



하나금융그룹

2021년 7월 26일 | Global Asset Research

[화수분전략]

마이크로(Micro)가 매크로(Macro)를 잡는다

과거에 비해 시가총액 상위 기업들이 주식시장에 차지하는 시가총액 비중은 증가했지만, 매출액 비중은 축소됐다. 작은 기업(Micro)들이 기존 큰 기업(Macro)을 추격하고, 따라잡고, 넘어서는 과정에서 나타나는 변화라고 볼 수 있다.

기업의 성장 과정을 [Start up → Scale up → Share up] 세 단계로 구분해 해외 기업들 사례를 통해 각 단계마다 중요하게 생각할 수 있는 변수를 추출해 국내 증시에 적용해 보는 것도 생각해 볼만한 전략 중 하나다.

① Start up: 2010년 월트디즈니 대비 넷플릭스 매출액 비율은 6%에서 2021년 44%로, 시가총액 비율은 6%에서 75%로 상승했다. 넷플릭스가 월트디즈니 대비 높은 매출증가율 (20% vs. 5%) 수준을 유지했다는 점도 중요하지만, 넷플릭스의 경우 인당 매출액은 266 만 달러로 월트디즈니의 32만 달러 대비 8배나 높은 수준이다. 넷플릭스의 영업활동을 통한 현금흐름(CFO)이 2015~19년까지 적자였음에도 불구하고, 높은 생산성을 기반으로 자본 유치가 원활하게 진행했다. Start up 단계가 주는 전략적 시사점은 기업의 높은 매출증가율과 인당 매출액의 중요성이다. 2020~22년 매출증가율이 20% 이상 유지, 인당 매출액이 10억원을 상회하는 국내 기업들에 관심을 가져볼 필요가 있다(본문 그림9).

② Scale up: 2010년 월마트 대비 아마존 매출액 비율은 8%에서 2021년 89%로, 시가총액 비율은 42%에서 452%로 상승했다. 규모의 경제가 진행되는 단계라는 점에서 생산성 지표 보다 매출액 사상 최고치 지속 경신 여부가 우선 중요하다. 특히 아마존의 경우 매출액 대비 CFO 비율이 평균 11%로, 월마트의 평균 5% 대비 상대적으로 높았다. 아마존의 CFO 대비 자본지출(CAPEX) 비율은 60%로 월마트의 30% 대비 월등히 높은 수준을 유지하고 있다. Scale up 단계가 주는 전략적 시사점은 기업이 돈도 잘 벌어야 하지만, 벌어들인 돈의 재투자를 통한 업종 내 점유율 확대의 중요성이다. 2021~22년 매출액 사상 최고치 경신 기대를 가지고 있고, 매출액 대비 CFO 비율 10% 이상, CFO 대비 CAPEX 비율 60% 이상을 유지하고 있는 국내 기업들에도 관심을 가질 필요가 있다(본문 그림16).

③ Share up: 모든 산업이 Start up이나 Scale up 단계처럼 성장성을 가질 수는 없다. 자라, 캡, H&M과 같은 의류 산업의 경우 매출 성장은 정체되어 있고, 규모의 성장이 정체되어 있기 때문에 매출액 대비 CFO 비율도 추세적으로 하락하고 있다. 그러나 2001년 3개 기업 중 매출액과 시가총액이 가장 적었던 자라의 경우 매출액은 2008년 이후, 시가총액은 2011년 이후 3개 기업 중 가장 큰 기업으로 변했다. 자라가 현재까지도 이런 상태를 유지할 수 있는 이유는 상대적으로 낮은 매출액 대비 재고 비율과 높은 영업이익률 그리고 낮은 영업이익률의 변동폭을 유지하고 있기 때문이다. Share up 단계가 주는 전략적 시사점은 업종 내 시가총액 상위 기업일수록 영업이익률은 높게, 그 변동성은 낮게 유지할 수 있는가가 중요하다. 매출액 비율이 상승할 것으로 예상되는 업종 내에서 상대적으로 영업이익률은 높고, 변동성은 낮아지고 있는 국내 기업들에도 관심을 가질 필요가 있다(본문 그림23).

Investment Idea

Equity



주식전략 이재만

02-3771-7547

duke7594@hanafn.com

RA 신다운

02-3771-7516

dawoonshin@hanafn.com

Compliance Notice

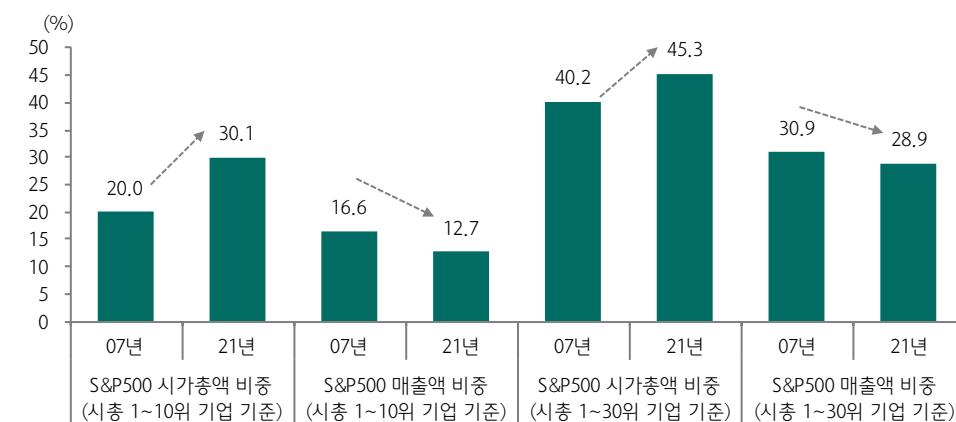
본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

マイクロ(Micro)가 매크로(Macro)를 잡는다

그림 1. S&P500 시가총액 상위 기업들의 시가총액 비중은 상승했지만, 매출액 비중은 하락: 기업을 선택하는 기준이 변했음을 의미

2007년 S&P500 시가총액 1~10위 기업, 1~30위 기업 시가총액 비중은 20%와 40%. 2021년 현재 30%와 45%로 상승

2007년 S&P500 시가총액 1~10위 기업, 1~30위 기업 매출액 비중은 17%와 31%. 2021년 현재 13%와 29%로 오히려 하락

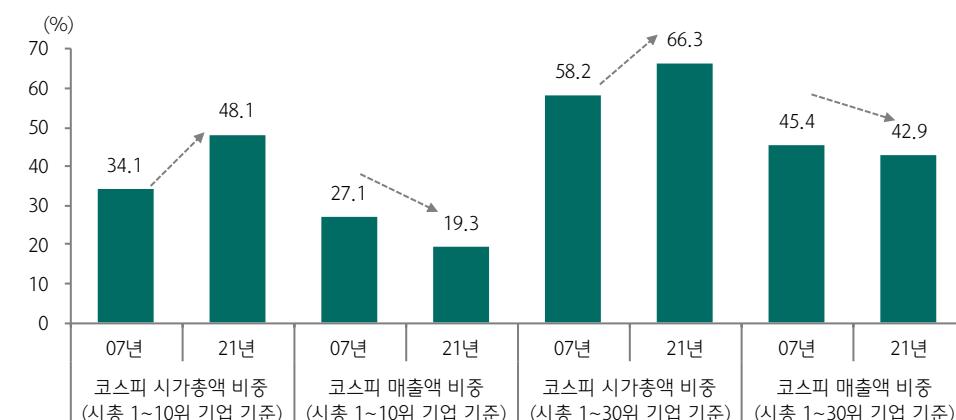


자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 코스피 시가총액 상위 기업들의 시가총액 비중은 상승했지만, 매출액 비중은 하락: 기업을 선택하는 기준이 변했음을 의미

2007년 코스피 시가총액 1~10위 기업, 1~30위 기업 시가총액 비중은 34%와 58%. 2021년 현재 48%와 66%로 상승

2007년 코스피 시가총액 1~10위 기업, 1~30위 기업 매출액 비중은 27%와 45%. 2021년 현재 19%와 43%로 오히려 하락



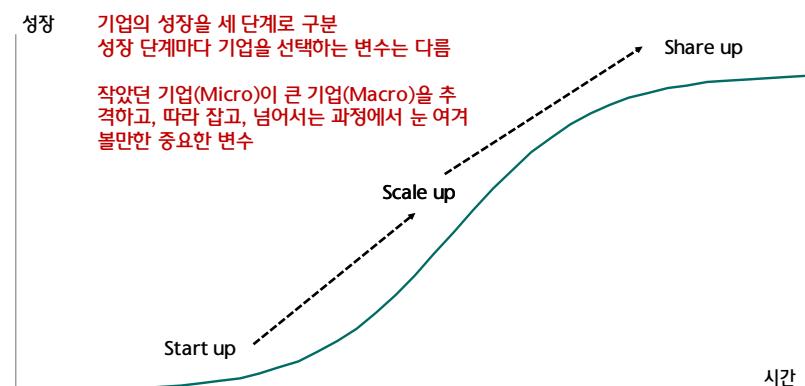
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 3. 기업의 성장을 세 단계로 구분: Start up → Scale up → Share up

작았던 기업(Micro)이 기존 큰 기업(Macro)을 추격하고, 따라 잡고, 넘어서는 과정에서 나타나는 현상

기업의 성장을 세 단계로 구분: Start up → Scale up → Share up

성장 단계마다 기업을 선택하는 변수는 다름



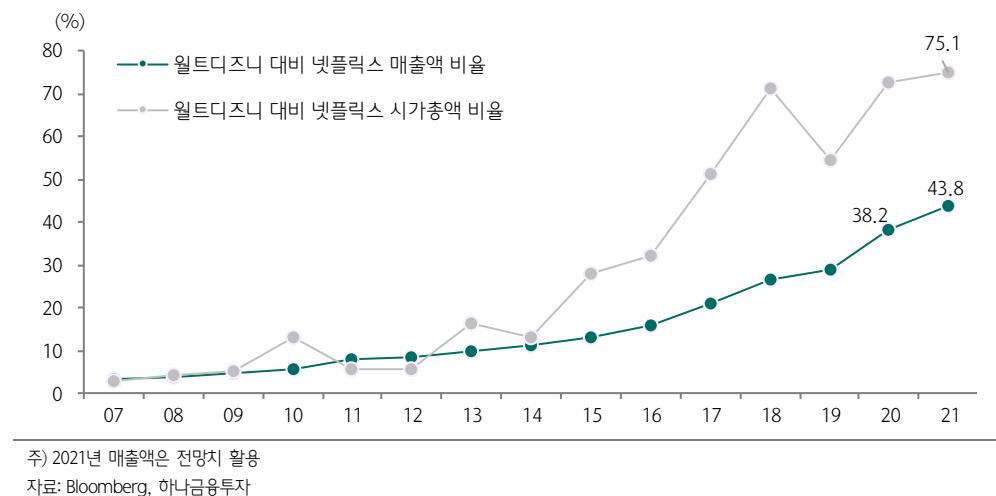
자료: 하나금융투자

매출이 마이크로(Micro)했던 넷플릭스(2021년 297억 달러)가 매크로(Macro)한 월트디즈니를 추격 중

2010년 월트디즈니 대비 넷플릭스 매출액 비율은 6%→ 2021년 44%

월트디즈니 대비 넷플릭스 시가총액 비율은 6%→ 75%로 상승

그림 4. ① Start up: 월트디즈니 대비 넷플릭스의 매출액 비율은 40%에 불과하지만 시가총액 비율은 75%에 육박



2010년 이후 넷플릭스는 매출 역성장 없이 평균 20%대 이상의 높은 수준을 유지하고 있음

반면 월트디즈니는 평균 5%대의 성장을 유지

그림 5. 넷플릭스는 최근 3년 평균 20%를 상회하는 매출증가율 기록 중. 반면 월트디즈니는 5%에 불과

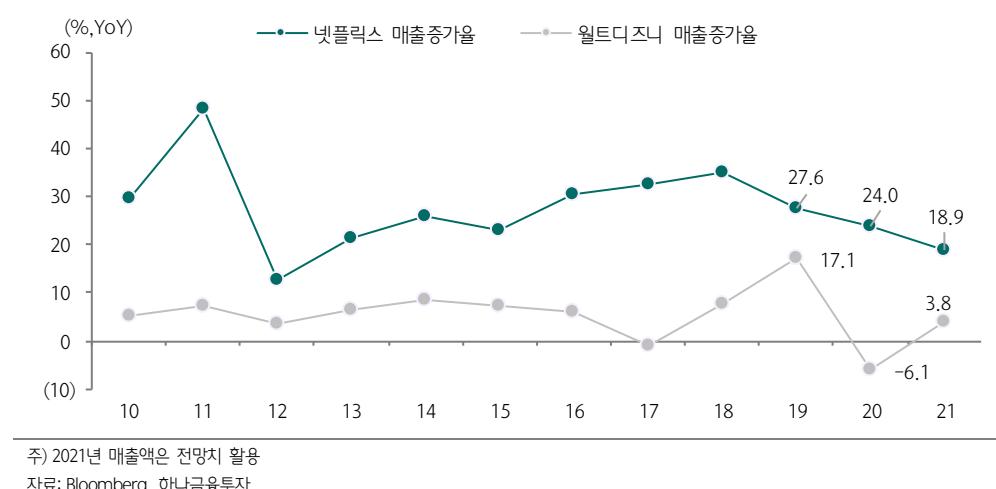


그림 6. 넷플릭스 인당 매출액은 월트디즈니 대비 8배나 높음

넷플릭스 인당 매출액은 266만 달러로 월트디즈니의 32만 달러 대비 8배나 높은 수준

2010년 넷플릭스 인당 매출액은 100만 달러에서 2020년까지 3배 성장. 같은 기간 동안 월트디즈니는 25만 달러에서 32만 달러로 정체

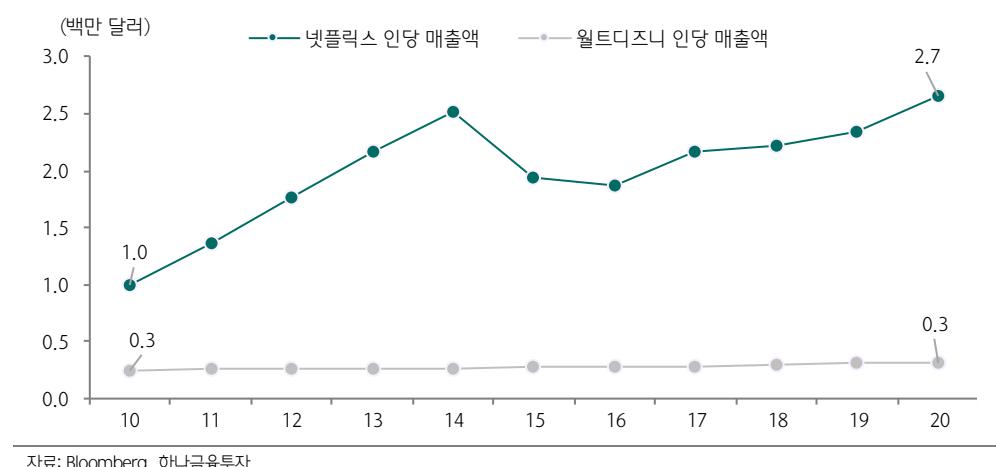
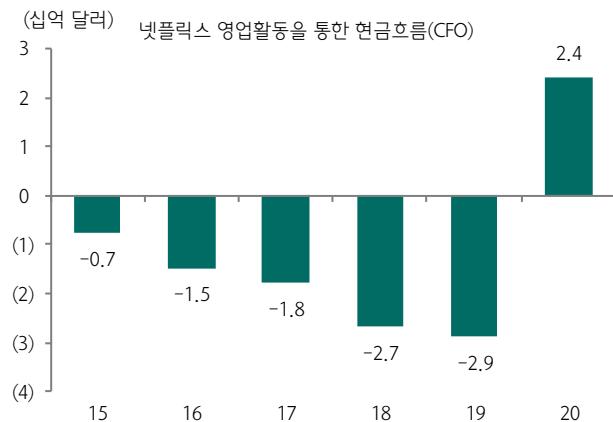
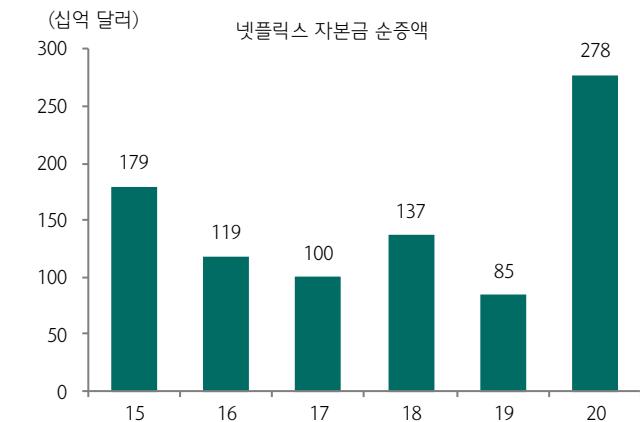


그림 7. 넷플릭스: 2015~19년까지 영업활동을 통한 현금흐름은 적자 상태 지속



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. 그럼에도 불구하고 넷플릭스의 높은 생산성으로 인해 투자를 위한 자본 유치가 수월하게 진행될 수 있었음



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 9. Start up 컨셉을 적용해 국내 기업을 찾아보면: 씨에스원드, 솔루엠, 하이브, 카카오게임즈, 천보

업종	기업	매출증가율(%), 기저효과 없이 3년간 20%대 이상 유지)				인당 매출액 (백만원, 10억 이상)
		2020년	2021년.E	2022년.E	3년 평균	
기계	씨에스원드	21.2	29.6	35.3	28.7	11,400.8
IT하드웨어	솔루엠	17.8	28.3	26.2	24.1	2,619.2
미디어, 교육	하이브	35.6	53.0	46.7	45.1	2,084.5
소프트웨어	카카오게임즈	26.7	43.2	46.0	38.6	1,332.0
2차전지	천보	14.9	59.6	46.2	40.2	1,224.3

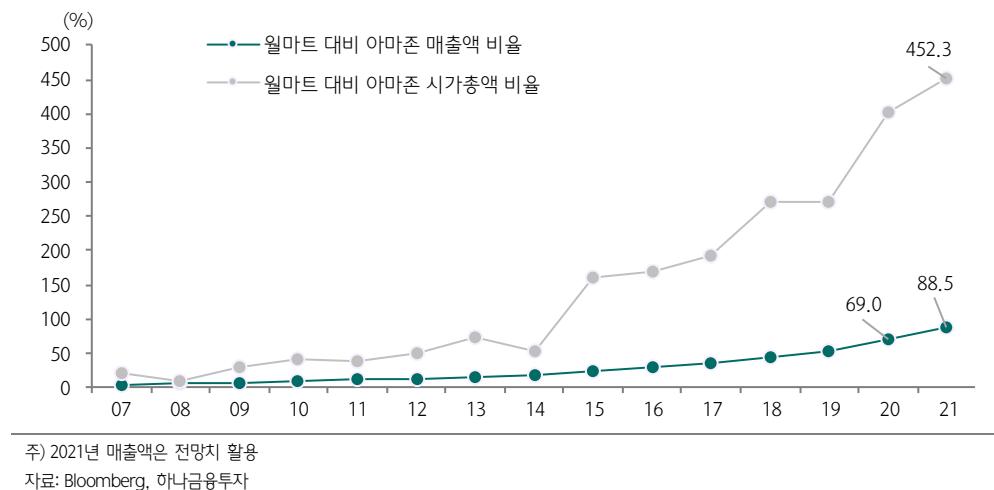
자료: Quantwise, 하나금융투자

매출이 마이크로(Micro)했던 아마존
(2021년 매출액 4,900억 달러)이 매
크로(Macro)한 월마트에 89%까지
따라 붙음

2010년 월마트 대비 아마존 매출액
비율은 8%→ 2021년 89%

월마트 대비 아마존 시가총액 비율은
42%→ 452%로 상승

그림 10. ② Scale up: 월마트 대비 아마존 매출액 비율은 89%까지 상승. 시가총액 비율은 이미 452%로 2015년 이후 월마트를 뛰어 넘음



아마존 인당 매출액은 30만 달러로
2010년 100만 달러를 정점으로 감소

현재는 월마트 인당 매출액(24만 달
러)과 큰 차이가 없음

그림 11. 아마존은 넷플릭스처럼 인당 생산성으로 승부하는 시기는 지나갔음

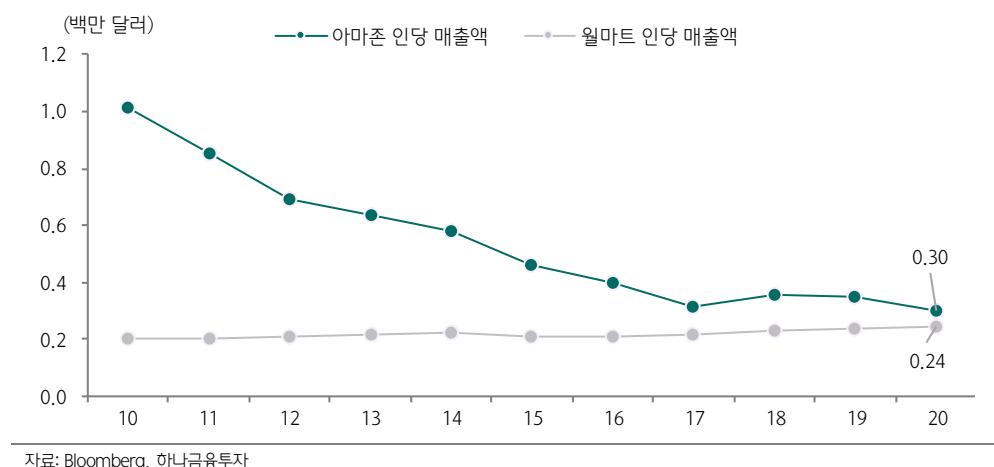
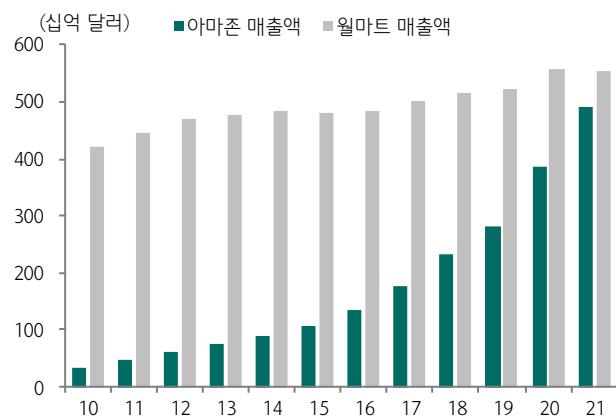
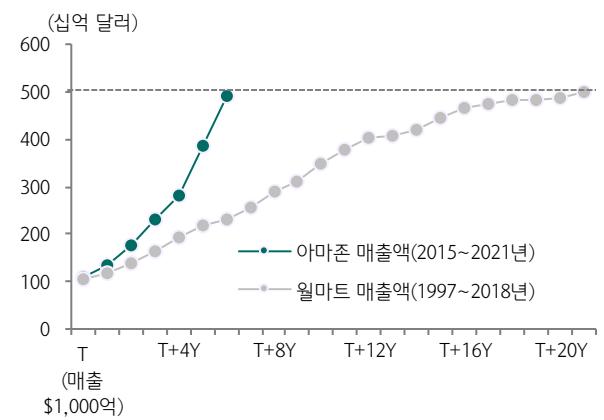


그림 12. 아마존: 2010년 이후 매년 매출액 사상 최고치 경신 중. 빠르
게 규모의 경제 실현 중



주) 2021년 매출액은 전망치 활용
자료: Bloomberg, 하나금융투자

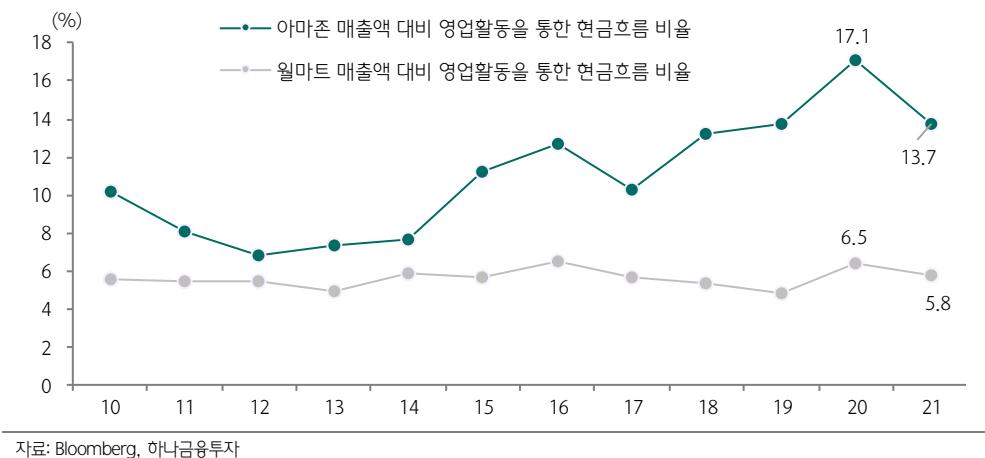
그림 13. 월마트 매출액 1,000억 달러에서 5,000억 달러로 성장 기간
21년. 아마존은 불과 6년만에 달성



2010년 이후 아마존 매출액 대비 영업활동을 통한 현금흐름 비율은 평균 11%

월마트의 평균 5% 대비 상대적으로 매우 높은 수준

그림 14. 아마존은 자체적으로 현금창출 능력이 뛰어난 기업



아마존 영업활동을 통한 현금흐름 대비 CAPEX 비율은 2020~21년 60%를 상회

월마트의 30% 대비 상대적으로 매우 높은 수준

그림 15. 아마존은 벌어들인 돈의 60%이상을 투자. 월마트는 30% 수준: 막대한 투자를 통해 지속적인 규모의 경제를 추구

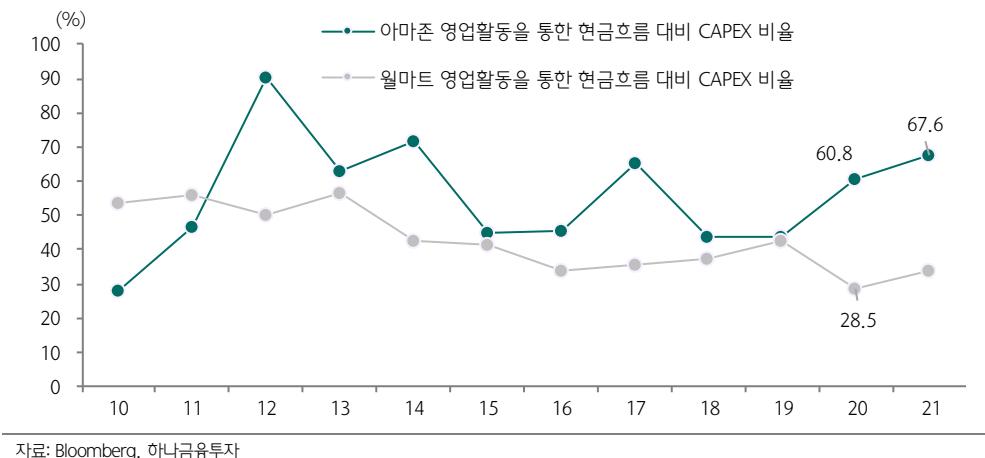


그림 16. Scale up 컨셉을 적용해 국내 기업을 찾아보면: 한화솔루션, SKC, SK마티리얼즈, LG이노텍, SK하이닉스

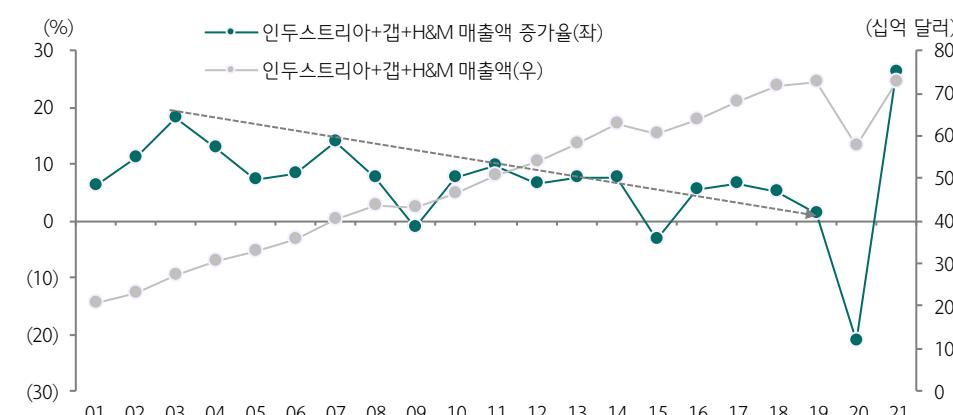
업종	기업	매출액(십억원) :사상 최고치 경신 지속			영업활동을 통한 현금흐름(CFO, 십억원)				매출액 대비 CFO(%) :10% 이상				CFO 대비 Capex(%) :60% 이상		
		2010~20년 최고치	2021년.E	2022년.E	2019년	2020년	2021년.E	2022년.E	2019년	2020년	2021년.E	2022년.E	2019년	2020년	2021년.E
화학	한화솔루션	9,457	10,998	11,896	1,206	1,070	1,049	1,312	12.8	11.6	9.5	11.0	96.6	82.6	95.8
2차전지	SKC	2,802	3,414	3,790	41	337	380	460	1.7	12.5	11.1	12.1	628.2	89.5	83.4
디스플레이	SK마티리얼즈	955	1,170	1,347	252	282	384	388	32.6	29.5	32.9	28.5	77.7	143.3	73.9
IT하드웨어	LG이노텍	9,542	11,794	12,410	769	950	1,223	1,419	9.6	10.0	10.4	11.4	61.1	80.7	73.8
반도체	SK하이닉스	40,445	41,618	51,216	6,550	12,315	18,808	23,679	24.3	38.6	45.2	46.3	212.5	81.8	70.2
반도체	DB하이텍	936	1,083	1,240	161	310	311	379	19.9	33.1	28.8	30.6	55.3	50.9	64.8
통신서비스	SK텔레콤	18,625	19,498	20,210	4,035	5,822	4,935	5,357	22.7	31.3	25.3	26.5	83.7	61.1	63.2
소매/유통	현대백화점	2,273	3,042	3,411	377	259	466	471	17.2	11.4	15.3	13.8	72.4	198.5	62.3

자료: Quantiverse, 하나금융투자

2020년 코로나19로 인한 매출 급감
이후 2021년 기저효과 제외할 경우

자라, 갭, H&M 의류 기업의 합산 매출증가율은 추세적으로 하락

그림 17. 성장성이 크지 않은 산업에서도 변화가 있을까?



주1) 인두스트리아 데 디세뇨 텍스틸은 자라 모회사

주2) 2021년은 전망치 활용

자료: Bloomberg, 하나금융투자

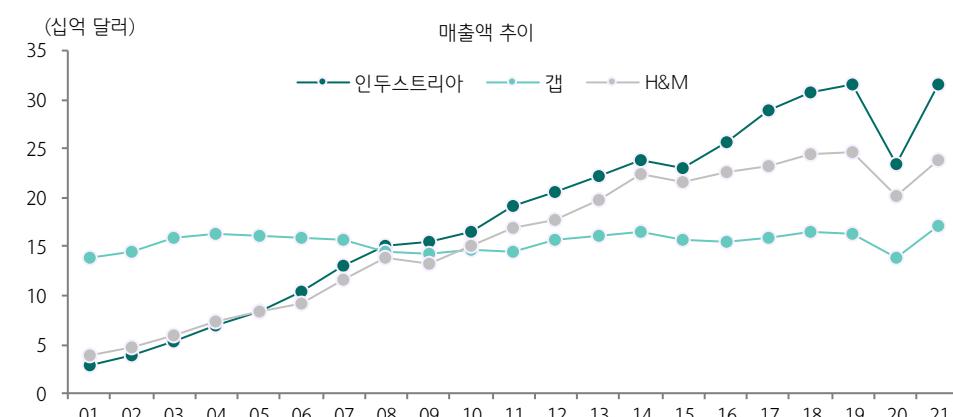
그림 18. ③ Share up: 3개사 중 매출액이 가장 적었던 인두스트리아: 매출액이 가장 큰 기업으로 변화

2001년 매출액 갭 138억 달러>
H&M 39억 달러> 자라 29억 달러

2008년 3개사 중 자라가 매출 1위를 차지. 이후 현재까지 꾸준히 유지

2021년 전망치 자라 316억 달러>
H&M 238억 달러> 갭 171억 달러

자라의 매출액 점유율은 44%까지 상승하며 최고치 경신



주1) 인두스트리아 데 디세뇨 텍스틸은 자라 모회사

주2) 2021년은 전망치 활용

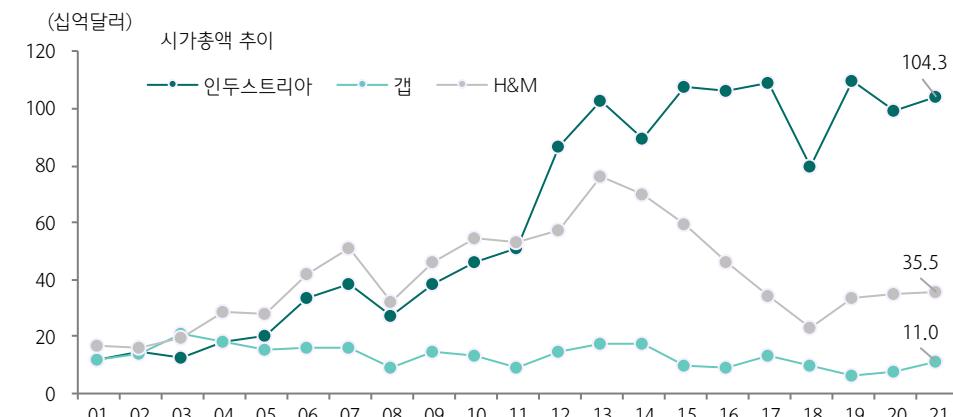
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 19. 인두스트리아 시가총액은 2001년 118억 달러에서 2021년 1,043억 달러로 성장

2001년 자라 시가총액 118억 달러
현재 사상 최고치인 1,043억 달러

반면 2001년 갭 시가총액은 121억
달러에서 현재 110억 달러로 축소

H&M의 경우 2013년 764억 달러를
정점으로 현재 355억 달러로 하락



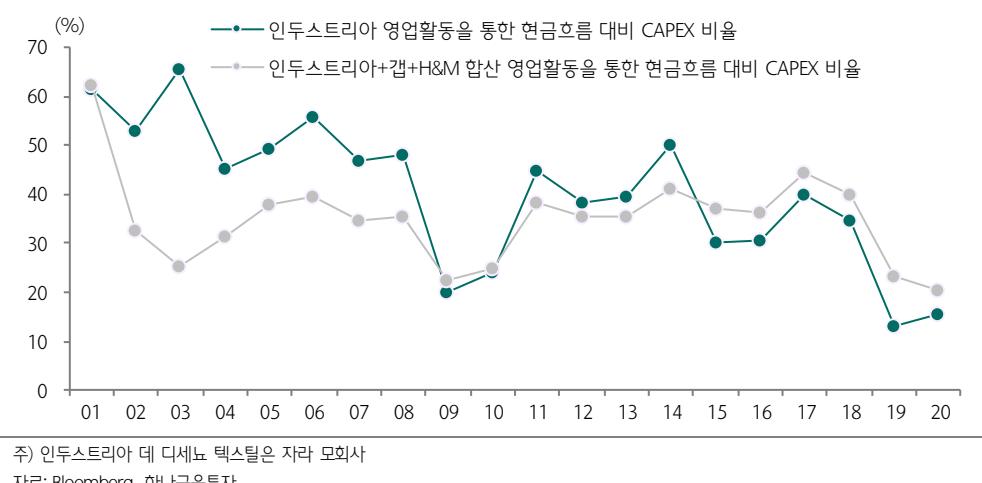
주) 인두스트리아 데 디세뇨 텍스틸은 자라 모회사

자료: Bloomberg, 하나금융투자

자사의 영업활동을 통한 현금흐름 대비 CAPEX 비율은 2014년 50%를 정점으로 2020년 15%까지 하락

자자+캡+H&M 합산 영업활동을 통한 현금흐름 대비 CAPEX 비율은 2014년 41%에서 현재 20%로 하락

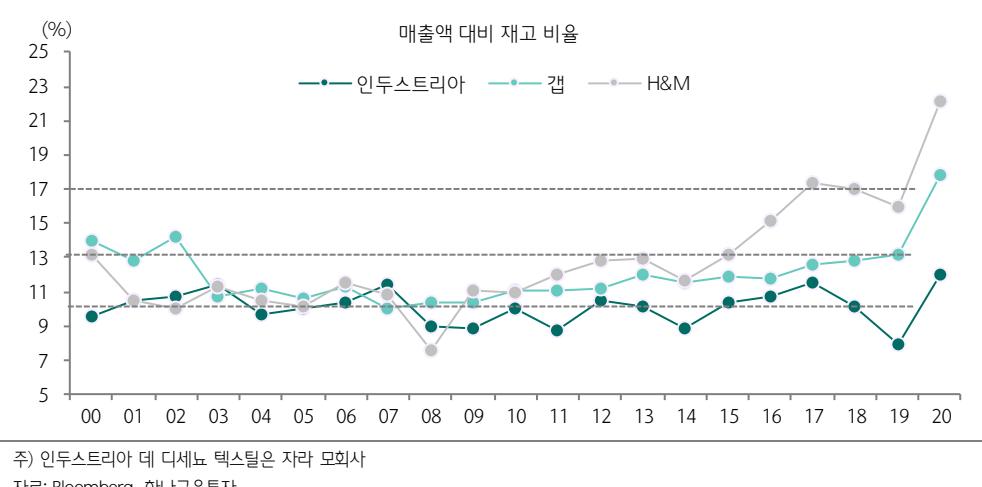
그림 20. 성장성이 크지 않기 때문에 투자를 통한 규모의 경제를 추구할 필요성은 없음



2020년 코로나19로 인해 일시적으로 매출액 대비 재고 비율이 상승하긴 했지만

자자의 매출액 대비 재고 비율은 10% 이하 수준. 반면 캡은 13%, H&M은 17%

그림 21. 인ду스트리아는 3개사 중 가장 낮은 재고 수준을 유지



2020년 코로나19로 인해 일시적으로 영업이익률 하락했지만

자자 영업이익률은 2010년 이후 평균 18%, 표준편차 0.9%

H&M 영업이익률 평균 15%, 표준편차 5%. 캡 10%, 3%

그림 22. 인ду스트리아의 영업이익률: 3개사 중 가장 높고, 변동성 낮게 유지

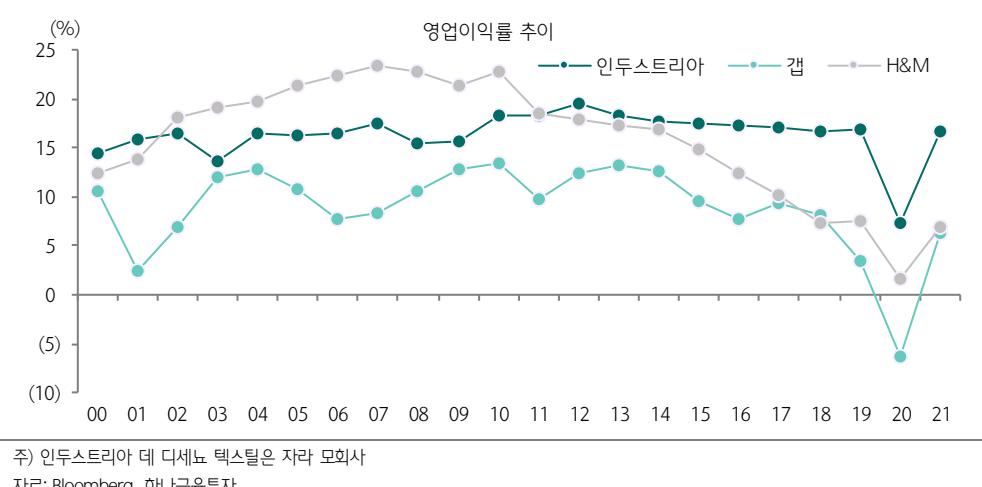


그림 23. Share up 컨셉을 적용해 국내 기업을 찾아보면: 삼성전자, NAVER, 기아, 코웨이

구분	코스피+코스닥 내 매출액 비중(%)					영업이익률(%)					영업이익률 표준편차(%)	
	2018년	2019년	2020년	2021년.E	2022년.E	2018년	2019년	2020년	2021년.E	2022년.E	2017~19년	2020~22년
Tech H/W	17.6	16.4	17.3	21.8	22.5	9.6	4.7	6.4	11.3	12.1	2.9	3.1
Tech H/W 내 삼성전자	51.4	50.9	49.7	54.1	53.8	24.2	12.1	15.2	19.0	20.5	6.5	2.8
소프트웨어	1.6	1.8	1.9	2.0	2.2	10.8	11.7	12.6	14.2	16.5	1.3	2.0
소프트웨어 내 NAVER	12.9	9.0	10.1	14.2	14.7	16.9	26.5	22.9	20.2	21.1	5.2	1.4
자동차/부품	10.3	10.8	10.5	12.0	12.0	3.1	3.7	2.9	6.5	6.9	0.4	2.2
자동차/부품 내 기아	19.6	19.6	20.5	25.7	25.4	2.1	3.5	3.5	7.3	7.6	1.1	2.3
화장품/의류	2.5	2.8	2.6	3.0	3.0	7.5	7.4	6.8	11.3	11.7	0.3	2.7
화장품/의류 내 코웨이	4.0	4.0	4.4	5.2	5.4	19.2	15.2	18.7	18.2	18.3	2.2	0.3

자료: Quantivise, 하나금융투자