024년 CSM 성장률 전년대비 방향성 상이할 것으로 예상한다. 생보사 CSM잔액은 24E +8.2% YoY (vs. 23E +12.2% YoY)로 단기납 종신보험 판매 종료로 전년대비 둔화를 전망한다. 손보사 CSM잔액은 24E +8.2% YoY (vs. 23E +7.5% YoY)로 수익성 높은 보장성 중심 판매행태가 강화될 것으로 예상한다.

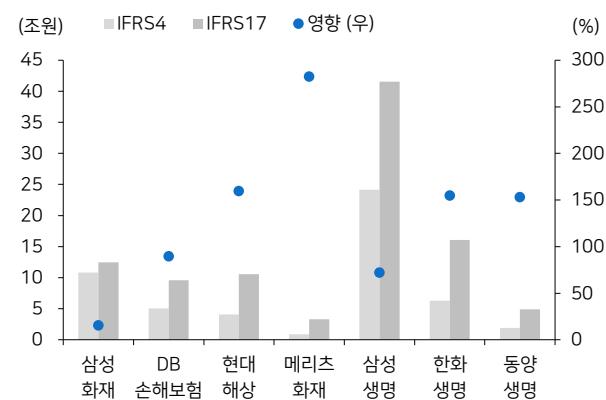
그림15 IFRS17 적용 전/후 2022년 당기순이익



주: 동양생명 2022년 중 1) 금리 확정형 저축성 일시납 보험 3.0조원 판매 및 2) 외화환산손실 등 일회성 비용 영향 기인

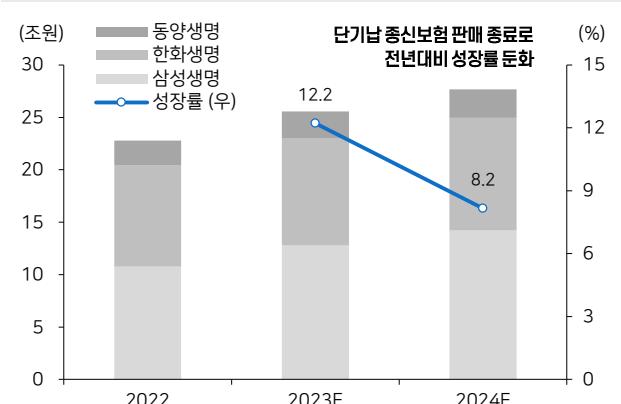
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 IFRS17 적용 전/후 2022년 자본총계



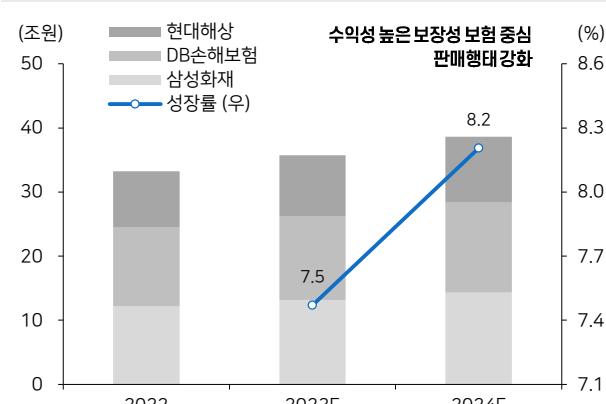
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 커버리지 생보사 CSM잔액 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 커버리지 손보사 CSM잔액 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

물론 회계제도 도입 초기 단계인 만큼 여러 불확실성들 상존하나, 이는 2023년 안에 해결될 예정이다. 1) 3Q23 실적을 통해 IFRS17 계리적 가정 가이드라인 회계처리 영향을 확인한 가운데, 2) 10월 27일 보험사들의 미실현이익과 미실현손실의 상계를 허용하는 상법 시행령 개정안 입법예고로 배당 관련 불확실성이 완화되고 있다.

2024년 보험사들의 ROE 제고 방안을 제시할 시기다. 타 금융업과 마찬가지로 배당의 근간은 K-ICS비율이다. 1) 해약환급금준비금 규모가 낮고 2) K-ICS비율이 높은 보험사들이 배당에 있어 유리하다. RBC비율 당시 200% 이상이 안정적인 수준으로 인식되었다. 이를 고려 K-ICS비율 200% 상회하는 보험사는 (손보사) 삼성화재, DB손해보험, (생보사) 삼성생명이다.

보험 업종에 대해 Overweight 유지한다. 2023년 DPS는 전년대비 15% 증가할 것으로 추정 및 한화생명, 동양생명은 배당 재개할 것으로 예상된다. 불확실성에도 불구하고 ROE 상향에 따른 DPS 상승은 변하지 않는 사실이다.

그림19 KB손해보험 손익요약

(실억원)	2Q23	3Q23	% QoQ
보험영업손익	280.2	252.9	(9.7)
투자영업손익	103.1	(32.7)	적전
당기순이익	271.4	155.1	(42.9)
K-ICS비율 (%)	192.6	193.9	1.3
CSM (조원)	8.4	9.2	9.3

+0.8조원

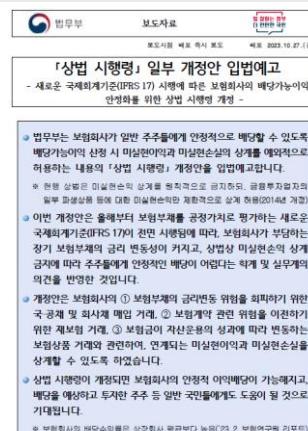
실손보험손해율 계리적
가정 변경 관련 손실
-520억원

VS

보수적 가정 적용
(실손 1·2세대 +0.7조원
3·4세대 -0.2조원)
신계약CSM 성장

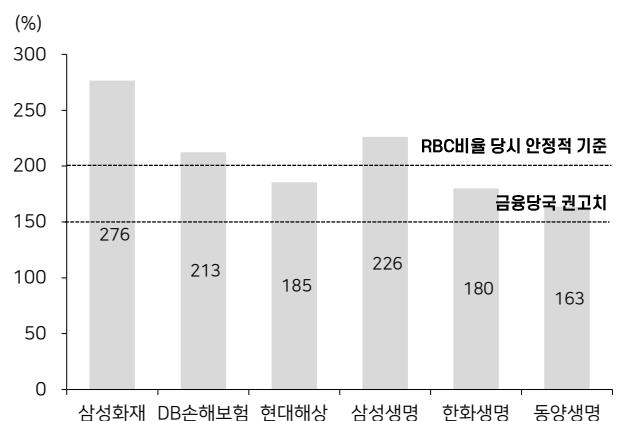
자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림20 법무부, 상법 시행령 개정안 입법예고



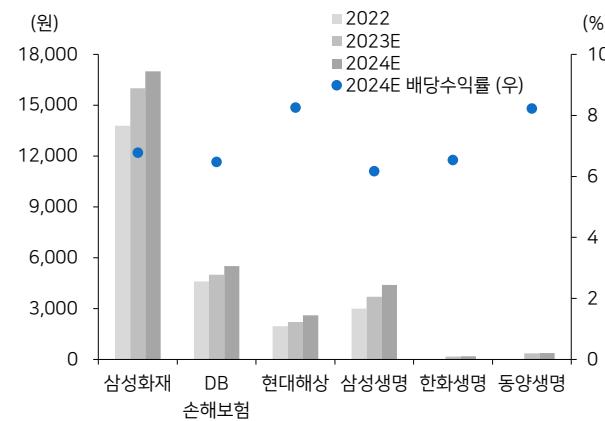
자료: 법무부

그림21 보험사 K-ICS비율 (2Q23)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림22 보험 DPS 2022, 2023E, 2024E



주: 11월 3일 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Part 4 증권: 선별적 접근의 중요성

지난 10년간 증권사들의 자기자본 규모가 크게 확대되었다. 초대형 IB 지정 기준인 4조원을 넘어, 종합투자계좌(IMA) 사업 진출 기준인 8조원까지도 바라보는 시대가 도래하였다. 달라진 증권사들의 자본력은 각자만의 사업영역을 구축해나가는 원동력으로 작용하였다. 자본 수준에 따른 수익 추구 형태도 달려졌기 때문이다. 전통IB, 부동산PF 등 위험 인수 가능성이 활성화되었다. 그 결과 증권사들은 각자만의 고유한 특성을 지니게 되었다.

증권사의 수익률이 다양해짐에 따라 브로커리지 비중이 축소됐다. 국내 증권사 합산 기준 영업수익 내 Trading 및 상품손익 비중이 2Q11 6.8% → 1Q23 56.3%로 확대됐다(수수료수익 내 브로커리지 비중은 2Q11 69.1% → 1Q23 48.7%로 축소 vs. IB 비중 동기간 12.1% → 33.8%로 확대).

증권사별로 영업수익 형태가 달라진 만큼, 투자의 관점에서도 이를 고려한 종목 선별이 보다 중요하다. 거래대금 변동에 따른 브로커리지 수익 민감도가 높은 (ROE기여도 기준) 증권사는 키움증권 > 삼성증권 > NH투자증권 > 미래에셋증권 > 한국투자증권 순으로 추정된다. IB 수익, 트레이딩 및 금융상품 수익 등 부문을 간접적으로 파악할 수 있는 원천은 각 증권사들의 자산 구조다. 자산 중 IB, 트레이딩 및 금융상품 수익 등 관련 자산 비중이 높은 증권사는 한국투자증권 > 미래에셋증권 > NH투자증권 > 삼성증권 > 키움증권 순으로 추정된다.

그림23 증권사별 브로커리지 수익 민감도 및 자산구조



주: 브로커리지 수수료율 및 M/S, 자산구조(2Q23 기준)

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

내년에도 증권사들의 주요 변수는 부동산PF 및 해외 대체투자로 판단된다.

우선 내년 거래대금의 경우 전년대비 소폭 감소한 수준을 예상한다. 중시 일평균 거래대금은 최근 감소세로 전환되었다(3월 21.7조원 → 7월 27.0조원 → 10월 15.0조원). 1) 현 대내외 불확실성 및 증권사들의 리스크 관리모드 강화 고려 시, 변동성이 높을 것으로 예상하나, 2) 2H24 중 금리 안정화에 따른 위험자산 선호도 높아질 시, 회전율 회복에 따른 거래대금 상승세를 전망한다.

트레이딩의 경우, 증권사들의 보유채권 규모가 확대(1H23 247조원 vs. 2018년대비 26.6%)됨에 따라 트레이딩 손익 변동성 확대되고 있다. 2H24 금리 인하 시기 도래됨에 따라 해당 부문 손익 변동성 축소를 예상한다.

부동산PF와 해외 대체투자 우려는 지속될 것으로 예상한다. 1) 내년 만기도래되는 해외부동산 펀드 규모는 11.6조인 가운데, 2) 여전히 부진한 미국 오피스 시장 혼황 고려 시 관련 불확실성이 존재한다.

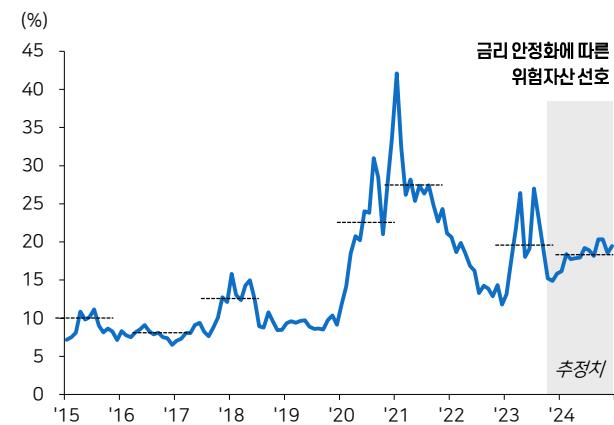
증권사들의 영업환경 상 불확실성이 상존하고 있는 상황이나, 브로커리지, IB 등 각 업황에 따른 종목별 선별적 접근은 유효하다. 현 상황 상 1) 브로커리지 수익 비중이 높고, 2) 부동산PF 익스포져가 적은 증권사가 실적 안정성을 보유하고 있는 것은 물론, 주주환원정책에도 가시성이 있을 것으로 예상한다.

그림24 신용공여잔고 추이



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림25 일평균 거래대금 추이 및 전망



주: 회색 음영 당사 추정

자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림26 증권사 보유채권 규모



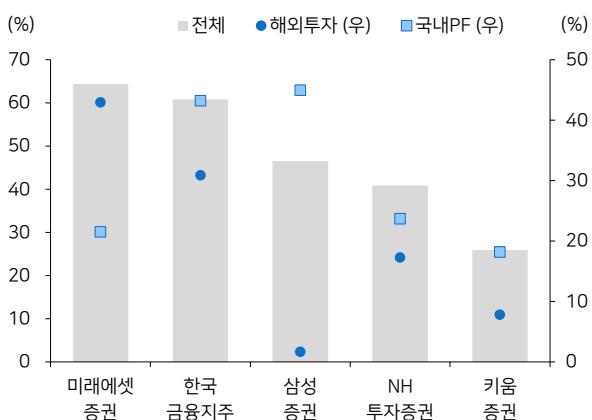
자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림27 커버리지 Trading 및 상품손익 합산 vs. 국고채 1년물



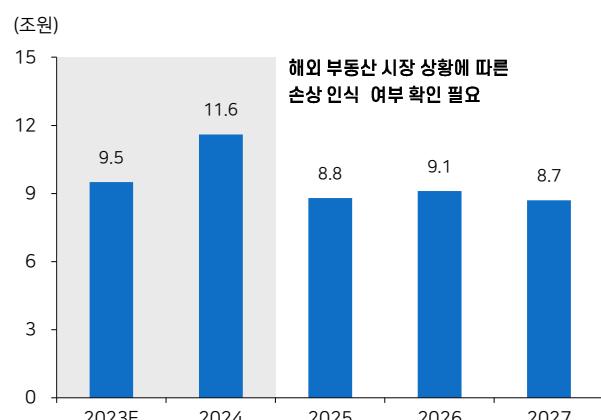
자료: 각 사, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

그림28 증권사 자본대비 국내 부동산PF, 해외 투자 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

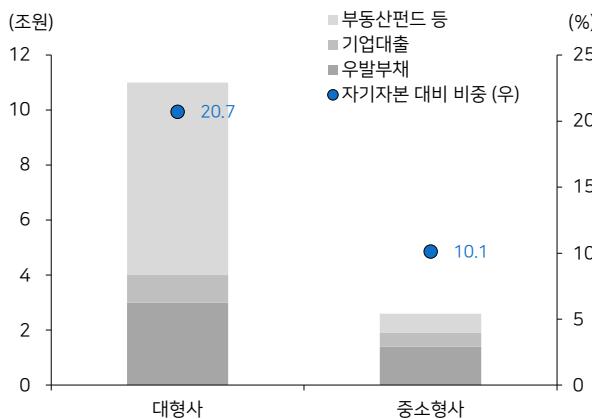
그림29 해외부동산펀드 만기 도래 현황



주: 2022년 말 기준

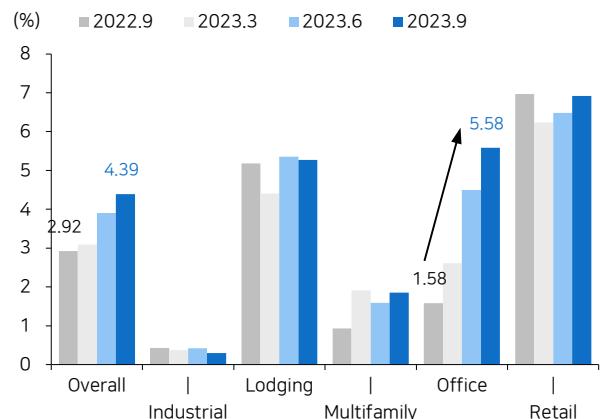
자료: 오기형 더불어민주당 의원실, 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림30 증권사 해외부동산 현황(1Q23): 대형사 vs. 중소형사



자료: 한국신용평가, 메리츠증권 리서치센터

그림31 상업용 부동산별 CMBS 연체율



자료: Trepp, 메리츠증권 리서치센터

그림32 키움증권 주주환원정책 (2023년 10월 10일)

목적	주주가치 제고
내용	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 3개년(2023~2025년) 주주환원율 30% 이상 유지 ✓ 사업연도 별도 재무제표 기준 당기순이익의 30% 이상 주주환원 ✓ 주주환원은 배당, 자사주 소각* 등으로 구성 (*기보유 자사주 및 추가 취득하여 소각 예정)

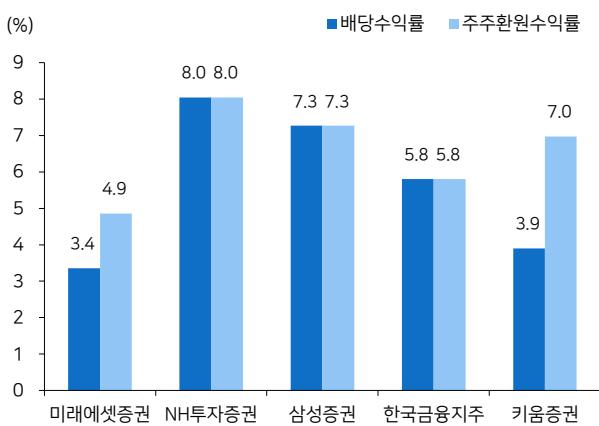
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

표1 키움증권 자사주 매입 내역

공시일	종료일	규모 (십억원)
2019-06-17	2019-09-17	39.2
2022-01-28	2022-05-02	48.7
2022-05-19	2022-08-19	35.4
2023-10-25 (예정)	2024-04-24 (예정)	70

자료: 키움증권, 메리츠증권 리서치센터

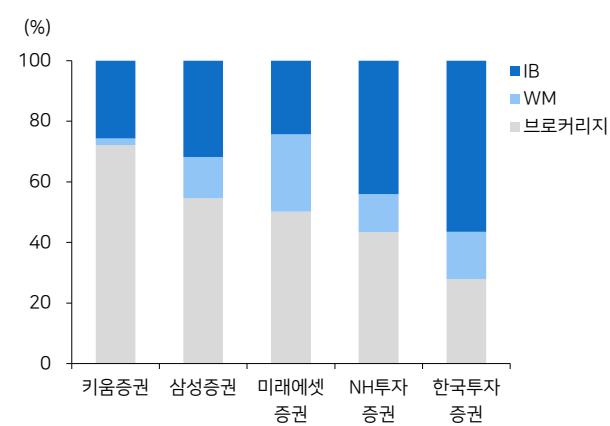
그림33 증권 주주환원수익률 (FY1)



주: 11월 3일 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림34 증권사 수수료 수익 Breakdown (2022년)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2023년 11월 7일 발간된

[2024년 전망 시리즈 12 – 전기전자/IT부품장비: CounterAttack] 입



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

2024년 전망 시리즈 12 (해설판)

[전기전자/IT부품시장] CounterAttack

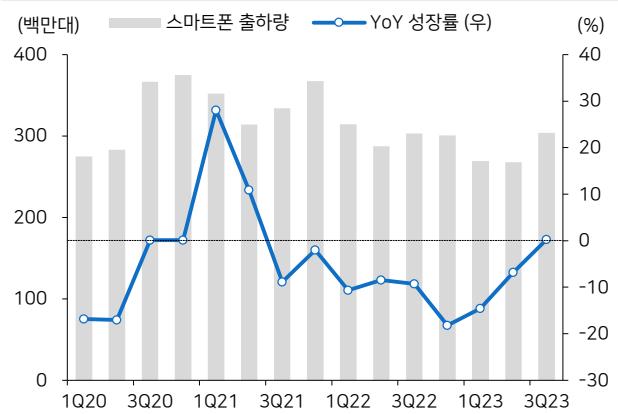
- ✓ 2024년 스마트폰 출하량 11.9억대(+5.0% YoY) 예상
- ✓ 내년의 수요 반등 사이클에서는 지난 2년간 견고했던 애플이 아닌 중화권 업체들의 Q 성장에 주목
- ✓ 중국 시장의 회복, 인도 및 신흥시장의 성장을 기반으로 화웨이 및 오포/비보/샤오미의 출하량 반등 기대
- ✓ 삼성전기, 뉴프렉스, 세경하이테크 Top-pick 제시

Part 1 2023년 리뷰

2023년에도 스마트폰 역성장은 지속됐다. 다만 분기별 스마트폰 출하량은 1Q23 2.69억대(-14.6% YoY) → 2Q23 2.68억대(-6.8% YoY) → 3Q23 3.04억대(+0.2% YoY)을 기록, 상저하고의 흐름을 기록 중이다. 기저효과를 바탕으로 2024년에는 오랜만에 스마트폰 성장률이 플러스 전환할 전망이다.

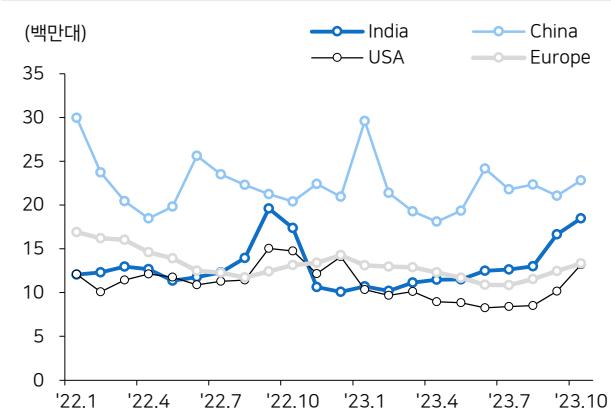
3Q23부터 시작된 출하량 회복세를 지역별로 살펴보면 중국/미국/유럽 등 상대적 선진국보다 인도/중동&아프리카/라틴아메리카 등 신흥시장에서 빠르게 출하량이 올라오는 모습이 관찰된다. 수요 측면에서도 메이저 지역 중 상대적으로 신흥시장에 포함되는 인도만이 수요 회복세가 가파르며, 수요가 올라오고 있으며, 미국/유럽 대비해서도 중국의 수요가 상대적으로 양호한 상황이다.

그림1 글로벌 스마트폰 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 지역별 스마트폰 판매량 추이



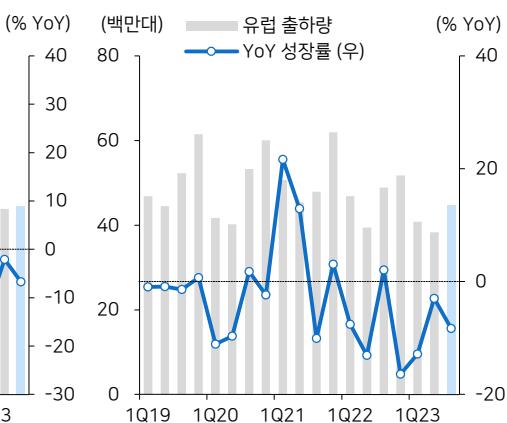
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 스마트폰 출하량



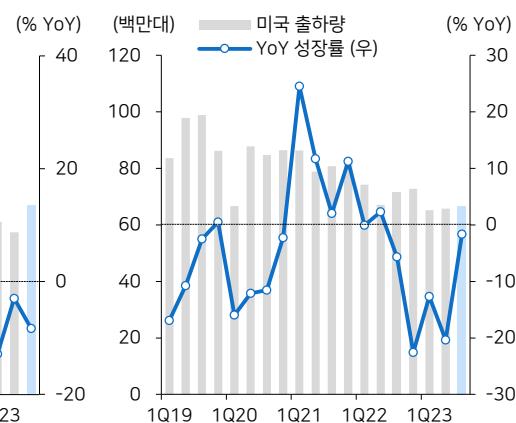
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 유럽 스마트폰 출하량



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 스마트폰 출하량



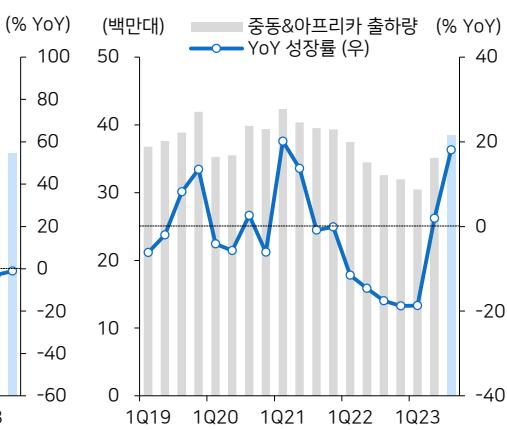
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 인도 스마트폰 출하량



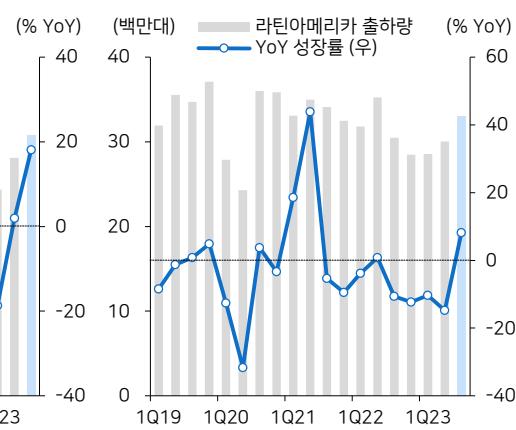
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 중동&아프리카 스마트폰 출하량



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 라틴아메리카 스마트폰 출하량

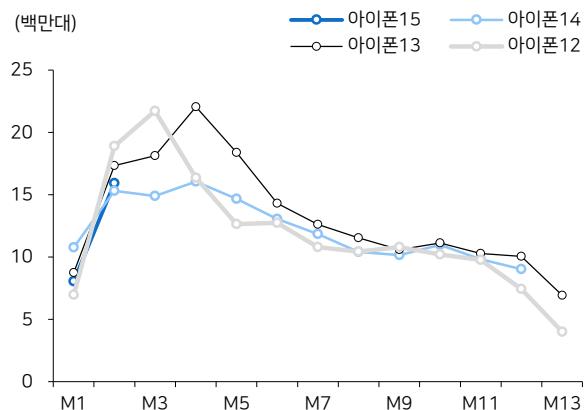


자료: 메리츠증권 리서치센터

Part 2 2024년 전망

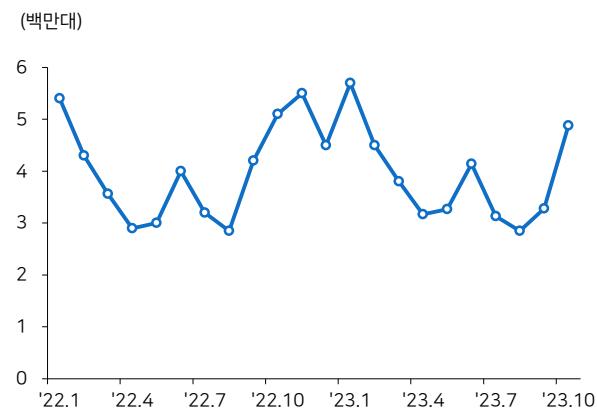
'21년 코로나를 기점으로 스마트폰 소비 트렌드가 중저가 → 프리미엄 스마트폰으로의 전환됨과 동시에 스마트폰 수요는 Apple이 주도하였다. '20년 이후 Apple의 스마트폰 출하량 내 점유율은 지속 상승했으며, 같은 기간 중화권 세트 업체들은 화웨이의 퇴출로 수요를 일부 흡수했음에도 Apple의 성장과 함께 부진하였다. 다만 올해 하반기에 진입하며 견고했던 Apple의 위상이 흔들리고 있다. 다른 세트 업체 대비 상대적으로 수요가 견고했던 건 사실이나 점진적으로 소폭 둔화되고 있으며 화웨이의 부활과 함께 중국 내 매출 부진이 심화되고 있다. 해당 시점에서 당사는 지난 2년과 달리 2024년은 Apple 주도 수요 회복 사이클이 아닌 중국 + 인도 포함 신흥시장의 수요 회복을 통한 중화권 세트업체들의 Q 회복 중심의 수요 반등 사이클을 전망한다.

그림9 모델별 아이폰 판매량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 내 애플 판매량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

중화권 시장 회복 전망

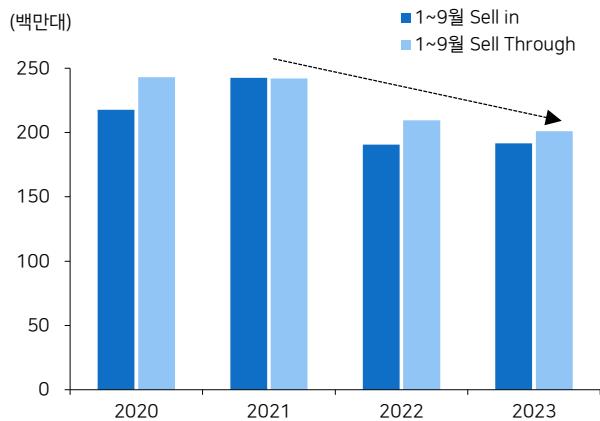
2013 ~ 2015년 분기별 1.2억대, 연간으로는 5억대 안팎의 출하량을 기록하던 중국 스마트폰 시장은 현재 분기 기준 6,500만대 수준까지 출하량이 감소했다. 이는 교체주기 증가와 프리미엄 스마트폰 선호도 상승으로 인해 화웨이 퇴출 이후 애플을 제외한 세트업체들의 출하량이 부진했기 때문이다.

다만 하반기에 진입하며 중화권 스마트폰 시장은 2가지의 큰 특징을 나타내고 있다. 첫번째로는 1~9월 중국 내 셀인과 셀스루를 비교해봤을 때, 평년대비 유통채널 단에서 재고가 많이 소진된 것으로 파악된다. 이는 올해의 수요가 연초 세트업체들의 부정적인 예상 대비 양호했기 때문이다. 연초부터 세트업체들의 보수적인 빌드업 계획을 기반으로 한 보수적인 출하가 지속되면서 유통채널단의 재고 소진이 점진적으로 진행된 것으로 파악된다. 실제로 유통채널 내 재고 확충을 위해 수요의 큰 폭의 반등 없이도 중국 내 스마트폰 생산 대수가 9월 기준 큰 폭으로 상승했으며, 중국 스마트폰 출하량도 9월 기준 회복세로 전환하였다.

두번째로는 8월에 진입하며 수요도 바닥에서 올라온 모습이 관찰된다는 점이다. 중국 주간 스마트폰 판매량 데이터에 의하면 W34이후 애플을 제외한 중화권 세트사들의 판매량이 2달 동안 전년 대비 성장세가 지속되고 있다. 주목할점은 상반기와 다르게 이번 수요 반등 사이클에서는 애플이 아닌 화웨이와 오포/비보/샤오미 등의 중화권 세트사들의 판매량이 올라오고 있다는 점이다. 중화권 세트업체의 반등과 함께 애플은 상반기 대비 부진한 모습이다.

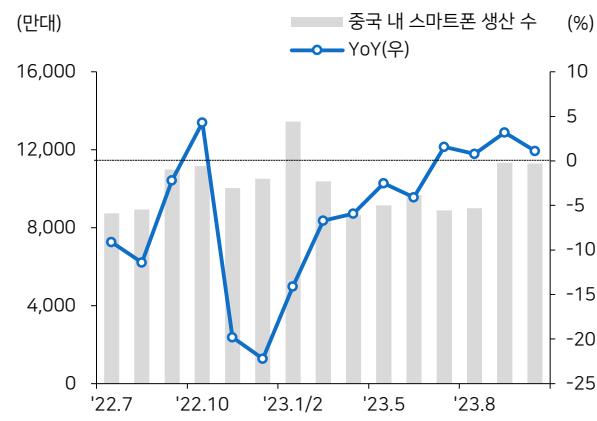
종합적으로 현재 중화권 스마트폰 시장의 핵심은 재고는 정상화되었고, 수요는 바닥에서 올라왔다는 점이다. 즉 바닥에서 올라온 수요가 지속될 수 있다면 지속적인 셀인 물량 증가와 함께 부품단에서도 Re-Stocking을 기대할 수 있는 환경이다. 당사는 해당 시점에서 4가지 이유로 중국 내 양호한 수요가 지속될 걸로 예상한다.

그림11 중국 내 셀인 vs 셀스루 비교



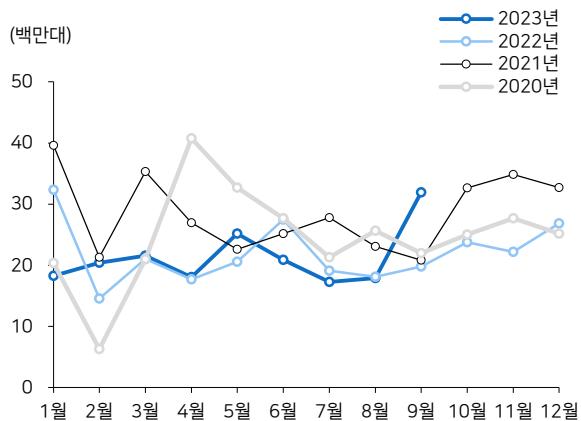
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국 내 스마트폰 생산 대수 추이



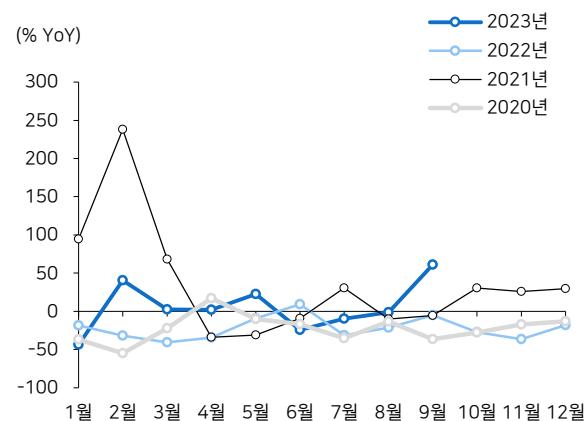
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 중국 스마트폰 월별 출하량 추이



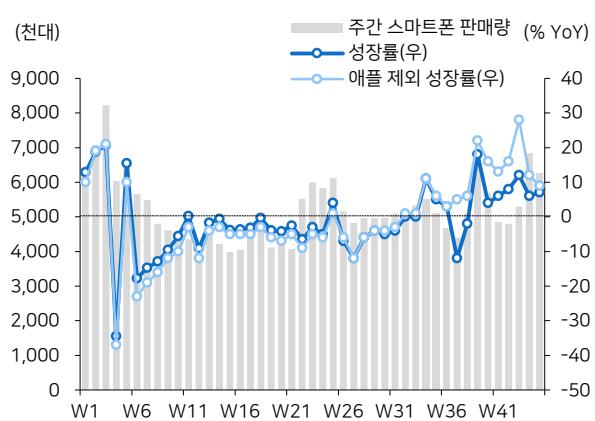
자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림14 중국 스마트폰 출하량 YoY 성장률 비교



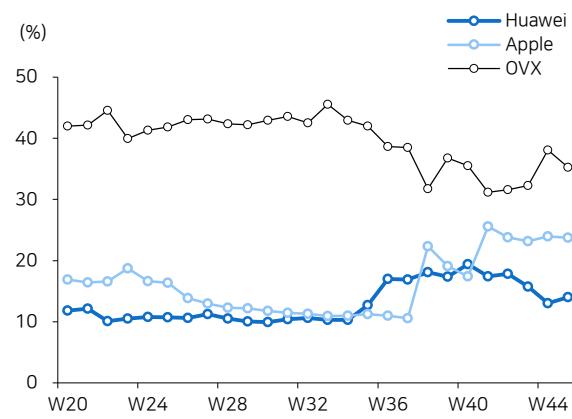
자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림15 중국 스마트폰 판매량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

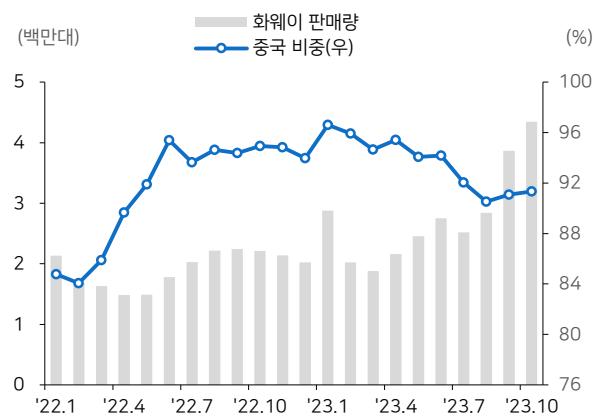
그림16 스마트폰 판매량 내 점유율 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

1) 화웨이의 복귀다. 9월 Huawei의 스마트폰 판매량은 Mate 60 출시와 함께 386만대(+35.9% MoM, +73.9% YoY), 10월 435만대(+12.5% MoM, +96.5% YoY,로 반등중인데, 대부분의 판매가 중국 내에서 이뤄지고 있다. Mate 60 Pro에 이어서 Huawei는 12월 ‘기린 830’를 탑재한 Nova 12시리즈(기본+프로 모델 구성) → 2024년 MateX4, P70, Mate70 시리즈 등의 신제품을 지속 출시할 예정이다. 내년 화웨이의 연간 출하량은 7,500만대 수준을 예상하며 대부분의 물량이 중국 내에서 소진됨을 감안했을 때, 화웨이가 늘어나는 부분만 감안해도 중국 내에서 유의미한 수요 회복이 기대된다. 또한 최근 판매 호조를 기록한 샤오미 14시리즈 등, 중화권 세트업체들은 화웨이를 견제하기 위해 다수의 신모델을 출시함과 동시에 화웨이를 필두로 한 애국 소비의 낙수효과를 누리고 있는 상황이다. 애국 소비의 확산과 중화권 세트업체들의 경쟁 강화는 수요의 지속성에 기여할 전망이다.

그림17 화웨이 월별 판매량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 화웨이 출하량 추이 및 전망

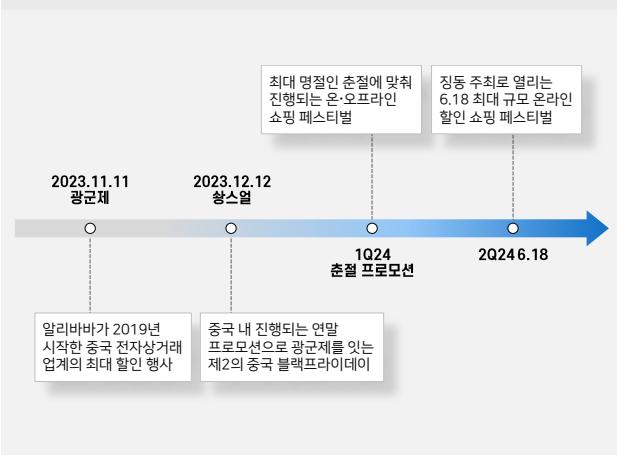


자료: 메리츠증권 리서치센터

2) 11월 광군제 → 12월 쟁스얼 → 1Q24 춘절 → 2Q24 전자상거래 쇼핑 축제(6.18) 등 지속적인 프로모션으로 인한 수요 모멘텀이 존재한다는 점이다. 수요가 부진했던 근 2년간은 채널 재고의 소진 측면에서 해당 프로모션을 진행했었다. 다만 앞서 언급했듯 유통 채널의 재고가 소진된 상황에서 해당 프로모션들이 진행되고, 재고 확충 측면에서 프로모션이 진행될 때마다 셀인 물량이 증가할 것으로 기대된다.

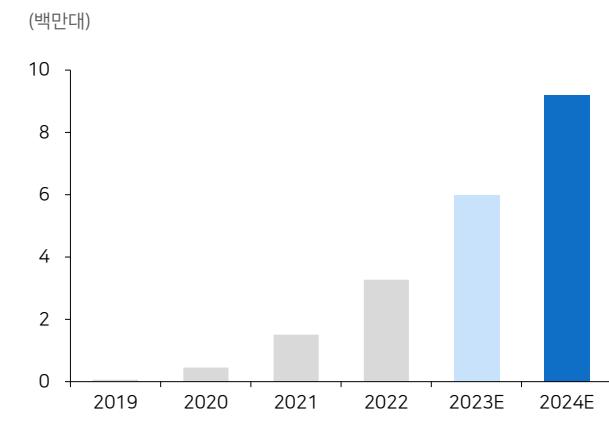
3) 중국 내 폴더블 스마트폰의 흥행 성공이다. 중화권 세트업체들의 적극적인 폴더블 신작 출시와 함께 중국 내 폴더블 스마트폰 출하량은 ‘21년 150만대 → 2024년 약 920만대로의 성장이 예상된다. Oppo에 의하면 자체 판매 데이터에 의하면 오포 플립 폴더블폰 구매자의 30%가 이전 삼성 사용자, 30%가 애플 사용자로부터 창출되기 때문에, 아직 전체 출하량 내 비중은 미미하나 하이엔드 세그먼트 내 교체수요를 자극하고 있다는 점에서 긍정적이다.

그림19 중국 내 프로모션 일정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림20 중국 내 폴더블 스마트폰 출하량 추이 및 전망

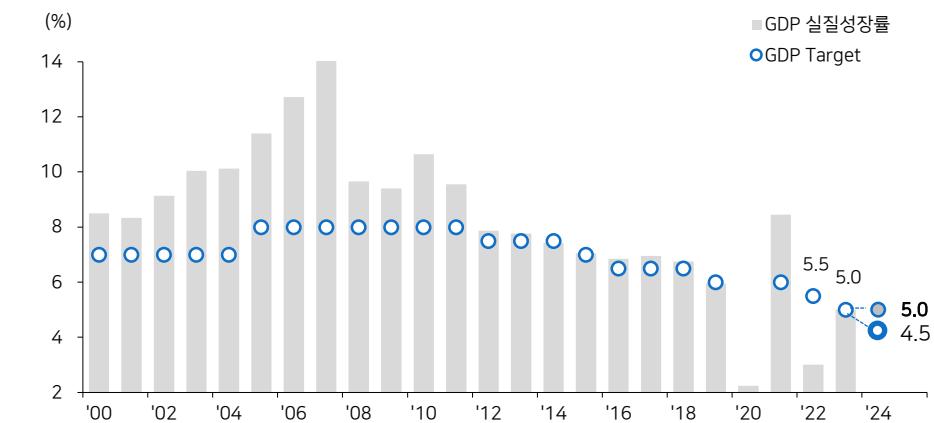


자료: 메리츠증권 리서치센터

4) 중국 내 경제성장의 재개이다. 당사는 중국 정부가 '24년 성장을 목표를 올해와 동일한, 잠재성장을 수준인 5.0%로 설정할 가능성에 무게를 두고 있다. 투자 주도의 경기 부양과 함께 고정자산투자 증가 및 잠재성장을 달성 노력이 지속된다면 '24년 중국의 디플레이션 압력은 완화될 것이다. 물가가 반등하게 되면 올해 4분기부터 진행되던 기업들의 Re-stocking 수요 회복이 연장될 수 있고, 이는 다시 물가 상승으로 이어지는 선순환 구조가 형성될 수 있다.

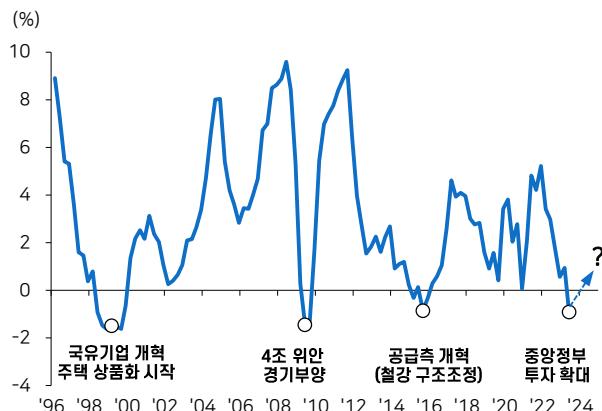
결론적으로 앞서 언급한 4가지 이유로 바닥에서 올라온 중국 내 스마트폰 수요는 2024년에도 양호한 수준이 유지될 전망이다. 이에 따라 2024년 중국 내 스마트폰 판매량은 3억대로의 회복을 기대하며, 판매량의 회복과 함께 2024년 중국 스마트폰 출하량은 2.85억대(+8.6% YoY)로의 회복을 전망한다.

그림21 중국의 연간 GDP 성장을 목표와 실질 성장을: '24년 전망치 5.0%로 상향 조정 중



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림22 GDP deflator: 매번 저점에서 경기부양책과 개혁책 수반



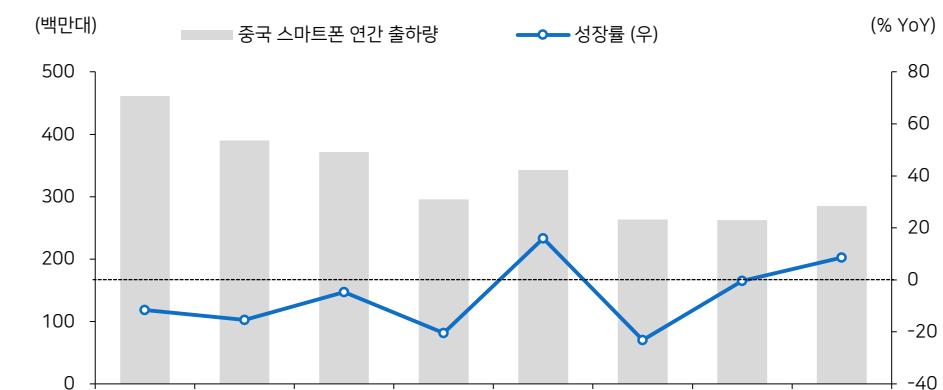
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림23 물가(PPI)가 오르면 기업의 Re-stocking 수요도 개선



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림24 중국 스마트폰 출하량 추이 및 전망

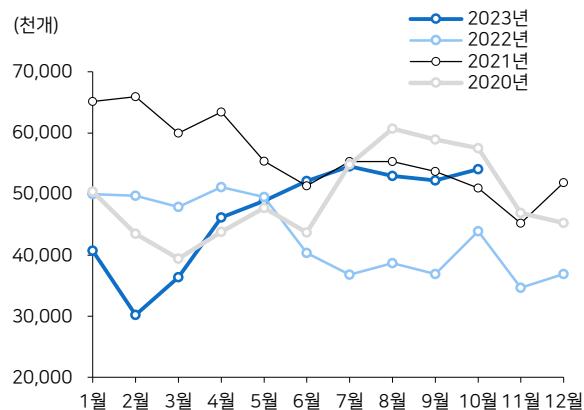


자료: 메리츠증권 리서치센터

부품단에서는 올해 3분기에는 늘어나는 스마트폰 출하량 대비 주문이 기대보다 정체하였다. 이는 수요의 지속성에 대한 불확실성으로 세트업체들이 Re-stocking 주문을 진행하지 않고 스팟성 주문으로만 늘어나는 출하량을 대응했기 때문이다. 부품업체들 입장에서 셀인 회복 대비 주문량 회복이 기대 대비 미흡했고 오히려 성수기 물량 확보를 위한 가격 경쟁도 심화된 것으로 파악된다.

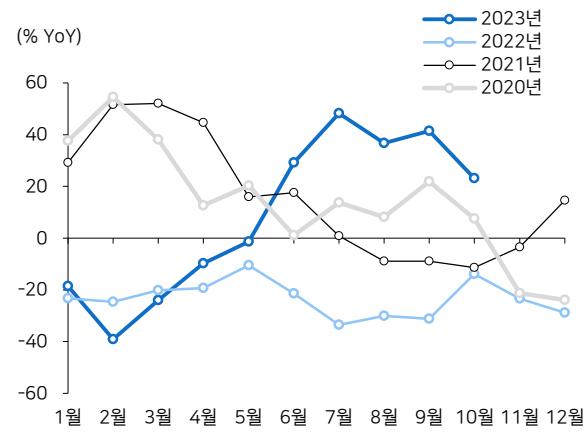
다만 3분기말 기준 샤오미의 재고에서 확인할 수 있듯이 셀인 물량의 증가와 함께 이미 정상화된 세트업체들의 부품 재고는 정상 수준 이하까지도 재고소진이 진행된 상황이다. 동시에 10월부터는 중화권형 부품 주문 증가가 일부 포착된다. 수요의 지속성만 확인된다면 강도 높은 Re-stocking이 지속될 개연성이 높다고 판단한다.

그림25 Sunny optical 핸드셋용 카메라모듈 출하량 추이



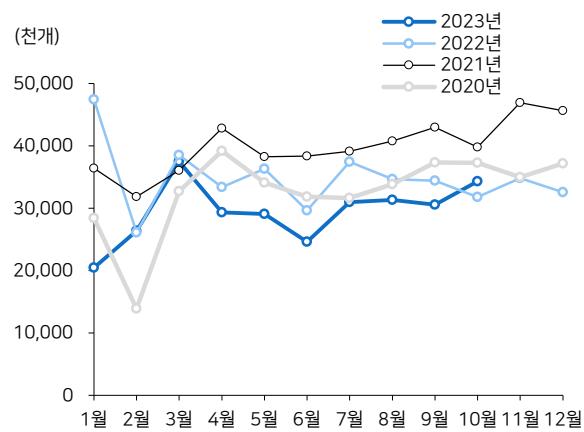
자료: Sunny optical, 메리츠증권 리서치센터

그림26 Sunny optical 핸드셋용 카메라모듈 YoY 성장률



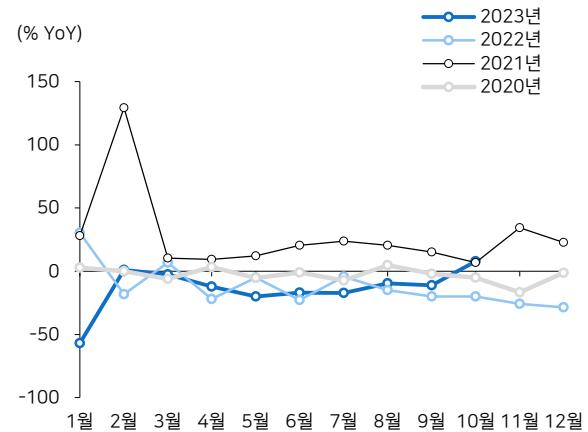
자료: Sunny optical, 메리츠증권 리서치센터

그림27 Q Tech 핸드셋용 카메라모듈 출하량 추이



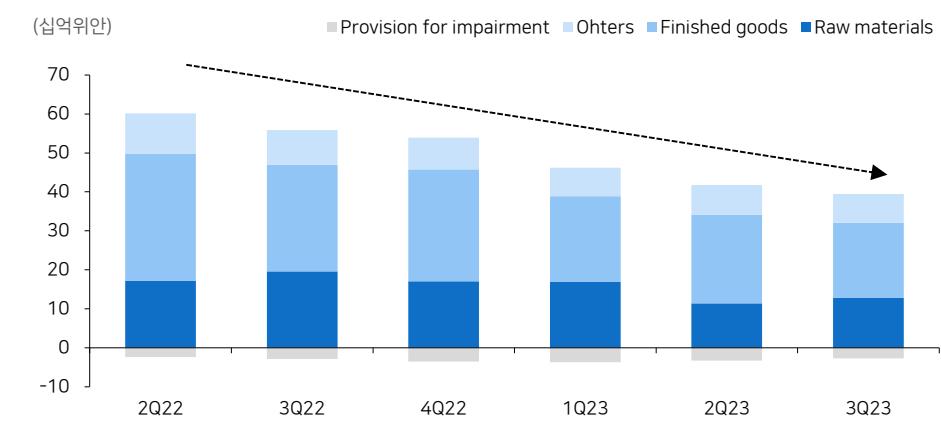
자료: Q Tech, 메리츠증권 리서치센터

그림28 Q Tech 핸드셋용 카메라모듈 YoY 성장률



자료: Q Tech, 메리츠증권 리서치센터

그림29 샤오미 재고 추이



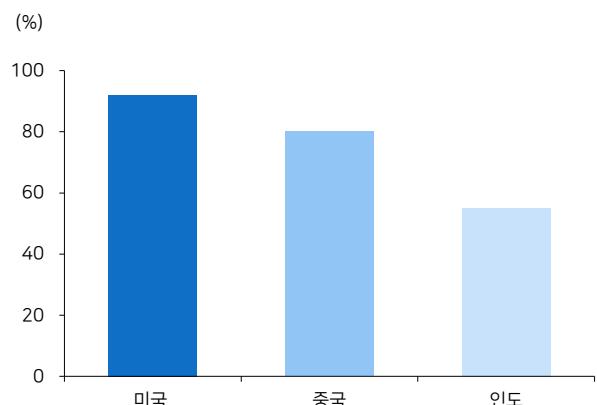
자료: Xiaomi, 메리츠증권 리서치센터

신흥시장 회복(인도의 출하량 반등 기대)

신흥시장 중 주목하는 시장은 인도이다. 인구의 스마트폰 출하량은 '14년 8,000만 대 → '21년 1.6억대로 약 2배 정도 성장하였고, 단일 지역 기준 미국을 제치고 중국 다음 규모의 스마트폰 시장으로 등극 하였다. 그럼에도 불구하고 '22년 기준 스마트폰 보급률은 54.0%로 다른 메이저 지역의 보급률(80~90%) 대비 현저히 낮고 5G 보급률(50%)도 다른 지역 대비 낮기 때문에 교체 수요 기대감이 상존하는 지역이다. 수요 측면에서도 다른 지역 대비 회복세가 양호한 상황에서 지난 2년간 역성장을 기록했기 때문에 내년에는 반등이 가능할 것으로 전망한다.

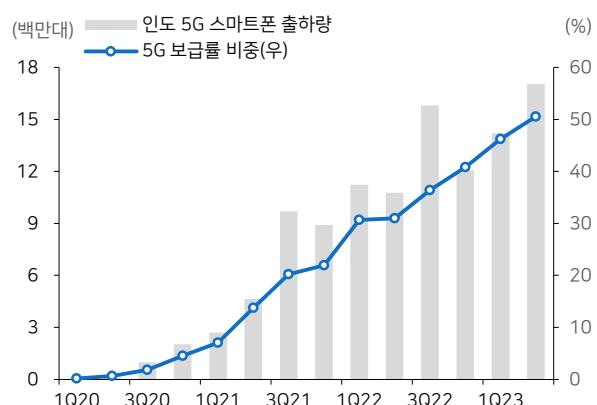
5G로의 전환과 소득 수준의 성장으로 인도 내 프리미엄 스마트폰 시장이 가속화 되는 건 사실이다. 이에 따라 인도 내 애플의 점유율 또한 (1Q18 1.5% → 2Q23 5.6%) 5% 전후로 상승하며 가파르게 비중이 올라오고 있다. 중장기적으로 인도 내 유의미한 애플의 점유율 상승이 기대 되는건 사실이다 아직까지는 절대적으로 중저가 스마트폰 시장의 비중이 높은 시장임에는 분명하다. 단기적으로는 2024년 인도 시장의 회복은 침체되었던 중저가 시장의 출하량 반등에 기여할 전망이다.

그림30 지역별 스마트폰 보급률 비교



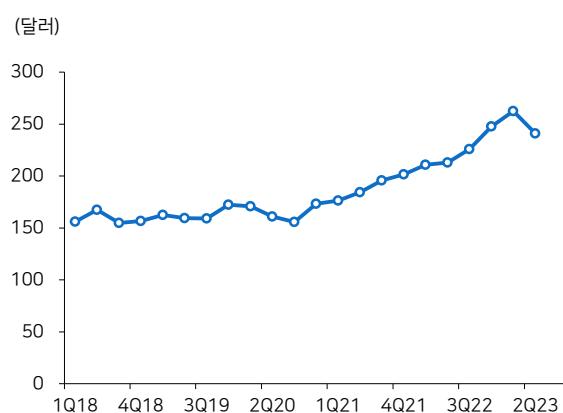
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림31 인도 5G 스마트폰 출하량 추이



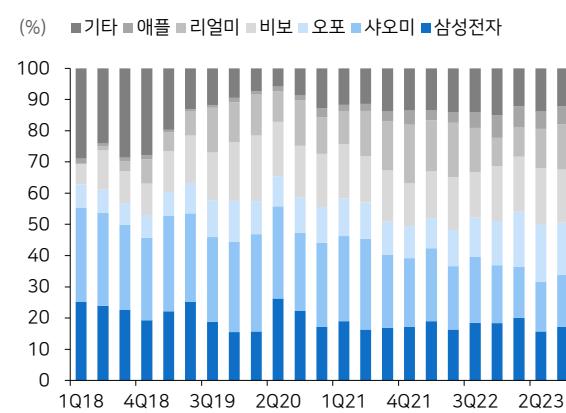
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림32 인도 내 스마트폰 ASP 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

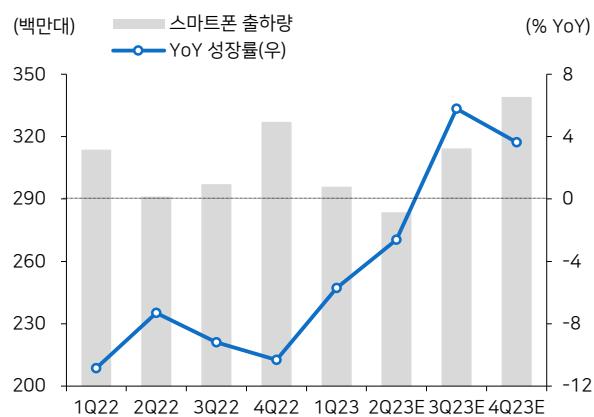
그림33 인도 내 스마트폰 점유율 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

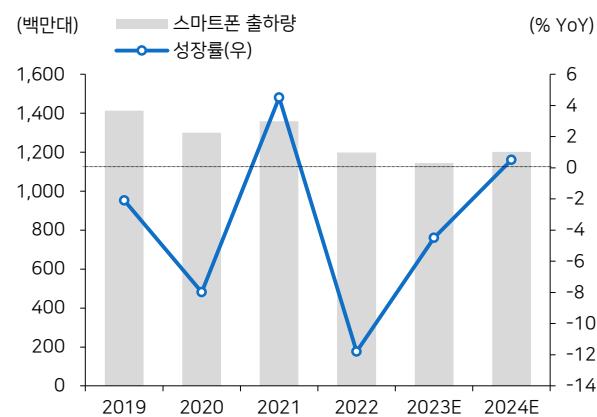
결론적으로 2년간의 부진 끝에 2024년 스마트폰 출하량은 11.9억대(+5.0% YoY)으로의 회복을 예상한다. 업체별로는 삼성전자 2.5억대(+7.5% YoY), 애플 2.2억대(-5.9% YoY), 화웨이 7,500만대(+118.7% YoY), 샤오미 1.6억대(+10.0% YoY), 오포 1.1억대(+6.0% YoY), 비보 8,700만대(+8.0% YoY), 아너 6,900만대(+15.0% YoY)를 전망한다. 즉 이번 출하 반등 사이클은 2년동안 상대적으로 양호했던 Apple 아닌 중국과 신흥시장의 반등, 화웨이의 부활을 기반으로 한 중화권 세트업체들의 Q 성장에 주목할 필요가 있다. 낮아진 재고, 올해 상반기의 낮은 기저까지 감안했을 때 2024년 스마트폰 시장 회복 모멘텀은 1H24에 집중될 것으로 예상하며, 중화권향 부품업체들은 4Q23 ~ 1H24 Re-Stocking의 수혜를 통한 Outperform을 예상한다.

그림34 분기별 스마트폰 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림35 연도별 스마트폰 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 주요 업체별 스마트폰 출하량 추이 및 전망

(백만대)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
삼성전자	74.5	62.5	64.4	58.3	60.5	54	61.8	57	62.5	59.4	63.4	65.8	259.7	233.4	251
애플	57	47.5	48.5	71.1	55	44.4	53.6	76	54.6	40.6	47.6	72.7	224.1	229	215.5
샤오미	39	39.5	40.5	42.6	28.3	33.2	41.5	40.7	34	38.7	44.3	41.1	161.6	143.7	158
오포	27.2	25	25.9	26.6	27.6	25.4	27.2	25	25.6	27.9	31.2	26.8	104.7	105.2	111.5
비보	25.4	24.9	26.7	27.7	17.1	21.3	22	20.5	21.8	20.9	25.3	19.2	104.7	80.8	87.3
아너	14.2	15.2	14	15	12.8	13.8	17.7	16.3	16.7	17.1	20.2	15.7	58.4	60.6	69.7
트랜센	17.8	18.8	19.2	16.7	15.4	25.3	26	23.4	22.8	25.9	31.1	23.8	72.6	90.1	103.7
화웨이	6.2	6.1	6.6	6.8	6.7	9.6	8.3	9.6	15	19.5	22.5	18	25.7	34.3	75
Total	313.8	291.2	297.2	296	268.6	268	302.8	301.3	291.9	289.2	311.1	305.5	1,198.20	1,140.70	1,197.70

자료: 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

윤동준 연구원

증가하는 데이터센터 수요, 이제서야 따라가는 증설 (Commercial Observer)

우리는 OpenAI의 등장으로 새로운 데이터 가공, 처리, 연산에 대한 관심부터 시작해, 엔비디아의 데이터센터향 매출 폭등을 보며 실제 발생하는 수요까지 확인하였다. 많은 기업들이 계속해서 더 많은 데이터를 다루게 될 것이고 이에 필수적인 것은 데이터센터일 것이다.

증가하고 있는 데이터센터 수요에 반해, 지역 및 중단되었던 데이터센터 신규 증설로 데이터센터 공실률은 하락하고 있다. 신규 증설이 더뎠던 원인으로는 비용 상승과 조달 지연이 있었고, 이런 임대 수급 환경에 힘입어 데이터센터 임대료는 2021년을 기점으로 계속 상승해왔다.

전반적으로 상승한 데이터센터 임대료는 데이터센터 소유 및 운영 기업의 임대료상승을 이끌었다. 상승 중인 임대료에도 불구하고, 건설 중인 데이터센터에 사전 임차 계약까지 맺는 고객도 증가하고 있다. 이렇게 상승 중인 임대료에도 불구하고 데이터센터 운영 마진은 하락 중이었으나, 임대료 상승과 전력 가격 하락이 맞물려 다시 마진 회복도 가능한 상황이다.

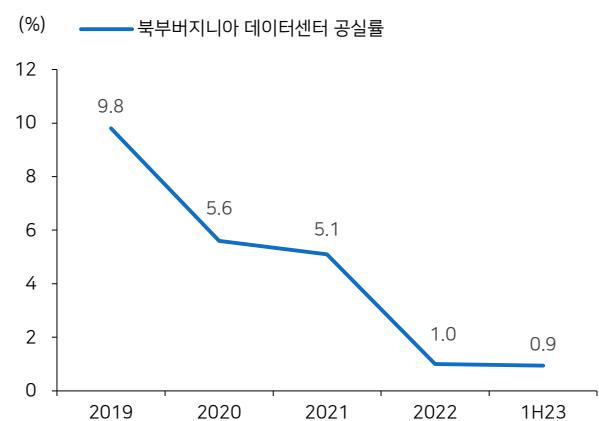
엔비디아 1분기 실적 발표 이후 데이터센터 리츠에 대한 투심이 회복되었으며 내년도 실적 기대치가 계속해서 우상향하고 있다. 금리 우려가 걷히고 나면 리츠 중 성장성을 갖춘 데이터센터 리츠에 주목할 필요가 있다.

높아진 데이터센터 수요, 증설 부족에 공실률 하락

우리는 OpenAI의 등장으로 새로운 데이터 가공, 처리, 연산에 대한 관심부터 시작해, 엔비디아의 데이터센터향 매출 폭등을 보며 실제 발생하는 수요까지 확인하였다. 많은 기업들이 계속해서 더 많은 데이터를 다루게 될 것이고 이에 필수적인 것은 데이터센터일 것이다.

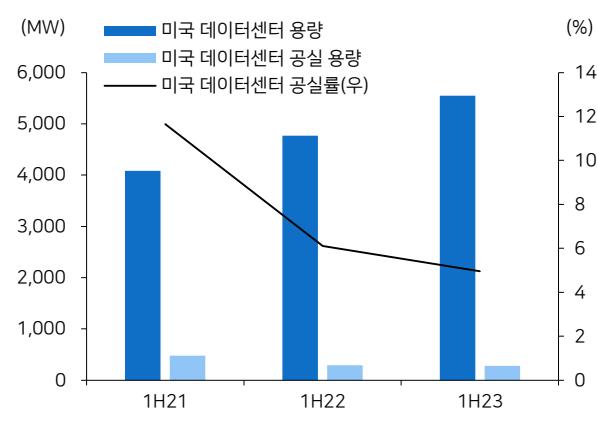
CBRE의 집계에 따르면 미국의 데이터센터가 몰려있는 북부버지니아(1H23 기준 미국 총용량 중 40%) 데이터센터의 공실률은 0.94%에 달했다. 미국 전 지역 데이터센터 합산 시 공실률 또한 4.95%로 낮아진 상황이다. 이는 2021년, 2022년을 거치며 증가해왔던 데이터센터 수요에 의해 신규 증설이 더뎠기 때문이다.

그림1 북부버지니아 지역 데이터센터 공실률 추이



자료: CBRE, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 데이터센터 임차 및 증설 용량 추이

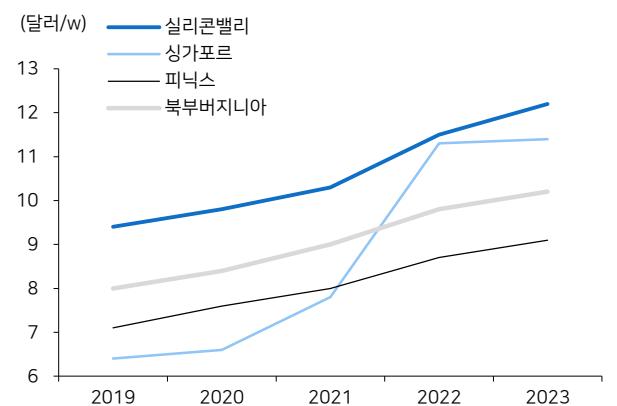


자료: CBRE, 메리츠증권 리서치센터

신규 증설이 더뎠던 원인으로는 비용 상승과 조달 지연이 있다. 낮은 금리와 수요 증가 환경 속에서 개발을 시작했으나, 러우 사태발 공급망 차질로 인한 1) 건설 원가 상승, 2) 부품 조달 문제에 의해 개발 프로젝트가 지연 혹은 중단되었다.

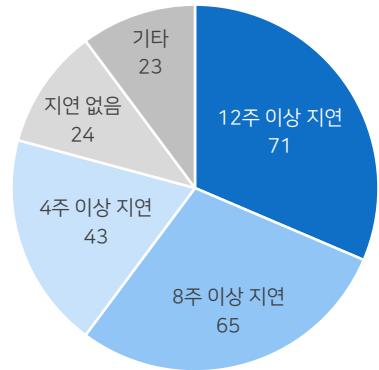
이런 임대 수급 환경에 힘입어 데이터센터 임대료는 2021년을 기점으로 계속 상승해왔다. 데이터센터 임대료 중위가격은 급속도로 상승, 1년 반 만에 1H23 기준 저점 대비 10% 넘게 상승했다.

그림3 주요 지역별 데이터센터 건설 비용 지수 추이



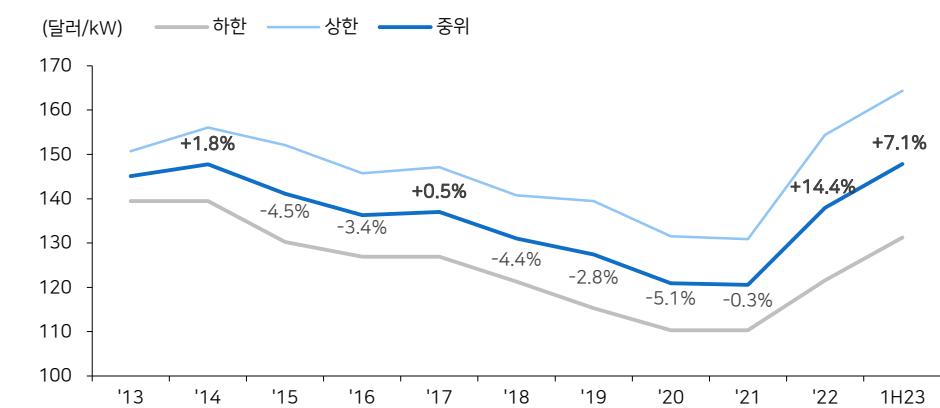
자료: Turner&Thousand, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2022년 데이터센터 건설 관련 조달 지연 설문



자료: Turner&Thousand, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 데이터센터 임대료 및 상승률 추이



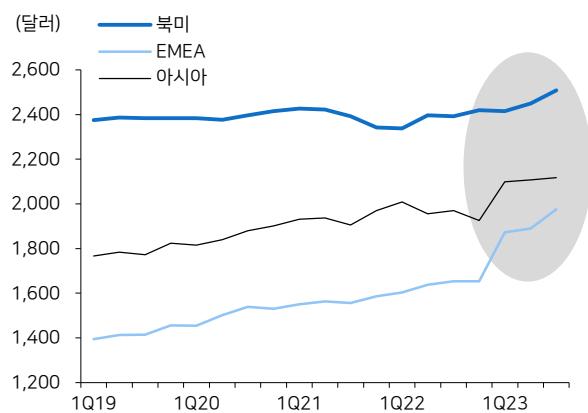
자료: CBRE, 메리츠증권 리서치센터

임대료 상승으로 마진 확보가 가능해진 데이터센터

전반적으로 상승한 데이터센터 임대료는 데이터센터 소유 및 운영 기업의 임대료 상승을 이끌었다. 데이터센터 리츠 업체인 에퀴닉스는 2021년부터 전세계 데이터센터 임대료를 올리고 있으며, 이에도 임대 고객은 계속해서 증가하고 있다.

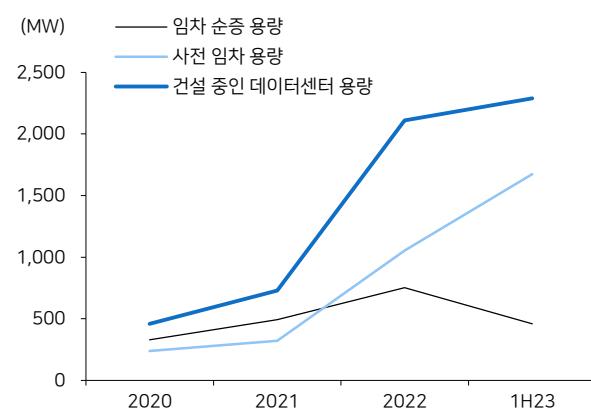
상승 중인 임대료에도 불구하고, 건설 중인 데이터센터에 사전 임차 계약까지 맺는 고객도 증가하고 있다. 1) 회사 운영에 필요한 데이터 처리 용량이 늘어 기존 임대 용량보다 추가 용량이 필요한 고객도 있지만 2) 신규 고스펙 데이터센터에 대한 선제적인 사전 임차 수요까지 더해진 것으로 보인다.

그림6 Equinix 월간 캐비닛 임대 요금 단가 추이



자료: Equinix, 메리츠증권 리서치센터

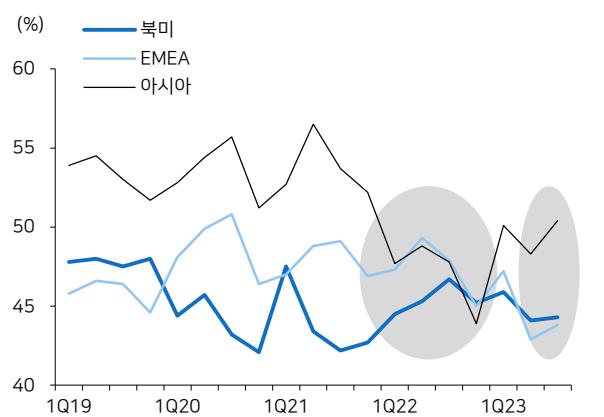
그림7 미국 데이터센터 임차 및 증설 용량 추이



자료: CBRE, 메리츠증권 리서치센터

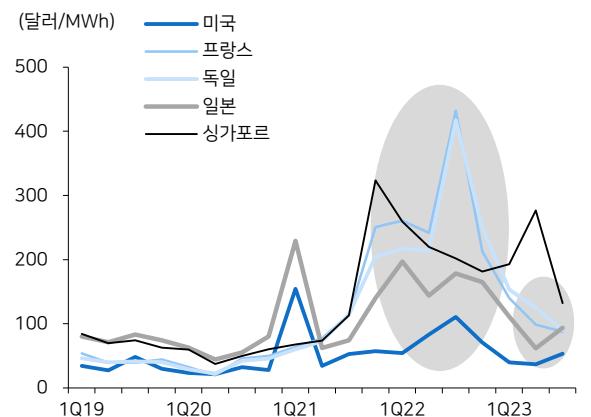
이렇게 상승 중인 임대료에도 불구하고 데이터센터 운영 마진은 하락 중이었으나, 임대료 상승과 전력 가격 하락이 맞물려 다시 마진 회복도 가능한 상황이다. 전력 비용은 데이터 운영 비용에서 가장 큰 부분을 차지한다. 러우 사태발 글로벌 에너지 가격 상승이 데이터센터 운영 마진을 끌어내렸었으나, 이내 회복 구간에 진입할 것으로 보인다.

그림8 Equinix 지역별 EBITDA 마진율 추이



자료: Equinix, 메리츠증권 리서치센터

그림9 국가별 도매 전력 단가 추이

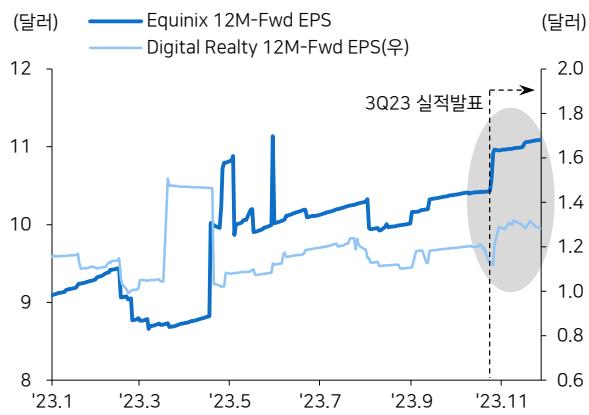


자료: IEA, Singapore EMA, 메리츠증권 리서치센터

엔비디아 1분기 실적 발표 이후 데이터센터 리츠에 대한 투심이 회복되었다. 회복된 투심과 함께 시장에선 데이터센터 리츠들의 3분기 실적 발표를 통해 견고한 임대료 상승을 확인, 이에 내년도 실적 기대치가 계속해서 우상향하고 있다.

데이터센터 리츠 역시 다른 리츠와 마찬가지로 배당주로 인식되어오며 금리 상승 기를 겪으며 투심 악화를 경험해왔다. 금리 상승에 1) 무위험이자율 자체가 상승, 미국채 10년물 금리가 4%대를 넘어서부터는 2) 배당 수익률에 대한 매력도가 떨어지는 등 하강 압력이 커졌다. 그러나 앞으로 금리가 점차 하락해가며 리츠에 대한 투자 매력도가 회복된다면, 리츠 중 성장성을 갖춘 데이터센터 리츠에 주목할 필요가 있다.

그림10 데이터센터 리츠 12M-Fwd EPS 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 데이터센터 리츠 지수 & 미국 10년물 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: Data Center Delivery Could Face Big Delays Through 2027 (*Commercial Observer*)