

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 9. 10 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

비난할 수 없는 Wall St.의 열기

오늘의 차트

기술주 급락: 아직 시장보다는 개별 종목 이슈

칼럼의 재해석

팬데믹이 낳은 독일 거래소 블루칩

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



▲ 채권전략
Analyst 윤여삼
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

비난할 수 없는 Wall St.의 열기

- CoVID-19 발 경기침체에도 가장 빠른 속도로 회복, 오버슈팅 논란이 있는 Wall Street
Main Street가 아직 부진하지만 역사적인 정책대응으로 풍부한 유동성 환경은 주식뿐만 아니라 모든 자산가격 상승 견인. 목적은 위축된 경제주체들의 심리개선 위한 노력의 일환
Smart Money의 시대, 집적 투자(Main)보다는 될 성 싶은 투자(Wall) 집중현상 지속될 것

부진한 Main Street와 전혀 달리 열기가 가득 찬 Wall Street

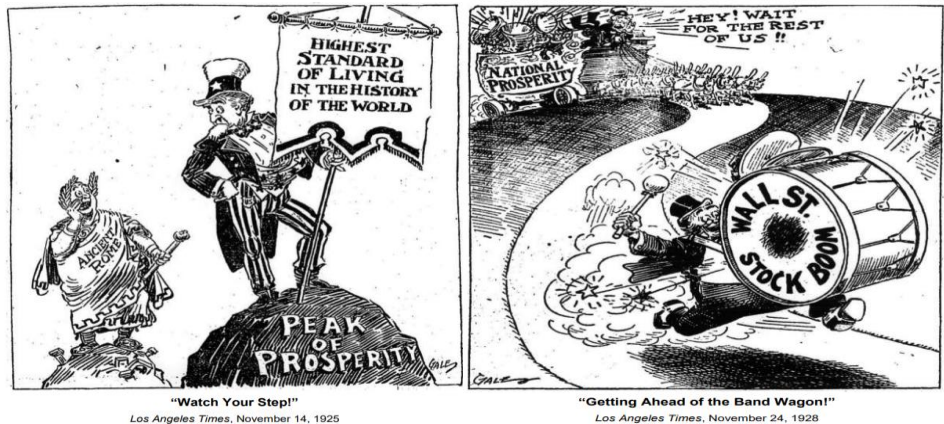
9월 들어와 사상 최고가를 경신하던 미국 증시가 기술&성장주 주도인 나스닥을 중심으로 약세를 나타내고 있다. 주식분할 이전에 급등했던 테슬라는 8일(화) 하루에만 20%가 급락했고, 애플도 강도는 약하지만 큰 폭의 조정을 겪었다.

9월 2일 나스닥 지수는 코로나 충격으로 6861pt까지 하락했다가 12056pt으로 58.1%나 올랐고 심지어 연초 8946pt대비도 21.2%나 올랐다. S&P500 지수의 경우도 3분기 들어와 사상 최고가를 경신하며 위험자산 강세를 입증했다.

실물경제와 금융시장 괴리에 대한 논란 진행 중

그러나 CoVID-19로 인해 올해 2분기 미국 실질 성장률이 전기비연율 -30%를 기록했고, 연간으로 -7% 내외가 예상되는 것에 비해 주식 중심 위험자산들이 강세를 이어가는 것이 옳은지에 대해 논란이 크다. 과거 대공황 직전 실물경제와 금융시장 괴리가 심화되었던 경험도 거론되곤 한다<그림 1>.

그림1 1920년대 미국 금융시장 관련 풍자, Band Wagon 과열에 대한 우려



자료: LA Times, 메리츠증권 리서치센터

이는 실물을 상징하는 Main St.와 금융을 대표하는 Wall St.의 괴리가 심각하다는 각종 언론과 보고서로 확산되고 있다. 우리 역시 CoVID 시대 자칫 과잉유동성이 자산시장 버블로 연결될 수 있는 위험에 대해 경계하고 있다. 그렇지만 이를 금융시장의 탐욕으로만 치부하며 과열을 탓하는 것이 옳은 것일까?

대공황 발생 직전인 1920년대를 두고 '광란의 시대(The Roaring Twenties)'라고 칭한다. 공화당 출신 하딩, 쿨리지, 후버 대통령이 집권하는 기간 동안 재벌 출신 재무장관인 앤드루 멜런은 기업 및 금융관련 각종 규제를 완화하고 '작은 정부'를 표방했다. 이는 자본집중화를 강화시켰고 양극화는 심화되었다. 잘나가는 기업들의 공급과잉은 감소하는 가계소득 감소로 이어지며 대공황을 야기했다.

실물경제 자극 위한 정책, 자산가격 상승을 통한 소득불균형 심화 요소

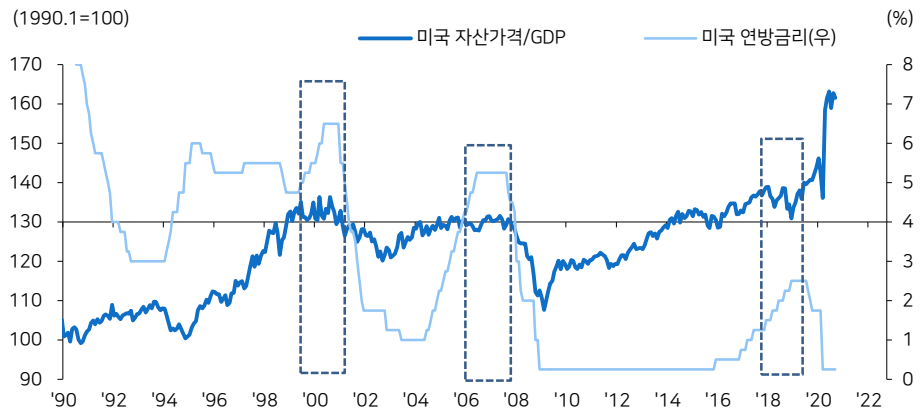
그런 1920년대와 유사하게 이번에도 소득불균형은 심화되고 있다<그림 2>. 그렇지만 위축된 실물경제를 자극하기 위한 정책적 노력들은 실물경제 회복에 앞서 금융경로를 거쳐 자산시장을 자극하고 있다. 자산가격 상승은 결국 경제주체 심리를 개선시키는 수단이라면 Wall St.의 과열을 비난할 수만은 없을 것이다.

그림2 성장성이 낮아지면 정치&정책은 자산가격 상승을 통해 양극화를 자극



자료: Thomas Piketty 'Capital in the Twenty-First Century', 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 (부동산+채권+주식)/GDP 과거 버블붕괴 직전대비 큰 폭으로 급증



자료: Bloomberg, US BEA, FRB, 메리츠증권 리서치센터 주: 미국 자산가격은 부동산, 채권, 주식 시가총액 가중 평균값

1980년 이후 미국 성장성이 둔화되자 Wall Street 시대 시작

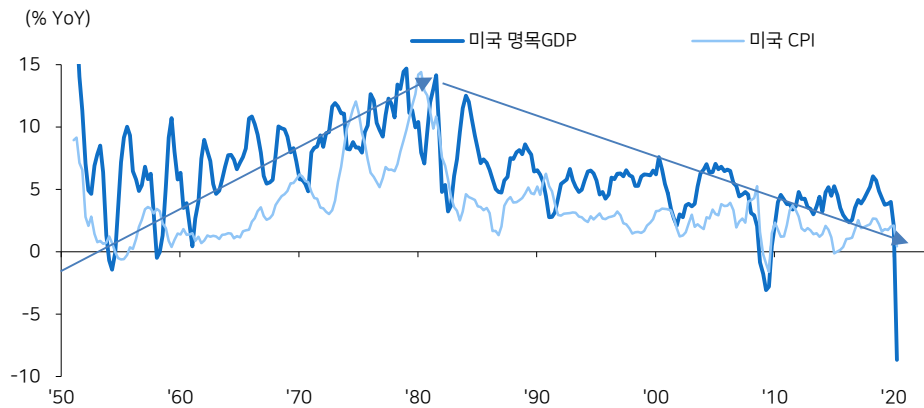
실물경제와 금융시장의 괴리가 이번 CoVID 국면에서 심화된 듯 보이나 그 시작점은 1980년 이후로 오래되었다. 상기했듯이 '광란의 20년'을 거쳐 대공황, 2차 대전을 겪은 글로벌 경제는 1945~1980년까지 3차 산업혁명을 통해 높은 부가가치 생산과 고도성장 과정을 겪었다.

'자본주의의 황금시기'라고 불리는 동기간에 성장률과 물가만 오른 것이 아니라 완전고용과 분배도 소득불균형이 가장 안정적으로 유지된 기간이기도 하다<그림 2, 4>. 대략 30년간 소득과 물가가 오르는 과정에서 사람들은 Wall St.에 대한 관심이 높지 않았다. 돈을 벌고 싶으면 내가 직접 공장을 세우면 되는 시기였다.

고도성장하는 금리와 성장률 대비
주식시장은 성장세 다소 완만했음

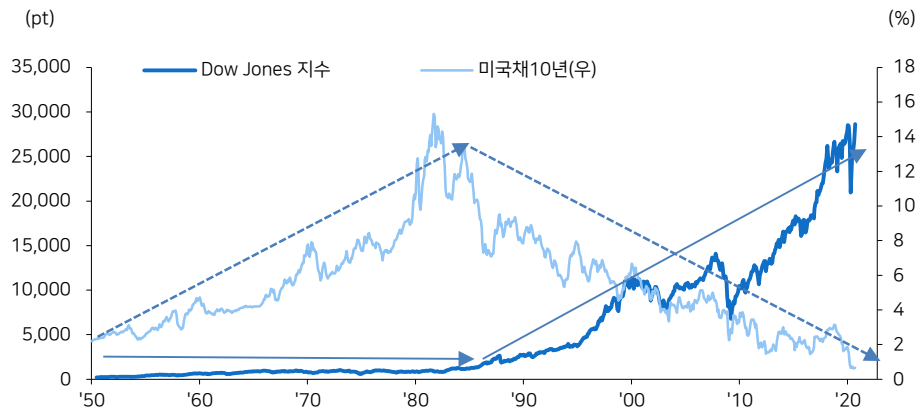
고도성장은 생산과 수요를 창출했고 물가는 올랐다. 그렇게 돈을 사용하는 가치로 금리도 상승을 했고, 주식을 매수해 '남의 회사'에 투자하는 것이 아닌 자신이 직접 회사를 창업하는 것이 유리한 시기였다. 때문에 높은 성장률대비 주식시장 상승세는 오히려 약한 듯 보인 시기가 '자본주의의 황금기'였다.

그림4 자본주의의 황금시기 1945~1980년을 지난 이후 떨어지는 성장&물가 탄력



자료: US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 1980년 이전 금리는 오르고 주가상승 완만, 이후 금리는 하락하고 주가상승 가팔라져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

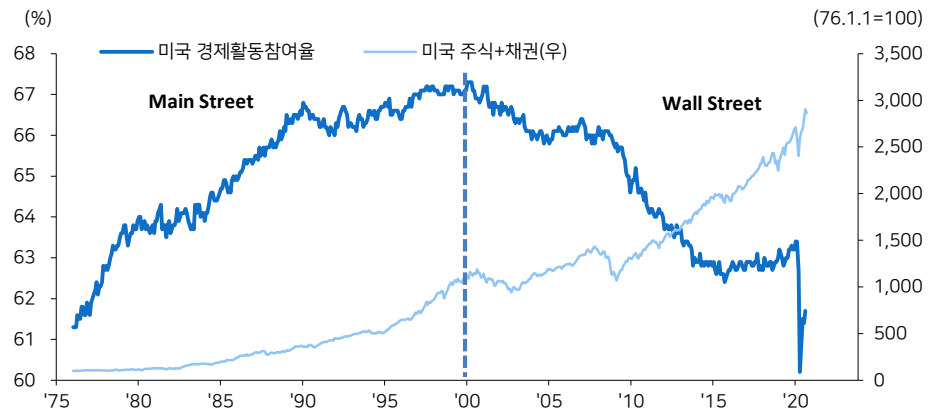
금리가 오르고 주가는 완만하게 상승하고 자산가격들은 안정되면서 자산가격 상승을 기반으로 한 소득불균형은 통제된 것이다. 그렇지만 그 성장의 과실이 1980년대 들어오면서 일본 → 아시아 → BRICs → 중국으로 넘어가면서 미국 Main St.의 성장탄력은 약화되기 시작되었다.

높은 성장률이라는 소득의 위축은 결국 분배를 악화시켰고 내가 직접 회사를 세워 투자하는 것이 위험한 시대가 되었다. '남의 회사'라도 뚝뚝한 기업을 찾아서 투자하는 것이 유리한 시대가 되자 주가가 본격적으로 상승하기 시작한 것이다. 정치적으로 1980년 레이건과 대처로 대변되는 신자유주의 체제는 작은 정부를 표방하며 여러 규제 및 투자를 완화시켰다.

2000년 이후 실물경제 하락하며 금융시장과의 괴리 심화

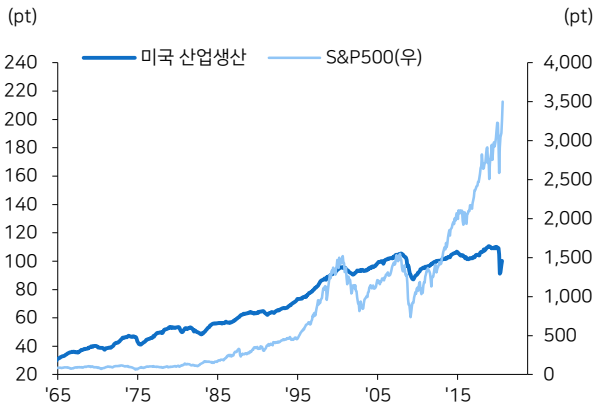
Main St.의 대표지표로 고용여건을 나타내는 경제활동 참여율은 1980년대 정점을 기록한 이후 2000년까지 횡보하다 하락하기 시작했고, Wall St.의 대표인 주식과 채권가격 기울기는 더욱 가팔라졌다<그림 6, 7>. 기업이익과 임금시장의 기울기가 1980년대부터 달라지는 것도 같은 의미로 볼 수 있겠다<그림 8>.

그림6 2000년부터 Wall St.대비 Main St.이 뒤쳐지는 현상은 심화



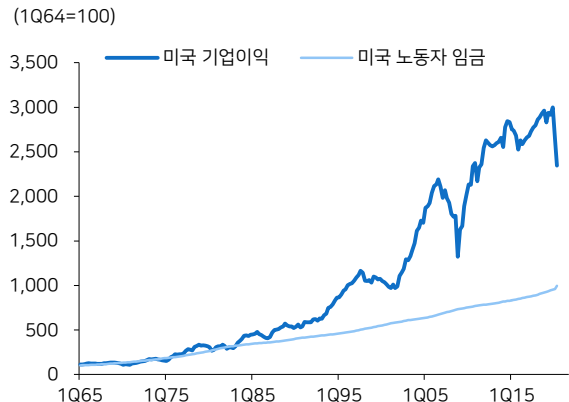
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 90년대까지는 실물이 금융대비 양호한 기초 유지



자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 경제주체간 수익 양극화, 기업이익 vs 임금 격차 심화



자료: FRB, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

CoVID의 충격 → 과잉 유동성의 시작, Wall Street 열기의 연료

Main St. vs Wall St.의 괴리가 1980년대부터 시작되었지만 <그림 3>에서 보듯 버핏차트(기존 주식시총/GDP를 주식+채권+부동산/GDP로 확대)는 2000년과 2008년대비 자산가격이 실물경제를 과도하게 앞서나간 점을 나타내고 있다.

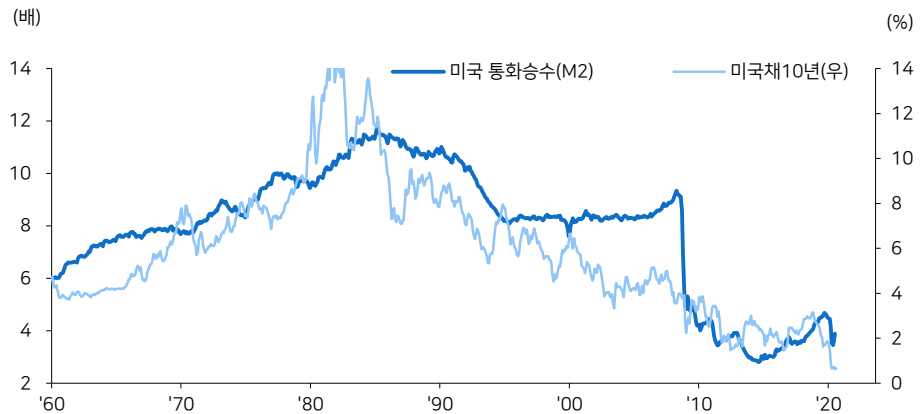
CoVID 충격 이후 자산가격은 상승하면서 실물경제와 괴리 악화

경기충격으로 일시적 자산가격 조정을 겪으면 통화정책 완화와 확장적 재정정책은 이내 다시 자산가격을 자극하는 과정을 반복한다. 그런데 이번 CoVID 충격은 그 강도가 이전보다도 매우 강하다는 점에서 실물경제는 떨어진 것에 비해 자산가격은 상승하면서 그 괴리 정도가 더욱 심해졌다.

금리 하락과 낮은 통화승수는 유동성의 확장 제한하는 요소

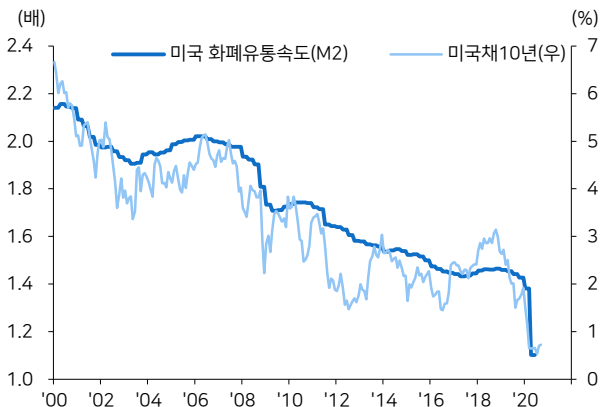
분명한 것은 1980년을 정점으로 실물경제가 유동성을 활용하는 힘도 정점을 기록했다는 것이다<그림 9>. 미국의 통화승수는 1980년까지 높은 금리에도 자금수요를 늘리면서 유동성 팽창이 강하게 이어졌다. 실제 금융이 아닌 직접(direct) 투자를 통해 돈을 벌 수 있는 사람들은 높은 금리에도 돈을 빌렸다. 그렇지만 이후 금리는 하락하고 통화승수도 낮아지면서 유동성의 확장은 제한되고 있다.

그림9 미국 통화승수 확대 과거대비 제한적 돈의 활용속도 낮아지면서 저금리 기조 지지



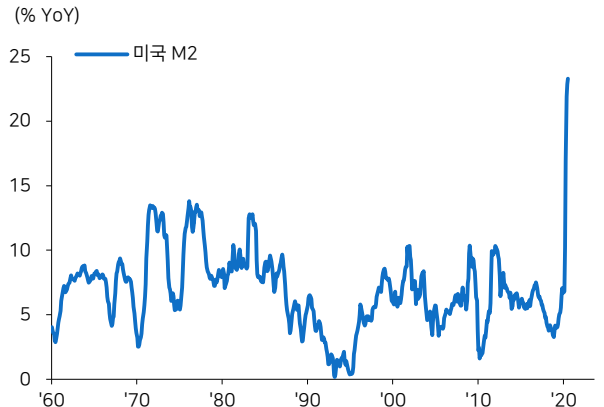
자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 유동성의 실물경제 자극강도 약화도 금리하락 자극



자료: St.Louis Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 역사적 수준으로 급증한 M2, 금융시장 과열 자극



자료: FRB, 메리츠증권 리서치센터

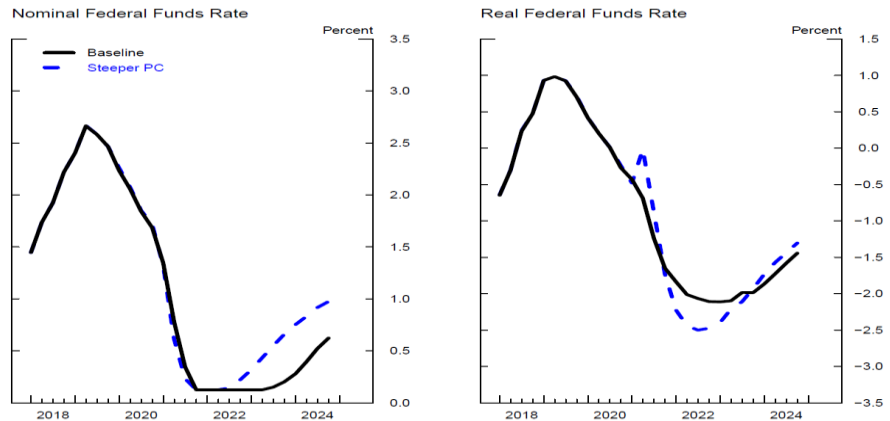
이는 GDP/M2인 화폐유통 속도의 감소에서도 의미를 같이한다<그림 10>. 과거대비 유동성을 공급해도 실물경제가 받는 자극이 감소하고 있고 이는 다시 금리를 낮춰서라도 실물경제를 자극하려는 과정으로 연결된다. 현재 M2는 데이터가 집계된 1960년대 이후 가장 폭발적으로 증가했지만 실물 쪽 자극은 적은 편이다.

**정책당국자, 낮은 정책금리 바탕
금융경로 통해 투자&소비심리 회복**

그렇다면 그 돈은 가치가 없는 것인가? 그 유동성의 힘은 현재 금융경로를 통해 자산가격 상승으로 이어지고 있다. 정부와 중앙은행 등 정책당국자들의 입장에서도 일단 금융경로를 통해 경제주체들의 심리를 안정시키고 투자와 소비심리를 살리는 것이 전통적인 처방전이라는 생각에서 벗어나지 못하고 있다.

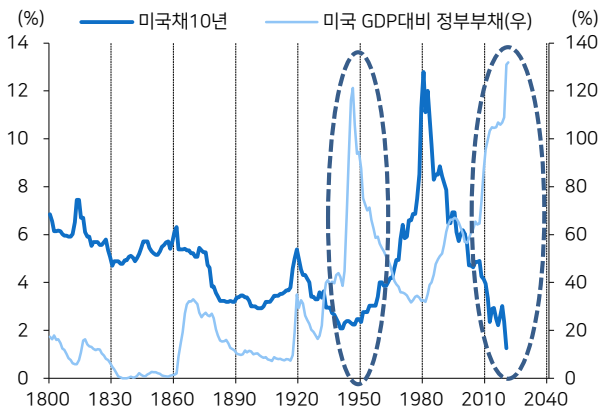
때문에 자산시장 버블에 대한 우려의 목소리가 높아지고 있음에도 지난 8월 말 잭슨홀 컨퍼런스를 통해 '물가가 오르더라도 장기간 저금리 유지(AIT)'라는 조건을 명시하였다. 실제 이후 관련된 연준의 논문 내용만 봐도 경기침체에 실제 명목금리인상에 신중하고 실질금리 마이너스를 상당기간 유지하는 것을 인정했다<그림 12>. 심지어 회사채 실질금리조차 마이너스 영역에 진입하고 있다<그림 14>.

그림12 낮은 정책금리와 마이너스 실질금리 장기화의 필요성 부각



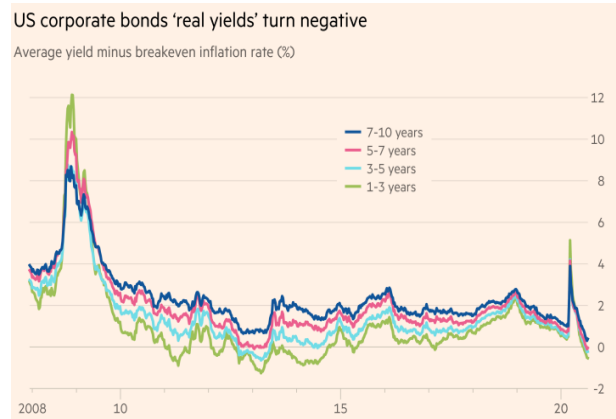
자료: Monetary Policy Tradeoffs and the FRB Dual Mandate(2020), 메리츠증권 리서치센터

그림13 급증한 미국 정부부채 안정을 위한 조치도 병행



자료: NBER, 메리츠증권 리서치센터

그림14 회사채 실질금리도 마이너스 영역으로 진입



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

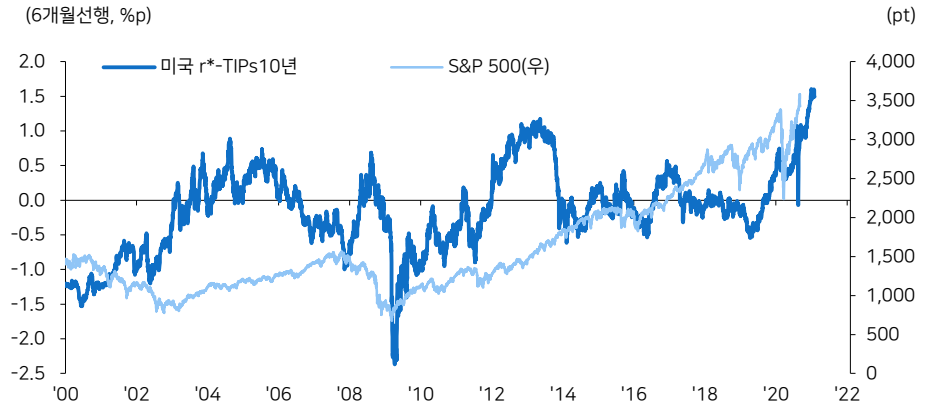
과거 채권왕으로 불렸던 빌 그로스조차 '실질금리 마이너스에 금리형 상품에 투자하는 것은 멍청한 것이다'라고 했다. 자본차익에 대한 기대가 없다면 구매력 훼손을 감수하면서 저축하는 것보다는 주식을 사서 배당을 받거나 부동산에 투자하여 실물가치를 보전하는 것이 유리할 수 있다.

물가채와 균형 실질금리인 r^* 간에 괴리가 확대되어 실질금리 하락압력이 높을 때 금 같은 실물가치 상품이 강해진다. 주식시장 역시 같은 개념으로 실질금리 하락 시기에 강세를 나타내는 경향을 나타낸다<그림 15>. 통화량 공급이 유발할 물가 상승과 현재 완화적인 금융환경이 서베이 지표 개선을 이끌어내는 것에서 Wall St.이 Main St.와 완전 동떨어졌다고 말하는 것도 쉽지 않다<그림 16, 17>.

**정책당국의 실물경제 개선 위한
완화적 스탠스 위험자산 과열 불가피**

현재 완화적인 금융시장 여건과 저금리 고착화, 그 뒤를 받치고 있는 정책당국 스탠스를 고려하면 주식시장이 '철이 없다'라고 말할 수 없다. 떨어지는 돈의 가치를 보상하기 위한 측면에서 자산가격이 자극 받는 환경은 어쩔 수 없는 '정책의 모순'으로 평가한다면 위험자산의 과열도 불가피한 부분이 있는 것이다.

그림15 실질금리 마이너스, 금리형 상품이 아닌 위험자산 투자를 독려하는 환경



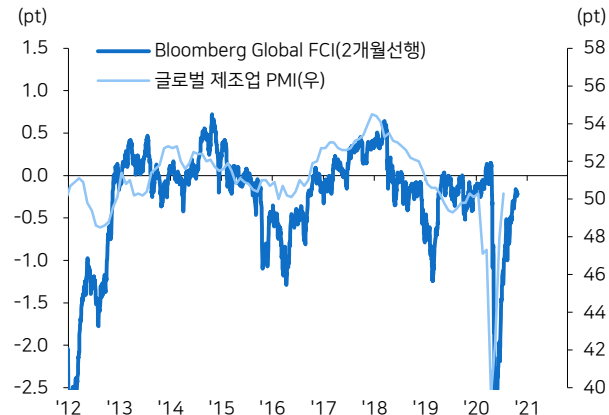
자료: Atlanta Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 글로벌 유동성 공급은 화폐가치 하락 인플레이 유발



자료: Bloomberg, OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림17 완화적 금융환경의 궁극적 목적은 실물경제 개선



자료: Bloomberg, Markit, 메리츠증권 리서치센터

위험자산 과열신호 주목하되 비난은 신중하자

필자가 금융시장 종사자이기 때문에 본 보고서를 통해 '어쩔 수 없다는 변명'을 하려는 것이 아니다. 현재 금융시장을 과열로 몰고 있는 배경을 이해하고 그리고 향후 그 조건이 변화할 수 있는 가능성들에 대해서 대비해 나가자는 취지가 크다. 가장 단순하게 통화정책 스탠스부터 바뀔 수 있는 여건들을 점검해야 한다.

그 중심에 있는 미국 연준의 파월의장 조차 '금융시장 상승세가 다소 가파르나 과열이라고 할 수 없다'는 원론적인 발언을 내세우고 있다. 적어도 연준이 점도표로 약속한 2022년까지는 실질금리 마이너스 환경 하에서 Wall St. 오버슈팅을 비난할 수 없는 환경일 공산이 크다는 생각이다.

주가, 낮은 금리와 배당 반영한 DCF 평가 시 과도하지 않음

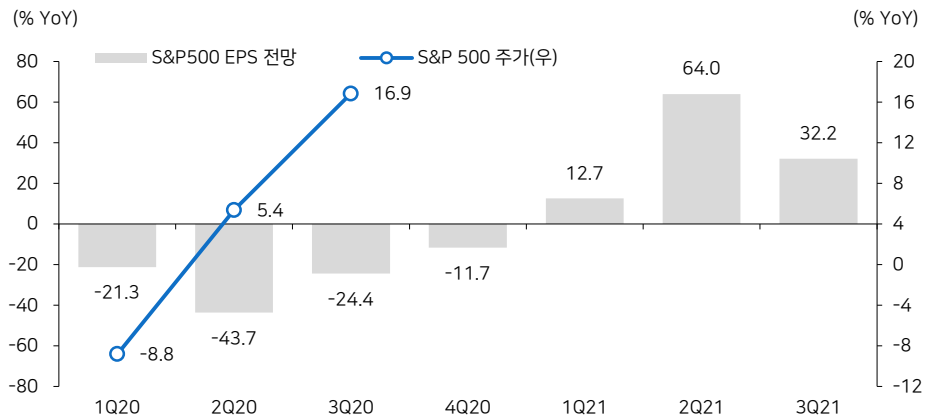
중간중간 적정가치를 걱정하며 이번 주 같은 조정국면이 나올 수 있으나 과거 미국 주식시장의 shock와 1년간 주가 복원 정도를 비교하면 이번 국면이 아주 과도하다고 말할 정도는 아니다<그림 18>. 케이스셔널 PER(CAPE)기준 주가가 비싸다고 해도 낮은 금리와 배당을 반영한 DCF로 주가는 비싸다고 보기 어렵다.

그림18 미국 주식시장 shock 발생 이후 1년과 2년간 수익률, 올해 무난한 편

Date	Peak		Trough		Duration (months)	Decline (%)	Return Post Bear Market	
	Level	Date	Level	Date			Year 1	Year 2
Sep-29	32	Jun-32	4	33	-86.2%	121%	-4%	
Jul-33	12	Mar-35	8	20	-33.9%	77%	29%	
Mar-37	19	Apr-42	7	61	-60.0%	54%	3%	
May-46	19	Jun-49	14	37	-29.6%	42%	12%	
Aug-56	50	Oct-57	39	14	-21.6%	31%	10%	
Dec-61	73	Jun-62	52	6	-28.0%	33%	17%	
Feb-66	94	Oct-66	73	8	-22.2%	33%	7%	
Nov-68	108	May-70	69	18	-36.1%	44%	11%	
Jan-73	120	Oct-74	62	21	-48.2%	38%	21%	
Sep-76	108	Mar-78	87	18	-19.4%	13%	14%	
Nov-80	141	Aug-82	102	21	-27.1%	58%	2%	
Aug-87	337	Dec-87	224	4	-33.5%	21%	29%	
Jul-90	369	Oct-90	295	3	-19.9%	29%	6%	
Mar-00	1527	Oct-02	777	31	-49.1%	34%	8%	
Oct-07	1565	Mar-09	677	17	-56.8%	69%	16%	
Average				21	-38%	46%	12%	
Average (ex-recession)				13	-26%			
Feb-20	3386	Mar-20	2237	1	-34%	56%		

자료: WSJ 재인용, Scotia Bank, 메리츠증권 리서치센터

그림19 2Q20 실적확인 이후에도 내년까지 미국 기업이익 개선에 대한 기대 유효

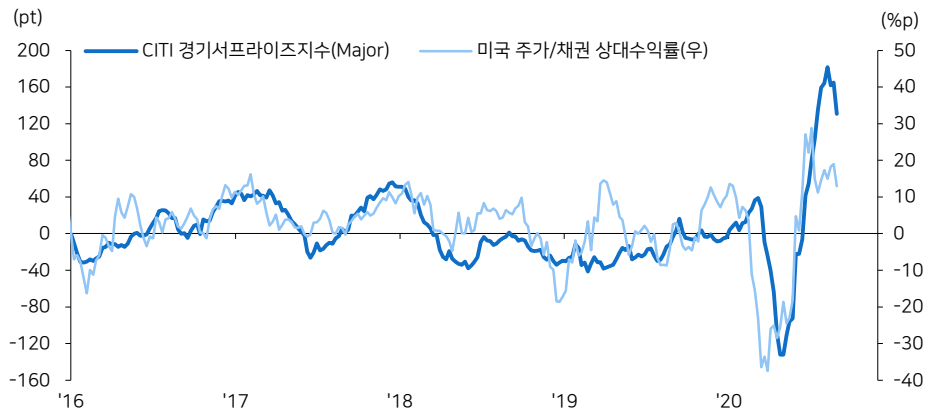


자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

실제 Earnings yield gap이나 배당대비 낮은 금리레벨 등을 고려할 때 단순히 PER 기준만으로 주가를 평가하기 쉽지 않다. 여기에 실제 망가진 GDP보다 회복이 빠를 것으로 기대하는 미국 기업실적을 두고 '진짜 펀더멘탈은 실적'이라고 이야기하는 것도 일견 타당한 부분이 있다<그림 19>.

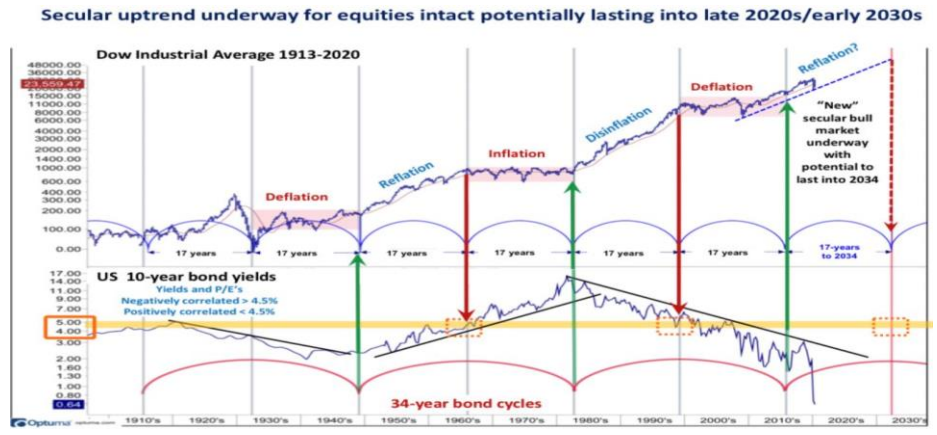
실제 실물경제 자체 회복은 아직 요원한 편이나 예상한 것보다 경기가 양호하다는 모멘텀 측면에서 위험자산 강세는 설명되는 부분이 있다<그림 20>. 여러모로 가격지표가 과열이고 Main St.대비 Wall St.에 대한 우려가 큰 상황이나 그 열기를 만든 배경을 이해하면 자산가격 상승을 비난만 해서는 안될 것이다.

그림20 글로벌 경기모멘텀 회복을 감안한 위험자산 강세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

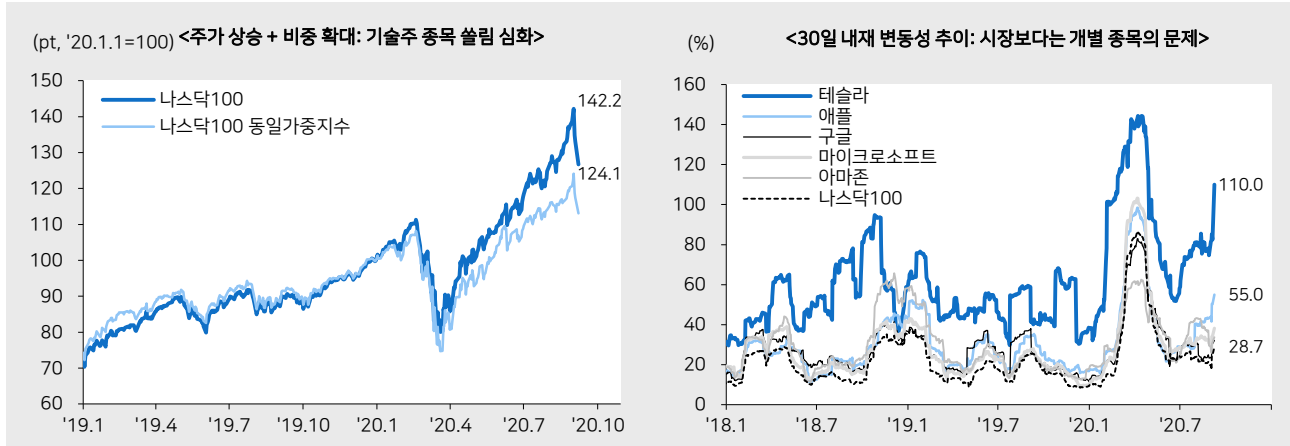
그림21 2020년대는 reflation의 시대? 저금리 유지되는 한 위험자산 유리한 환경



자료: Optuma, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 박범지 연구원

기술주 급락: 아직 시장보다는 개별 종목 이슈



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기술주 급락, 제 2의 IT 버블?

9월 3일, 나스닥이 4.96% 급락했는데 그 이유가 불분명하다. 기술주가 전반적으로 급락한 가운데, 이날 낙폭이 가장 컸던 종목은 8월말 액면분할을 했던 테슬라(-9.0%)와 애플(-8.0%)이었다. 그리고 9월 8일, 나스닥은 다시 4.11% 급락했고 테슬라는 무려 21%, 애플도 6.7% 폭락했다. 특히, 테슬라는 S&P500 편입 실패, 니콜라와 GM의 협력 소식이 악재로 작용해 낙폭을 키웠다. 2000년대 IT버블과 유사하다며 제2의 IT버블이 온다는 우려도 커지고 있다.

급락 이전, 기술주 종목 쏠림 심화

이에 대한 판단을 하기에 앞서 대형 기술주로 구성된 나스닥100(가중평균)과 나스닥100 동일가중지수를 비교해보면, COVID-19 이후 종목의 쏠림 현상이 심화되고 있었다는 점을 확인할 수 있다. 예를 들어 테슬라는 COVID-19 급락 이후 423%(3/20~9/2) 폭등하는 동안 지수 내 비중도 같이 높아졌기 때문에 지수에 미치는 영향은 그보다 클 수밖에 없다. 같은 기간 나스닥100은 77.6% 상승했는데, 이 중 테슬라가 4.7%p, 애플이 18.6%p 기여했다. 참고로 아마존과 마이크로소프트의 지수 상승분에 대한 기여도는 각각 9.3%p, 8.0%p이다.

최근 주가 상승률이 높았던 애플과 테슬라의 변동성이 가장 높음

한편, 개별 종목의 내재 변동성(30일)을 봐도 종목별 차이가 두드러진다. 9월 8일 기준 나스닥100의 변동성은 28.7인 반면, 테슬라는 110, 애플은 55에 달한다. 같은 대형 기술주인 구글, 마이크로소프트, 아마존은 각각 32.1, 38.2, 33.7 이다. 테슬라와 애플이 유독 변동성이 높은 이유는 최근 액면분할과 맞물려 주가가 가장 많이 상승했기 때문일 것이다. 8월 한 달 동안 테슬라와 애플이 각각 74%, 22% 상승한 반면, 구글, 마이크로소프트, 아마존은 각각 10%, 10%, 9% 상승했다.

변동성이 시장으로 확산되는지가 중요

종목 쏠림이 심했고 개별 종목 간 변동성의 차이가 심하다는 점을 감안하면, 아직은 시장보다는 종목의 문제라고 볼 수 있다. 다만 시장에 뚜렷한 악재가 없기 때문에 이러한 변동성이 개별 종목에서 시장으로 확산되는지 여부가 중요해 보인다.

칼럼의 재해석 정은수 연구원

팬데믹이 낳은 독일 거래소 블루칩 (The Economist)

독일 증권거래소의 DAX 지수는 시가총액 상위 30개 기업으로 구성되어 있다. 독일을 대표하는 30개 기업이란 뜻이다. 지난 8월 24일, 이러한 DAX 지수에 'Delivery Hero'가 배달 플랫폼 업체로서는 최초 편입되었다. 동시에 투자자들의 우려 또한 적지 않다. 딜리버리 히어로를 둘러싼 시장의 가장 큰 우려는 '17년 상장 이후는 고사하고 '11년 설립 이래 지속된 적자로 배당 지급 사례가 없는 업체가 높은 pricing을 받고 있는 점이다. 미국 S&P 500 지수의 경우, 편입을 위해 최소 4분기 연속 흑자 기록을 필요로 하는데 반해 시가총액과 거래량만으로 지수 편입 가부를 결정하는 DAX 지수 편입 기준에 대한 회의적인 시각인 것이다.

딜리버리 히어로는 알리바바와 아마존의 투자를 받으며 시장의 이목을 끌었고, 배달 산업 성장성의 가치를 인정받으며 상장까지 순조로웠다. 흑자는 동사의 주가 고공행진이 지속되는 이유가 독일 내 배달 산업 호황에 있다고 생각할 수 있다. 그러나 실상은 그렇지 않다. 아이러니하게도 독일 사업권은 이미 경쟁사에 매각한지 오래다. 딜리버리 히어로의 주가 상승 key-factor는 연이은 해외 배달 업체 인수를 통한 글로벌 배달 시장 점유율 상승에 있다. 산업 초기 발달 단계에서 시장 점유율 선점이 장기적 기업가치에 긍정적인 점을 감안하면, 시장의 판단이 틀리지 않을 가능성이 높다. 다만, 상장사로서 어쩌면 당연한 '수익성' 개선이 투자자들의 예상보다 늦어진다면 주가는 거품처럼 빠질 수 있다.

글로벌 배달시장 포식자

락다운이 야기한 배달 산업의 초고속 성장

팬데믹 위기 속 최대 호황을 맞은 산업이 있다. 배달 산업이다. 1인 가구 증가와 언택트향 소비 트렌드 변화에 기인하여 구조적 성장 중이던 산업에 팬데믹이란 촉매제가 뿌려진 셈이다. 이러한 산업 급성장의 과실을 고스란히 얻고 있는 업체가 있다. 2011년 설립되어 2017년 상장한 독일의 배달 플랫폼 업체 '딜리버리 히어로(Delivery Hero)'다. 동사는 전세계 43개국에서 28개 브랜드를 운영 중이며 최근 활발한 M&A를 통해 수직, 수평적 사업 확대 중이다.

배달 산업 성장 수혜주

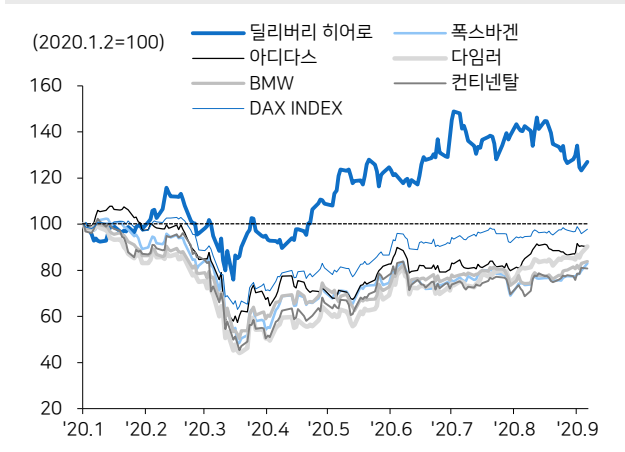
딜리버리 히어로는 DAX 지수 종속 동종 업체 중에서도 수익률 우위를 보이고 있다(9/7 종가 기준 YTD 수익률: 딜리버리 히어로 +27%, 폭스바겐 -17%, 아디다스 -10%, 다임러 -10%, BMW -16%, 컨티넨탈 -19%, DAX Index -2%).

그림1 독일 DAX 지수 종속 TOP 10 기업 리스트

순번	이름	GICS 섹터	시가총액 (십억유로)
1	SAP	IT	165.3
2	Linde PLC	소재	110.0
3	지멘스	산업재	99.3
4	알리안츠	금융	75.3
5	폭스바겐	자유소비재	74.8
6	도이치 텔레콤	통신	72.0
7	바이엘	헬스케어	53.8
8	아디다스	자유소비재	53.1
9	머크	헬스케어	50.3
10	바스프	소재	48.2
25	딜리버리 히어로	자유소비재	17.3

주: 2020년 9월 7일 종가 기준 시가총액 순
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 DAX 지수 내 자유소비재 종목 YTD 상대강도



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

배달의 게르만족?

국내 배달 앱 TOP 3
모기업은 독일계 딜리버리 히어로

지난 12월, 국내 배달 앱 부동의 1위인 '배달의 민족'이 2·3위 플랫폼인 '요기요', '배달통'을 보유한 딜리버리 히어로에게 40억달러(4조7,500억원)에 매각되면서 시장에 적잖은 파장을 일으켰다. 당시 외국 자본에 회사가 매각된 것에 대해 비판적 시각이 있었는데, 이에 대해 '우아한형제들'의 김봉진 대표는 언론사와의 인터뷰에서, "소비자 반응을 겸허히 받아들인다. 그러나 향후 3~4년 사업 시뮬레이션 결과, 국내 시장으로는 글로벌 진출 시 주요 플레이어들과 경쟁에 필요한 자본조달이 어려울 것이라고 판단했다"고 소회를 밝혔다.

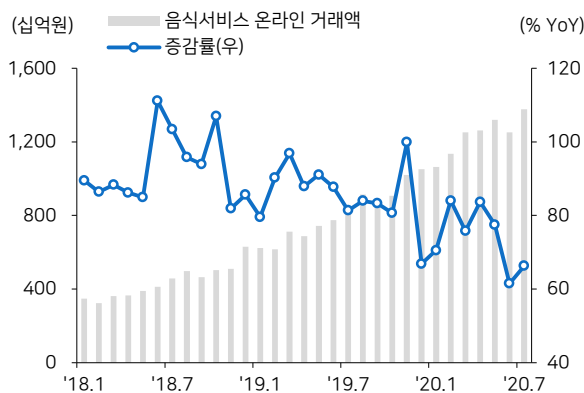
유례 없는 고성장

딜리버리 히어로는 이미 2018년, 우아한형제들에 첫 인수 의향을 전달했던 것으로 알려지는데, 당시에 인수금액으로 3조원을 제시했다는 후문이다. 배달의 민족의 가치가 오래 전부터 높게 평가됐다는 방증이다. 실제로 앱 분석 업체 와이즈앱에 의하면, 우리나라 배달 앱 결제 금액은 올해 1~8월 누계치가 7조6,000억원에 달했다. 작년 총 결제액이 7조1,000억원이었던 점을 감안하면 8개월도 되지 않는 기간에 작년 전체 실적을 달성한 셈이다(8월 결제액 +28% MoM). 동기간 배달 앱 사용자수는 배달의 민족이 1,066만명, 요기요가 531만명을 각각 기록하며 양사 합산 이용자수는 국내 전체 이용자의 99%에 달했다. 딜리버리 히어로의 국내 배달 플랫폼 시장 점유율은 이에 동행한다.

개선의 여지가 커진 수익성

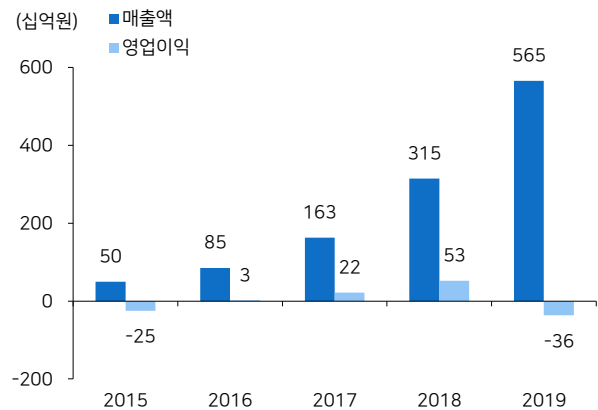
배달의 민족의 향후 과제는 단연코 수익성 개선이다. 최근 우아한형제들의 재무지표를 살펴보면 2019년 매출액은 +80% YoY 고성장한 반면, 영업이익은 적자 전환했다. 국내 배달 시장의 경쟁이 치열해지면서 광고·마케팅 비용이 증가하고, 리더 프로모션 비용이 증가한 데에 기인한다. 그러나, 이제 국내 배달 업체가 모두 한 기업의 소유가 된 이상 국내 배달 시장 경쟁 강도는 차츰 소강 국면에 진입하여 국내 배달 앱 3사의 판관비는 감소할 것으로 판단된다.

그림3 월별 음식서비스(배달) 거래액 추이



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림4 우아한형제들 매출액 및 영업이익 추이



자료: 우아한형제들, 메리츠증권 리서치센터

거리두기 지속 + 외연 확대 = 딜리버리 히어로 추가 UP

서구권 사업보다
아시아권 사업 촉망

배달 문화는 서구권보다 아시아, 중동권에서 더 발달된 것이 현실이다. 인구밀집도가 높을수록 배달 업체의 침투율 확대 및 이익률 관리가 용이하기 때문이다. 유럽과 미국 등 선진국 배달 시장은 미성숙 단계이므로 1) 절대적 주문량이 인구 대비 적고, 2) 직고용이 어려워 단순히 식당과 라이더를 매칭해주는 모델이기 때문에 이익률이 적을 수밖에 없다. 아시아의 낮은 인건비로 인한 경쟁력 또한 한 몫 한다. 2018년, 딜리버리 히어로는 이를 선지하여 독일 사업권을 경쟁사인 'Takeaway'에 매각하고 아시아, 중동으로 수직, 수평적 사업 확장에 몰두해왔다. 지난 12월에는 우리나라 '배달의 민족'을 보유한 '우아한형제들'을(수평), 8월에는 중동 식료품 배달 플랫폼 'InstaShop'를(수직) \$360mn에 인수를 결정하면서 추가 랠리가 본격화됐다. 이번 인수를 통해 중동 내 신선식품 배송 역량까지 기른다는 계획이다. 또한 '우아한형제들' 연결 편입 효과로 올해 최소 +35% YoY의 매출 확대를 달성할 것으로 추정된다('19년 각 사 매출액 기준). 한편, 주 경쟁사인 Takeaway는 지난 6월 미국의 1위 배달 플랫폼인 '그럽허브(Grubhub)'을 \$7.8bn에 인수한 바 있다.

이러한 노력을 뒷받침하듯, 2019년 말 기준 딜리버리 히어로의 권역별 매출 비중은 중동 및 북아프리카 50%, 아시아 30%, 유럽 12%로 본사가 위치한 대륙보다 해외 의존도가 높다. 올해는 인수효과로 아시아와 중동의 역할이 더 커질 것이다.



자료: Delivery Hero, 메리츠증권 리서치센터

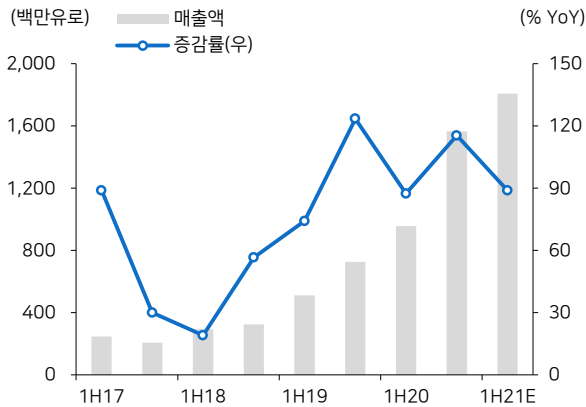
리스크 요인

동사 투자 시 리스크 요인은 1) 유로화 약세 전환, 2) 영업이익 흑자 전환 실패를 꼽을 수 있다. 현재 유로화 수준은 달러화, 위안화에 비해 주요 외국인 투자자의 접근을 망설이게 한다. 유럽 증시에 상장한 딜리버리 히어로와 Takeaway의 주가 수익률이 타 국가에 상장한 글로벌 피어 대비 저조한 원인 중 하나다. 하지만 우리는 최근 ECB의 재정정책으로 인해 장기적으로 유로화 강세가 지속될 것으로 판단한다. 두번째, 인수효과로 외형확대란 과실(2020E 매출: +114% YoY)은 누리겠지만 수익성 개선 증명 시한은 다가오고 있다. 최소한 개선의 방향성 제시에 실패한다면 시장의 지속적 지지를 얻기는 어려워질 것이다.

수익성 개선이 Key

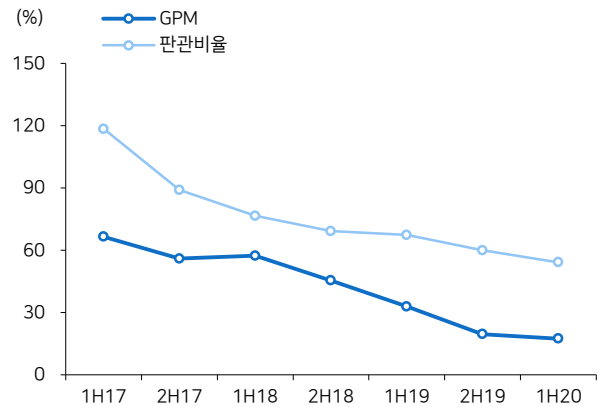
현재 한 산업을 주도하는 아마존은 1997년 상장 후, 5년이 지나서야 최초 영업이익 흑자 전환에 성공했다. 앞으로 팬데믹이 얼마나 지속될지, 그간 취득된 생활습관이 쉽게 제자리로 돌아올 수 있을지, 누구도 쉽게 판단하기 어렵지만 외형확대에 주력 중인 상장 3년 차 딜리버리 히어로의 향방을 주시할 필요가 있다는 판단이다. 동사의 글로벌 피어인 테이크어웨이, 그립허브, 메이턴디엔핑 또한 만년 적자 또는 약한 수익성에서 탈피하지 못하고 있으나 이들의 주가 수익률은 딜리버리 히어로의 수익률보다 우위다(9/7 종가 기준 YTD 수익률: 딜리버리 히어로 +27%, 테이크어웨이 +10%, 그립허브 +46%, 메이턴디엔핑 +140%). 향후 피어 대비 M&A를 통한 시장 점유율과 매출의 확대 폭이 기대되는 동사의 주가 키 맞추기가 이뤄질 것으로 예상된다.

그림6 딜리버리 히어로 매출액 추이 및 예상



주: 2H20E, 1H21E 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준
 자료: Delivery Hero, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 딜리버리 히어로 GPM 및 판관비율 추이



자료: Delivery Hero, 메리츠증권 리서치센터

원문: Delivery Hero is Germany's newest blue chip - The Economist