

Strategy Idea



▲ 투자전략
Analyst 박중계
02. 6098-6671

기술주 버블, 어떻게 봐야 할까?

- ✓ 1999년 이후처럼 완만한 금리 인상과 기술주 버블이 나타나는 3차 상승 랠리 전개
- ✓ 이번 기술주 상승을 주도하는 것은 독점적 플랫폼 기업. 이들은 강력한 경제적 해자를 구축
- ✓ 기술주 버블에 대응하는 전략은 독점적 플랫폼 기업에 투자하는 것

"8회와 9회의 차이가 운명을 가른다" - Stanley Druckenmiller

버블을 예측하기는 어렵다. 단, 버블 대응을 위한 조건들에 대한 고민이 필요하다

버블에 대처하는 자세

버블의 정의를 '적정 가치를 크게 벗어난 상황이 오래 지속되는 현상' 정도로 할 수 있을 것 같다. 그렇다면 버블을 예측하는 행위 자체가 넌센스가 된다. 예측은 언제나 적정 가치를 기준으로 이루어지기 때문이다. 그래서 많은 투자자들은 버블은 위험한 것, 차라리 대응을 하지 말아야 하는 것으로 치부하고는 한다.

1990년대말 버크셔 헤서웨이의 연례총회에서 기술주에 투자를 하지 않았던 워렌 버핏은 어떤 아줌마에게도 조롱을 받았지만, 버블 붕괴 후에는 사람들은 다시 그의 신중함과 현명함을 칭송했다.

버블 연구에 있어 1990년대 후반 Stanley Druckenmiller의 투자는 많은 시사점을 준다

필자가 좋아하는 투자자 중에 Stanley Druckenmiller라고 있다. 그는 조지 소로스와 함께 Quantum Fund를 이끌었으며 실제 1990년대 초반 영란은행을 굴복시킨 'Short Pound' 아이디어는 조지 소로스가 아니라 Stanley Druckenmiller가 낸 것이다.

그의 투자 스타일 중 가장 두드러진 점은 매크로와 마이크로 분석 모두에 능하다는 점이다. 실제 그는 "나는 경제학자보다 시장을 더 잘 알고, 일반 투자자들보다 경제를 더 많이 안다"라는 말을 하기도 했다.

1990년대 IT버블 당시 Stanley Druckenmiller는 1998년까지는 비교적 성공적인 투자를 하고 있었다. 그는 "유동성이 풍부하기 때문에, 쓰레기 같은 주식들이 성장권에서 날 수 있다"는 논리로 기술주에 투자했다.

그러나 그러던 그마저도 1999년 이후부터는 기술주에 매도 포지션을 취했다. 1999년 이후 연준은 다시 금리를 인상하기 시작했는데, 그렇다면 그가 지적인 '성충권에서 날 수 있는' 조건이 사라졌기 때문이다.

그러나 1999년, 연준이 금리를 인상한 후 기술주는 오히려 더 가파르게 상승해 진정한 버블 장세가 전개되었다. 1999년 시장을 투자자들이 어떻게 대처했는지를 살펴보는 것은 정말 흥미롭다.

앞서 언급했듯이 워렌 버핏은 애초에 기술주 근처에도 가지 않았고 Tiger Fund를 이끌던 Julian Robertson 역시 끝까지 기술주 투자를 거부하다가 2000년에 그 유명한 Tiger Fund는 청산된다.

1999년에 기술주를 공매도 했던 Stanley Druckenmiller는 어땠을까? 기술주가 오히려 더욱 가파르게 상승하자 1999년 5월에 그는 기술주 매수로 포지션을 완전히 바꾼다. 그러면서 저 유명한 말을 남겼다.

“8회와 9회의 차이가 운명을 가른다”

여기까지만 보면 Stanley Druckenmiller가 주인공인 버블이라는 막장 드라마가 해피엔딩으로 끝난 것 같지만 여기서 반전이 발생한다. 2000년 기술주가 정점을 기록하고 급락했지만 Stanley Druckenmiller는 끝까지 기술주에 매달리다가 결국 그도 집으로 돌아간다.

결국 남의 돈으로 투자하거나 고용되어 있던 사람들(Robertson, Druckenmiller)은 모두 집에 가고 자기 돈으로 투자했던 사람들(워렌 버핏, 조지 소로스)만 살아남았다는 것이 버블 드라마의 슬픈 결론이다.

기술주는 3차 상승 랠리 구간.
이번에 주목할 점은 바로 플랫폼
기업들의 독점력

최근 글로벌 기술주의 변동성이 높아져 고점 논란이 일고 있다. 밸류에이션은 역대급으로 치솟았고 연준도 계속 금리를 올리고 있다. 이는 마치 1999년을 연상시킨다. 우리는 기술주 상승구간의 9회에 접어들었다고 판단하고 있다.

1999년에 투자자들이 저마다 수많은 선택을 했듯이 여기서 내리는 결정들은 아마도 우리의 미래에 많은 영향을 미치게 될 것이다. 마지막 9회에서 우리는 어떤 선택을 해야 할까?

버블 장세가 위험한 막장 드라마라는 것은 부인할 수 없는 사실이다. 그런데 이번에는 1990년대와 구별되는 매우 중요한 특징이 있다는 점을 상기할 필요가 있다. 우리는 바로 그 다른 특징이 이번 버블 국면에 대응하는 가장 중요한 투자 기준이 되어야 한다고 본다. 그것은 바로 독점력(Monopoly)이다.

독점적 플랫폼 기업들의 특징

독점적 플랫폼 기업들의 가장 큰 특징은 '한계 효용이 체증하는' 법칙이 통한다는 것이다

지난 버크셔 헤서웨이 연례총회에서 워렌 버핏은 "나는 구글에 대해서 틀렸고, 아마존의 가치를 평가하면서 너무 멍청했다"라고 했다. 그는 특히 아마존 CEO인 Jeff Bezos에 대해서, "그 정도로 그가 성공할거라고 생각 못했다. 실행의 위대함을 정말 간과했다"라고 자책하기도 했다.

최근 기술주 상승을 주도하고 있는 플랫폼 기업들, 특히 아마존은 전형적인 성장주이자 스토리 주식이다. 이와 같은 성격의 아마존에 대해서 워렌 버핏이 이 정도로 극찬을 하는 것은 무척 의미가 있다.

필자는 1990년대와 최근 사이에 테크 산업에는 커다란 차이가 한가지 있다고 생각한다. 그것은 변화의 흐름을 주도하고 있는 플랫폼 기업들이 강력한 독점력을 구축하고 있다는 것이다.

플랫폼 기업들의 독점은 투자자들이 좋아하는 '경제적 해자'를 의미한다. 이번 기술주 버블 사이클에서 우리가 가장 유의해야 할 것도 바로 독점력을 갖는 플랫폼 기업에 투자하는 것이라고 생각한다.

플랫폼 기업들의 독점은 아래와 같은 독특한 특징이 있다.

첫째, 네트워크 효과에 의해 자연 독점이 발생한다.

둘째, 소비자들의 효용은 독점의 크기 N에 비례해 오히려 체증한다.

셋째, 소비자 한계효용 체증 법칙에 의해 독점에 대한 규제가 무력화된다.

그렇다면 아마존의 사례를 통해서 플랫폼 기업의 독점에 대해서 조금 더 구체적으로 살펴보도록 하자.

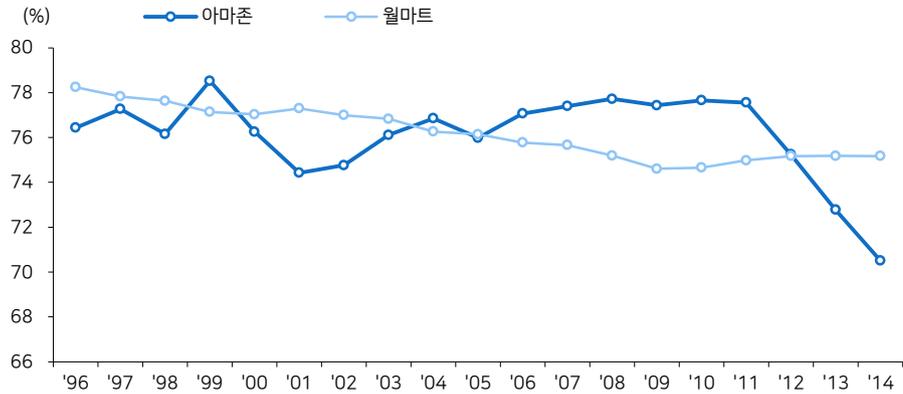
아마존 케이스 스터디(1): 혁신은 비용 절감과 과감한 투자로부터

아마존의 혁신은 비용절감에서 출발한다

e-Commerce 기업들에게 효율적인 재고관리, 저비용 구조는 가장 중요한 경쟁력이다. 아마존과 같은 기업들은 끊임없이 물류와 재고 시스템을 개선해 비용을 줄인다. 아마존에게 혁신이란 비용을 줄이는 것에서부터 출발한다고 해도 과언이 아니다.

아마존과 월마트의 제조원가 비율을 비교하면 비용의 혁신을 느낄 수 있다. 2011년까지 아마존의 제조원가 비율이 월마트보다 높았다. 그런데 2011년 이후 아마존의 제조원가 비율은 급격히 하락해 2014년에는 아마존이 71%, 월마트가 75%를 기록했다. 2011년 이후 3년간 아마존은 제조원가 비율을 무려 7%p나 줄였다.

그림1 아마존과 월마트의 재조원가(COGS) 비율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

온라인 쇼핑에서 1위와 2위의 차이는 계속 확대될 수 밖에 없다

아마존의 비용이 줄어드는 이유는 우선 규모와 독점의 효과가 크다. 독점이 강해질 수록 비용보다 매출액이 늘어나는 폭이 크므로 제조원가 비율이 하락하게 된다. 실제로 2011~2014년 동안 아마존의 매출액은 85%가 늘었지만 비용은 68% 증가했다.

효과적인 재고관리도 비용을 줄이는 주요 변수이다. 아마존도 조달, 물류 관리의 혁신을 통해 비용을 줄이는데 그 중에서도 재고관리가 핵심이다. 아래 도표에서는 아마존의 물류 경쟁력에 대해서 설명하고 있다.

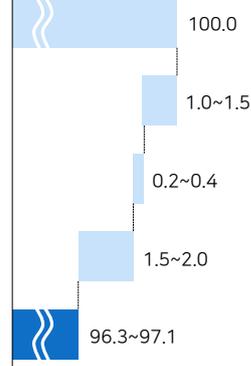
예를 들어 아마존은 경쟁기업보다 훨씬 많은 수의 물류센터를 보유하고 있다. 미국 전체 지역의 95%는 1일 배송이 가능한 수준이다. 이렇게 되면 각 지역별로 주요 재고품목을 다르게 가져가 재고의 비효율성을 줄일 수가 있다. 물류센터가 많지 않으면 배송이 오래 걸리는 것도 문제지만 지역별 특색에 맞는 재고 확보가 어려워 비효율적이다.

그렇다면 경쟁기업들도 물류 센터를 늘리면 되지 않냐고 반문할 수 있다. 그러나 이것도 쉬운 일이 아니다. 우선 1일 배송을 달성하는데 들어가는 한계 비용이 매우 크다. 맥킨지의 분석에 따르면 물류 센터를 2개에서 3개로 늘리면 대부분 지역에서 2일 배송이 가능하다.

그러나 1일 배송이 가능한 지역은 30%에서 40%로 늘어나는데 불과하다. 전 지역에서 1일 배송이 가능하게 하기 위해서는 물류 센터를 2개에서 수십 개로 늘려야 하기 때문에 비용 효과를 심각하게 고민할 수 밖에 없다. 아마존의 제조원가 비율이 하락하기 시작한 것도 2011년 이후이다. 막대한 투자가 효과를 나타나기 시작하는데 그 만큼 오랜 시간이 걸린다. 갈수록 아마존이 독과점적 지위를 누릴 수 밖에 없다.

그림2 아마존 물류 경쟁력의 비결

일반유통기업 비용

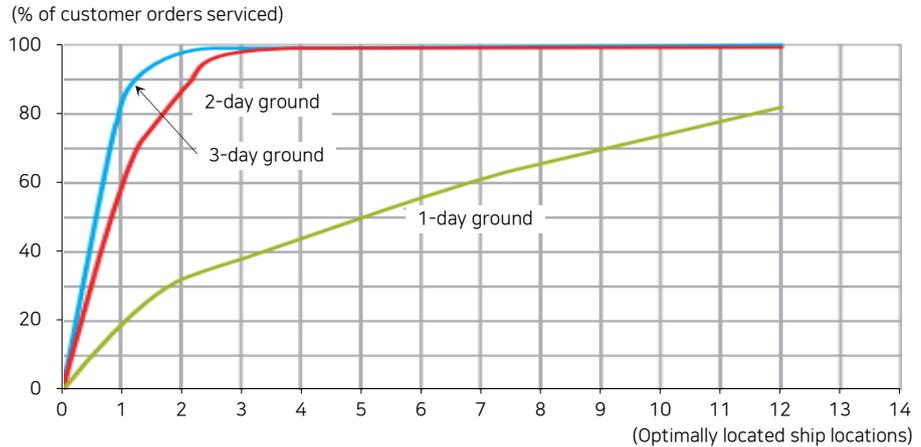


아마존 비용

	아마존	멀티채널 유통기업
Inbound	<ul style="list-style-type: none"> 90%는 아마존 배송을 이용 물류센터별로 판매상위 20%는 서로 다름 - 재고 3~5일 감축 효과 ASN(사전 선적통보)를 활용 - 재고 1~2일 감축 효과 	<ul style="list-style-type: none"> 35~40% 직접 픽업. 나머지는 따로 공급됨 물류센터가 많지 않아 품목 다양화 어려움 온라인과 오프라인 물류 통합이 어려움
Outbound	<ul style="list-style-type: none"> 20여개의 물류센터에서 대부분 1일 배송 소비자 선호 높아 볼륨 증가해 비용 감축 사전주문관리 통해 물류센터 가동률 높임 	<ul style="list-style-type: none"> 물류센터 수가 적어 당일 배송 어려움

자료: McKinsey, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 물류센터 수와 배송효과



자료: McKinsey, 메리츠증권증권 리서치센터

요컨대 아마존은 1) 온라인 플랫폼 장악을 통한 효율성, 2) 과감한 투자에 의한 규모의 효과로 인해 경쟁기업 대부 압도적인 비용 경쟁력을 보유하게 되었고 이것이 온라인 쇼핑에서 자연 독점으로 이어졌다.

여기서 더 나아가 아마존은 온라인-오프라인 통합 전략을 추진하고 있다. 다양한 서비스를 강화해 온라인 lock-in 효과를 강화하는 한편 운송, 물류센터, 상품 라인업 등 오프라인 공략을 위한 전략을 착착 실행해 나가고 있다. 여기에 드디어, Whole Foods Market 인수라는, 이를테면 오프라인 유통 진출을 위한 루비콘 강을 건넜다.

아마존 케이스 스터디(2): Whole Foods Market

Whole Foods Market 인수는 아마존에게는 '신의 한 수'가 될 수 있다

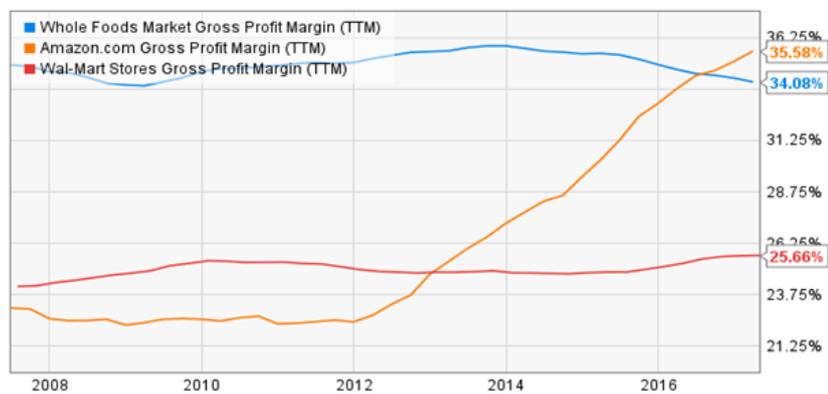
아마존이 잘나간다고 하지만 미국의 온라인 쇼핑 매출 비중은 전체의 10% 미만이다. 특히 음식료 등 신선식품 매출은 대부분 오프라인을 통해서 이루어지고 있다. 그런 측면에서 아마존이 미국의 고급 유기농 식료품 전문매장인 Whole Foods Market을 인수한 것은, 오프라인 진출을 위한 최적의 묘수를 던진 것이라고 생각한다.

물론 온라인과 오프라인 유통의 성격이 다르므로 아마존의 성공을 100% 장담할 수 있는 것은 아니다. 그러나 아마존은 온라인-오프라인 통합전략을 통해 많은 오프라인 유통 분야에서 파괴적 혁신을 일으킨 바 있다. 서점과 의류 분야가 그랬고 특히 최근 'The death of the mall' 현상, 즉 종합쇼핑몰의 몰락도 결국은 아마존에 의해 초래된 것이라고 본다.

온라인-오프라인 통합전략의 성공 여부는 '한계효용 체증의 법칙'이 오프라인에서도 계속 통할 것인가에 달려 있다. 오프라인 유통에서 중요한 것은 규모의 경제와 위치(Location)이었다. 따라서 일정 수준 이상으로 기업이 성장하면 소비자 효용의 체감해 자연스레 독점이 방지된다.

그러나 온라인-오프라인 통합 전략은 결국 시간과 위치를 뛰어넘는 서비스를 제공하는 것이다. 그리고 온라인에서처럼 오프라인에서도 소비자 효용이 체증해서 증가하게 되면 GP 마진이 1등인 기업과 2등 사이의 괴리는 계속 확대될 수 밖에 없다. 2016년 이후 아마존의 GP 마진 수준은 1위로 올라섰고 계속 상승하고 있다.

그림4 아마존, Whole Foods Market, Wall-Mart GP 마진



자료: YCharts, 메리츠증권리서치센터

독점적 플랫폼 기업에 투자하자

플랫폼 기업들의 독점화는 기술주 버블을 뒷받침하는 주요 논리

앞서 언급한 아마존 케이스 분석에서 가장 중요한 것은 한계 효용 체감의 법칙이 아니라 체증의 법칙이 성립한다는 것이다. 이는 다른 플랫폼 기업의 경우에도 마찬가지로 적용된다. 또한 아마존이 가장 주도하고 있는 온라인-오프라인 전략이 성공할 경우 그 파급효과의 정도를 가늠하기도 어렵다.

이번 기술주 버블에 대한 정당성을 뒷받침하는 논리로서 '4차 산업혁명'이나 많은 스토리를 얘기하지만 필자가 볼 때 투자 차원에서 가장 주목해야 하는 것이 바로 플랫폼 기업의 독점화 현상이다.

독점 기업의 최대 리스크는 정부의 규제이다. 실제로 최근 미국에서는 아마존에 대한 반독점 규제를 실시해야 한다는 주장이 심심치 않게 나오고 있다. 그런데 재미있는 점은 플랫폼 기업의 독점은 오히려 소비자들의 효용을 증가시킨다는 점이다. 따라서 과거보다 독점적 플랫폼 기업을 규제하기가 훨씬 어렵다고 볼 수 있다.

기술주 고점을 초래할 두 변수:

- 1) 긴축 강화
- 2) 독점 규제

이번 기술주 버블의 고점을 만드는 요인으로 우리는 두 가지를 주목한다. 첫째는 연준의 긴축이 자산 가격 상승을 제어하는데 초점이 맞춰지며 강화되는 경우이다. 둘째는 아마존과 같은 플랫폼 기업에 대한 반독점 규제가 시작되는 경우이다.

두 가지 변수 모두 아직은 기술주 상승을 지지하는 요인이다.

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 6월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시정조정 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 6월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 6월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 박중제) 동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.