2021년 3월 10일

시황분석

주식시황

▶Market Analyst 김수연
sooyeon.k@hanwha.com 3772-7628

한화투자증권

수요 액티브 전술집

2021-09: 수수료 제로의 비밀

주식거래 수수료 무료 플랫폼인 로빈후드가 올해 나스닥 시장에 상장한다. 개인고객을 대상으로 하는 B2C 기업처럼 보이지만 이 회사는 B2B 사업모델을 가지고 있다.

수수료 제로의 비밀

로빈후드는 고객의 매매 데이터를 고빈도매매회사들에 판매해 수수료를 받는다. 개인고객의 수수료를 없애 트래픽(Q)을 늘리고 짧은 시간 내 차익을 내야 하는 고빈도매매회사에는 수수료(P)를 높여 매출을 일으켰다. 비용도 크게 들지 않는다. 데이터만 안정적으로 쌓인다면 마진이 높은 사업이다.

Global Value Chain

금리가 오르고 OPEC+의 4월 원유 생산량 동결로 유가도 올랐다. 인플레 기대로 에너지, 소재, 산업재, 금융 등 전통산업으로의 섹터 로테이션이 지속되고 있다. 국내 주식시장도 색깔 변화가 나타났다. 10년물 국고금리가 2%를 넘어서면서 KB금융, 신한지주 등 은행업종에 외국인 매수세가 집중됐고 POSCO, HMM, 팬오션 등 시클리컬 기업들은 KOSPI 조정에도 52주 신고가다.

Featured Charts

지난주 중국 정부는 전인대에서 5개년 목표성장률 대신 차세대 AI와 반도체 등 핵심 영역에 대한 R&D 투자를 강조했다. 중국 심천지수는 상해지수보다 IT 비중이 높다. 춘절 이후 중국 주가지수의 조정이 지속되고 최근 시클리컬의 아웃퍼폼으로 상해지수가 심천지수 대비 상대성과가 좋았지만, 이 방향성이 다시 바뀔 수 있는 가능성을 보여준 양회였다.

목 차

I. 수수료 제로의 비밀 2
II. Global Value Chain 4
1. 주간 등락률 4
2. 글로벌 마켓 메이커 동향 5
III. Featured Charts 6

I. 수수료 제로의 비밀

2021년 Big IPO 로빈후드

로빈후드가 올해 나스닥 상장을 목표로 하고 있다. 작년 9월 로빈후드는 117억달러의 기업가치를 인정 받았는데, 6개월이 지난 지금 시장은 이 회사의 가치를 최대 200억달러까지 보고 있다.

거래수수료 무료

주식거래 수수료 무료가 셀링포인트인 로빈후드는 1,300만명의 가입자를 끌어모았다. 로빈후드 골드라는 월 5달러의 선택형 구독서비스를 제외하면 고객들로부터 돈을 받지 않는다. 그러면 로빈후드는 어떤 사업모델을 가지고 있어서 기업가치가 6개월만에 두 배 가까이 올랐을까.

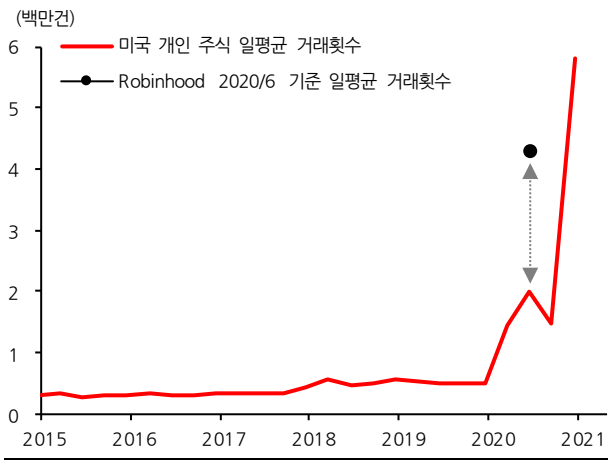
나는 로빈후드에게 고객이 아닌 상품

핵심은 C2B2B에 있다.

로빈후드는 개인고객에게 돈을 받지 않는 대신 개인고객의 매매 데이터를 시타델증권, 버투파이낸셜과 같은 고빈도거래회사(HFT: High Frequency Trader)에 팔아 돈을 번다(PFOF: Payment For Order Flow). 고빈도거래사들은 로빈후드의 주문을 받아 짧은 시간 내 호가를 조정해 주문을 내고 차익을 얻는다.

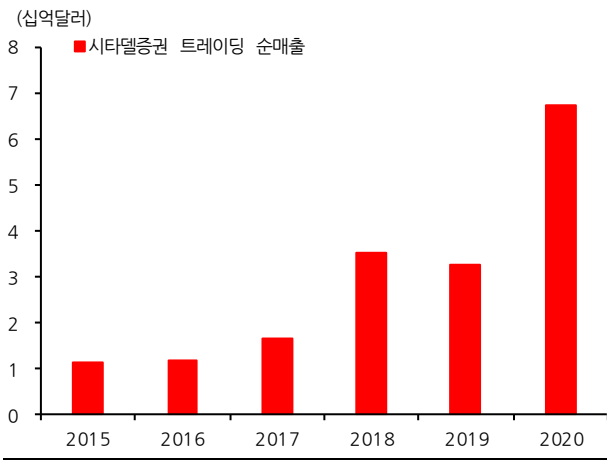
이 사업모델은 가입자를 늘려 트래픽을 많이 일으킬수록 매출이 늘어나므로 수수료가 없거나 낮을수록 유리하다. 팬데믹 이후 온라인 브로커리지 회사들의 주식 거래 횟수가 급격히 늘고 있다. 로빈후드의 2020년 6월 기준 일간 주식거래 트래픽은 430만건으로, 기존 사업자인 TD 아메리트레이드나 이트레이드, 찰스슈왑의 평균보다 배 이상 많은 것으로 나타났다.

[그림1] 미국 개인투자자들 거래횟수 증가로



주: TD Ameritrade, E-Trade, Charles Schwab 평균
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] PFOF 이용해 트레이딩하는 회사들 매출 증가



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

트래픽(Q) 증가하고 PFOF 수수료(P)도 상승

고객 매매 정보를 활용한 시타델증권의 2020년 트레이딩 순매출은 67억달러로 2019년 대비 105% 늘었다. 시타델증권과 같은 고빈도거래사들은 트레이딩에서 PFOF를 활용하는 것이 꼭 필요하므로 온라인 플랫폼들은 PFOF 수수료를 높일 수 있었을 것이다. 주식/옵션 거래주문 100개당 평균 수수료는 작년 1월 50.6센트에서 12월 62.0센트까지 20% 이상 올랐다.

그러면서 로빈후드, 위불과 같은 주식거래 플랫폼들의 PFOF 순매출은 2020년 한 해 동안 꾸준히 증가했다. 로빈후드의 PFOF 매출은 작년 1분기 9,100만달러에서 4분기 2억2,100만달러로 2.4배 가량 늘었고 위불은 금액은 작지만 같은 기간 매출이 9배 이상 늘었다. 기존 온라인 브로커리지 업체들의 PFOF 매출이 작년 2분기 이후 유지되고 있는 점과 대조적이다.

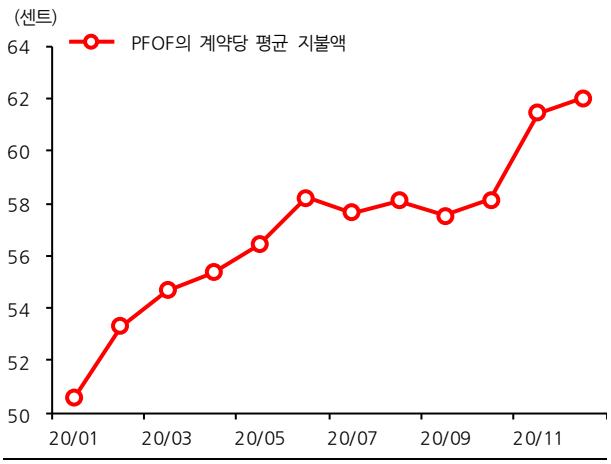
로빈후드의 PFOF 매출은 전체 매출의 70% 정도로 추정된다. 2020년 PFOF 매출 6억8,700만달러를 기준으로 단순 계산하면 전체 매출이 9억8,000만달러, 여기에 기업가치 117억달러를 고려하면 EV/Sales 12배, 200억달러로 가정하면 20배가 나온다.

B2C로 트래픽을 일으켜 B2B 사업에 활용하는 구글, 페이스북은 상장 당시 PSR 10배에서 상장 후 20배까지 밸류에이션이 오른 바 있는데, 시장에서는 그때보다 높은 기대가 반영되고 있다.

C2B2B 기업 마진도 안정적

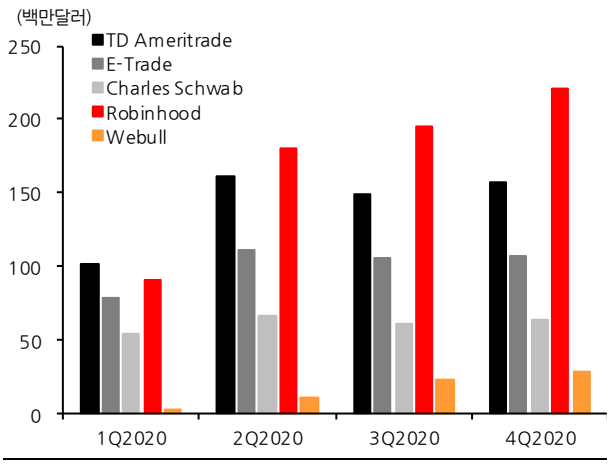
로빈후드의 매출구조는 거의 PFOF 수수료에 의존하고 있기 때문에 마진율도 높은 비즈니스다. 이렇게 데이터를 활용해서 수익을 창출할 수 있는 C2B2B 기업들에 주목해야 한다고 생각한다.

[그림3] PFOF 수수료 가격 올라가고



주: 주식/옵션 거래주문 100개당 지불금액
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] Robinhood, Webull 등 PFOF 순매출 증가



자료: SEC, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

II. Global Value Chain

1. 주간 등락률

0 ≤ 시총변화(%) < 1
1 ≤ 시총변화 < 3
시총변화 ≥ 3
-1 ≤ 시총변화 < 0
-3 ≤ 시총변화 < -1
시총변화 < -3

[표1] 2021 년 3 월 둘째주 글로벌 밸류체인 등락률

	▶기업간 거래			▶기업과 소비자간 거래
	Upstream	Midstream	Downstream	B2C
	원료	운송/반제품/제조장비	제품/상품	서비스
소재				
에너지				
산업재				
필수소비재				
경기소비재				
정보기술				
헬스케어				
커뮤니케이션 서비스				
유틸리티				
금융				
부동산				

주1: 3월 1일 대비 3월 8일

주2: MSCI World 구성기업들을 하부 산업별로 mapping해 주간 주가 등락을 시총 가중으로 계산

주3: 진한 회색 테두리는 국내 기업 집중도 높은 업종. 소재(범용 화학제품, 철강), 산업재(복합기업), 필수소비재(개인용품), 경기소비재(자동차, 자동차부품), 정보기술(반도체, 전자부품), 헬스케어(생명공학, 생명과학 도구 및 서비스), 커뮤니케이션서비스(양방향 홈 엔터테인먼트)

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 글로벌 마켓 메이커 동향

[표2] 이번주 글로벌 마켓 메이커 뉴스

[소재, 에너지 - 입지 지향]

★ OPEC+, 4 월 생산량 동결 합의. 사우디, 100 만배럴/일 추가감산 지속
★ Air Liquide, 수소, 질소 사업에 8,600 만유로 투자. 카자흐스탄 기업으로부터 정제시설 인수
★ Shin-Etsu Chemical, 실리콘 제품 가격 10~20% 인상 계획
★ Rio Tinto, 몽고 프로젝트에서 구리, 금 광산 공동 소유한 Oyu Tolgoi 최고경영자 퇴출
- 몽고 프로젝트는 Rio Tinto 의 주력 프로젝트이나 비용 상승, 몽고 정부와의 마찰 문제 발생
★ DuPont, Laird Performance Materials 23 억달러 인수로 전자산업 부문 고도화, 15 억달러규모 자사주 매입 계획

[산업재 - 규모 지향]

★ 미국-EU, Boeing-Airbus 보조금 지급 관련 보복관세 4 개월 유보. 항공기 분쟁 해결에 초점
★ Boeing, 은행에서 40 억달러 리볼빙차입대출 모색. 현재 유동성 충분하나 앞으로 B/S 강화 위한 모든 옵션 탐색
★ GE, 항공기 리스사업 계열사 Gecas 를 아일랜드 AerCap 에 300 억달러에 매각 논의
★ FedEx, 2040 년까지 탄소중립운영 목표. 차량 전기화, 지속가능에너지 등에 초기 비용 20 억달러 투자
★ Lyft, 1 분기 조정 EBITDA 가이던스 1.35 억달러 손실(기존 가이던스 대비 8.5% 축소)
- 2 월 마지막주 차량호출 건수가 팬데믹 이후 최대. 3 월에도 회복추세 이어지며 손실 줄일 수 있을 것

[소비재 - 브랜드 지향]

★ Toyota, ESG 채권(Woven Planet Bonds) 5,000 억엔 발행 계획. 미래도시 건설에 사용
★ Volkswagen, 2030 년 전기차 점유율 목표 유럽 35%에서 70%로 확대. 중국과 미국은 50% 이상
- 2023 년까지 영업마진율 6%, 고정비용 5% 감소, 공장 생산성은 연간 5% 증가 목표
- 스페인 공장 전기차 허브로 전환 계획. 유럽 집행위의 지원 필요
★ Panasonic, 미국 공급망관리 소프트웨어 개발사 BlueYonder 7,000 억엔에 인수
- 소프트웨어 결합으로 고부가가치화. AI 활용해 제품 수요 및 납기 예측, 공급망 검토해 수익성 개선
★ Target, 2021 년 영업마진율 가이던스 6~7%(예상치 6.8%). 코로나 19 불확실성으로 매출 가이던스는 생략
- 올해 30~40 개 신규 매장 오픈 계획(2020 년 30 개). 온라인 주문을 통합배송하는 새로운 형태의 매장 테스트
★ Deliveroo, 올해 말 런던시장 상장 계획. Amazon 비롯한 주주들로부터 70 억달러 가치평가에 1.8 억달러 확보
- CEO, "팬데믹으로 소비자들의 음식배달서비스 이용이 2~3 년 앞당겨져"

[IT, 커뮤니케이션 - R&D 지향]

★ Intel, VLSI Tech 와의 반도체 특허소송 패소로 21.8 억달러 배상금 지불 판결
★ Micron, 2 회계분기 매출 가이던스 62.0 억~62.5 억달러로 7% 상향
- 1FQ 매출 57.7 억달러(yoy +12.3%). DRAM 이 산업 사이클에서 바닥 통과했고 2021 년 동안 추세 개선 기대
★ TSMC, 올해 대만에서 9,000 명 신규 고용 계획(2020 년 8,000 명, 지난 몇 년간 평균 4,000 명)
★ Disney CEO, "영화 관람은 근본적으로 변한 듯. 팬데믹 끝나도 사람들이 이전 패턴으로 돌아갈 가능성 낮아"
- E-커머스에 집중. 올해 북미 오프라인 매장 최소 60 개(글로벌 매장 전체의 20%) 철수
★ Nintendo, 더 커진 삼성 OLED 디스플레이 장착한 스위치 모델 출시 계획

[헬스케어 - R&D 지향]

★ Merck, Johnson&Johnson 의 코로나 19 백신 생산 협력. J&J 의 병목 현상 해소할 수 있을 듯
★ Merck, 주식공개매수로 Pandion Therapeutics 인수. 자가면역질환 관련 파이프라인 추가
★ Amgen, Five Prime Therapeutics 19 억달러에 인수
★ Biogen, 유전자치료제 생산시설 투자. 생산인력 충원은 2023 년까지 90 명
★ Moderna, IBM 과 블록체인 이용해 백신 공급망 추적관리 협력

자료: 언론, 한화투자증권 리서치센터

III. Featured Charts

[그림5] KOSPI 지수 및 시가총액

(2015/01=100)

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] KOSDAQ 지수 및 시가총액

(2015/01=100)

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] KOSPI vs. KOSPI200

(2015/01=100)

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] KOSDAQ vs. KOSDAQ150

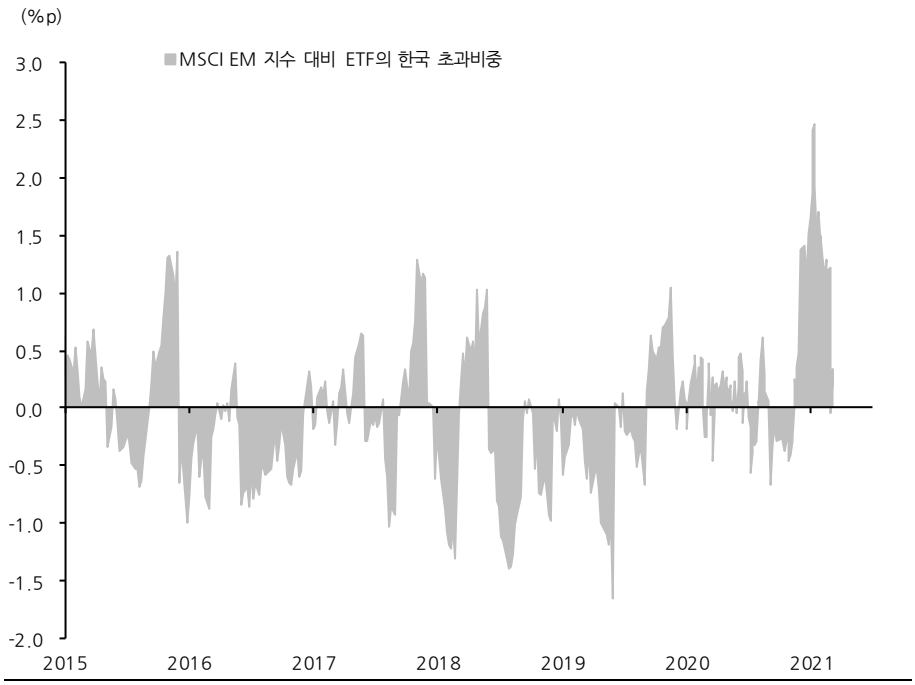
(2015/01=100)

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] MSCI EM 지수와 추종 ETF의 한국 비중

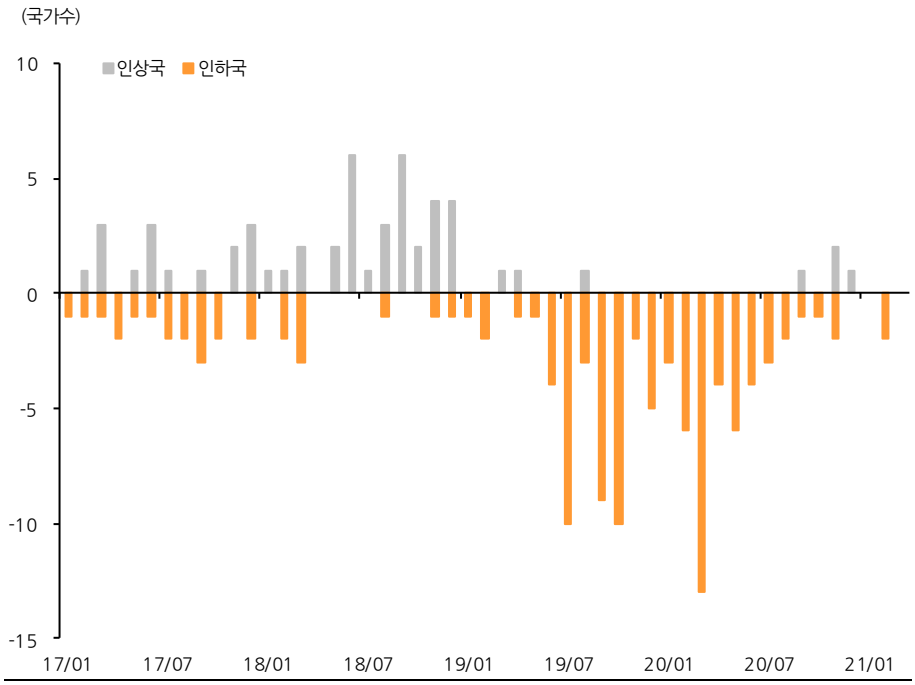
자료: MSCI, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] MSCI EM 지수 대비 ETF의 한국 OW/UW



자료: MSCI, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

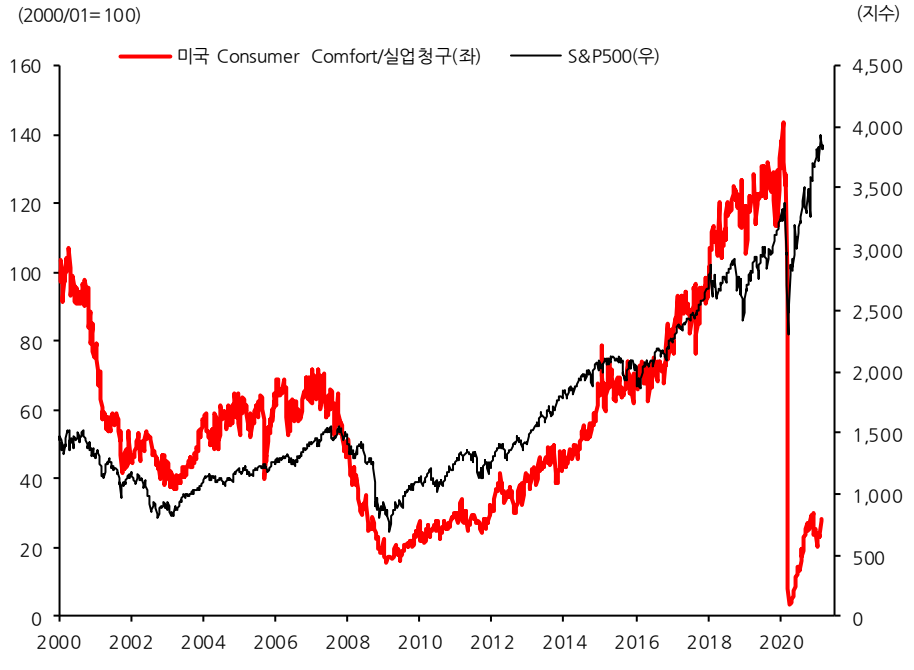
[그림11] 글로벌 정책금리 인상국/인하국 수



주: G20 국가 기준

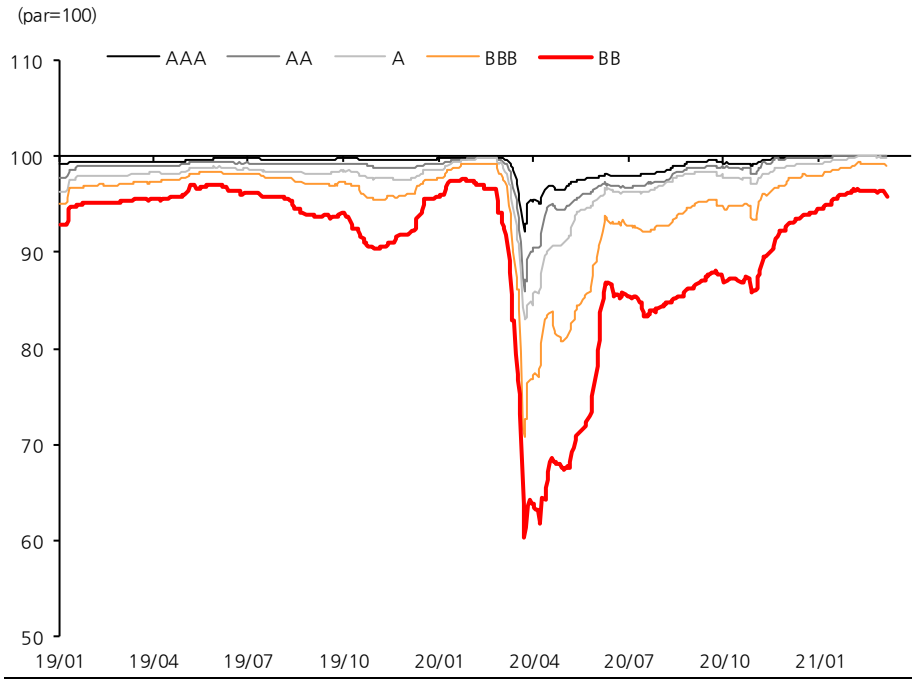
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 미국 고용 및 심리 여건과 주식시장



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] CLO 가격

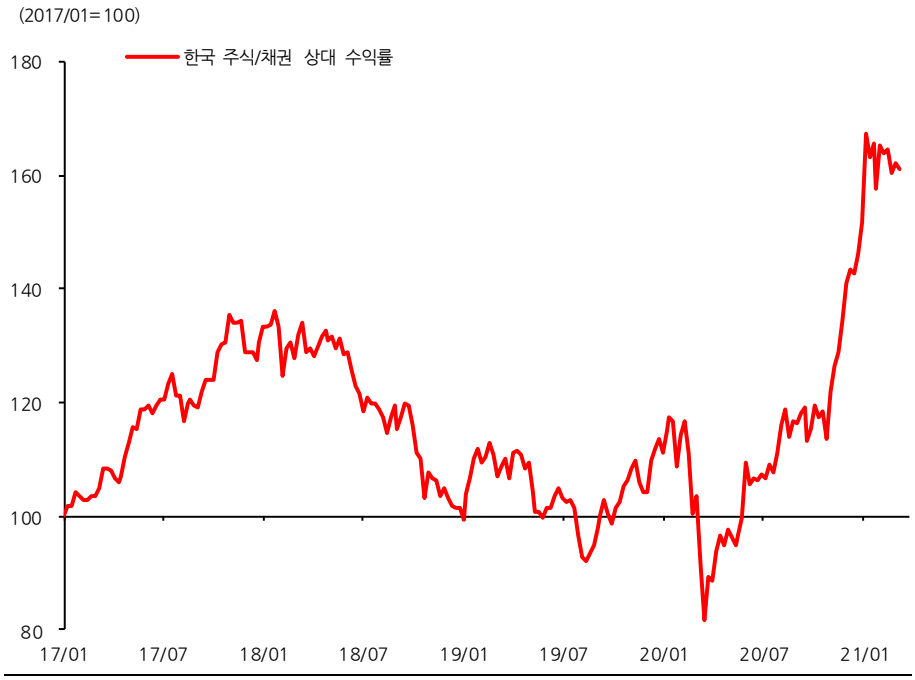


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 심천 대비 상해 종합주가지수

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 한국 채권 투자 대비 주식 투자 상대 수익률

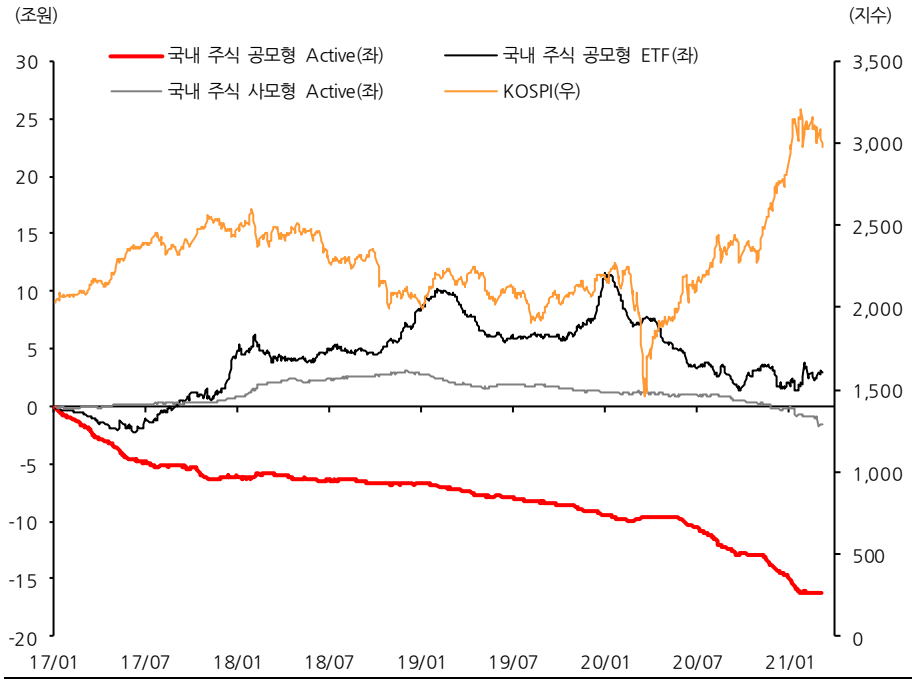


주: 주식은 MSCI Korea Total Return, 채권은 Barclays Korea Total Return
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] KOSPI 배당수익률 1.66% < 금리 2.04%

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

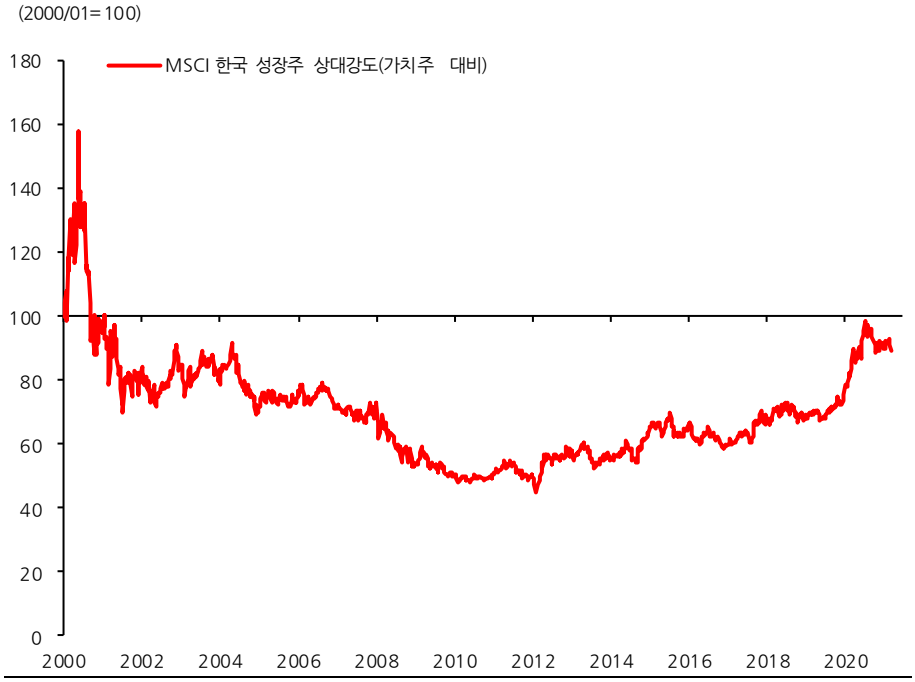
[그림17] 국내 주식 자금 흐름



주: 2017년 이후 누적

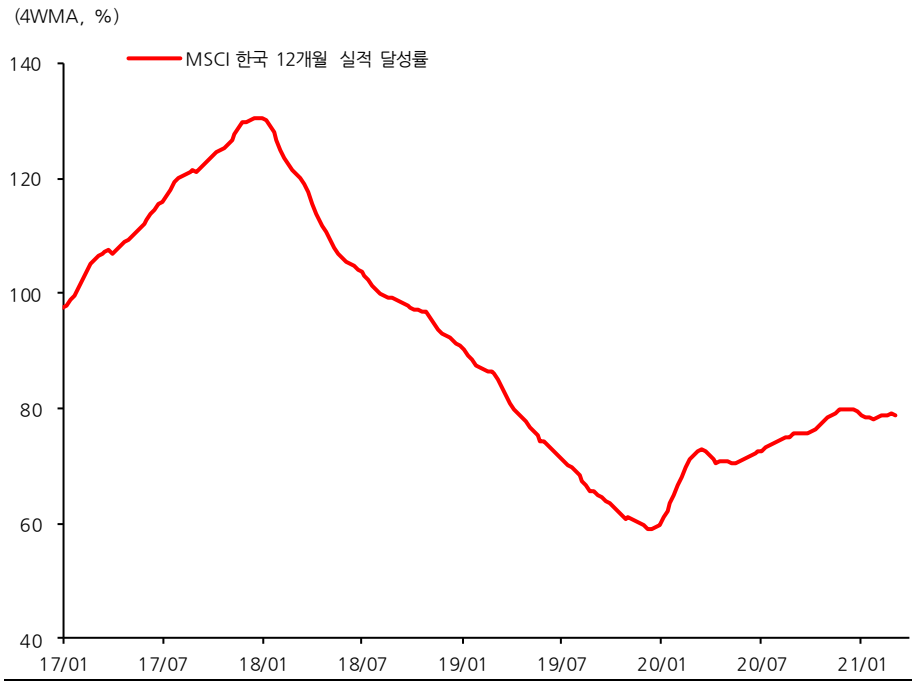
자료: 금융투자협회, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 한국 가치주 대비 성장주 상대 수익률



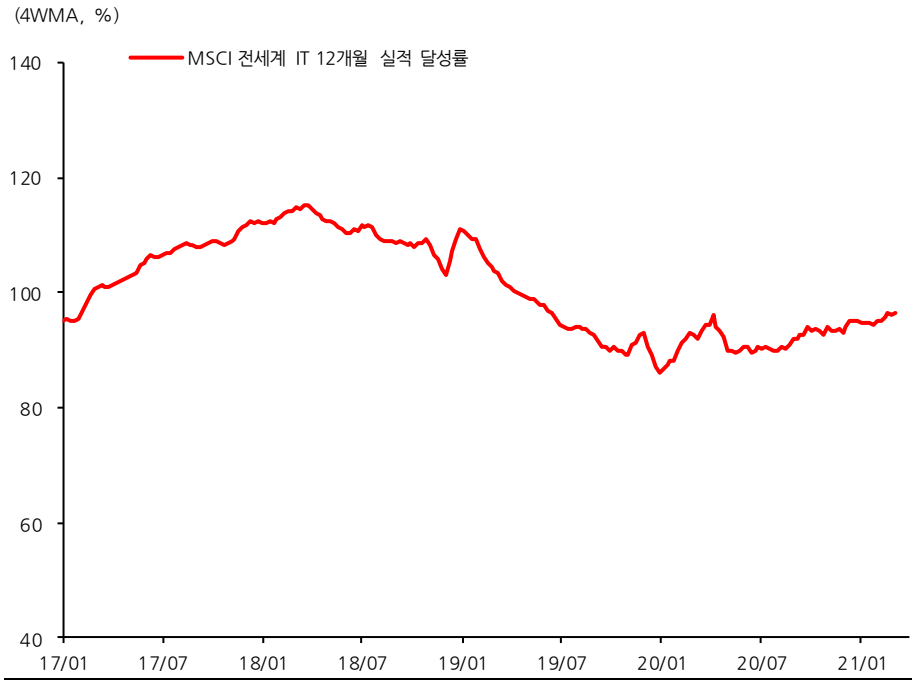
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] MSCI 한국 12 개월 실적 달성률 78.6%



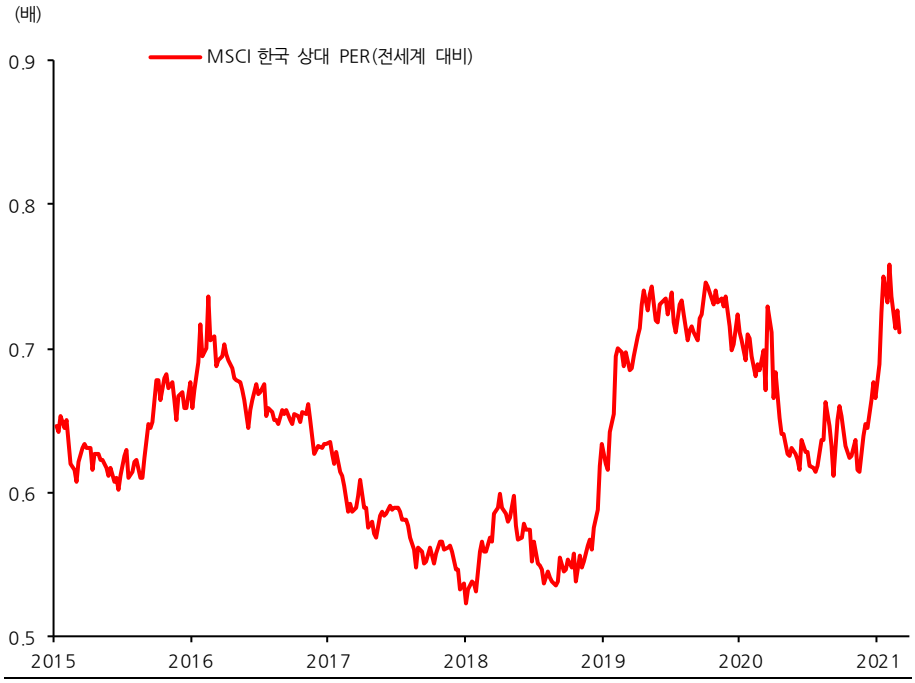
주: 12개월 후행 EPS 대비 1년 전 12개월 선행 EPS 비율
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] MSCI IT 12 개월 실적 달성률 96.4%



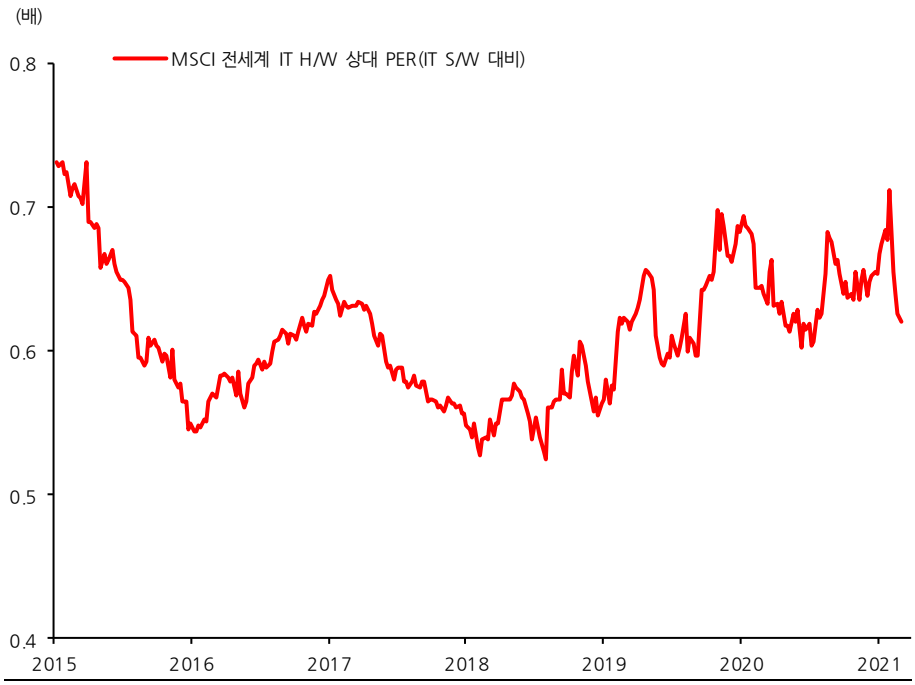
주: 12개월 후행 EPS 대비 1년 전 12개월 선행 EPS 비율
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] MSCI 전세계 대비 한국 상대 PER 0.71 배



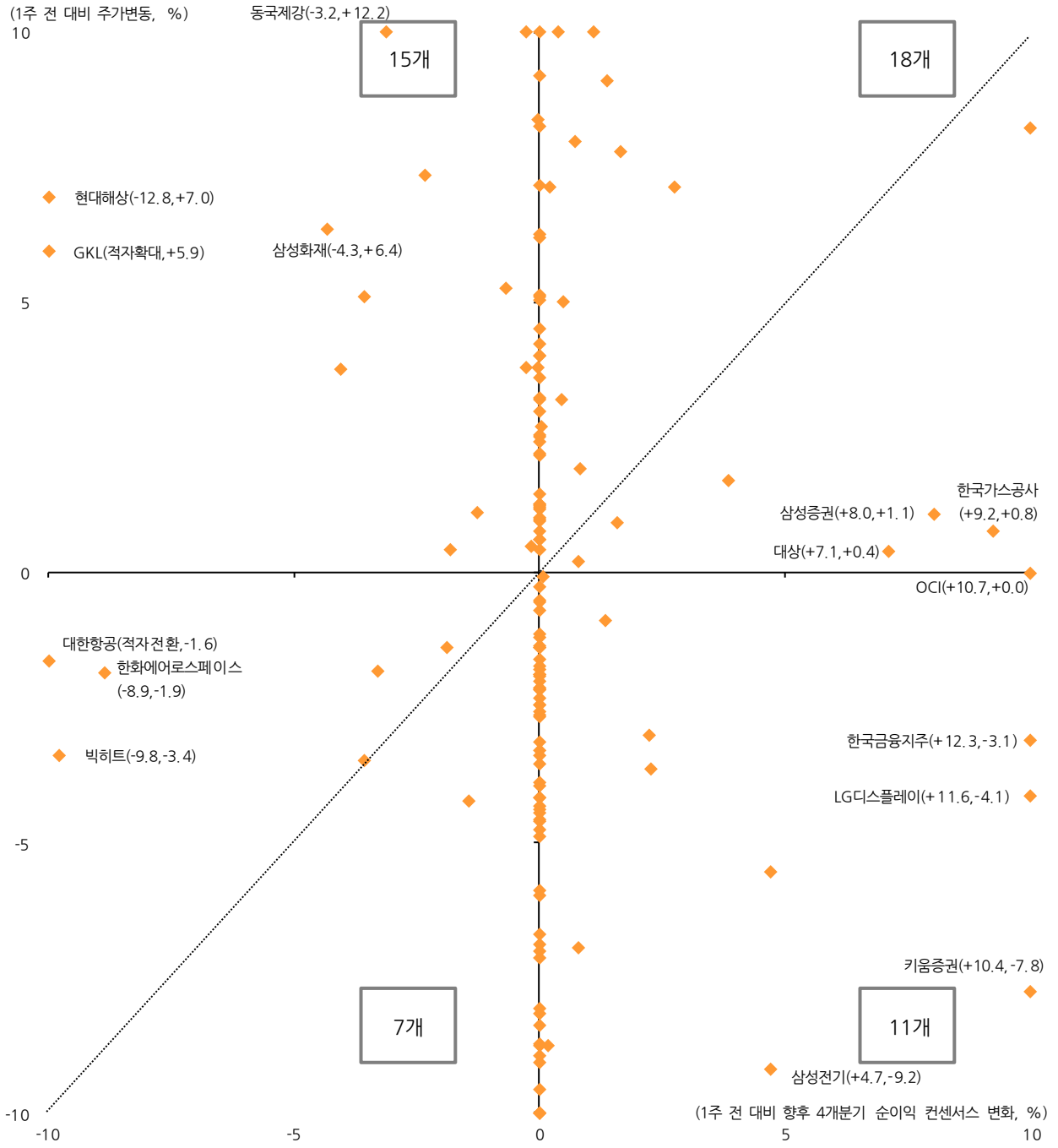
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] MSCI IT S/W 대비 IT H/W 상대 PER 0.62 배



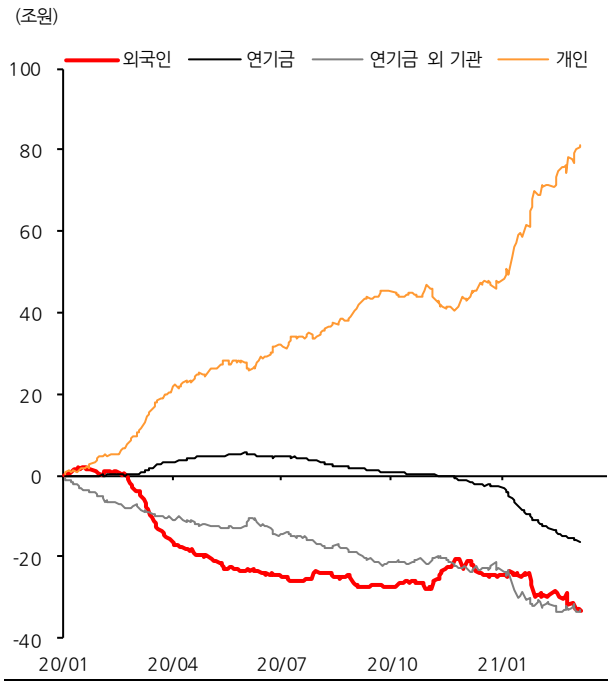
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] KOSPI200 순이익 컨센서스 vs. 주식수익률



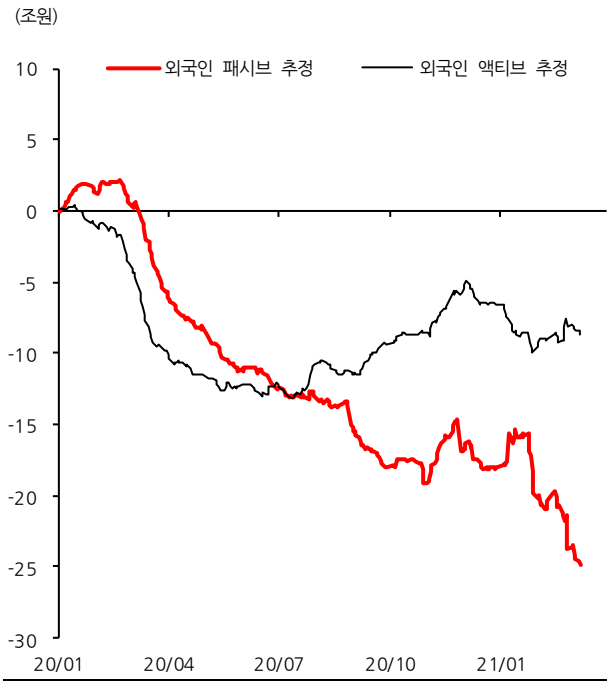
주: KOSPI200에서 향후 4개분기 컨센서스가 존재하는 146개 종목 대상
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] KOSPI 수급주체별 투자동향



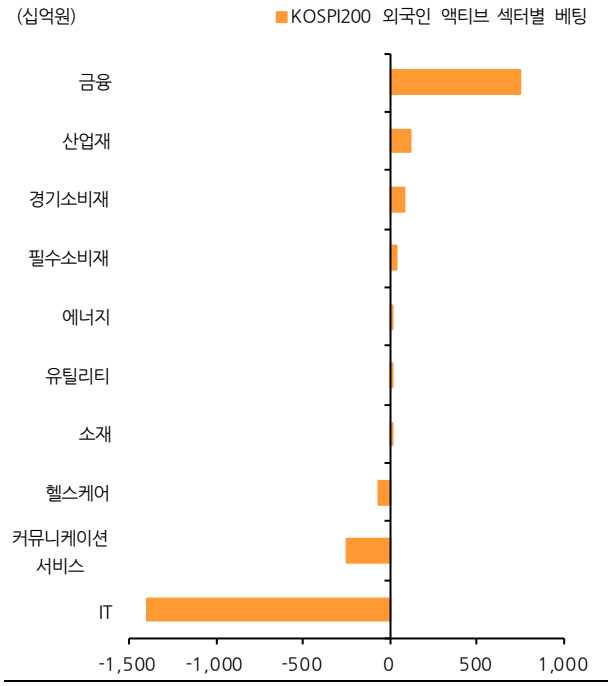
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] KOSPI 외국인 패시브/액티브 추정



자료: WISEfn, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

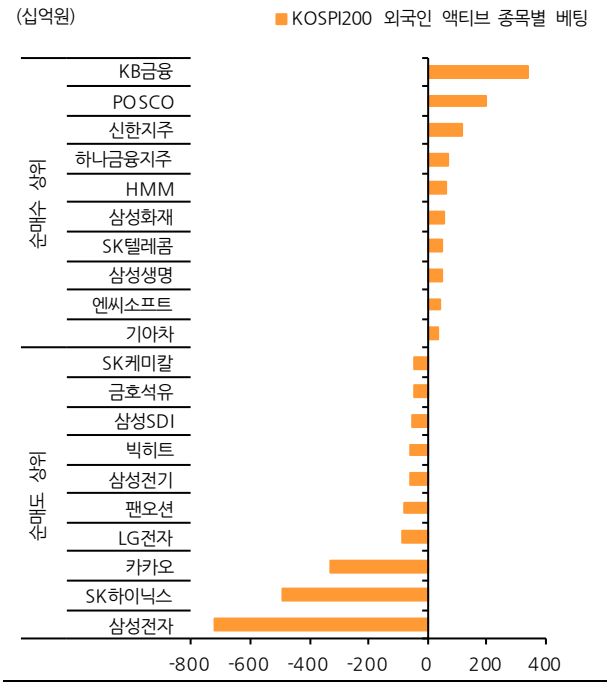
[그림26] 외국인 액티브 최근 1주 섹터 베팅



주: 3월 3일부터 3월 9일까지

자료: WISEfn, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 외국인 액티브 최근 1주 종목 베팅



주: 3월 3일부터 3월 9일까지

자료: WISEfn, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

⊙ **MSCI**

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

⊙ **GICS**

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.