

Strategy Idea



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

그때를 기억 하시나요?

- ✓ 버블 vs. 과열: 2000년 3월 셋째 주의 기억. 약세장의 트리거는 1주일이면 충분했다
- ✓ Barron's의 (Cash) Burning up 경고: 우리에게 주는 시사점은 무엇인가?
- ✓ IT 버블과 현재: '돈 버는' 성장주가 많아졌다

버블 vs. 과열: 2000년 3월 셋째 주의 기억

IT버블 붕괴의 시작:
2000년 3월 셋째 주

버블과 과열은 구분되어야 한다. 버블이 시장 추세 전환의 문제라면 과열은 속도 및 타이밍에 대한 이슈이기 때문이다. 지금은 밸류에이션도 명확한 기준이 되지 못한다. 현재의 성장 기업의 특징(무형자산, Data의 가치 등)을 전통적 잣대(PER, PBR)로는 평가하기 어려운 탓이다. 우리는 버블 여부를 어떻게 판단할 수 있을까? IT버블 붕괴의 시작이었던 2000년 3월 '셋째 주'에서 힌트를 얻어보자.

인터넷 산업의 황금기 속 펼쳐진 IT버블은 1995년 이전부터 시작해 2000년 3월 초까지 이어진 장기 강세장이었지만 추세 전환은 일주일이면 충분했다. 약세장의 '트리거(trigger)'가 집중된 탓이다. 대표적인 사건은 Barron's 지의 'Burning up'이라는 컬럼이다. 인터넷 기업들의 실상이 본격적으로 드러난 계기였기 때문이다.



자료: Barron's, 메리츠증권 리서치센터



자료: quora.com, 메리츠증권 리서치센터

최악의 M&A와 반독점 불확실성
상존

당시 어떤 전후 사정이 있었고 어떤 일들이 벌어졌을까? 2000년 3월 셋째 주 이전의 풍경은 이랬다. 역사상 가장 최악의 M&A라 할 수 있는 AOL과 Time Warner의 합병으로 시장의 비이성적 흐름이 정점으로 향했었고(합병 당일 주가 40% 급등, 2000년 1월 10일), 1999년말 반독점에 대한 불리한 판결을 받은 마이크로소프트에 대한 논란이 한창이었다.

내용은 반독점 위반 판결이 나올 경우 회사가 분할될 수 있다는 것이었다(1999년 11월 잭슨 판사는 마이크로소프트가 컴퓨터 산업의 혁신을 억제함으로써 소비자 와 경제를 해친 독점 기업이라 결론).

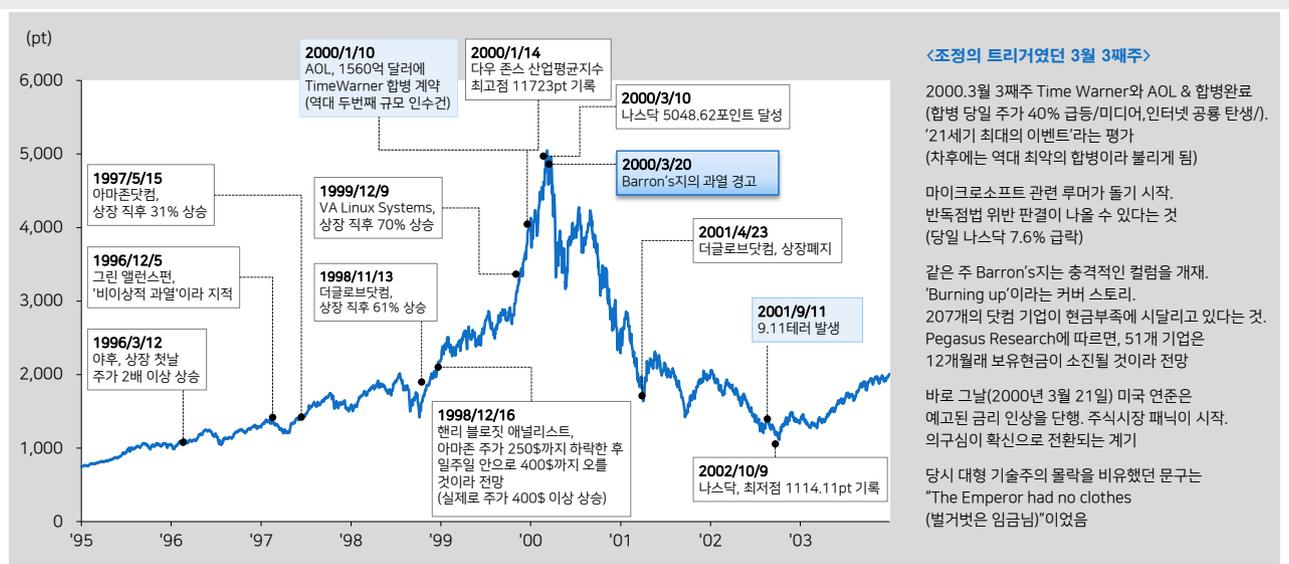
트리거는 Barron의 Cash Burn
Out 경고 + 연준의 긴축

그 가운데 시장에 큰 충격을 안겨준 계기는 Barron's 지의 'Burning up'의 컬럼이었다(3월 20일). 요지는 많은 수의 닷컴 기업(당시에는 Net 기업이라 지칭)이 현금부족에 시달리고 있고, 곧 파산할 수도 있다는 경고였다. 여기에 207개 기업의 현금 고갈 가능성이 높은 리스트를 제시했다. 사실상 블랙리스트였던 셈이다.

여기에 한 가지 더 충격파가 더해졌다. 연준이 예고된 금리 인상을 단행했고 주식 시장의 패닉이 시작됐다. 의구심이 확신으로 바뀌는 트리거였다. 즉 3월 셋째 주 이전부터 시장의 비이성적 흐름에 규제 리스크가 더해졌고, 이후 기업실적의 허상 확인과 긴축이 버블 붕괴의 도화선이 된 셈이다.

이후 4월초 마이크로소프트에 대한 두 번째 판결을 앞두고 반독점 합의 협상이 난항(사실상 협의 무산)을 겪으면서 시장은 다시 급락세로 전환됐다(2000년 4월 3일 당일: 나스닥 -7.6%, 마이크로소프트 -14.5%). 이후 마이크로소프트 반독점 사건은 해프닝(회사 분할 결정 번복)으로 마무리 됐지만 IT버블은 이미 붕괴된 이후였다.

그림3 미국 나스닥 IT Bubble & Burst 재구성: 트리거가 맞물릴 때 조정은 시작된다



자료: NASDAQ, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Barron's의 Cash 'Burning up'경고: 우리에게 주는 시사점은 무엇일까?

Barron's는 당시 닷컴 기업 (Net 기업)에서 무엇을 보았나?

IT버블 붕괴는 과도했던 주가 풀림뿐만 아니라 규제 리스크(반독점), 기업실적(실체 확인), 정책실패(금리인상 즉 긴축)라는 3개의 트리거가 동시다발적으로 작용한 결과다. 현재는 어떤 것을 눈 여겨 봐야 할까?

이중 1개의 사안에 좀 더 집중할 필요가 있을 듯하다. 바로 기업실적이다. 규제 리스크는 중요하지만 지난 미국 Big Tech 기업 청문회에서 보듯 당장 논란이 되고 있지 않고, 정책(ex. 금리)은 COVID19로 인해 긴축보다는 경기부양적이기 때문이다. 그렇다면 과거 Barron's 는 어떠한 기준으로 기업들의 부실을 확인하기 시작했을까? 당시 내용을 확인해 보자.

“Burning Up (2000.3.20, Jack Willoughby)”

Warning: Internet companies are running out of cash -- fast

2000년 3월 20일자 컬럼: Warning!

인터넷 버블은 언제 붕괴될까? 'Net(인터넷) upstarts'의 경우 올해 말까지 불쾌한 소리가 들릴 가능성이 높다. 현금이 부족한 이들 기업 중 상당수는 더 많은 주식이나 채권을 발행하여 새로운 자금을 모으려고 할 것이나, 많은 기업들이 성공하지는 못할 전망이다. 결과적으로 그들은 더 강력한 경쟁자에게 매각되거나 완전히 폐업하게 될 것이다. 이미 현금이 부족한 많은 인터넷 회사들이 자금 조달을 위해 노력하고 있다.

인터넷 주식 평가 회사인 Pegasus Research International와 Barron 's 의 조사에 따르면 최소 51개의 'Net(인터넷) 기업이 향후 12개월 이내에 현금이 소진될 전망이다. 이는 조사 대상 기업인 207개 기업 중 1/4에 해당한다(중략).

대부분의 인터넷 회사가 계속 돈을 버는 기업이 아니라는 것은 비밀이 아니다. 페가수스 설문 조사에 참여한 기업 중 74 %는 현금 흐름이 '마이너스'였다. 단기적으로 이익에 대한 현실적인 희망은 거의 없는 것 같다. 그리고 현금이 부족한 것은 작은 기업에게만 해당되는 것은 아니다. 아마도 우리 목록에서 가장 잘 알려진 회사 중 하나인 Amazon.com은 10개월치의 현금만 남은 상태로 추정된다(중략)

버블 논란이 있던 시장에 충격을 야기한 이 사건(?)은 '성장'이 아닌 '생존'의 문제를 지적한 것이 특징이다. 끊임 없이 성장할 것으로 생각됐던 기업들이 현금부족 문제라는 한계에 직면해 있다는 의미이기 때문이다.

현재의 시사점은 2가지

- 1) 현금흐름
- 2) 현재는 2000년 이후의 성장의 연장선

당시 Barron's의 시사점은 두 가지로 생각된다.

하나는 성장주의 평가 척도 중에 중요한 것이 '매출'이 아닌 '현금흐름'이라는 점이며 지금도 다르지 않다고 본다.

다른 하나는 IT버블과 현재를 별개의 국면으로 보기 어렵다는 점이다. 오히려 2000년 초반부터의 성장이 지금까지 이어져온 결과로 해석된다. 아마존이 대표적

인 예이다. 차이점이 있다면 IT버블 당시 아마존은 현금부족에 시달리는 신생 기업이었다는 점이고, 지금은 현금이 넘치는 초대형 기업이라는 점만 다를 뿐이다.

당시 Pegasus Research와 Barron 's가 조사한 '블랙리스트'는 다음과 같다. 총 207개 리스트 중 고위험군 20개 리스트를 정리해봤다. 아마존은 207개 기업 중 45위에 해당됐다. 현금소진 예상 기간은 불과 10개월이었다.

1999년의 아마존 vs. 2020년의 아마존

아마존을 언급하는 이유는 고위험군에서 살아남은 몇 안 되는 기업이라는 점이다. IT버블 붕괴는 2000년 3월부터 본격화 됐지만 아마존은 1998년 이후부터 끊임없는 논란에 중심에 있었다. 고평가 이슈다. 주가가 절반 이상 급락하고 두 배 이상 폭등하는 주가 급등락기가 IT버블 붕괴 이전에도 3차례 수반됐었으니 말이다. 성장주 고평가 논란은 항상 이슈가 될 수밖에 없고 그 중심에는 실적, 즉 현금 흐름이 중요했다. 성장은 미래의 영역이지만 '현금(Cash)'은 성장기업에게도 현실이기 때문이다.

표1 1999년 4분기 Cash Burnout 예상 기업 리스트

(백만달러)	Company	시가총액 (2000.2.29)	4Q99 실적			Cash Burnout 예상 기간(월)
			Revenues	Operating Expenses	Operating Losses	
1	Pilot Ntwk Services	557.6	8.5	3.8	-4.6	-0.1
2	CDNow	239.0	53.1	44.3	-34.7	0.4
3	Secure Computing	367.4	6.9	11.4	-7.6	1.5
4	Peapod	147.5	21.6	14.6	-9.1	2.0
5	VerticalNet	7688.8	10.1	17.1	-10.2	2.2
6	MarketWatch.com	595.7	10.0	28.7	-22.5	2.5
7	drkoop.com	229.2	5.1	25.7	-20.6	3.3
8	Infonautics	114.9	5.9	7.9	-2.1	3.4
9	Medscape	512.9	4.0	28.0	-24.0	3.4
10	Intelligent Life	66.0	3.8	17.0	-13.3	3.5
11	Digital Island	7029.9	7.6	32.3	-24.7	3.5
12	Splitrock Services	2656.8	89.6	168.0	-78.5	3.8
13	VitaminShoppe.com	119.6	5.6	21.4	-19.2	3.9
14	Intraware	1853.7	24.8	13.4	-6.7	4.2
15	Interliant	1872.6	19.0	24.3	-16.9	4.4
16	MyPoints.com*	1188.9	13.3	22.1	-12.1	4.4
17	Egghead.com	338.4	146.1	98.0	-91.9	4.4
18	MotherNature.com	82.0	3.2	20.6	-20.5	4.5
19	ImageX.com	414.0	4.9	9.7	-8.4	4.5
20	BigStar Entertainment	43.8	5.2	9.4	-8.0	4.5
~						
45	Amazon.com	23423.8	676.0	361.6	-273.8	10.1

주1: 1. Universe에는 1999년 12월 31일 이전에 상장된 회사만 포함. 2. 운영 비용 및 손실에는 비현금 비용이 포함. 3. 수익 발표 기준 (인수 등에 대해 조정되지 않음) 4. Cash 소진 기간은 2개월 Lagging으로 추정(1999.12.31 ~ 2000.3.1). 비현금성 상황은 불포함

주2: * 표시 기업은 최근 2차 주식공모에서 내부자 주식 매도(25% 이상) 기업

자료: Pegasus Research International, 메리츠증권 리서치센터

그림4 아마존 & 나스닥: IT버블 붕괴 전 아마존은 이미 3차례의 주가 급등락을 경험



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

IT 버블 vs. 현재: '돈 버는' 성장주가 많아졌다

FCF(잉여현금흐름)을 보면
Quality 차이가 보인다

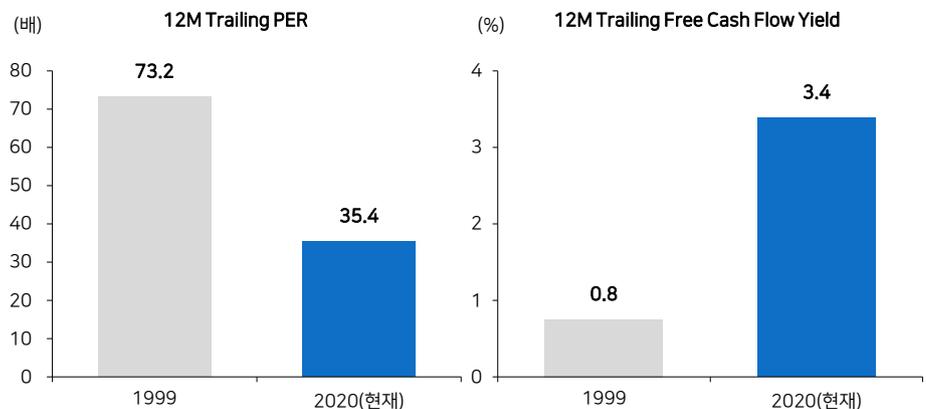
이런 맥락에서 본다면 현재도 성장주의 Quality를 살펴보아야 한다. IT버블과 같은 오류를 반복하지 않으려면 말이다. 아래의 그림은 IT버블과 현재의 시장 Quality 를 가장 잘 비교해주는 그림이라 생각한다.

'돈 버는' 성장주가 많아졌다

이익 기준으로 판단하는 PER(주가수익비율)은 IT버블 당시 73배, 현재는 35배로 상대적으로 지금이 양호한 편이지만 절대적인 수준은 두 국면 모두 결코 낮은 레벨이 아니다. 반면 현금흐름을 보면 격차가 보다 분명해진다. 주가 대비 잉여현금흐름 비율을 뜻하는 (Free cash flow / Price)를 보면 IT버블은 0.8배 현재는 3.4배로 현금흐름의 차이가 뚜렷하다(과거 실적인 Trailing 기준).

이번 국면의 힌트로 여기에 있다고 본다. 예전보다 '돈 버는 성장주'가 많아지고 있다는 점이다. 유독 주도주가 다양하고, 장기간 상승하는 이유이기도 하다.

그림5 나스닥100 밸류에이션 지표(PER, FCF Yield) 비교: IT 버블 vs. 현재



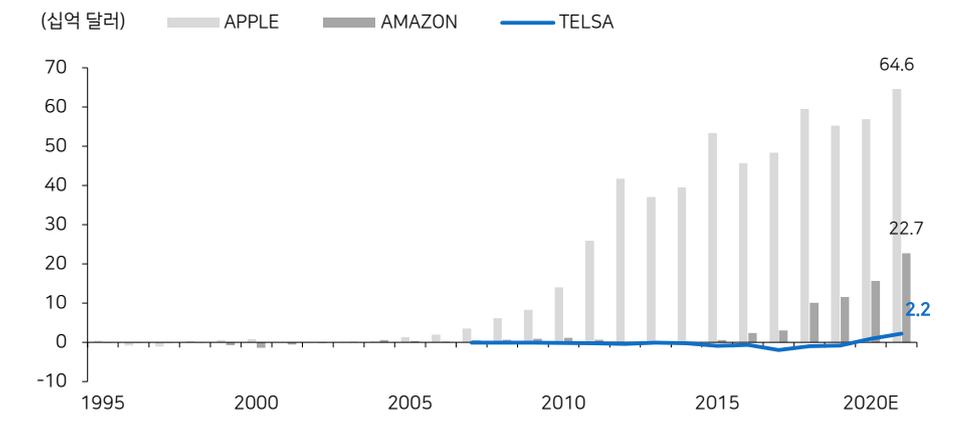
자료: FactSet, NASDAQ, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

산업발전의 가속화로 돈 버는 속도도 빨라져

성장주의 돈 버는 속도도 빨라지고 있다. 깜작 등장이 아닌 길게는 IT버블 이전부터 짧게는 금융위기 이후부터 꾸준히 성장을 해온 탓이다.

예컨대 아마존의 경우 2015년 순이익은 약 6억 달러에 불과했고 당시 애플 순이익의 1.1% 수준에 그쳤지만 내년 아마존의 순이익은 227억 달러로 83배 급증하고, 애플 순이익의 35.2%(애플 순이익 646억 달러 전망)에 육박할 것으로 전망된다. 불과 6년 만에 괄목할만한 이익을 창출하는 셈이다. 이러한 추세라면 아마존이 애플보다 많은 돈을 버는 시기도 머지 않을 듯하다.

그림6 애플, 아마존, 테슬라 연간 순이익 추이: '돈 버는' 성장주들이 많아졌다



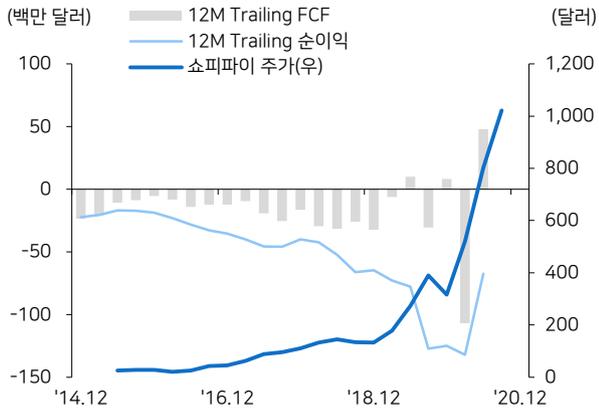
주: 2020~2021년은 컨센서스, 보통주 순이익(GAAP)
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

아마존이 본격적으로 돈을 벌고 있는 국면이라면 온라인 플랫폼 기업인 쇼피파이, 테슬라는 이제 돈을 벌기 시작하는 기업이다. 테슬라는 2007년 이후 순이익 적자 기조를 작년까지 이어왔는데 올해 첫 턴어라운드(+9억달러 순이익)를 시작으로 내년 22억 달러의 순이익이 전망된다. 주가가 좋은 성장주와 그렇지 못한 성장주의 차이점이기도 하다. 성장주의 지속 가능성을 가르는 기준은 예나 지금이나 '현금 창출 능력'이라는 뜻이다.

우리는 다른가? 지금은 버블보다 단기 과열 국면

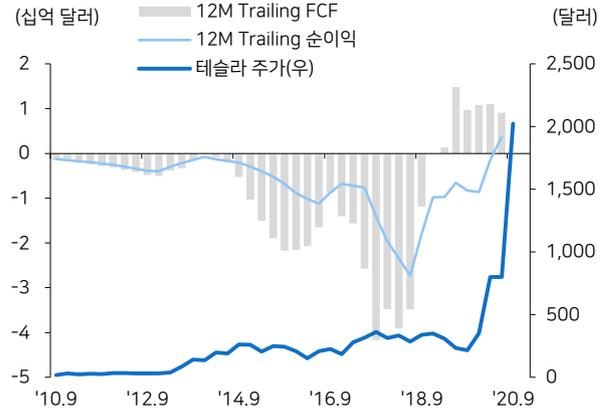
우리도 상황은 다르지 않다. NAVER, 카카오를 비롯한 플랫폼 기업, 2차전지 & 전기차로 대변되는 시장 대표주들의 면면을 보면 이미 예전부터 관련 산업에 대한 투자가 이어져온 것이 공통분모이고, 주가 상승세가 장기화되고 있는 이유 역시 '돈 버는 성장주'라는 점에서 해외 대표기업과 유사성이 짙다. 단기간에 높아진 주가 수준으로 최근 버블 논란이 다시 커지고 있지만 지금은 버블보다는 단기 과열에 가깝다.

그림7 쇼피파이의 FCF, 순이익, 주가 추이



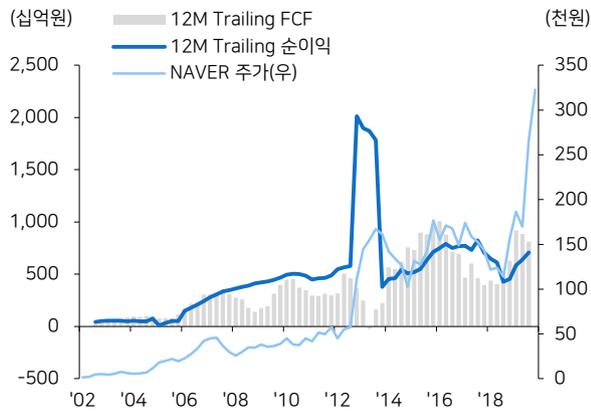
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 테슬라의 FCF, 순이익, 주가 추이



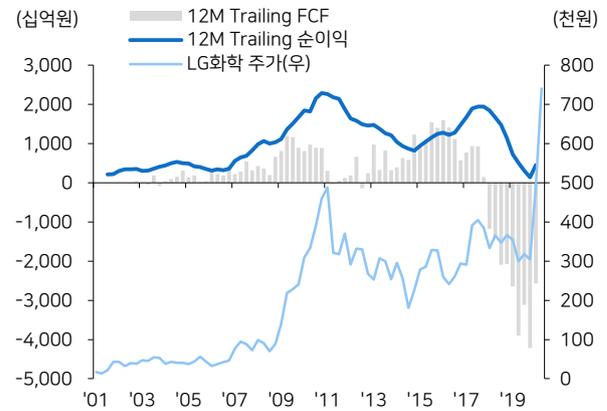
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 NAVER의 FCF, 순이익, 주가 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림10 LG화학의 FCF, 순이익, 주가 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

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.