

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 7. 22 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

성장주: '기대' 와 '불편함'에 대하여

오늘의 차트

플랫폼 비즈니스로 나아가는 블랙록

칼럼의 재해석

코로나19, 그리고 미국

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



▲ 투자전략
Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

성장주: ‘기대’ 와 ‘불편함’에 대하여

- ✓ 지난 5월과 같은 극적인 ‘스타일(Style)’ 변화 가능성은 낮다
- ✓ ‘성장주’에 대한 고민 & 저항이 높아지는 것은 자연스러운 수순. 고평가 논란은 ‘숙명’이기도
- ✓ 1997년, 2004년 아마존의 주주서한이 주는 시사점은? 성장주의 ‘본질’은 같다

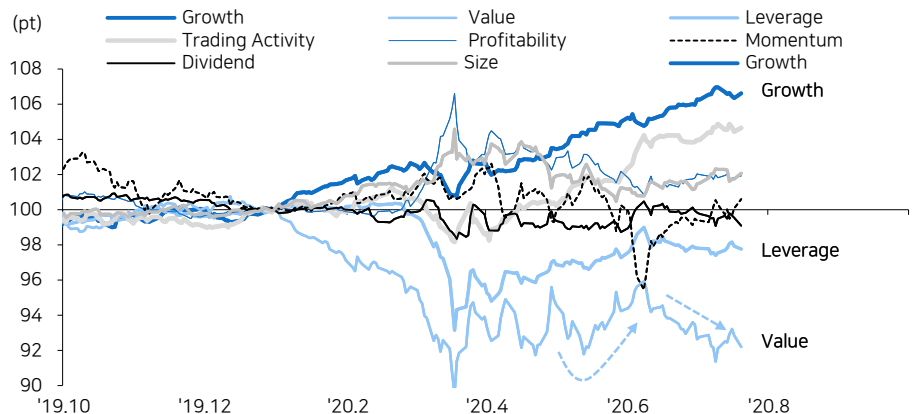
지난 5월과 같은 스타일(Style) 변화 재연될까?

시장 Style에 대한 고민,
지난 5월과 유사할까?

요즘 시장의 고민 중 하나는 시장 스타일(Style) 변화 여부다. 지난 5월말과 같은 성장주 정체 속 가치주의 강한 반동이 재연된다면 대비가 필요하기 때문이다. 시장은 오르지만 투자자들은 오히려 불안한 이유다. 변화의 조짐은 있을까?

지난 5월 시장으로 돌아가 보자. 당시 가치주의 강세는 성장주 강세 이후에 나타난 현상이었던 반면 지금은 그렇지 못하다. 성장주 강세 속 가치주는 오히려 반락하고 있다. 성장주로의 쏠림도 문제이지만 가치주의 차별적 부진이 이들 간의 성과 격차를 확대시킨 직접적인 원인인 셈이다. 가치주의 부진은 COVID19 장기화에 따른 경기 회복의 지연 우려 등이 배경으로 꼽힌다. 하지만 가치주와 성장주 간의 격차 확대를 COVID19 때문만이라 하기도 어렵다. 낮아진 ‘금리’ 뿐만 아니라 ‘기업실적’의 온도차가 이들 간의 스타일 변화를 설명해 오고 있었기 때문이다.

그림1 미국 Factor 별 성과: 지난 5월말과 같은 스타일 변화 수반될까? 아직은 ‘성장주’ 강세



주: 2020.1.1 = 100 기준, 각 Factor 성과는 Factor 내 상위, 하위 기업군간의 Long/Short 수익률로 측정
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

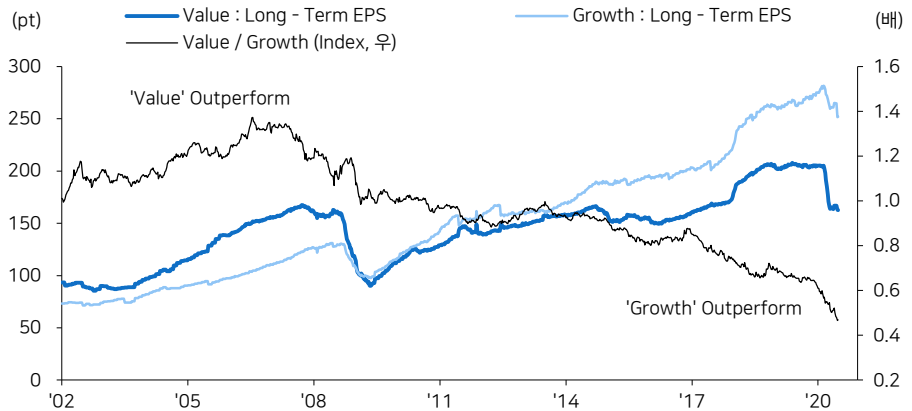
Style 변화 징후는 부족. 성장주와 가치주 간의 실적 온도차가 좁혀지는 것이 필요

2002년 이후 미국 성장·가치주의 상대 성과(러셀 Top200 기준)는 이들 간의 실적 온도차로 귀결됐다. 금융위기 이전에는 성장주보다 가치주의 실적 전망이 우위에 섰고, 성과도 가치주가 아웃퍼폼 했다. 변화는 금융위기 이후부터다. 성장주에 비해 가치주의 실적은 정체되기 시작했고 반면 성장주는 가치주와의 성과 격차를 확대했다. 새로운 것은 아니다. 불과 작년까지의 시장 흐름이다. 여기에 올해 COVID19는 성장주보다 가치주의 실적 부진을 더욱 깊게 만든 계기였을 뿐이다.

가치주의 턴어라운드 강도가 성장주의 '성장률'보다 앞설 수 있다는 기대감이 대표적

가치주로의 순환매가 확산되기 위해서는 실적의 온도차가 달라질 수 있다는 기대감이 형성되어야 한다. 경기민감주 입장에서는 실물 수요가 살아나고 있고, 예상보다 빠른 경기회복 기대감이 전제되어야 한다. 그 결과는 가치주의 실적 전망의 회복으로 나타날 가능성이 높다. 여기에 경기민감주의 턴어라운드 폭이 성장주의 성장률을 압도한다면 순환매의 기간은 연장될 수 있다. 문제는 아직까지 그 '신호'가 눈에 띄지는 않는다는 점이다. 지금은 본격적인 순환매 가능성은 낮은 듯하다.

그림2 미국 러셀 Top200 성장, 가치주의 장기 실적 전망 및 상대 주가



주: 2009.3 = 100 기준, Long - Term EPS 는 향후 18개월 전망치
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

‘성장주’에 대한 고민은 여전. 시기적으로 저항이 생길 수 있어

성장주만의 강세 장기화. 시장의 고민은 여전

최근 성장·가치주의 성과 차이가 가치주의 차별적 부진에 기인한 영향을 감안하더라도 성장주 쏠림에 대한 고민은 여전하다. 성장하는 산업이기에 전통적인 밸류에이션 잣대로 판단하기도 어렵고, 그렇다고 변화를 부인하기도 어렵다.

시기적으로 ‘불편함’이 앞설 수 있어

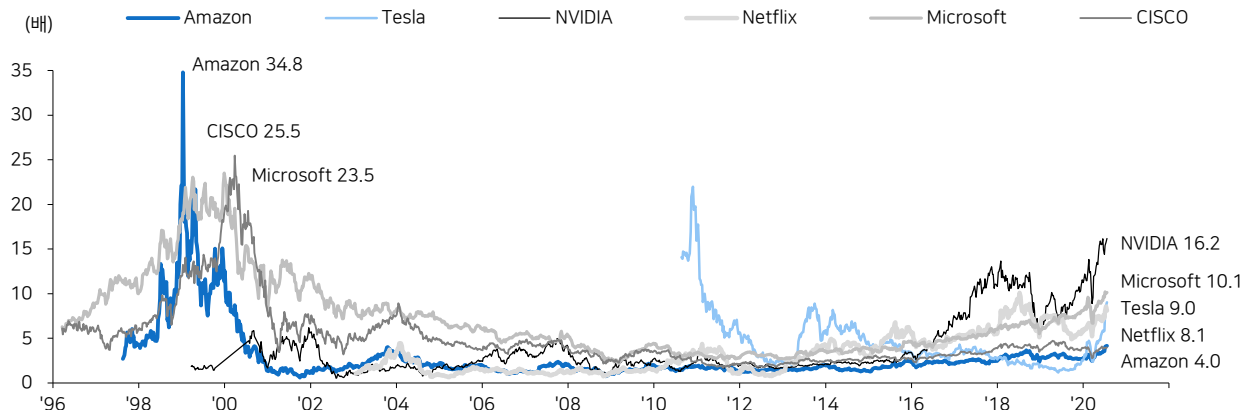
성장주와 가치주가 순환하는 흐름이 아니라는 점도 투자자들을 불편하게 만들기도 한다. 일부에게는 ‘성장주’ 중심의 시장 스타일을 강요 받는 것처럼 느낄 수 있고, 성장주에 익숙하지 않은 투자자라면 지금의 시장 흐름이 비이성적으로 보여질 수도 있다. 성장주에 대한 기대감도 있지만 불편함이 공존할 수밖에 없는 시점이다.

시기적으로 단기 쏠림 문제에 대해서는 공감한다. 일부 글로벌 성장주의 경우 심리적 저항에 부딪힐 수도 있는 시기이기 때문이다. 전통 밸류에이션의 효용성이 크게 떨어졌지만 '성장주 평가'에 있어 상대적으로(혹은 현실적으로) 많이 쓰이고 있는 지표는 'PSR(Price to Sales Ratio: 주가 매출 비율)'을 꼽을 수 있다. 당장 이익을 내고 있지는 못하지만 매출이 빠르게 성장하는 기업을 평가하기 위함이다.

PSR(주가 매출 비율)로 보면, Data 유관기업은 PSR 10 배 이상으로 형성 중. 테슬라는 9배

눈에 띄는 점은 미국의 대표 플랫폼 기업 및 Data 유관 기업 등 시장을 대표하는 기업들의 PSR(12개월 예상)은 IT버블 당시인 20~30배 보다는 낮지만 최근 빠르게 팽창하고 있다는 점이다. 섹터별 특징은, 소프트웨어와 같이 Data 의존도가 높은 산업은 PSR 10배 이상으로 형성되고 있는 반면 플랫폼이지만 물리적인 투자가 수반되는 산업은 10배 이하에서 형성되고 있다는 점이다. 10배가 절대적인 기준은 아니지만 Data 이외의 산업이 상장 초기를 제외하고 이 수준을 크게 넘어선 적은 없었다. 시도를 한다면 현재 테슬라(Tesla)가 첫 시점에 놓일 것 같다. PSR 9.0배로 아마존(4.0배), 애플(5.7배), 넷플릭스(8.1배) 보다 높은 수준이니 말이다. 현재 테슬라에 대한 '밸류에이션' 기준은 통일된 것이 없다.

그림3 미국 주요 성장주 12개월 예상 PSR 추이: Data 유관 기업은 PSR 10배 이상으로 형성. 테슬라도 10배를 넘어설까?



자료: Datastream, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

표1 글로벌 IB 애널리스트들의 테슬라 밸류에이션 평가방법: 정해진 '기준'은 없다

기관	애널리스트	투자 의견	목표주가(달러)	일자	밸류에이션 방법론
Wedbush	Daniel Ives "Dan"	중립	1,250	2020-07-20	2025년 EPS(\$30) x PER(42배)
Baird	Ben J Kallo	중립	984	2020-07-17	2022년 EBITDA 멀티플 15배
Cowen	Jeffrey D Osborne "Jeff"	비중 축소	300	2020-07-17	PEGR(Price to Earnings Growth Ratio)
RBC Capital Markets	Joseph Spak	비중 축소	765	2020-07-14	2021년 PSR 3배 & 2021년 EBITDA 멀티플 18배
Piper Sandler & Co	Alexander E Potter "Alex"	비중 확대	2,322	2020-07-14	DCF(Discount Cash Flow)
Morgan Stanley	Adam Jonas	비중 축소	740	2020-07-13	SOTP & EBITDA (자동차 \$703 + 모빌리티 \$37)
J.P. Morgan	Ryan Brinkman	비중 축소	295	2020-07-06	DCF & 2021년 PER
Barclays	Brian A Johnson	비중 축소	300	2020-07-06	확률론적(Probabilistic) 프레임워크, \$36~1,925
Jefferies	Philippe Jean Houchois	비중 확대	1,200	2020-06-18	DCF(Discount Cash Flow)

자료: Bloomberg, Barron's, 메리츠증권 리서치센터

고평가 논란은 '성장주'의 숙명: 1997년 아마존, 2004년 아마존

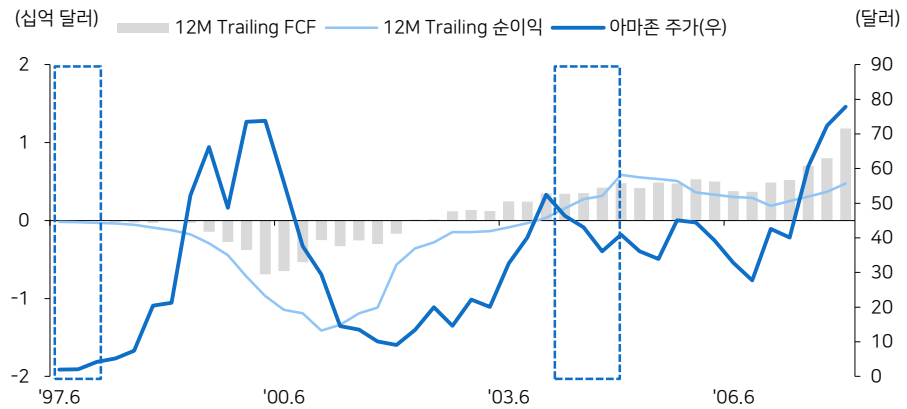
성장주 '고평가' 논란은 반복되는 이슈

고평가 논란은 성장주의 숙명이기도 하다. 시기를 막론하고 새롭게 성장하는 기업, 산업에 대한 고평가 논란은 불가피했기 때문이다. 이제는 우리에게 익숙한 아마존(Amazon)도 상장 초기였던 1997년 성장주 고평가 논란의 중심에 섰던 기업이다. 상장 이후 돈을 벌기 시작하는 데까지 10년, 지금과 같은 강한 이익을 창출하는 데까지 또 10년이 걸린 기업이지만 국면 국면 시장의 의구심에서 자유로울 수는 없었다.

1997년의 아마존, 2004년 아마존에서 얻어보는 힌트

아마존 CEO 제프 베조스의 1997년, 2004년 '주주서한'은 성장하는 기업의 특징을 파악하는데 도움이 된다. 1997년은 매출을 빠르게 키지고 있지만 이익으로 연결되지 못하는 성장 초입기이고, 2004년은 수년간의 투자(CAPEX) 이후 실질적인 이익을 내기 시작한 시기이다. 어떤 이야기가 있을까? 내용을 들여다보자.

그림4 성장 초입기 아마존은 어땠을까? 1997년(투자 초입기), 2004년(투자 회수기)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

아래는 1997년 주주서한 내용의 일부다.

1997년 아마존의 주주서한

"Amazon.com은 1997년에 수많은 이정표를 통과했습니다. 연말까지 150만명 이상의 고객을 확보했고, 매출은 1억 4,780만 달러로 전년 대비 838% 증가했습니다. 경쟁사의 위협에도 마켓 리더십을 강화했습니다

하지만 이러한 결과는 '인터넷'의 첫 출발(Day 1 for the Internet)에 불과합니다. 오늘날의 온라인 상거래는 고객들로 하여금 돈과 소중한 시간을 절약 해줍니다. 미래에는 맞춤형(Personalization) 플랫폼을 통해 온라인 상거래는 많은 분야를 개척할 것입니다. Amazon.com은 인터넷을 사용하여 고객에게 실질적인 가치를 창출하며, 이를 통해 기존 및 대규모 시장에서도 지속적인 프랜차이즈를 창출하고자 합니다(중략)."

그림5 1997년 아마존닷컴 주요 성과

- 매출액: 1996년 1570만 달러에서 1억4780만 달러로 838% 증가
- 누적 고객 계정 수: 18만 명에서 151만 명으로 738% 증가
- 기존 고객들의 재주문율: 1996년 4분기 46%에서 1997년 4분기 58%로 상승
- Media Metrix 기준, 고객 노출도 순위 90위에서 20위 안으로 진입
- America Online, Yahoo!, Excise, Netscape, GeoCities, AltaVista, @Home, Prodigy 등 중요한 전략적 파트너와 장기적 관계 구축

자료: Amazon.com, 메리츠증권 리서치센터

(1998년의 목표)

“우리는 여전히 인터넷 상거래 및 상품화를 통해 고객에게 새로운 가치를 제공하는 초기 단계에 있습니다. 목표는 브랜드와 고객 기반을 지속적으로 강화하고 확장하는 것입니다. 이를 위해서는 성장하는 동안 탁월한 고객 편의성, 선택 및 서비스를 지원하기 위해 시스템 및 인프라에 지속적으로 투자해야 합니다(중략). 오랫동안 말했듯이, 온라인 서적 판매 및 온라인 상거래는 매우 큰 시장으로 판명될 것이며, 많은 회사들이 상당한 이익을 볼 것입니다. 우리는 우리가 한 일에 대해 기분이 좋고, 우리가 하고 싶은 일에 대해 더 고무됩니다(중략). 1997년은 참으로 놀라운 해였습니다.”

실적보다는 사업에 대한 '확신'만 있는 시기. 평가 기준은 없었다

지금 시점에서 보면 보편화된 온라인 사업이지만 당시에는 '인터넷'이라는 새로운 채널을 통해 시장을 개척해 나간다는 점에서 아마존은 도전자의 위치에 있었다. 성장의 초입(ex. 적자 기업)이다 보니 기업가치를 평가할 수 있는 지표도 마땅히 없다. 매출액, 고객 수, 재주문율 등 일부 계량화가 가능한 지표가 있을 뿐이다. 주주서한의 내용도 그렇다. 당장 이익을 내지 못하지만 새로운 사업에 대한 강한 '확신'만 있을 뿐이다. 우리라면 어떻게 판단했어야 할까? 그때나 지금이나 정량화 할 수 있는 기준은 없을 듯하다.

2004년 아마존 주주서한

시간이 흘러 IT버블 이후인 2004년을 전후로 아마존은 '이익(+현금흐름)'을 창출하기 시작한다. 2004년 주주서한에서 제프 베조스는 흥미로운 주제를 언급한다. '회계상의 이익(순이익)과 잉여현금흐름(FCF: Free Cash Flow)의 차이'가 그것이다.

잉여현금흐름(FCF)의 중요성을 강조

많은 투자자들이 주당 순이익(EPS), 이익 성장률(EPS Growth)에 중점을 두지만, '주식이 가치는 미래 수익(EPS)의 현재가치가 아닌 미래 잉여현금흐름(FCF)의 현재가치'에 있다는 점을 강조한다. 주식의 가치가 높아질 때는 성장에 필요한 자본(CAPEX)보다 잉여 현금 흐름이 초과하기 시작할 때이며, 성장기에는 역설적으로 성장이 강할수록 순이익은 확대되지만 잉여현금흐름은 부족해지는 현상이 불가피할 수 있다는 것이 골자이다.

이는 기업이 성장 초입기를 지나 중반부에 들어설 경우 특징이기도 하다.

제프 베조스가 제시한 '고성장' 기업의 사례

2004년 주주서한에서 제프 베조스가 제시한 예시를 정리해 보면 다음과 같다.

- 1) 한 기업가가 한 장소에서 다른 장소로 신속하게 이동할 수 있는 '기계'를 발명했다고 가정해보자
- 2) 이 기계는 한 대당 1억6천만 달러에 달하며, 연간 1억 명의 승객을 수용할 수 있고 사용연한은 4년이다(감가상각: 정액법)
- 3) 여행객 1명당 티켓 가격은 1천달러, 승객 1명당 발생 비용(에너지, 자재)은 450달러, 인건비 및 기타 비용은 50달러이다
- 4) 매년 비즈니스는 두 배씩 급성장하고 있다(연간 100,000번 여행 티켓 수요). 늘어난 여행 수요를 맞추기 위해 2~4년차에 매년 기계를 추가하기로 했다(1년차: +1대, 2년차: +1대, 3년차: +2대, 4년차: +4대/ 4년차에는 총 8대 보유)

사업의 첫 4년간의 손익 계산서는 다음과 같다.

이익	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4
매출액	100,000	200,000	400,000	800,000
판매량	100	200	400	800
성장률	N/A	100%	100%	100%
매출총이익	55,000	110,000	220,000	440,000
매출총이익률	55%	55%	55%	55%
감가상각비	40,000	80,000	160,000	320,000
인건비 및 기타 비용	5,000	10,000	20,000	40,000
순이익	10,000	20,000	40,000	80,000
이익률	10%	10%	10%	10%
성장률	N/A	100%	100%	100%

자료: Amazon.com, 메리츠증권 리서치센터

손익계산서 상으로 보면 이 기업은 매년 100%에 달하는 매출 성장과 4년간 총 1억 5천만 달러의 누적 순이익(1년차 +1천만 달러, 2년차 +2천만 달러, 3년차 +4천만 달러, 4년차 +8천만 달러)을 달성했으니 매우 인상적인 성과다.

하지만 현금흐름을 보면 다른 해석이 가능하다. 회계상 이익을 꾸준히 발생하고 있지만 매년 빠르게 성장하는 여행 수요를 맞추기 위해 기계를 구매함으로써 인해(ex. 설비투자). 잉여현금흐름은 4년간 총 -5억5천만 달러를 기록하고 있기 때문이다.

성장 기업의 잣대는 PER도 EBITDA도 아니다

잉여현금흐름이 충분치 않은 기업이라면 고성장 기업일지라도 회계상의 이익과 현금흐름과의 괴리가 커질 수밖에 없다는 한계를 의미하는 것이고, 역설적으로 고성장 기업 비지니즈의 안정성을 훼손할 수도 있다는 것을 뜻한다.

주가 측면에서 본다면 전통적 평가법인 PER이나 EBITDA(법인세, 이자, 감가상각비 차감 전 순이익)와 같은 밸류에이션의 한계점을 지적한 것이기도 하다.

표3 '고성장' 여행기업의 현금흐름표 (단위: 천 달러)

현금 흐름	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4
순이익	10,000	20,000	40,000	80,000
감가상각비	40,000	80,000	160,000	320,000
운전자본	-	-	-	-
영업현금흐름	50,000	100,000	200,000	400,000
CAPEX	160,000	160,000	320,000	640,000
잉여현금흐름(FCF)	-110,000	-60,000	-120,000	-240,000

자료: Amazon.com, 메리츠증권 리서치센터

기업입장에서 본다면 성장률이 가파른 것보다는 안정적인 것이 현금흐름 관점에서는 더 긍정적일 수 있다. 성장률을 조정하면서 현금흐름을 확보하고 새로운 사업의 투자 재원으로 활용하는 것이 장기적으로 좋을 수 있기 때문이다. 2~4년차의 성장률을 다르게 적용해 보면 아래와 같다.

4년간 1대의 기계만 운영할 경우 누적 잉여현금흐름은 +4천만 달러를 기록할 수 있지만, 매년 두 배씩 기계를 늘려야 하는 경우 회계상 이익은 1억5천만 달러이지만 누적 잉여현금흐름은 -5억3천만 달러에 달한다. 무분별한 투자보다는 현실적으로 성장률 제어하는 것이 효율적이고 기업 가치 측면에서도 미래 현금흐름이 개선될 수 있는 기업이 높이 평가 받을 수 있다는 점을 시사한다.

표4 '성장률' 전망 가정에 따른 누적 순이익, 누적 잉여현금흐름 (단위: 천 달러)

2, 3, 4년차 매출 및 이익 성장률(가정)	4년차 장비 수	누적 순이익	누적 잉여 현금 흐름(FCF)
0%, 0%, 0%	1	40,000	40,000
100%, 50%, 33%	4	100,000	-140,000
100%, 100%, 100%	8	150,000	-530,000

자료: Amazon.com, 메리츠증권 리서치센터

성장의 초입, 가속화에서 적용되는 기준은 달라져

성장 초입에서는 외형의 확대가 중요할 수 있지만(Proxy: ex. 매출성장), 성장이 진행되고 난 이후에는 성장의 지속성(Proxy: ex. 잉여현금흐름) 또한 주요한 지표로 인식됨을 의미하는 듯하다. 성장주의 성격은 시대마다 다르지만 해당 기업의 성장 경로는 지금도 크게 다르지 않은 듯하다.

논란 많은 '성장주', 하지만 '본질'은 같다

고평가 논란 성장주,
하지만 기업을 보는 '본질'은 같아

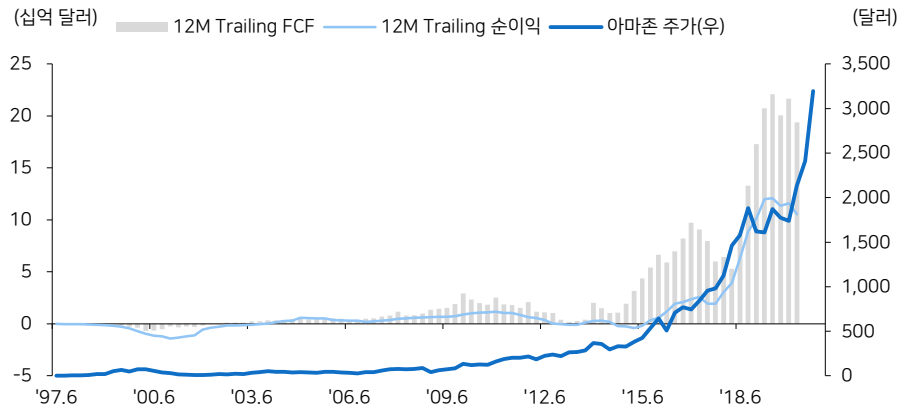
성장주마다 나름의 '이야기'를 갖고 있지만 성장의 '본질'은 같다고 본다. 성장의 방법이 다를 뿐 1) 새로운 시장을 만들어내고(매출 고도 성장기), 2) 잉여현금흐름(FCF: Free Cash Flow)을 창출하기 시작하며(자금 회수기), 3) 강한 시장 지배력으로 높은 마진을 유지하는 수순을 밟아가는 공통점이 있기 때문이다. 결국 미래에 많은 이익을 창출할 것이라는 기대감이 핵심인 셈이다.

주기도 해당 국면의 변곡점에서
반응하는 것은 공통점:
아마존, 테슬라

주가의 반응도 해당 국면별 변곡점에서 반응해 왔다. 아마존과 테슬라 그리고 넷플릭스도 다르지 않았다. 초기 주가 반등은 매출 성장에 반등하지만, 주가의 또 다른 레벨 업은 FCF의 개선 및 확장 시점과 연동해왔다.

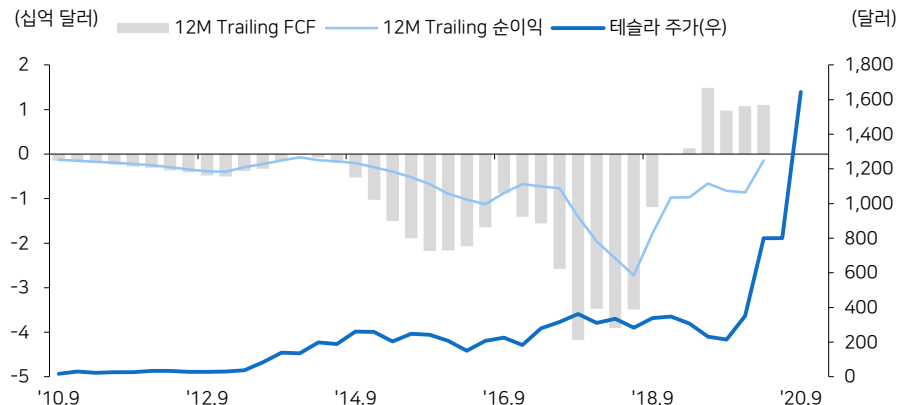
지금의 아마존은 순이익보다 잉여현금흐름을 더 많이 창출하는 기업으로 변모했다는 점에서 성장의 2단계에서 3단계로, 테슬라는 잉여현금흐름과 순이익 모두 변곡점에 위치에 있다는 점에서 1단계에서 2단계로 진입하는 듯하다.

그림6 아마존의 잉여현금흐름(FCF), 순이익과 주가 추이: 순이익 보다 높은 FCF 창출력



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

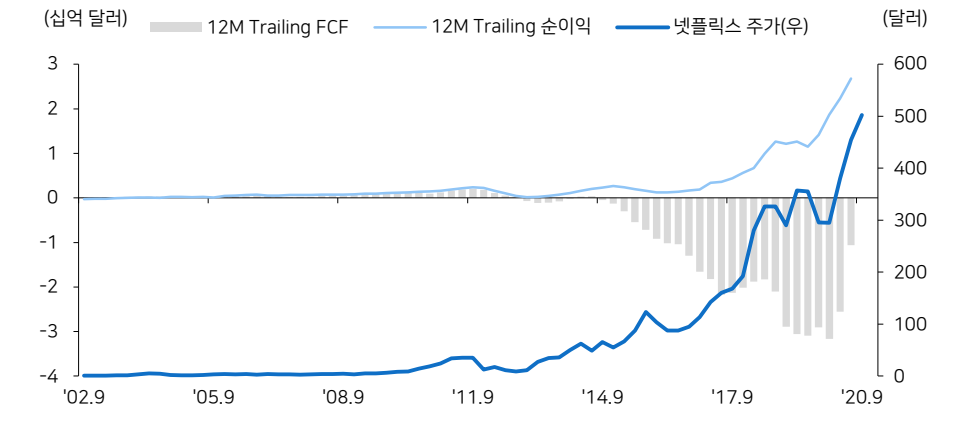
그림7 테슬라의 잉여현금흐름(FCF), 순이익과 주가 추이: FCF 턴어라운드 본격화(?)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

넷플릭스는 잉여현금흐름 측면에서 변곡점을 통과하고 있다는 점에서 테슬라와 유사하나 회계상의 순이익은 이미 (+) 전환됐다는 점에서는 차이가 있다. 앞의 예시(아마존 2004년 주주서한)로 설명한 '고성장' 여행기업 사례와 유사한 면이 많다. 이 역시 성장의 2단계로 진입하고 있는 중이다.

그림8 넷플릭스의 잉여현금흐름(FCF), 순이익과 주가 추이: 잉여현금흐름의 변곡점 통과 중

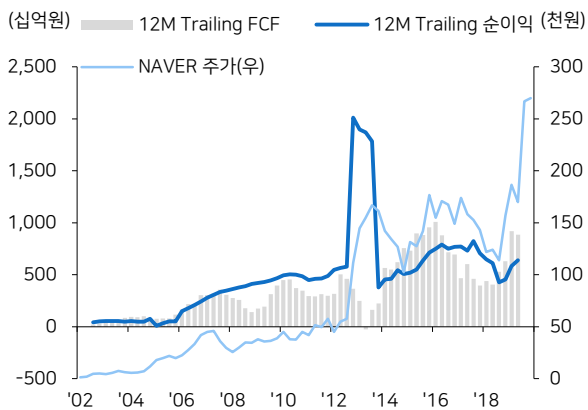


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국의 성장주, 미국과 다르지 않을 흐름일 것

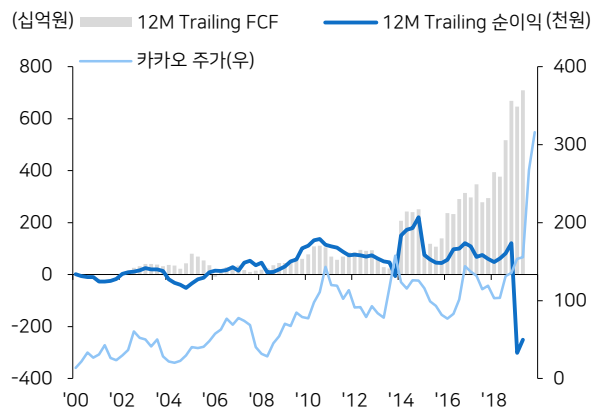
같은 맥락에서 한국의 시가총액 상위 성장주는 어떤 상황일까? NAVER, 카카오는 이미 잉여현금흐름을 창출하고 있고, 2차 전지 관련 기업인 LG화학, 삼성SDI는 대규모 투자로 인해 잉여현금흐름은 아직 (-) 이지만 향후 변곡점의 출현 여부가 중요해 질 수 있을 듯하다. 시기마다 국가마다 성장주의 성격을 다르지만 패턴은 유사하기 때문이다.

그림9 NAVER 잉여현금흐름(FCF)와 순이익, 주가



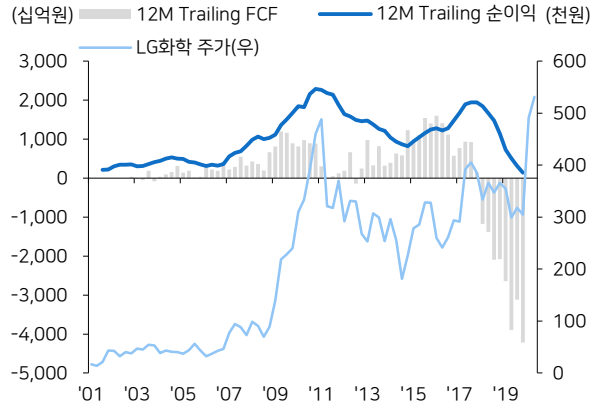
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림10 카카오 잉여현금흐름(FCF)와 순이익, 주가



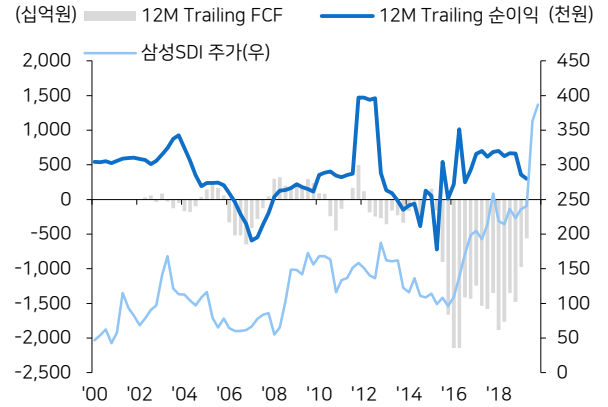
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림11 LG화학 잉여현금흐름(FCF)와 순이익, 주가



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

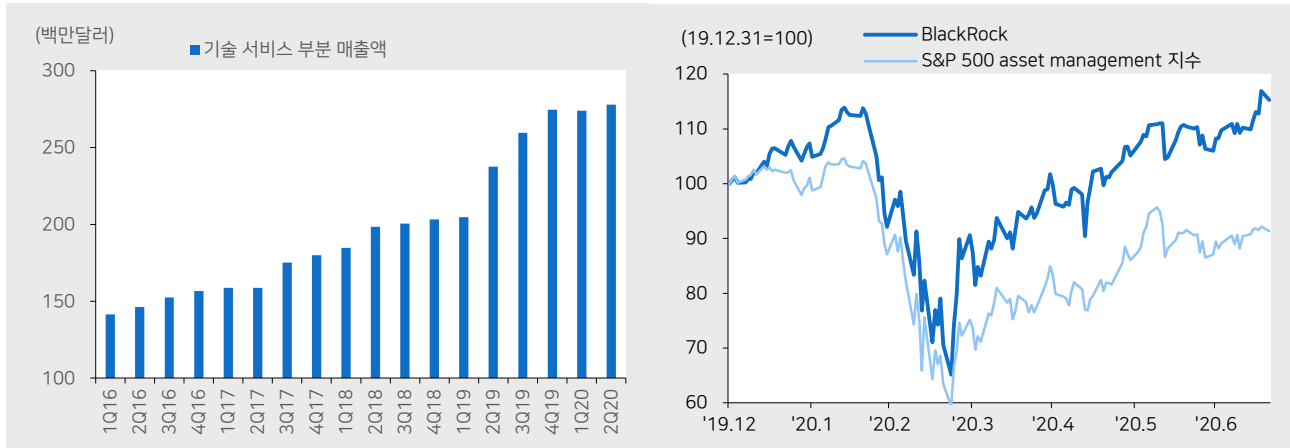
그림12 삼성SDI 잉여현금흐름(FCF)와 순이익, 주가



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 이정연 연구원

플랫폼 비즈니스로 나아가는 블랙록



자료: Blackrock, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

현재 미국은 금융업을 시작으로 2분기 실적발표가 진행 중이다. 금융업종 전반적으로 예상보다 좋은 실적을 발표했으나, 이번 실적발표에서 주목되는 회사는 글로벌 최대 자산운용사 '블랙록(BlackRock)'이다

2분기 블랙록 실적 서프라이즈 + 수익성 개선

블랙록의 2분기 매출액, 순이익은 각각 36.4억달러, 12.1억달러로 모두 예상치 대비 1억달러 이상 상회했다. 전년 동기 대비 매출액과 순이익은 3.5%, 21.0% 상승하며 마진을 개선이 나타났다. 이익 성장과 마진을 개선이 동시에 나타난 이유 중 하나는 블랙록이 금융 플랫폼 서비스인 '알라딘(Aladdin)'을 필두로 금융시장 내 거대한 플랫폼 회사로 나아가고 있기 때문이다.

알라딘 서비스를 통해 금융시장내 플랫폼 기업으로 성장

알라딘은 은행, 증권, 보험, 자산운용 등 다양한 금융업종 내 투자자들을 시장에 연결시키고, 포트폴리오 배분을 도와주며, 전세계 주식, 채권, 파생상품, 통화, 사모펀드 등의 위험을 측정하는 금융 플랫폼이다. 최근에는 트레이딩 솔루션을 제공하고 데이터 관리를 하는 등 전반적인 금융 업무 플랫폼으로 발전했다.

플랫폼 서비스 수수료 인상으로 수익성 개선

알라딘의 성장으로 블랙록의 기술 부분 매출은 2016년 이후 꾸준히 증가했다. 올해에는 플랫폼을 이용한 고객 포트폴리오 서비스 수수료를 2% 인상하며 수익성도 개선됐다. 이에 따라 코로나바이러스 이후 블랙록은 동종업계 대비 차별화된 높은 수익률을 기록중이다.

금융시장 내 플랫폼 서비스 시장 선점을 통한 기술 부분 이익 확대 예상

알라딘이 차지하고 있는 기술 서비스 매출은 지난해 9.7억달러로 블랙록 전체 매출의 7%에 불과하다. 다만, 향후에도 지속적으로 금융 플랫폼 서비스를 확장할 계획이며, 2022년까지 기술 서비스 매출이 차지하는 부분을 30% 이상까지 끌어 올릴 것이라고 밝혔다. 플랫폼 사업의 특성상 초기 시장을 선점하고 플랫폼을 이용하는 고객들의 데이터를 확보해 빠른 속도로 확장해 나가는 것이 중요하다. 따라서 블랙록의 금융시장 플랫폼 회사로서의 진화가 가속화될 것으로 보인다.

칼럼의 재해석 김태형 연구원

코로나 19, 그리고 미국 (Bloomberg)

코로나19가 확산이 되지 어느덧 반년이 지났다. 발원지인 중국 내 확진자 수는 현저히 감소세를 나타내고 있는 가운데, 미국의 경우 확진자 수가 좀처럼 감소세를 보이고 있지 않다. 미국은 세계에서 가장 많은 확진자 수와 사망자 수를 기록 중이다. 미국 정부가 대응에 미흡했던 것은 아니다. 코로나19 확산 초기에는 입국 금지 조치를 강화하기도 했으며 봉쇄령을 내리기도 했기 때문이다.

무엇이 문제인걸까? 근본적인 문제는 미국 특유의 개인주의 문화와 정부에 대한 신뢰도가 낮은 점에서 비롯된다. 역사적으로 미국인들은 스스로를 지켜야 한다는 생각과 개개인의 권리는 소중하다는 인식을 갖고 있다. 코로나19의 확산세가 한창인 상황에서도 미국인들은 정부의 통제에 잘 따르지 않고 있으며 일부는 마스크 착용 의무화에 대한 반대의 목소리를 내고 시위를 하는 등 거부감을 드러내고 있다. 또한 주(州)정부마다 시기가 맞지 않는 대응책과 또한 코로나19의 확산세를 통제하지 못하는 요인으로 작용하고 있다.

트럼프 대통령은 공식 석상에서 마스크를 착용한 모습을 보여줬다. 이와 같은 행동은 1) 코로나19 확산세를 조금이라도 낮추려는 의지와 2) 대선을 앞두고 승기를 잡기 위한 것으로 해석된다. 코로나19사태 이후 경기회복의 징후가 조금씩 나타나고 있는 가운데, 트럼프 대통령의 메시지가 미국인들에게 잘 전달되기 바라며 미국 내 확진자 수가 현저히 줄어들기를 바라본다.

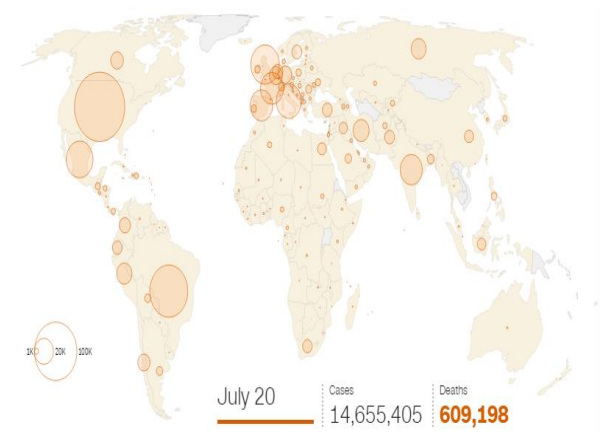
미국 = 코로나19 확진자 수 전세계 1위 국가

반년이 지났으나 여전한 코로나19 확산세. 그 중 가장 많은 확진자 수를 기록하고 있는 미국

코로나19가 확산이 되지 어느덧 반년이 지났다. 현재 전세계 코로나19 확진자 수는 약 1470만명이며 사망자 수는 약 61만명에 달한다. 코로나19의 전세계적인 확산세는 이전보다는 감소하고 있지만 확산 위험은 여전하다. 한편, 발원지인 중국 내 확진자 수는 현저히 감소세를 나타내고 있는 가운데, 지구 반대편에 있는 미국의 경우 확진자 수가 좀처럼 감소세를 보이고 있지 않다. 미국은 세계에서 가장 많은 확진자 수(약 400만명)와 사망자 수(약 14만명)를 기록 중이다.

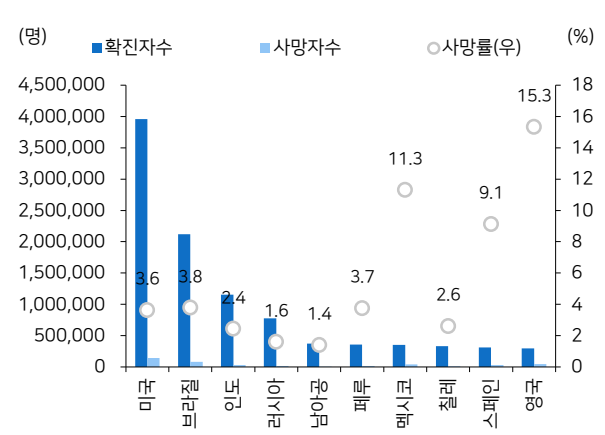
미국 내 코로나19 확진자 수가 많은 이유는 무엇일까? 단순히 미국 인구(3억 3천만명)가 많은 것으로만 설명되지는 않는다. 미국과 인구수가 비슷하거나 많은 브라질과 인도는 확진자 수가 적게 발표되고 있기 때문이다. 물론 공중보건을 비롯한 통계시스템이 발달한 선진국 특성상 미국의 확진자 수가 더 많이 발표되었을 가능성도 있다. 하지만, 미국 내 코로나19 확진자 수가 좀처럼 줄지 않는 원인을 알아보기 위해선 미국이란 나라의 본질적 특성을 좀 더 알아볼 필요가 있다.

그림1 전세계 코로나19 확진자/사망자 추이 (7/20 기준)



자료: CNN, 메리츠증권 리서치센터

그림2 코로나19 확진자 상위 10개 국가



자료: Worldometers, 메리츠증권 리서치센터

미국 내 코로나19 확산세가 쉽게 꺾이지 않는 이유

美 정부의 노력에도 쉽게 꺾이지 않는 코로나19 확산세

미국 정부가 대응에 미흡했던 것은 아니다. 초기에 워싱턴 DC, 캘리포니아 등 주요 지역에서 확진자가 발생했을 당시, 미국 정부는 확산을 막기 위해 외국인 입국 금지 조치를 강화했다. 또한, 미국 질병통제예방센터(CDC)는 마스크 착용을 권고하기도 했으며, 일부 주(州) 정부는 봉쇄령을 내리기도 했다. 이러한 노력에도 불구하고, 미국 내 확산세는 좀처럼 감소하고 있지 않다. 현재 코로나19로 인한 사망자 수는 미국이 과거에 전쟁을 통해 냈었던 사망자 수를 능가했다(그림 4).

그 이면에는 개인주의적 성향과 정부에 대한 낮은 신뢰도가 존재

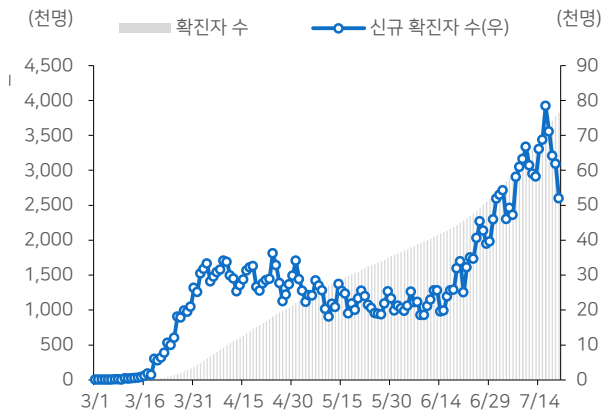
무엇이 문제인걸까? 근본적인 문제는 미국 특유의 개인주의 문화와 정부에 대한 신뢰도가 낮은 점에 비추어볼 수 있다. 개인주의 문화가 형성된 배경은 미국의 역사를 통해 설명할 수 있다. 미국의 역사는 곧 '자립'의 역사였다. 1776년 미국인들은 영국으로부터 독립을 선언하고 새로운 국가를 설립을 하였고, 19세기에는 금광을 찾기 위해 서부를 과감히 개척했다. 여러 역사적인 사건들은 미국인들로 하여금 스스로를 지켜야 한다는 생각과 개개인의 권리는 소중하다는 인식을 형성시켰다.

미국인들의 정부에 대한 신뢰도는 낮다. 또한, 집권당이 어느 당이냐의 여부와는 상관 없이 신뢰도는 지속적으로 낮아지고 있다(그림 5, 6). 이런 상황에서 마스크 착용 의무화와 같은 정부의 통제정책은 미국인들에게는 자신들의 권리를 빼앗아가는 것처럼 보여졌을 것이다. 최근 미국 내 유권자를 대상으로 진행된 설문조사에 따르면, 미국인들 중 일부는 외출 시 마스크를 착용하지 않는다고 응답했으며, 마스크 착용 의무화에 대해선 반대 입장을 보였다(그림 7, 8). 한편, 일부 미국인들은 마스크를 쓰는 것에 대해 거부감을 드러내며 시위에 나서기도 했다(그림 9).

또 다른 문제는 주(州)마다 시기 가 다른 코로나19 대응 방법

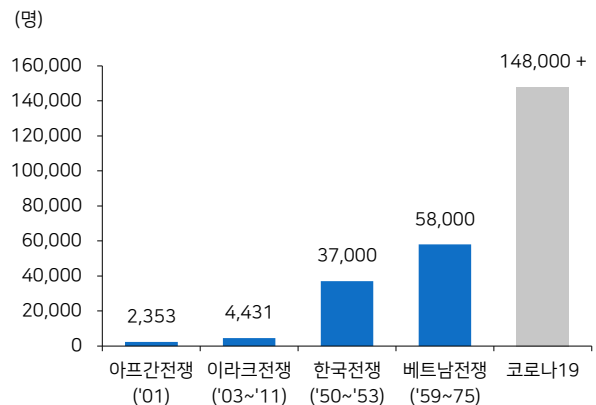
주(州) 정부마다 다른 대응책 또한 코로나19의 확산이 잘 꺾이지 못하는 요인이다. 미국의 주(州)들은 주마다 다른 법률을 채택하고 있으며, 행정명령도 다르게 내려지고 있다. 현재 미국 내 절반 가까이 되는 주(州)들이 봉쇄조치를 유지하고 있거나, 재봉쇄를 고려하고 있다(그림 10). 코로나19의 진정세가 나타나지 않은 상황에서 주(州)별로 다른 시기에 내놓는 정책들은 확산세를 장기화시킬 수 있다.

그림3 미국 내 코로나19 확진자 추이



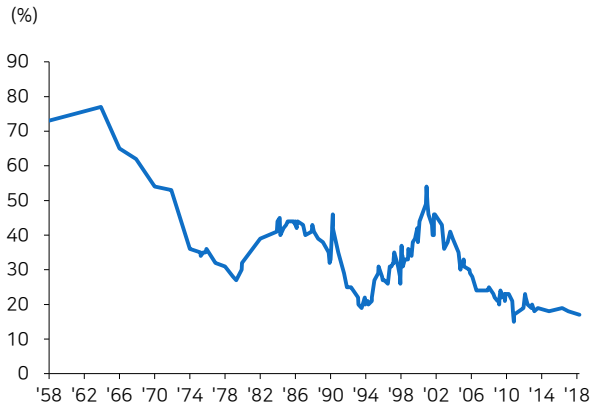
자료: Worldometers, 메리츠증권 리서치센터

그림4 전쟁보다 많은 사망자를 낸 코로나19



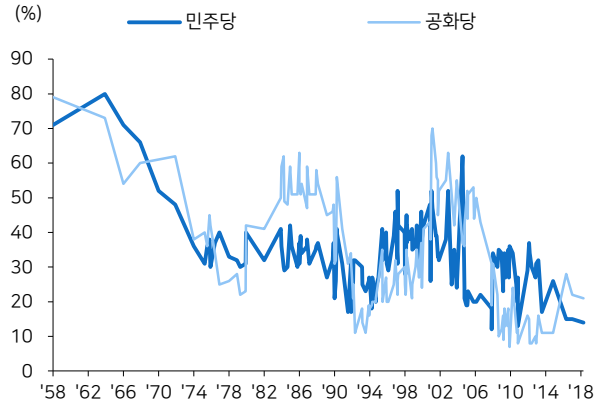
자료: 美 국방부, 美 재향군인회, Worldometers, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국인들의 정부에 대한 신뢰도 (1958~2019)



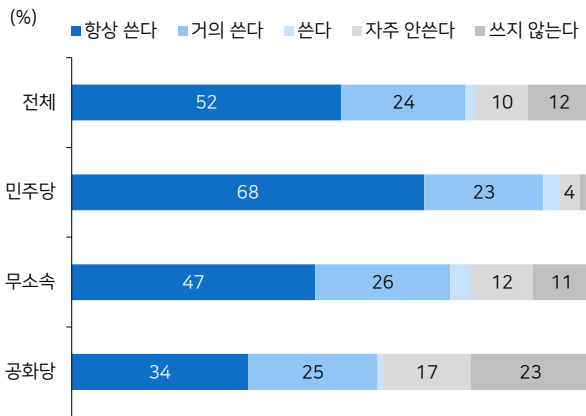
주: CBS, Gallup, NYT 등 조사기관 자료를 기반으로 산출된 데이터
 자료: Pew Research Center, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국인들의 정부에 대한 신뢰도 (민주당 vs 공화당)



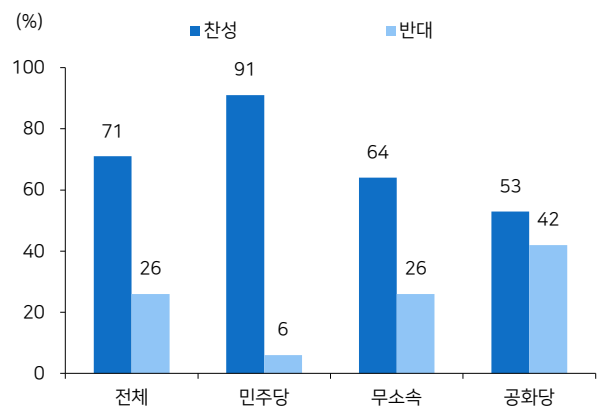
주: CBS, Gallup, NYT 등 조사기관 자료를 기반으로 산출된 데이터
 자료: Pew Research Center, 메리츠증권 리서치센터

그림7 마스크 착용 여부에 대한 설문조사 결과



주: 7월 7일 1,200명의 유권자를 대상으로 진행된 설문조사 결과
 자료: YouGov, 메리츠증권 리서치센터

그림8 마스크 착용 의무화 찬성/반대 여부 설문조사 결과



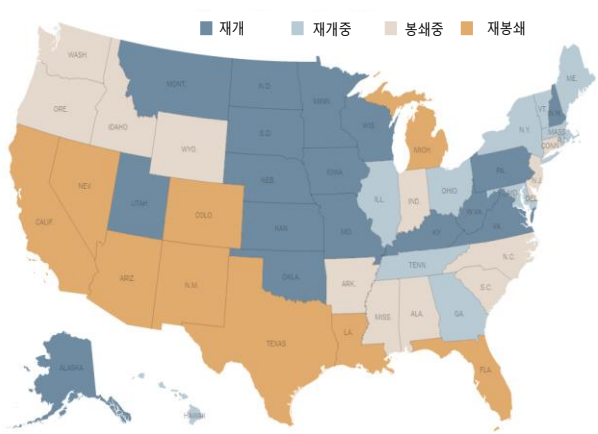
주: 7월 5~7일 1,200명의 유권자를 대상으로 진행된 설문조사 결과
 자료: YouGov, 메리츠증권 리서치센터

그림9 마스크를 쓰는 것에 반대하는 시위를 벌이는 미국인들



자료: WSOC TV, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 주(州) 별 통제 상황



주: 7월 20일 기준
 자료: New York Times, 메리츠증권 리서치센터

트럼프 행정부의 대응, 그리고 대선

공식 석상에서 처음으로 마스크를 착용했던 트럼프 대통령, 마스크를 착용하는 것이 애국이라고 표현

트럼프 행정부는 마스크 착용에 대해서 회의적이었다. 트럼프 대통령은 7월 초까지 공식 석상에서 마스크를 착용한 모습을 보여주지 않았기 때문이다. 다만, 최근 들어서는 마스크 착용을 권고하는 모습을 보여주고 있다. 7월 11일, 트럼프 대통령은 공식 석상에서 처음으로 마스크를 쓴 모습을 보여줬으며, 최근에는 자신의 트위터에 마스크를 착용한 사진을 올렸다(그림 11). 트럼프 대통령은 사진을 올리면서 마스크 의무화에 대해선 언급하지는 않았지만, 사회적 거리두기가 불가능한 상황에 처해질 경우 마스크를 쓰는 행위가 애국적인 것이라고 강조했다.

트럼프 대통령이 마스크를 착용한 이유는 두 가지로 해석이 가능:
1) 미국 내 코로나19 확산세를 조금이라도 낮추려는 의지

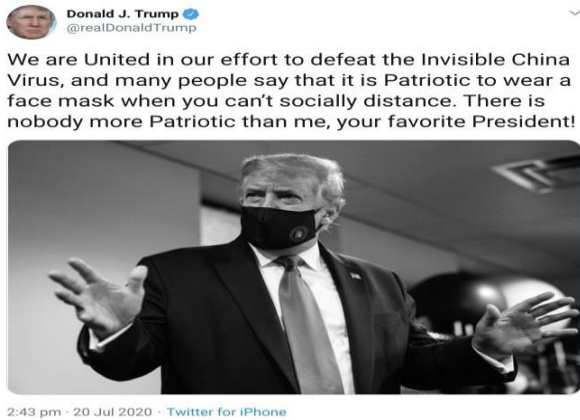
트럼프 대통령이 마스크를 쓴 이유는 미국 내 코로나19의 확진자 수를 조금이라도 더 감소시키려는 노력으로 보여진다. 앞서 언급한 것처럼 미국인들은 개인주의 성향이 강하며 정부를 불신하는 태도를 보이고 있다. 그러나, 트럼프 대통령의 이러한 행동은 마스크 착용을 꺼려했던 이들 혹은 비슷한 성향을 나타내는 지지층을 자극하여 그들로 하여금 마스크 착용을 유도시킬 수 있다. 트럼프 대통령이 마스크를 쓰는 모습을 자주 보여줄수록 마스크 착용률이 증가할 가능성이 있다.

2) 대선을 앞두고 승리 잡기

트럼프 대통령이 마스크를 쓴 또 다른 이유는 대선까지 시간이 별로 없기 때문이다. 현재 예측 플랫폼인 PredictIt에 따르면 바이든 민주당 후보가 당선될 확률은 63%로 트럼프 대통령(39%)을 크게 앞서고 있다(그림 12). 물론, 당선 예측확률이 항상 정확했던 것은 아니지만 코로나19가 트럼프 대통령에게는 분명히 부담이 되고 있는 것은 사실이다. 올해 대선이 11월 3일에 예정된 가운데, 트럼프 대통령이 대선에 승리하기 위해서는 3-4개월 내에 큰 성과를 보여줘야 하는 상황이다.

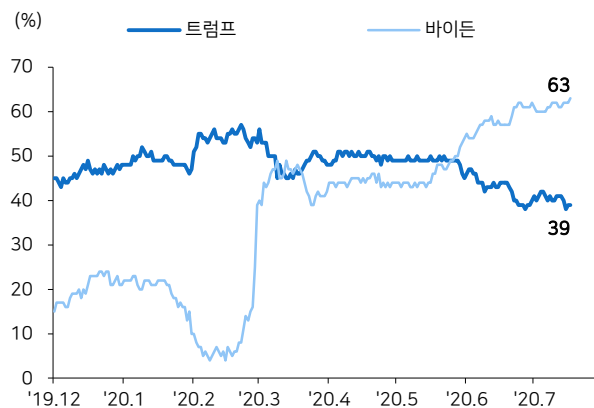
코로나19사태 이후 반년이 지난 현재 경기회복의 징후가 조금씩 나타나고 있다. 향후 회복이 연장이 되려면 경기 부양책 지속이 관건이긴 하지만, 결국에는 확진자 수가 크게 줄어드는 것이 관건이다. 트럼프 대통령의 메시지가 미국인들에게 잘 전달되기 바라며 앞으로 미국 내 확진자 수가 현저히 줄어들기를 바라본다.

그림11 마스크를 착용한 트럼프 대통령



자료: twitter, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2020 미국 대선 승리 확률: 트럼프 vs 바이든



자료: PredictIt, 메리츠증권 리서치센터

원문: *The World Is Masking Up, Some Are Opting Out*