

Equity Strategy



글로벌매크로팀 Strategist 허재환
02)368-6176
jaehwan.huh@eugenefn.com

Equity Strategy Check point

- ✓ 미국 대선과 관련된 불확실성이 남아 있는 가운데 미국 Big Tech 반독점 등 규제 우려가 불거지고 있음. 기업분할 및 M&A 금지는 Tech 기업들의 성장성에 악재임.
- ✓ 그러나 실제 이들 기업들에 따른 독점 폐해를 증명하고 기업분할이 현실화되기까지 시간이 소요됨. **당장 이슈는 아닐 것으로 예상.**
- ✓ Big Tech 기업 내 성숙단계에 있는 기업과 여전히 성장성이 있는 기업들이 차별화되는 계기가 될 것으로 예상. 이미 매출이 둔화되고 있는 인터넷/SNS에게 부정적.
- ✓ 대안은 전자상거래와 중소형 소프트웨어 업체가 될 것으로 예상됨. 한국은 하드웨어 중심이나, 미국에서도 이들 업체들의 성장성이 주가로 반영되고 있다는 점에 주목.

Big Tech 의 운명

Equity Strategy Overview

미국 대선이 3주 앞으로 다가왔다. 미국 Tech 규제에 대한 우려의 목소리가 높아지고 있다. 당장 이들 기업들의 불법 여부가 증명되고, 판결될 때까지 시간이 필요하다. Tech 규제 우려는 Tech 를 비롯한 성장주에게 부담이 될 전망이나, 심각하지는 않을 것으로 예상된다. 오히려 Tech 내 성숙기를 지나고 있는 업체들과 그렇지 않은 기업들간 차별화 요인이 될 가능성이 높다. 대안은 이커머스과 SW 업체들이다.

Tech 기업들에 대한 규제 논란

미국 대선은 막장 드라마(?)로 전락한 것 같다. 코로나19 치료를 마치고 퇴원한 트럼프 대통령은 자기 입맛(?)에 맞는 부양책만 추진 중이다. 2차 TV 토론이 화상으로 진행하기로 하자, 아예 참석하지 않겠다고 했다(대면 토론 주장).

그나마 부양책 기대가 남아 있다. 하지만 불확실성이 적지 않다. 주가 상승 여력이 많지 않다. 그렇다고 미국 정부가 마냥 경기를 내팽개치지 않을 것이다. 주가 하락 위험이 심각하지도 않다.

이러한 가운데 지난주 미국 하원 반독점 소위원회에서 애플/알파벳/페이스북/아마존 등 4개 미국 Tech 기업들에 대한 규제와 관련된 보고서를 공개했다. 규제는 기업들의 성장성에 악재다.

미국 증시에서 FAANG+MSFT 비중은 25%로 압도적이다(9 월초 최고 26.7%). 당장 Tech 기업 규제가 시장에 악재가 되지는 않더라도 경제 요인이다. Tech 내 차별화 가능성이 높다.

미국 증시에서 Big Tech 비중 증가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

Big Tech 규제 우려와 2000년 MSFT

독점적 지위 남용 의혹, 2000년 버블 붕괴의 계기

미국 하원 반독점 소위원회에서 공개한 보고서는 450page에 달하며, 지난 16개월 동안 조사한 것이다(도표 1). 내용은 **현행 반독점법을 개정해, 주요 4개 기술기업들의 인접 비즈니스 진입을 막고, Tech 기업들을 통제(기업분할 등)해야 한다**는 것이다(도표 2).

보고서에서는 4개 기업들이 높은 점유율과 공격적인 M&A를 이용해 독점적 지위를 남용하고 있다고 주장하고 있다. 4개 업체들은 일제히 성명서를 내고 극렬히 반박하고 있다.

도표 1 미국 하원 반독점소위원회의 보고서



자료: 미국 하원

도표 2 미국 하원 독점 보고서 내용과 반박

구글	<ul style="list-style-type: none"> • 검색-광고-모바일 등을 연동해 독점 • 자사 콘텐츠를 상위 노출 • 사용자 데이터를 오용 <p>“독점 금지법의 목표는 상업적 경쟁자를 돕는 것이 아니라 소비자를 보호하는 것”</p>
페이스북	<ul style="list-style-type: none"> • 경쟁사 인수합병 • 복사-인수-죽이기 전략 <p>“인수합병은 산업의 일부일 뿐이고 사람들에게 더 많은 가치를 제공하기 위한 방법일 뿐”</p>
아마존	<ul style="list-style-type: none"> • 운영자이자 판매자 이중 역할 • 다른 판매자의 데이터 부당수집 • 경쟁자에 법적 부과, 보복 • 과도한 수수료 <p>“모든 성공이 반 경쟁적 행동의 결과라고 가정하는 것은 잘못”</p>
애플	<ul style="list-style-type: none"> • 앱스토어를 통한 앱 배포 독점권 • 과도한 수수료(30%) • 자사의 앱과 서비스를 우선 노출 • 경쟁사를 앱스토어에서 배제 <p>“앱스토어는 새로운 시장과 서비스를 만들었고, 개발자는 이 생태계의 주요 수혜자”</p>

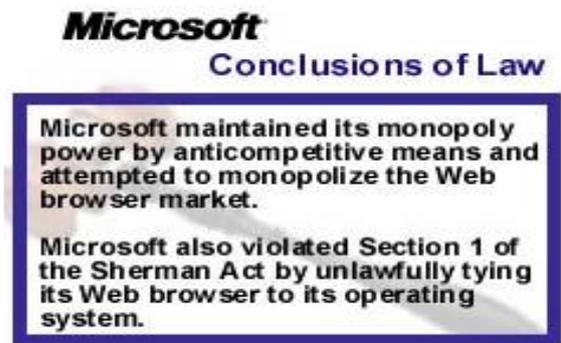
자료: 중앙일보

Big Tech 기업들에 대한 반독점법 위반 논란과 기업 분할 우려는 90년대 후반 마이크로소프트사의 경우를 연상시킨다. 당시 마이크로소프트사는 90% 이상 점유율을 갖고 있는 윈도우시스템을 이용해 웹브라우저 익스플로러를 끼워 팔면서 독점지위를 남용했다는 혐의를 받았다.

98/5월에 미국 법무부는 마이크로소프트사를 기소했다. 99년 11월 연방법원은 사실판단을 인정했다. 2000년 4월 반독점 위반 판결(1심)이 났고, 기업분할 명령이 내려졌다(도표 3). 판결 이후 미국 Tech 주들이 급락했고, 미국 기술주 버블이 붕괴되었다(도표 4).

다행히 2001년 6월 미국 연방항소법원은 분할명령을 기각했다. 당시 미 법원은 독점여부보다 독점으로 소비자들이 피해를 받았는지 여부가 더 중요하며, 1심 판결을 기각했다.

도표 3 2000년 4월 마이크로소프트사의 반독점 위반 판결



자료: Google Image

도표 4 마이크로소프트 독점 판결 이후 Tech 주가 급락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

우려는 높지만 당장 현실화되는 데 시간 소요

독점 폐해 증명 쉽지 않고 시간 소요될 전망

Big Tech 기업들에 대한 규제가 문제가 되는 이유는 두 가지다. 우선, Big Tech 기업들의 비중이 너무 커졌다. 다른 하나는 11 월 미국 대선에서 바이든 후보의 승리 가능성이 높아지고 있다(도표5).

민주당과 바이든 후보는 Big Tech 규제 가능성을 언급한 바 있다. 이러한 규제와 기업 분할은 기업 성장성에 심각한 악재다(도표6).

그러나 당장 현실화되거나 임박한 악재로 보기는 일리 보인다.

- **독점의 폐해를 증명하기가 어렵다.** 독점은 한두 업체들이 공급을 완전히 통제할 때 발생한다. 하지만 기술기업 독점은 수요자들이 스스로 선택하지 않는데 따른 '자연독점'이다.

- 하원 소위원회가 반독점법을 개정하자는 주장은 이들 업체들이 현행법을 위반했다는 증거가 명확하지 않다는 반증이다.
- **퀄컴의 반독점금지법 위반 판결도 지난 8 월 항소법원에서 뒤집혔다.** 퀄컴은 자사 칩을 구매한 업체들에게 특허 계약을 맺도록 했다. 그러나 미 법원은 기업들이 경쟁을 못하게 하는 관행은 위법이나, 독점 계약 등 경쟁 자체는 위법이 아니라고 판단했다.
- **실제 법 개정과 기소, 판결까지 시간이 상당히 소요된다.** 마이크로소프트사의 사례에서는 미국 법무부의 기소(98 년)와 1 차 판결(2000 년)까지 2~3 년 이상 걸렸다. 판결 이후에도 이들 기업들의 항소가 이어질 것이다. 실제 분할이 현실화되는 것은 적지 않은 시간이 흐른 뒤일 가능성이 높다.

도표 5 1 차 TV 토론 이후 바이든 후보 지지율 상승



자료: 스탯키운터

도표 7 지난 8 월 퀄컴의 반독점 위반 1 심 판결 반전



자료: Google Image

도표 6 미국 기업분할 사례



자료: 국회 "문재인정부 재벌개혁 어떻게 해야 하나" 토론회 자료집

Tech 내 차별화 계기가 될 가능성

동종업계 내 M&A 정체는 성숙기 업체들에게는 악재

그렇다고 Big Tech 규제 우려가 해소되지 않을 것이라는 점은 분명하다. 직접적으로 기업 분할 압력을 받고 있는 페이스북(인스타그램)과 구글(유튜브/크롬)에 대한 압박은 남아 있을 가능성이 높다. 이를 계기로 대형 Tech 기업 내 차별화가 나타날 가능성이 있다.

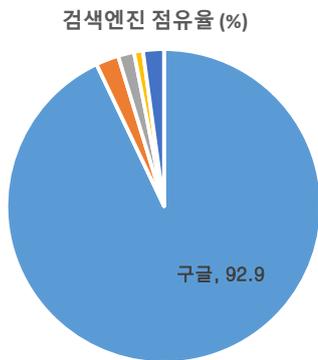
Tech 기업들에 대한 반독점 규제와 기업분할 우려로 인해 당장 이들 기업들의 유사한 업종 내 M&A와 검색/광고 등을 연동하는 행위는 이전보다 활발해지지 못할 가능성이 높다.

이미 검색과 소셜미디어 시장에서 70~90% 이상 점유율을 보유하고 있는 구글과 페이스북에게는 썩 좋지 않다(도표 8~9).

구글과 페이스북은 초우량기업이긴 하나 Tech 기업들 내에서도 꽤 성숙 단계를 지나고 있다. 예컨대 알파벳(구글)의 매출 증가율은 2015년 이후 점차 둔화되고 있다. 영업이익 증가율도 점차 하락하고 있다. 매출과 영업이익 증가율이 둔화되고 있는 것은 페이스북도 마찬가지다(도표 10).

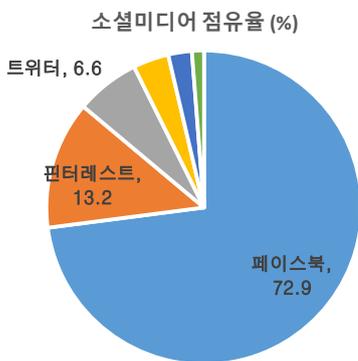
성장이 미약한 웬만한 구경제 기업들에 비해서는 매출이나 이익 증가 속도는 여전히 율동하다. 그러나 매출 증가율이 점차 둔화되면서 이들 업체들도 성장 단계에서 성숙 국면으로 진입하고 있다. 이러한 상황에서 새로운 성장을 할 수 있는 M&A가 없다면 이후 성장성에 의구심이 높아질 가능성이 높다(도표 11).

도표 8 압도적인 구글의 검색엔진 점유율



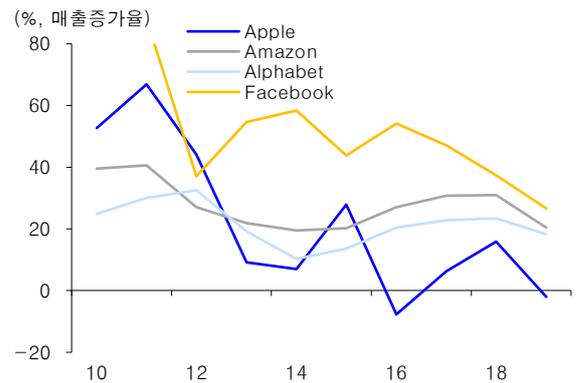
자료: 스넫키운터

도표 9 페이스북의 SNS 점유율도 압도적



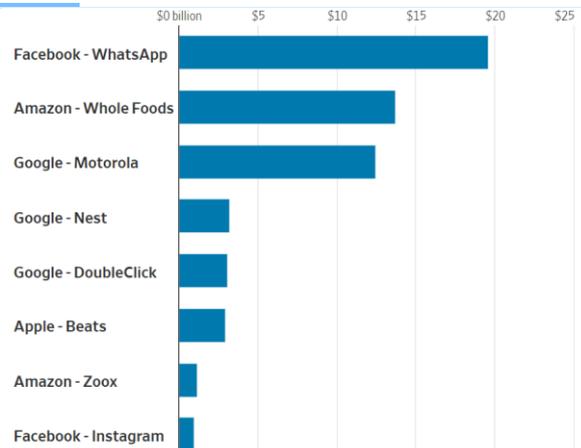
자료: 스넫키운터

도표 10 주요 4대 Big Tech 기업들의 매출 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 11 주요 Tech 기업들의 M&A



자료: WSJ (Oct 9), 유진투자증권

대안은 이커머스와 소프트웨어

성장성이 높은 중소형 SW 약진 가능성

대안은 전자상거래와 순수(?) 소프트웨어 업체들이 될 가능성이 높다. 개인 정보 및 데이터 도용 등 이슈들이 있다. 그러나, 검색/SNS 업체들보다는 덜 하다.

사실 현 상황이 기업분할로 가지 않더라도 현재 4 대 Big Tech 기업들의 성장성은 약해지고 있다. 이들 업체들의 매출 증가율은 지난 5년 평균 이하다(도표 13).

반면 최근 성장성이 부각되고 업체들은 소프트웨어/전자결제/전자상거래 업체들이다(도표 14). 전자상거래 플랫폼 업체 쇼피파이, 세금 자동화 소프트웨어 업체인 아발라라, 전자결제 스퀘어 등이 사례다.

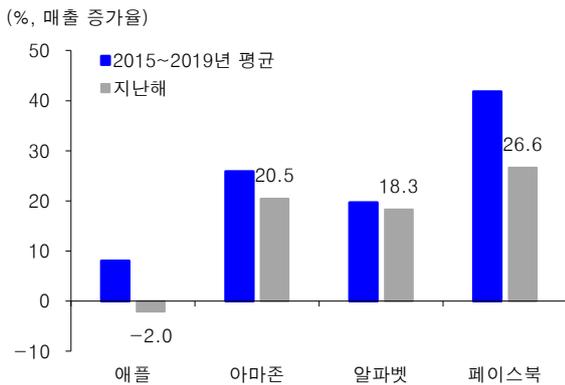
이들 업체들의 주가도 기존 FAANG 업체들보다 좋다. 연초 이후 주요 Tech 업체들의 주가 등락률을 살펴볼 필요가 있다. FAANG에서도 차이가 있다. 아마존/애플에 비해 규제 위험에 더 노출된 알파벳과 페이스북의 주가 상승률이 낮다(도표 15).

반면 세일스포스, 아발라라 등 소프트웨어 업체들과 전자상거래 업체 쇼피파이, 전자결제 업체 페이팔과 스퀘어 주가 상승률이 높다.

Big Tech 규제는 Tech의 몰락이 아니라 Tech 내 성숙 산업이 분리되는 과정이 될 가능성이 있다. 물론 한국은 여전히 Tech라고 하면 반도체 등 하드웨어 비중이 높다.

하지만 소프트웨어 업체들이 부각된 것은 2015년 이후다(도표 16). 시간이 갈수록 소프트웨어 업체들에 대한 관심이 유효하다.

도표 12 최근 4대 Big Tech 매출 증가율은 평균 하회



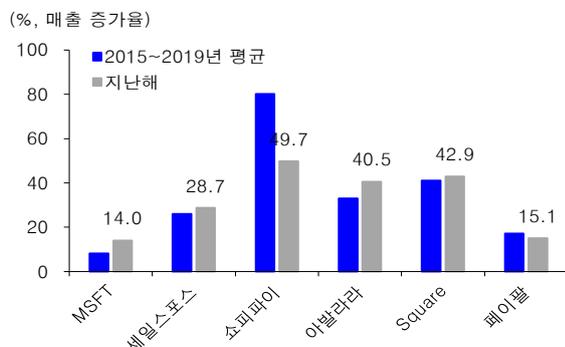
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 14 올해 미국 이커머스/전자결제/소프트웨어 주가 강세



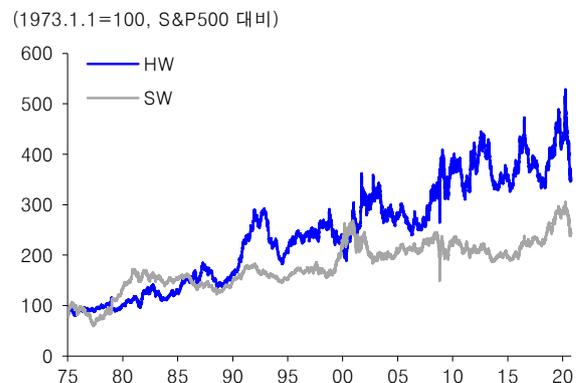
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 13 반면 소프트웨어/전자결제/이커머스 매출 증가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 15 2015년 이후 소프트웨어 업종 강세 부각



자료: Refinitiv, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조시분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조시분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제3자로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객
 의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	85%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.09.30 기준)