

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 8. 4 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

우리가 걸어온 길, 가야 할 길

오늘의 차트

한국 2분기 실적 양호하나 단기 valuation 부담 우려

칼럼의 재해석

'요가복의 샤넬', 그 랠리의 이유

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

우리가 걸어온 길, 가야 할 길

- ✓ 시장 되짚어보기: 우리는 왜 혼란스러웠나? 핵심변수는 COVID19가 아닌 '기술'
- ✓ COVID19가 새롭게 탄생시킨 것은 없다. 기술 침투를 가속화를 시켰을 뿐
- ✓ 낙관을 유지하는 이유: Big Tech 주도력 강화, 달러화(약세) 그리고 대장주 부각 가능성

반환점을 돌며...왜 혼란스러웠나?

시장 되짚어보기: 결국 핵심은 무엇이었나

추가만 놓고 보면 올해 주식시장은 반환점을 돌고 있는 듯하다. COVID19 이전 수준으로 KOSPI는 복원됐고 새로운 지수 레벨로 접어들고 있기 때문이다. 하지만 투자자들은 여전히 혼란스럽다. COVID19가 모든 것을 한순간에 바꾸어 놓은 것처럼 시장이 반응하고, 무엇보다 이 같은 흐름이 과도하다는 인식을 지우기 어렵다는 점에서다. 어디서부터 실타래를 풀어야 할까?

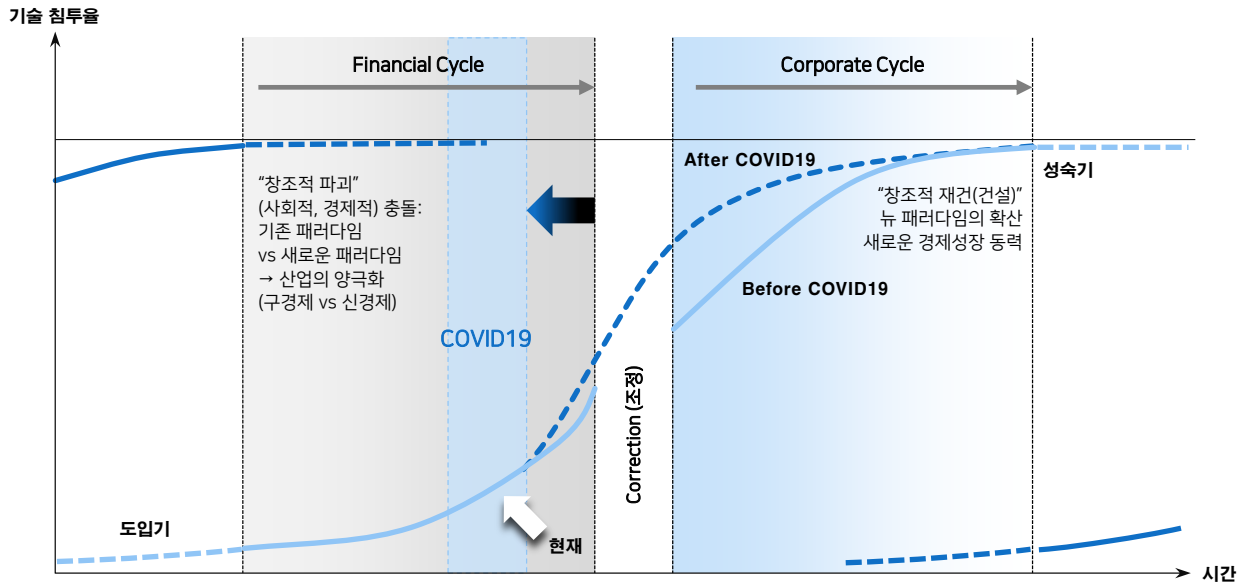
결국은 '기술'의 연장선

이번 자료는 올해 우리가 주식시장을 전망함에 있어 보아왔던 그림들 그리고 COVID19로 달라진 변화들을 재정리한 자료다. 지금의 시장을 어떻게 이해하고 전망해야 할지 같이 고민해 보자는 취지다. 먼저 이번 Cycle을 가장 잘 설명하는 것은 '기술'이다. 기술 침투의 역사가 이번에도 반복되고 있었기 때문이다. 그런데 역설적이게도 '자연스러운 기술혁명'은 없었다.

Carlota Perez(2016)에 따르면, 기술발전이 가장 가파르게 진행되는 시기에 사회는 가장 혼란스럽다. 무엇보다 기술이 발전하는 시기에는 기존 패러다임과 새로운 패러다임의 충돌이 있을 수 있기 때문이다. 변화가 심할수록 사회적, 경제적 마찰이 불가피한 탓이다. 우리 주변의 사안을 봐도 그렇지 않은가.

COVID19가 아니어도 산업은 양극화되고 구경제와 신경제로 구분 지어졌다. 기술혁명의 역사를 보면 전통산업이 당시 시장과 경제에 대한 설명력이 떨어지는 것도 이때부터다. 변곡점은 경제적 '충격'이 발생할 경우다. 경기침체와 같은 산업 구조의 변화에 직면했을 경우 기술 침투는 후퇴하는 것이 아니라 오히려 더 가속화된다는 점이 특징이다. 경제 충격이 전통산업보다 새로운 산업(성장 산업)을 더 빠르게 흡수하는 방향으로 귀결된 탓이다. 경기침체(Recession)를 거치면서 기술발전의 속도가 빨라진 점도 맥락이다. 라디오, TV, PC, 인터넷 모두 예외는 아니었다.

그림1 COVID19로 앞당겨진 기술혁명 Cycle

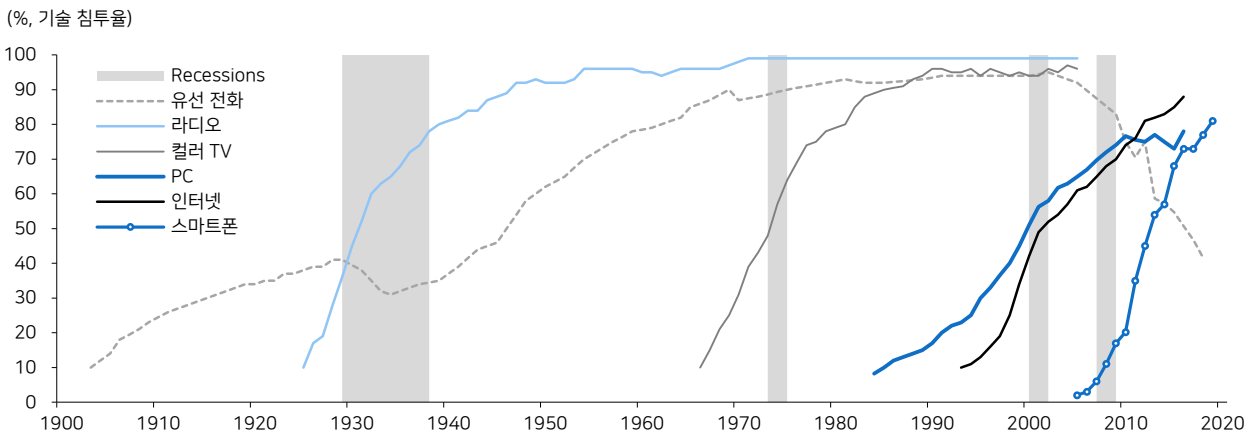


자료: Carlota Perez(2016), 메리츠증권 리서치센터

COVID19는 변화의 시기를 앞당겼다

현재는 어떠한가? 과거와 같이 충격이 발생한 점은 동일하지만 그 시기가 앞당겨진 듯하다. 일반적으로는 기술 침투의 중반부(ex. 공급과잉 등)에 충격이 발생하곤 했지만 지금은 기술침투의 초입에서 COVID19가 발생한 점이 다르다. 온라인을 비롯 전기차, 자율주행, AI 등 실제 우리 생활을 크게 바꿀 수 있는 기술발전은 아직 진행형이다.

그림2 기술 침투의 역사: '자연스러운' 기술혁명은 없었다. 경기침체와 같이 '고통'이 수반될 경우 변화가 가속화



주: 연도별 Device 침투율, 음영표시는 경기침체 기간
 자료: Comin and Hobijn (2004) and others, 메리츠증권 리서치센터

이전의 성장산업과 지금과의 차이점은? '파괴적 혁신'

변화가 유독 거친 이유

그런데 예전 기술혁명보다 이번 기술 Cycle의 변화가 더 거칠게 느껴지는 이유는, 새로운 산업의 출현이 아닌, 기존 산업을 대체해 나가는 특성 때문이다.

새로운 산업의 '탄생'이 아닌
기존 산업의 '대체'이기 때문

우리는 이를 '파괴적 혁신(Disruptive Innovation)'이라 지칭하곤 한다. 파괴적 혁신 기업은 '효율화'에 가깝다. 플랫폼 및 Data라는 무형자산을 통해 기존 산업의 주도권을 확보하고 산업지형을 재편한다. 기존 시장에 신규 진입자가 등장할 때 처음에는 Low End 시장을 공략하지만 결국에는 High End 시장까지 잠식하는 것을 의미한다. 반대로 기존 강자의 몰락을 의미하는 용어이기도 하다. 지금의 아마존의 성공을 설명할 때 자주 거론되는 이유이다.

파괴적 혁신 기업의 3단계

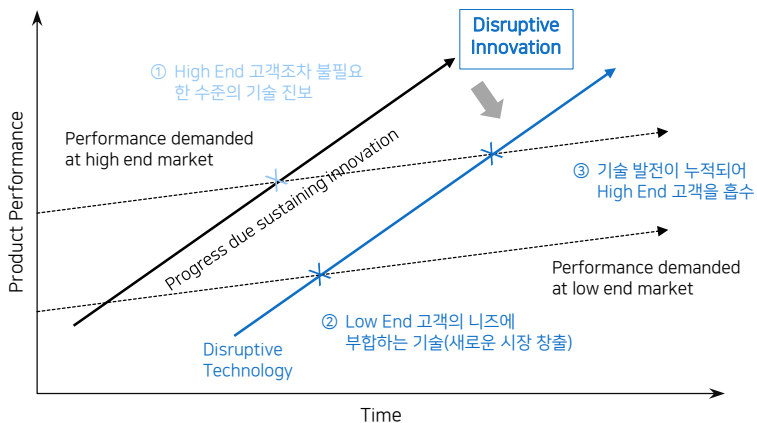
파괴적 혁신 기업의 성장 패턴은 이렇다. '혁신 기업의 딜레마(The Innovator's Dilemma, 1997)'라는 이론을 주장한 경영학자 클레이튼 크리스텐슨에 따르면 크게 3단계로 요약된다.

먼저 신규 진입자가 진입하기 전 기존 시장의 강자는 시간이 흐를 수록 '돈이 되는' High End 시장에 집중하기 시작한다(1). 그 과정에서 불필요한 기술도 많아지게 된다. 과거 전자시계에서 과도할 만큼의 방수 기능이 탑재된 것처럼 말이다.

이때 신규 진입자가 Low End 시장에 진입하지만 기존 강자는 크게 개의치 않는다. 자신에게 큰 위협이 되지 못한다고 판단하기 때문이다. 하지만 신규 진입자는 나름의 경쟁력을 갖추기 시작한다(2). 기존 강자와는 다른 가격경쟁력, 편의성 혹은 신선한 디자인일 수도 있다.

문제는 그 다음 단계이다. 신규 진입자가 기존 강자보다 더 나은 편의성 혹은 기술로 High End 시장마저 흡수해 나가기 시작한다면(3) 산업의 지형은 크게 변하기 시작한다. 주식시장에서 가격 반응이 가장 격렬할 때가 바로 이 시기가 아닐까 한다. 새로운 강자의 등장을 의미하는 것이기 때문이다.

그림3 파괴적 혁신의 3단계: 주가의 반응이 가장 격렬한 시기는 마지막 3단계일 가능성



자료: Oxford Research, 메리츠증권 리서치센터

현재는 3단계로 가속화되는
과정일 가능성

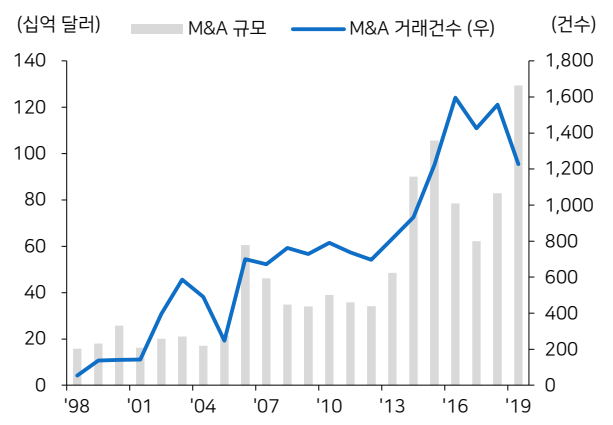
돌이켜보면, COVID19는 두 번째 단계에서 세 번째 단계로 가속화 시킨 '계기'였을 수 있다. 해당 기업의 경쟁력은 검증이 된 단계였지만 COVID19로 사업의 영역을 빠르게 넓히고 있다는 점에서도.

플랫폼과 Data를 중심으로 하는 파괴적 혁신 기업의 팽창은 우리가 알고 있던 '성장 방정식'이 다르다.

1) 설비투자(Capex)보다는 M&A를 통한 성장에 주력하기에 유형자산 투자를 유발하는 경우가 드물고,

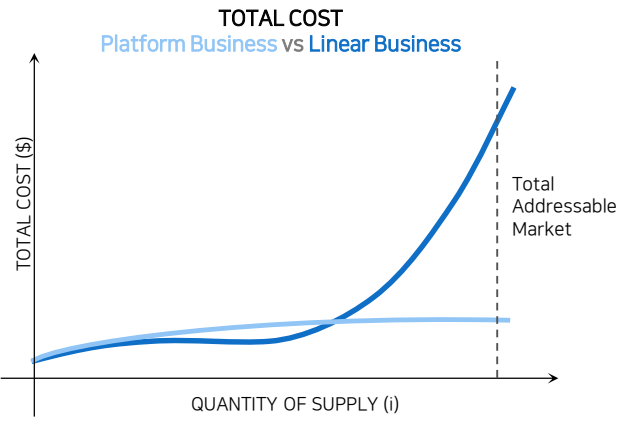
2) Data를 통한 사업의 확장이기에 제조업에게 적용되는 '한계비용 체증의 법칙'과도 다르다. 비용증가가 제한적이기에 오히려 플랫폼이 확장될수록 '규모의 경제' 효과는 배가된다. 지금의 아마존이 터닝포인트를 지나면서 빠르게 성장한 배경이기도 하다.

그림4 새로운 설비투자를 하기보다는 M&A를 통한 성장 모색



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 성장 방정식의 전환: 규모의 경제 vs. 플랫폼 경제



자료: APPLICO, 메리츠증권 리서치센터

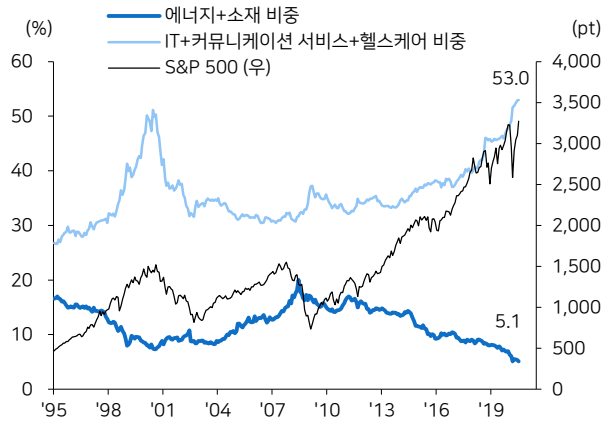
지형변화는 이미 진행 중

주가 측면에서의 변화는 이미 진행 중이었다. 인터넷 S/W + 2차전지 + 바이오로 표현되는 주도주지만 COVID19가 새로운 만들어낸 것이 아닌 기존의 성장 추세를 빠르게 앞당긴 결과다.

시장의 지형변화는 2010년부터
진행 중. 주도주의 시장 설명력은
현재 50% 상회

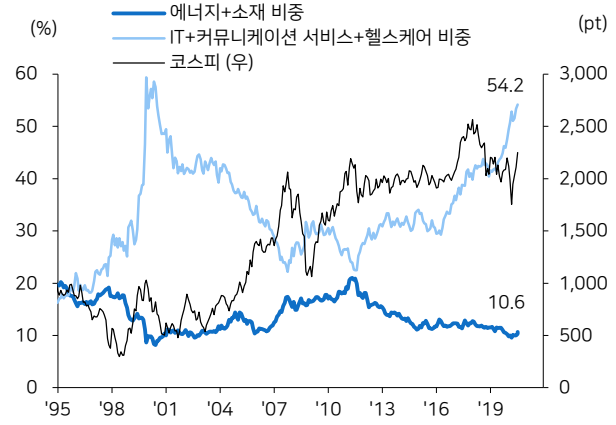
S&P500의 경우 시장 전체에서 에너지 + 소재(화학, 철강) 섹터 비중은 현재 5.1%로 1995년 이후 최저치를 기록하고 있는 반면, IT + 커뮤니케이션 서비스 + 헬스케어 비중은 53%로 역사적 최고치를 기록 중이다. 변화는 2010년 이후부터 진행 중이다. 한국도 크게 다르지 않다. 전체에서 에너지 + 소재(화학, 철강) 섹터 비중은 10.6%, IT + 커뮤니케이션 서비스 + 헬스케어 비중은 54.2%까지 확대됐다. 시장의 설명변수가 전통적인 경기민감주가 아닌 성장산업으로 이미 바뀌고 있었다는 의미다.

그림6 S&P500 내 주요 섹터 비중 추이: 쓸림은 더욱 심화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 KOSPI 내 주요 섹터 비중 추이: 한국도 미국과 유사



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

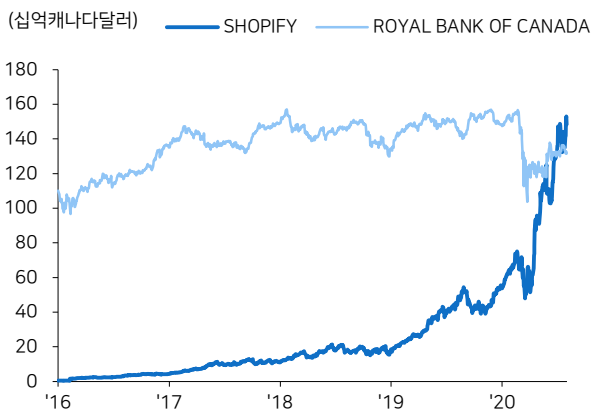
실물과 금융 간 괴리가 커진 이유

실물경기와 금융시장간의 괴리가 커진 이유도 여기에 있다. 금융시장과 경기의 방향성은 연동되지만 강도에는 차이가 있을 수밖에 없기 때문이다. 2010년 중반 아마존의 성장으로 미국 유통업체의 부진(ex. 'Mall의 몰락')이 장기화 되었을 경우를 떠올려 보자. 유통업체의 부진은 경기가 부진한 탓인가, 산업의 채편 때문인가.

아마존만이 아닌 전반위적으로 진행되는 산업 대체 흐름 때문

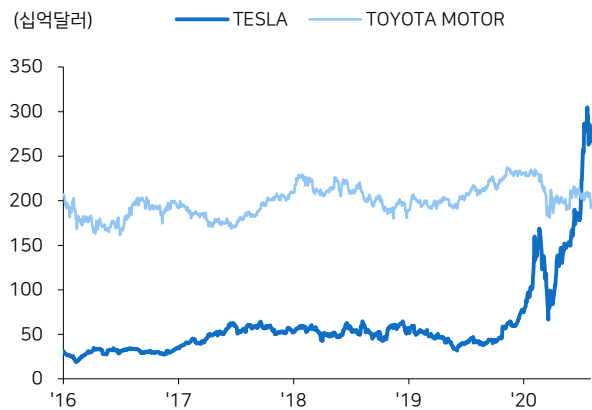
지금은 비단 아마존에게만 해당되는 사안이 아니라는 점이 문제(?)다. 국가마다 정도의 차이는 있지만 온라인이 '소매' 뿐만 아니라 '금융' 시장에도 진출하고, 전기차는 내연기관 자동차를 대체해 나가고 있다. 캐나다 온라인 플랫폼 기업인 Shopify가 금융업을 넘어 시가총액 1위에 올라서고, 테슬라가 도요타자동차의 시가총액을 역전한 것과 같은 현상이 곳곳에서 발생되고 있는 것도 같은 이유다. 우리도 상황은 다르지 않다.

그림8 '쇼피파이'가 '로열 뱅크 오브 캐나다'의 시가총액 추월



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 '테슬라'가 '토요타 자동차'의 시가총액 추월



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

COVID19가 '계기'라면 얼마나 앞당겼을까? 5년? 10년?

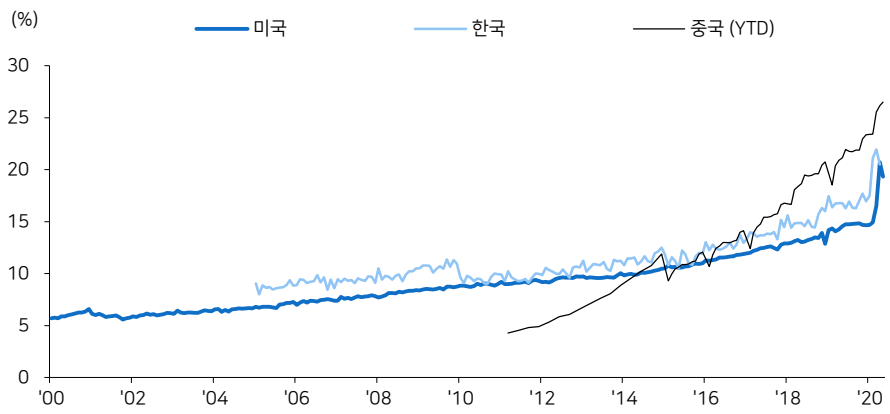
COVID19는 온라인화를 5년
앞당겨(미국 기준)

COVID19는 기술의 침투를 얼마나 앞당겼을까? '온라인(Online)화' 를 예로 들어 보자. 주요국(미국, 한국, 중국)의 소매판매 데이터를 보면 이러한 궁금증에 대한 힌트를 얻을 수 있다. 소비시장에 국한된 이야기이고, 사회적 통제로 인한 불가피한 온라인 수요도 포함되어 있지만 말이다.

숫자만 놓고 본다면 미국의 경우 이번 COVID19는 온라인화를 약 5년 가량 앞당긴 것으로 추정된다. 2015년 미국 소비시장의 온라인 침투율은 10%대에 안착한 이후 15% 수준(2019년)에 이르기까지 5년 가량 소요됐지만 현재는 단숨에 15%에서 20%대로 급증했기 때문이다. 미국 월간 소매판매 기준 온라인 침투율(전체 소매판매 중 온라인 판매 비중)을 산출해보면, 작년말 14.7%에서 4월 20.7%로 급증했고, 5월에는 19.3% 수준을 유지하고 있다.

한국과 중국도 상황은 유사하다. 온라인화 수준이 미국보다 좀 더 높을 뿐이다. 한국은 작년말 17%에서 4월 20.5%, 중국은 작년말 23.4%에서 5월 26.5%를 기록하며 온라인화의 가속화를 시사하고 있다. 온라인화는 이미 진행 중이었지만 COVID19로 변화의 기울기가 크게 달라진 셈이다.

그림10 소비시장 온라인 침투율(Penetration): 미국은 2월 14.9%에서 5월 20% 수준으로



주: 중국은 연초 이후 누적(5월 기준)
자료: CEIC, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

Shopify는 실적 컨퍼런스콜에서
10년 가량 앞당긴 것으로 추정

가장 극적인 변화를 겪은 Shopify의 경우 얼마 전 실적 발표(Q&A)에서 흥미로운 코멘트가 이목을 끌었다. COVID19로 인해 2030년에 달성될 모습이 10년 가량 앞당겨졌다는 점이며, 그동안 변화의 필요성을 인지하지 못했을 뿐 이번을 통해 변화가 시작됐다는 점이다.

Q&A에 대한 내용은 다음과 같다(2020년 2분기 실적 발표).

(Q) Josh Beck — KeyBanc Capital Markets – Analyst

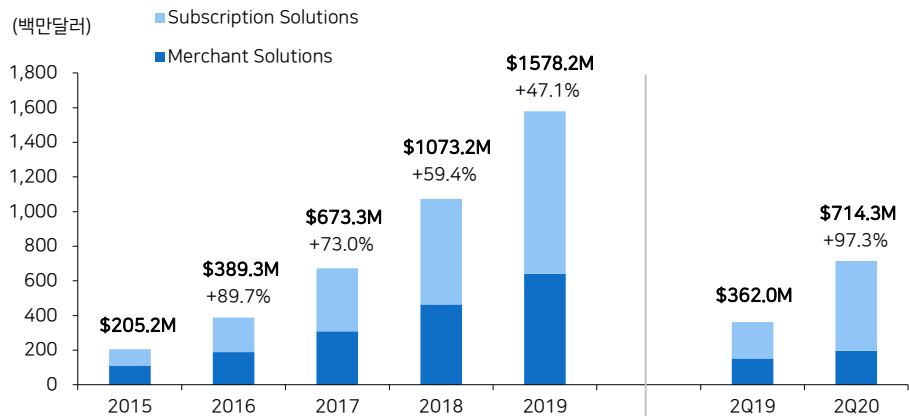
I wanted to ask a bigger-picture question about what's happening with the acceleration of e-commerce. I think you had commented that 2030 is maybe being pulled ahead a decade. And then, you also made the comment that you expect this trend to persist. So I would love to hear a little bit more because you have such great visibility and such a unique view about why you view this trend is durable because I just think that's such an important investor question. Would love to hear a little more color on that topic?

(A) Amy Shapero — Chief Financial Officer

Yes, gladly. So my comment was -- I mean, I came at this question a little bit more from a product perspective than from a financial perspective or from a market mix perspective, and I said that 2030 has gotten pulled forward into 2020. What I specifically meant is like anyone who's ever used like software that was written 10, 15 years ago, realize that it doesn't fit into the current times anymore because it's built on fairly outdated assumptions given how fast technology moves. I think in retail, they are all finding us from one day to the never of software that feels like a decade-old because all the assumptions have been like tossed into the air wear and reassembled based on COVID(중략).

이번 2분기 Shopify의 매출은 전년비 97%(시장 예상치 +50%, YoY) 급증했고, 영업이익, 순이익은 흑자전환에 성공했다. 그런데 정작 중요한 점은 2분기 실적 서프라이즈를 떠나 이미 Shopify는 2015년 이후 꾸준한 매출성장을 해왔다는 기업이라는 점이며, 이번 COVID19로 인해 한 단계 더 도약을 하고 있다는 것이 핵심이다. 새롭게 등장한 기업은 아닌 셈이다.

그림11 Shopify 연간 및 분기 매출액: 2Q20 전년비 97% 성장



주: Subscription Solutions은 온라인 쇼핑몰 플랫폼 이용료 매출, Merchant Solutions는 페이먼트 등 부가서비스 매출
 자료: Shopify, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

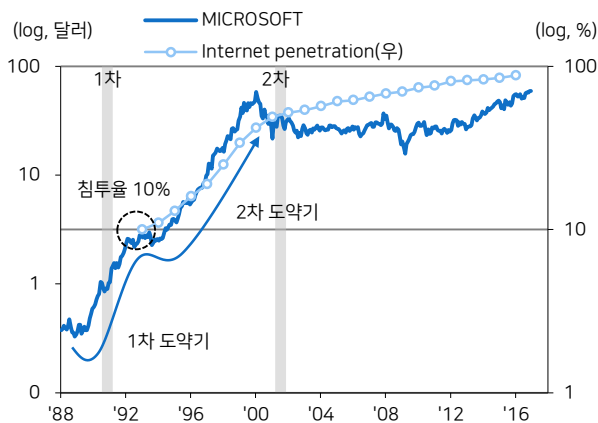
성장주의 변곡점: (중기) 침투율 10~20%, (장기) 규제 리스크

성장주의 변곡점은 어디인가?

성장주도 조정은 있다. 변곡점을 계량화하기 어려울 뿐이다. 높은 성장성으로 성장주의 주가를 전통적인 밸류에이션(ex. PER 등)으로 설명하기 어려운 것은 예나 지금이나 다르지 않다. 오히려 현실적 접근은 해당 기술의 침투율의 진행 정도로 판단하는 것이 힌트가 될 수 있고, 장기적으로는 규제 리스크(ex. 반독점)가 현실화 되는지 여부가 판단한다.

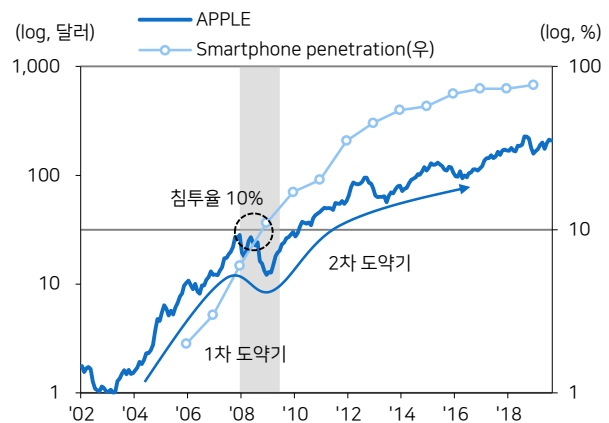
침투율의 관점에서는 우리는 10~20% 수준을 중기 변곡점의 레벨로 본다. '인터넷'의 마이크로소프트, '스마트폰'의 애플의 성장과정에서 기술침투율 10% 전후에서 단기 변곡점이 형성됐다는 경험칙에 근거한다. 밸류에이션 프리미엄도 침투율 20% 전후에서 약화되었다는 점을 본다면 10~20%는 성장의 기대감의 선반영 혹은 경쟁자의 출현 등으로 성장성 약화 우려가 반영될 수 있는 시기가 아닐까 한다. 현재 전기차의 침투율(글로벌 기준)은 4% 내외로 추정된다.

그림12 마이크로소프트 주가와 인터넷 침투율(Log scale)



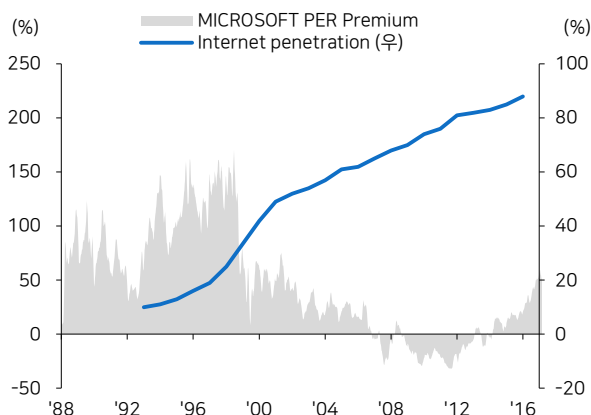
주: 음영표시는 경기침체 기간
 자료: Bloomberg, Comin and Hobijn(2004) and others, 메리츠증권 리서치센터

그림13 애플 주가와 스마트폰 침투율(Log scale)



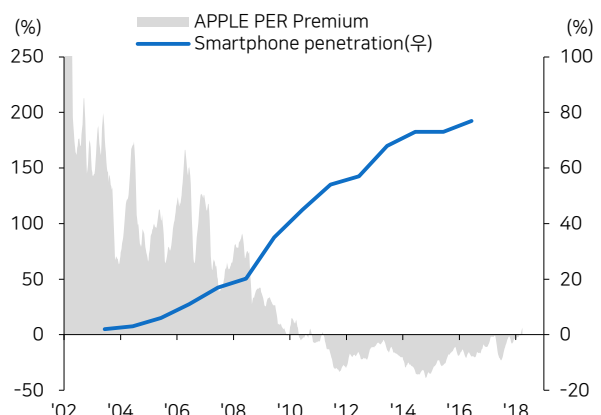
주: 음영표시는 경기침체 기간
 자료: Bloomberg, Comin and Hobijn(2004) and others, 메리츠증권 리서치센터

그림14 인터넷 침투율과 마이크로소프트 밸류에이션 프리미엄



자료: I/B/E/S, Comin and Hobijn (2004) and others, 메리츠증권 리서치센터

그림15 스마트폰 침투율과 애플 밸류에이션 프리미엄



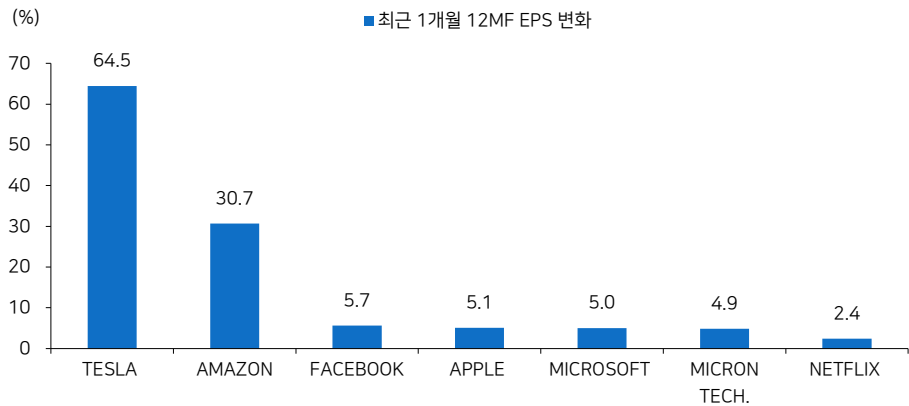
자료: I/B/E/S, Comin and Hobijn (2004) and others, 메리츠증권 리서치센터

최근 시장의 변수들: '조정' 보다는 '개선'을 시사

최근 시장 변수는?
Big Tech 주도력, 달러화, 대장주

반환점을 들고 있는 시장이지만 최근의 시장 변수들의 움직임을 보면 '조정' 가능성 보다는 '개선'에 무게가 실린다. 먼저 지금 시장을 주도하고 있는 Big Tech 기업들의 실적전망 개선폭이 두드러지고 있다는 점이다. 테슬라, 아마존의 경우 최근 1개월간(실적 발표 이후 변화 포함)향후 12개월 예상 실적이 각각 64.5%, 30.7% 상향 조정됐고, 정도의 차이가 있을 뿐 시장의 눈높이를 한 단계 높이고 있다. 주도주의 위축보다는 선전 가능성을 높게 보는 이유다.

그림16 최근 1개월간 Big Tech 기업들의 12개월 예상 실적(EPS) 전망 변화



자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

두 번째는 '달러화'이다. 2011년 이후 지속된 강달러의 추세가 변화될 조짐을 보이고 있기 때문이다. 달러화의 추세 변화는 글로벌 금융시장의 돈의 흐름을 바꾼다는 의미이고, 달러화 약세 환경은 US 보다는 Non - US 자산으로 자금이동을 자극하고 국내 주식시장 입장에서는 달러화 약세 환경이 나쁘지 않은 환경이다. 물론 최근 달러화 약세가 펀더멘털보다는 글로벌 유동성 팽창의 결과물일 가능성이

그림17 2011년 이후 지속된 달러화 강세 추세 변화 조짐: 약세전환 본격화 되나?



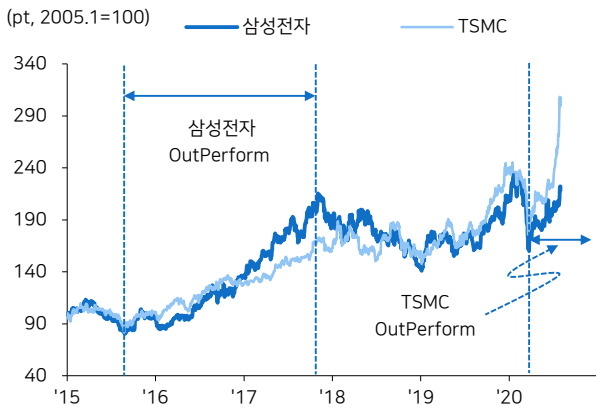
자료: Stockcharts.com, 메리츠증권 리서치센터

높다는 점에서 과거와 같은 공격적인 외국인 순매수를 단기간에 기대하기는 어렵지만 달러화 약세가 고착화될 경우 국내 외국인 수급의 개선 가능성은 높다고 보는 것이 합리적이다.

마지막으로 '대장주'의 부각 가능성이다. 반도체 업종에 대한 시장 내 엇갈린 시선이 공존한다. 하지만 글로벌 반도체(파운드리) 기업의 선전 흐름이 지속될 경우 삼성전자의 부진이 장기화된다고 보기는 어려울 듯하다. 최근 삼성전자의 주가 선전 배경은 TSMC 주가 성과 격차가 크게 확대됐던 시점이었고, 주가 및 이익의 동조화 관점에서 본다면 삼성전자의 상대적 매력도 높게 보일 수 있기 때문이다.

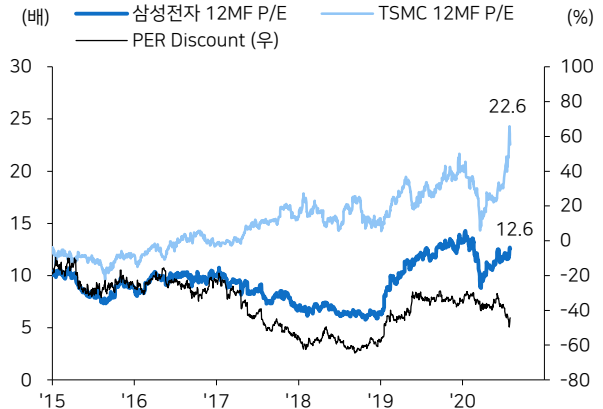
요약하면 이렇다. '기술'이라는 추세는 COVID19 이전부터 시장을 설명하는 핵심 변수이고, 새로운 성장 산업의 성격이 기존 산업을 대체하는 성격이기에 파괴적으로 보여질 뿐이다. COVID19는 새로운 산업의 탄생이 아닌 기존의 성장산업의 가속화시킨 계기였을 뿐이다. 반대로 마찬가지다. 여기에 최근 시장의 변수까지 고려해 본다면 지금은 '신중' 보다는 '낙관'에 무게가 실린다.

그림18 TSMC 주가성과는 삼성전자와 격차 확대 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

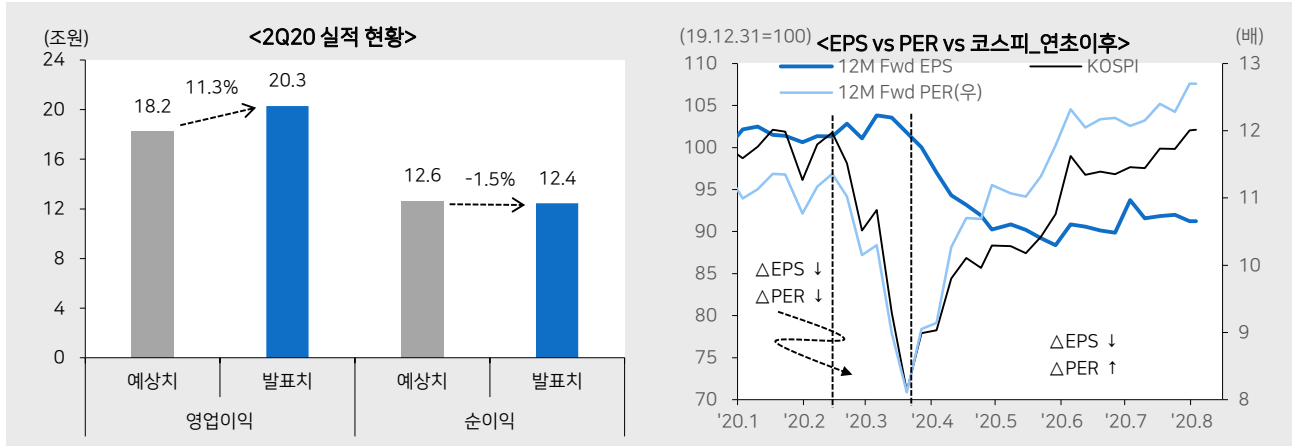
그림19 12개월 예상 PER 및 PER 디스카운트(%)



자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 이정연 연구원

한국 2분기 실적 양호하나 단기 valuation 부담 우려



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

7월 이후 글로벌 증시는 기술주 중심의 상승 지속

한국을 포함한 주요국 증시는 6월 장중 변동성이 커지며 횡보 국면을 보였다. 이후 7월 들어 2분기 실적발표가 진행되면서 증시는 다시 상승 중이다. 특히, 미국의 대표 IT기업들의 실적이 예상을 웃돌면서 상승탄력을 받쳐주고 있다. 이에 따라 한국 기업들의 2분기 실적 상황이 어떤지 살펴보고자 한다.

한국 2Q20 실적발표 65.2% 진행
영업이익 예상치 상회, 순이익 예상치 부합

8월 3일까지 시가총액 기준 약 65.5% 기업들이 실적발표를 진행했다. 특징적인 것은 영업이익과 순이익의 예상치 대비 괴리율은 다소 엇갈린 결과가 나온 점이다. 영업이익 발표치는 20.3조원으로 예상치 18.2조 대비 11.3% (2.1조원)상회했으나, 순이익은 12.6조로 예상치 12.4조(-0.2조원)에 부합했다.

반도체, 자동차 업종의 영업이익은 예상치 대비 크게 상회했으나 순이익은 다소 부진

순이익이 예상치 대비 상회하지 못한 원인은 반도체, 자동차 등 이익 비중이 큰 업종들이 영업이익에서 예상치를 크게 웃돌았으나 순이익에서는 부진했기 때문이다. 반도체 영업이익은 예상치 대비 1.8조원(8.3조원 -> 10.1조원), 자동차 업종은 0.2조원(0.5조원 -> 0.7조원) 상회했다. 반면, 순이익에서 반도체 업종은 예상치 대비 0.3조원(6.3조원 -> 6.8조원) 상회하며 영업이익 대비 상회폭이 크지 않다. 자동차 업종은 0.2조원(0.5조원 -> 0.3조원)하회했다.

2분기 실적 양호 + 추가적인 이익 하향조정 나타나지 않으면서 12M Fwd EPS 소폭 상승

현재까지 2분기 실적 양호한 결과를 보임에 따라 향후 추가적인 이익하향조정이 나타날 가능성은 낮아졌다. 또한 연간 이익 전망치에 대한 하향조정 속도가 둔화된 상황에서 12M Fwd EPS는 시간이 갈수록 내년 이익에 대한 가중치가 높아지는 롤링효과로 소폭의 상승이 진행중이다. 따라서 EPS 하향 조정은 진행되지만 PER은 주가 반등으로 상승하는 국면의 막바지에 접어든 상황이다.

EPS 상향 조정이 시작될 때 PER은 빠르게 하락하는 과거 패턴상 하락 변동성에 유의

다만, 7월 EPS 상승폭 대비 증시 상승폭이 더 크게 나타났다. 과거 주가 복원 과정에서 EPS 상향 조정이 시작될 때, PER은 빠르게 하락하는 패턴이 나타났다는 점에서 단기적으로는 밸류에이션 부담에 따른 하락 변동성에 유의할 시점이다.

칼럼의 재해석 정은수 연구원

‘요가복의 샤넬’, 그 랠리의 이유 (The Financial Times)

최근 ‘요가복 업계의 샤넬’이라 불리는 룰루레몬의 주가 랠리가 뜨겁다. 룰루레몬은 지난 1분기, 30%에 육박하는 OPM을 시현하며 시장을 놀라게 했다. 그러나 2분기에 팬데믹 영향이 본격화되며 오프라인 매장을 닫았고, 시장 컨센서스를 대폭 하회하는 실적을 보였다. DTC(Direct-to-Customer) 등 온라인 채널 성장이 돋보였지만 전체 매출의 70%를 담당하는 오프라인 매출이 매장 휴점의 충격을 고스란히 받았다. 그럼에도 불구하고, 룰루레몬의 성장성에 대한 pricing은 현재진행형이다. 이유는 크게 두 가지다: 1) 온라인 고성장 통한 강한 수요 확인(1Q20 +41% → 4월 +125% YoY), 2) 오프라인 매장 재개점 확대(6/10 기준 전세계 매장 60% 개점). 여기에 지난 6월 말, 스타트업인 ‘미러(Mirror)’를 5억달러에 인수하기로 결정하면서 사업 시너지에 대한 시장의 기대가 더해지고 있다. 창립 22년만의 첫 인수 사례이기 때문이다. ‘미러’는 2016년 뉴욕에 설립된 스마트거울 스타트업이다. ‘스마트거울’이란, 거울 속 화면을 통해 원격 강이나 운동 수업을 따라 할 수 있고 운동량 확인도 가능케 하는 디지털 홈트레이닝 거울이다. 최근에는 기초 화장품 브랜드인 ‘Selfcare’를 런칭하고, 향후 신발 시장 진입 계획도 발표하며 사업다각화 의지를 표명했다.

글로벌 애슬레저의 중심, 룰루레몬

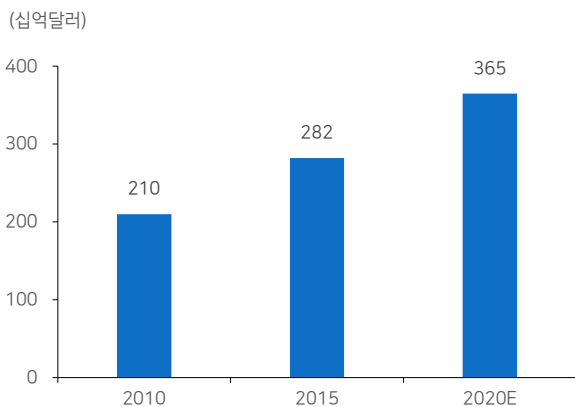
시장 점유율 확대는 현재진행형

코로나19 발병 이후 타인을 대면하는 일이나 외출이 줄어들면서 활동하기 편한 옷을 선호하는 소비자 심리가 두드러졌다. 이렇게 팬데믹이 가져온 생활습관의 변화로 수혜를 누리는 업체가 있다. ‘요가복의 샤넬’이라 불리는 룰루레몬이다. 애슬레저 산업 내 경쟁업체 대비 가격(P)의 1.5~2배 우위를 점한 업체가 팬데믹으로 바뀐 트렌드로 급격한 판매량(Q)의 확대까지 누리게 된 것이다.

팬데믹의 수혜주?

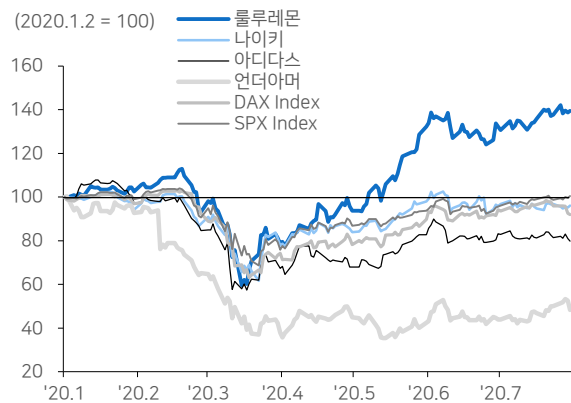
룰루레몬은 2007년 7월, 주당 \$18에 미국 나스닥에 상장되어 이후 10년 동안 \$100 아래 박스권에서 벗어나지 못했다. 그러나 2018년, 전세계 애슬레저 시장의 성장성 부각과 본격적 중국 시장 진출이 맞물려 실적과 주가의 랠리가 시작됐다. 동종 피어그룹 내 주가 차별화 또한 압도적 수준이다(7/31 종가 기준 YTD 수익률: 룰루레몬 40%, 나이키 -4%, 아디다스 -20%, 언더아머 -52%). 애슬레저 산업의 급성장만으로는 설명되지 않는 수준의 주가다.

그림1 글로벌 애슬레저 시장 규모 추이 및 전망



자료: Euromonitor, 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 주요 애슬레저 업체 YTD 주가 추이



주: 7월 31일 종가 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

무엇이 룰루레몬을 다르게 만드나

불확실성이 큰 시대,
이익이 최고

지난 1분기 룰루레몬의 영업이익률은 30%에 육박했다. 같은 기간 피어 업체인 나이키 15.7%, 아디다스 1.4%, 언더아머 -13%와 매우 대조적이다. 룰루레몬의 영업이익률은 의류업체가 구조적으로 영위하기엔 힘든 숫자라는 뜻이다. 여기에는 크게 두 가지 이유가 있다: 1) 베트남, 캄보디아, 스리랑카 등 동남아 현지 의류 OEM 업체 100% 활용(GPM↑), 2) 가격 우위를 선점을 통해 프리미엄 브랜드 이미지를 구축, 프로모션을 거의 진행하지 않는 점(OPM↑). 또한, 룰루레몬과 달리 타 업체들은 가격 포지셔닝이 다양하고 주력 상품군이 애슬레저 관련 품목이 아니기 때문에 팬데믹의 직격탄을 고스란히 맞았다. 나이키와 아디다스의 주력 상품은 신발, 언더아머는 운동복이 가장 큰 매출 비중을 차지한다.

산업의 고성장과
고유 수익성의 콜라보

이외에도 룰루레몬은 1) 자사 온라인 채널 적극 활용을 통한 옴니채널 효율성 확대(2Q20 매출 중 자사몰 비중 54%), 2) 락다운으로 증가한 홈트레이닝 인구, 3) 외출 저하로 활동성이 편한 홈웨어향 소비 이동에 기인한 효과를 누린다.

표1 글로벌 스포츠/애슬레저 브랜드 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E
룰루레몬	50,663	4,842	6,027	897	1,352	656	982	75.7	51.9	18.1	15.8	25.9	34.1	45.4	31.9
나이키	181,961	46,755	52,670	5,092	7,029	4,272	5,892	42.0	30.0	18.9	16.0	48.1	75.3	30.4	22.8
아디다스	66,055	28,179	32,980	1,116	3,320	830	2,404	80.5	26.7	6.4	5.6	8.5	22.3	25.7	14.7
언더아머	5,403	4,739	5,650	-293	121	-347	60	-	100.2	3.2	3.1	-16.4	3.5	-	15.7
평균								66.1	52.2	11.7	10.1	16.5	33.8	33.8	21.3

주: 7월 31일 종가 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 애슬레저 업체 최초 상장

한국의 룰루레몬을 지향

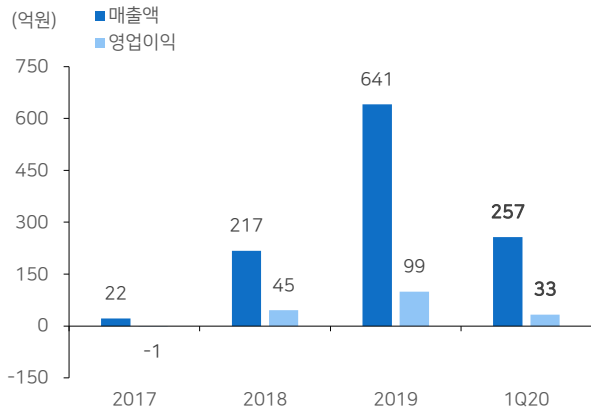
2017년 8월 설립된 브랜드엑스코퍼레이션은 한국 토종 애슬레저 웨어 브랜드인 '젝시믹스(Xexymix)'를 보유한 업체다. 젝시믹스향 매출 비중이 90% 이상을 차지하지만 위생/청결용품, 스트리트 웨어, 남성패션/코스메틱, HMR 등 브랜드 또한 운영하며 다양한 사업 포트폴리오를 가지고 있다. 주 마케팅 플랫폼으로써 SNS를 활용하며 미디어 커머스 기업을 추구하기도 한다. 동사는 룰루레몬을 피어업체로 선정하였는데, 향후 룰루레몬과 같이 애슬레저 및 건강 토탈 솔루션 제공 업체가 된다는 포부를 지녔다(향후 다이어트 식품, 이너뷰티 브랜드 등 신규 브랜드 런칭 계획 보유). 또한, 수익성이 좋은 DTC(Direct-to-Customer) 채널 비중이 1Q20 매출 중 84%를 기록하며 로컬 경쟁사 대비 흑자 규모를 키웠다. 브랜드엑스코퍼레이션은 8월 13일 코스닥 상장을 앞뒀다.

그림3 브랜드엑스코퍼레이션 사업 포트폴리오



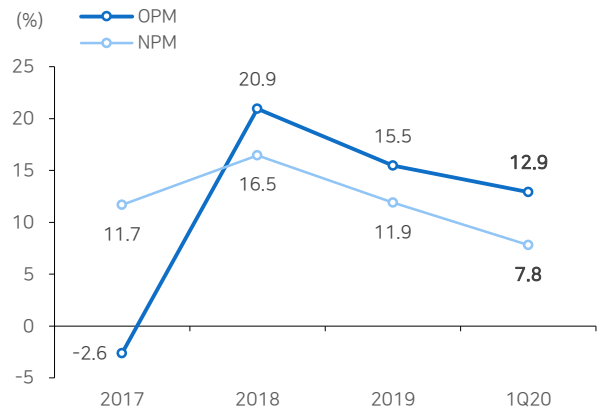
자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 메리츠증권 리서치센터

그림4 브랜드엑스코퍼레이션 매출 및 영업이익 추이



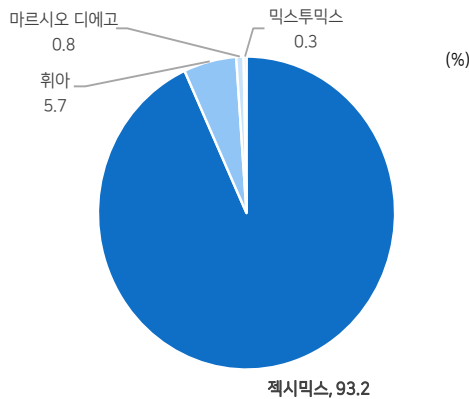
자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 메리츠증권 리서치센터

그림5 브랜드엑스코퍼레이션 OPM/NPM 추이



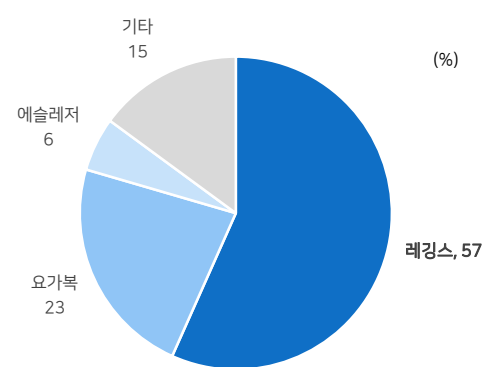
자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 메리츠증권 리서치센터

그림6 브랜드엑스코퍼레이션 브랜드별 매출 비중 - 1Q20



자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 메리츠증권 리서치센터

그림7 제시믹스 품목별 매출 비중 - 1Q20



자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 메리츠증권 리서치센터

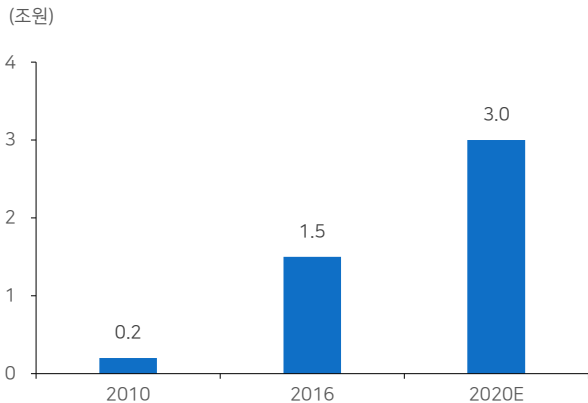
시장의 시선을 반영한
수요예측 결과

어제(8/3) 발표된 수요예측 결과, 총 522개 기관이 참여해 47.06:1의 청약경쟁률을 기록했다. 이는 올해 공모주 수요예측을 진행한 30개 업체 중 가장 낮은 경쟁률이며, 최근 상장한 의류업체 더네이처홀딩스의 청약경쟁률인 97.21:1과도 대조된다. 이로써, 당초 희망공모가 밴드(12,400~15,300원)의 하단인 13,000원을 확정하며 약 494억원을 조달하게 됐다. 초기 흥행에는 실패한 모습이다.

향후 관전 포인트

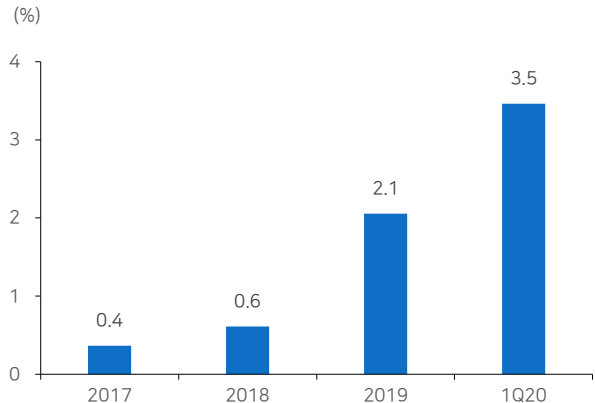
동사가 피어업체로 지목한 룰루레몬은 오랫동안 쌓은 브랜드 인지도를 통해 탄탄한 미주 본토 점유율을 확보했고, 이를 토대로 해외 시장 진출에 성공하며 실적 및 주가 모멘텀이 본격화됐다. 따라서 동사는 향후 1) 외제 및 로컬 브랜드로 과편화된 국내 애슬레저 시장 내 점유율 확대 여부, 2) 현재 3%대인 수출 비중 확대 여부, 3) 애슬레저 및 건강 토탈 솔루션 제공 업체로의 실체화 여부가 향후 주가 등락의 재료로 작용할 것으로 판단한다. 동사는 이번 공모자금의 상당 부분을 신규 브랜드 런칭과 해외 시장 진출에 투자하기로 결정한 바, 앞으로 그 귀추를 지켜볼 필요가 있다.

그림8 국내 애슬레저 시장 규모 추이 및 전망



자료: 한국패션산업연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림9 브랜드엑스코퍼레이션 수출 비중 추이



자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 메리츠증권 리서치센터

원문: Has Lululemon reached its peak? - The Financial Times