

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2023. 8. 31 (목)

**meritz** Strategy Daily

## 전략공감 2.0

### Strategy Idea

AI Boom 이후 우리가 봐야 할 것

### 오늘의 차트

미국 7월 JOLTs 보고서 발표: 구인건수 추세적 둔화 지속

### 칼럼의 재해석

나이키 재고 문제와 중국 부진

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



▲ 투자전략  
Analyst **이진우**  
02. 6454-4890  
jinwoo.lee@meritz.co.kr

## AI Boom 이후 우리가 봐야 할 것

- ✓ 과거 기술 선도 기업의 교훈: Nvidia는 과거 Cisco와 닮은꼴?
- ✓ 무엇이 다른가? 1) 인터넷 Boom은 수 년간 진행. AI Boom은 2개 분기 진행 중, 2) AI는 아직 공급자 우위 시장. 수요 둔화에 따른 공급과잉은 이른 걱정. 앞으로 확인해야 할 것은?

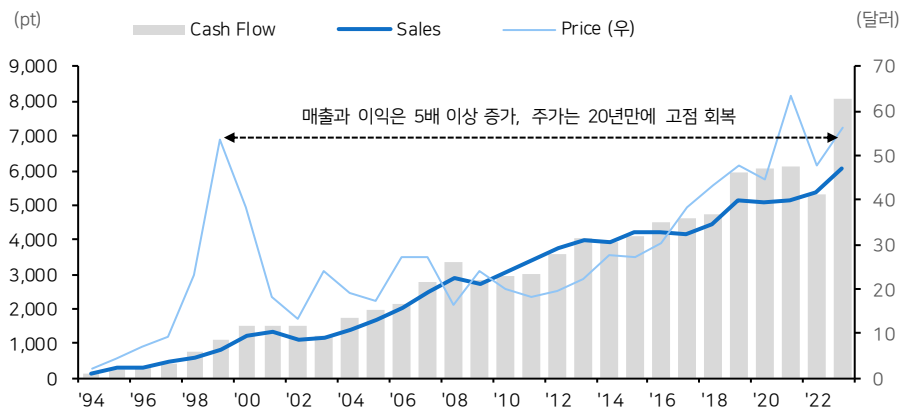
실적만 보고, 기술 '선도기업'의 주가는 맞출 수 있나?

### 기술 '선도 기업'의 단기 주가를 예측하기 어려운 이유

주가는 '기업실적'과 '밸류에이션'의 함수다. 기업실적은 추정의 영역으로 오차가 크지 않지만, 밸류에이션은 대중의 심리이자 평가이기에 편차가 크다. 새로운 기술을 선도하는 기업일수록 대중의 평가는 더욱 호의적이다. 지금은 기술의 고도화(AI)가 시작됐고, 밸류에이션 평가의 주도권은 개인투자자 중심으로 바뀌었다. 요즘 유독 주가 흐름이 거칠고, 빠르게 이뤄지는 이유다. 반면 타이밍 예측은 더욱 더 어려워졌다.

기술 기업에 있어 실적은 단기 주가 예측에 도움이 되지 않기도 한다. 아래의 그림을 보자. '00년 이후 현재까지 매출과 이익(현금흐름)은 5배 이상 늘어났지만, 해당 기업의 주가는 이제 본전 수준이다. '00년 IT버블 붕괴를 감안해도 펀더멘털은 매우 양호했다. '00년 한해를 제외하고는 적자를 본 적이 없을 정도다.

그림1 펀더멘털만 보면 장기 우상향 기업. 주가는 20년만에 고점 회복



주: Cash Flow, Sales는 1994년 100 기준  
자료: roic.ai, 메리츠증권 리서치센터

Cisco의 교훈: 당장의 실적 보다는 성장성 둔화 지표가 주가에는 치명적

무엇이 문제였나? 2000년 IT버블 당시의 과도한 주가 상승이 주된 원인이지만, 꾸준한 실적 개선에도 주가의 빠른 회복에 제동이 걸린 데에는 밸류에이션 팽창을 막는 다른 원인이 있었음을 짐작하게 한다.

해당기업은 IT버블 당시 가장 인기있었던 'Cisco'이다(당시 NASDAQ 100 중 시가총액 1위). 인기의 비결은 당시 '인터넷'의 핵심적인 부품을 생산하는 독보적인 기업이었기 때문이다. Cisco '라우터'와 '스위치'가 대표적 제품이다. 마치 지금의 AI Boom에 있어 Nvidia 칩이 단순 게임용 GPU를 넘어 AI Computing의 핵심제품으로 자리 잡은 것처럼 말이다. 그 때도 공급은 타이트 한데 수요는 넘쳐났다.

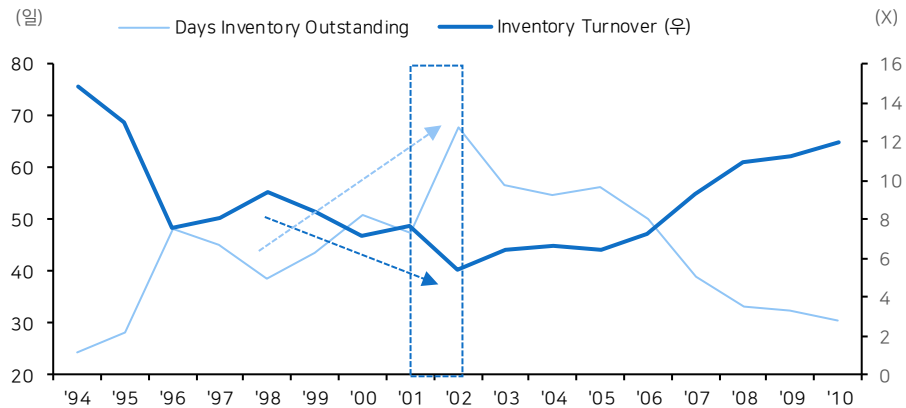
**인터넷 붐의 기술 선도 기업인 Cisco의 교훈: '재고(Inventory)'와 '수요'의 중요성**

1) 재고, 2) 고객 수요 둔화

하지만 1999년부터 문제가 조금씩 관찰됐다. '재고'가 쌓이기 시작했다. 1996~1999년 40~50일 정도의 재고 일수가 2000~2002년 50~70일로 상승했고, 재고소진 속도도 빠르게 떨어졌다. 결국 대규모 재고상각(ex. 재고평가손실)에 나설 수 밖에 없었다. 1990년 중후반의 인터넷 전성기 동안 네트워크 장비 주문을 맞추기 위해 대량으로 재고를 쌓았지만 수요가 따라 주지 못한 탓이다. 공급과잉인 셈이다.

그간 압도적인 기술 우위와 성장성을 보였던 Cisco의 재고 급증은 당장의 실적보다는 인터넷 산업의 성장성 약화로 해석될 수 밖에 없었다. 높은 성장성을 기반으로 고멀티플도 정당화되기 어려워졌다. 주가 복원에 오랜 시간이 걸릴 수 밖에 없었던 이유다.

**그림2 Cisco의 재고일수와 재고회전을 추이: 2001년~2002년 재고 급증**

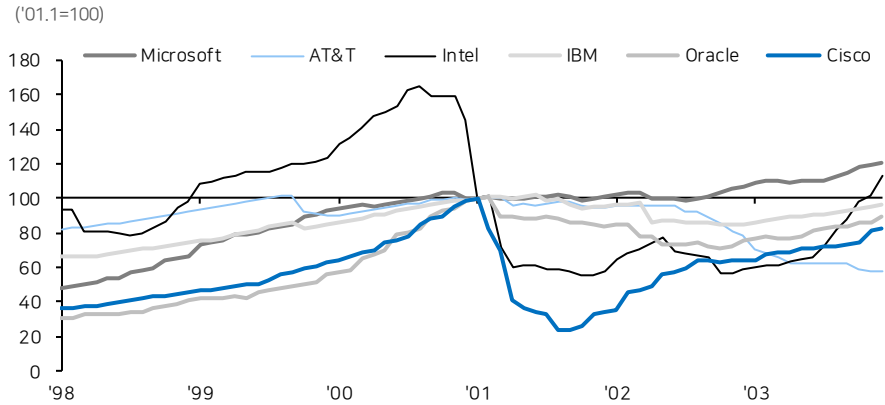


자료: roic.ai, 메리츠증권 리서치센터

균열의 징후는 조금씩 감지됐다. 주요 고객 및 관련 원재료 업체들의 실적 둔화 조짐이 나타났다. 통신 업체인 AT&T는 1999년 8월부터 실적 정체기, Intel은 2000년 9월부터 실적 전망의 하향 조정이 시작됐다. Cisco는 그로부터 4개월 뒤인 2001년초부터 실적 하향 조정이 진행됐다. 참고로 Cisco 제품 원재료의 70% 이상을 구성하는 것은 메모리 제품(DRAM, SRAM)이다. Intel의 실적 전망 하향

은 인터넷 장비의 수요 둔화를 암시한 위험신호였던 셈이다. 주요 고객들의 수요 둔화 속 나홀로 실적 호조는 불가능한 일이었다.

**그림3 닷컴 버블 전후 빅테크 12MF EPS 변화: Cisco 보다 앞서 고객 수요(실적) 둔화 조짐**



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

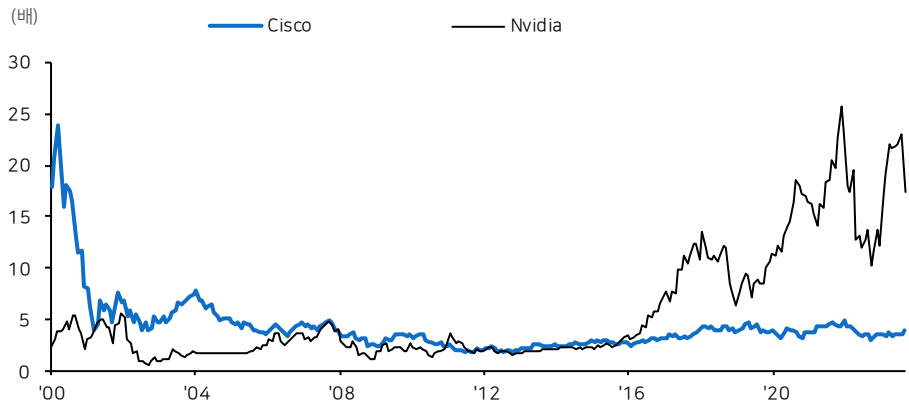
돌이켜보면 IT H/W 관련 기술 선도 기업이라면 초기에는 공급자 우위의 시장이 형성되지만 시간이 지난 뒤 수요 둔화가 시작되면 성장성 훼손이 빠르게 진행된다는 의미다. 그런 맥락에서 '재고'는 IT H/W 기업에게 표면적인 기업실적 이면으로 확인해야 할 지표이고, 주요 고객사들의 펀더멘털(ex. 수요) 또한 중요한 인디케이터일 수 있다. 지금의 AI Boom의 핵심 업체인 Nvidia는 어떨까?

**AI Boom의 Nvidia는 어디쯤일까? 주가는 과거 Cisco 수준, 재고 및 수요 둔화는 아직 이른 단계**

Nvidia도 님은 꼴? 무엇이 유사하고 다른가

요즘 IT버블 당시의 Cisco와 Nvidia랑 비교하는 시각이 많아진 이유는, 1) 기술 핵심부품 업체로서의 지위, 2) 높은 주가 레벨 때문이다. 후자의 경우 PSR(주가매출비율) 기준 유사한 수준에 있다.

**그림4 Cisco와 Nvidia의 12개월 예상 PSR 추이: 현재는 님은 꼴?**



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

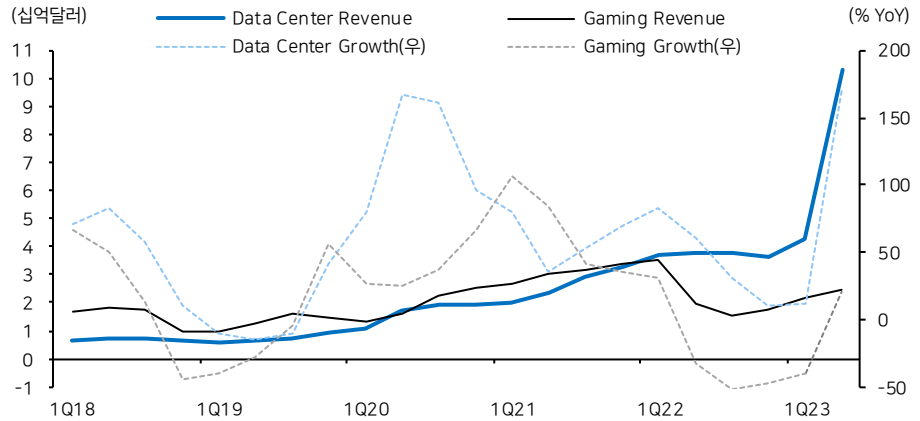
밸류에이션 레벨은 유사

Nvidia의 12개월 예상 매출액 대비 주가는 20배 전후를 기록 중인데, 과거 IT버블 당시 Cisco는 25배가 최고점이었다. 모든 조건이 유사하다면 주가의 체감 레벨은 비슷하다고 느껴질 수도 있겠다.

다른 점은 투자 Boom의 기간과 확장성

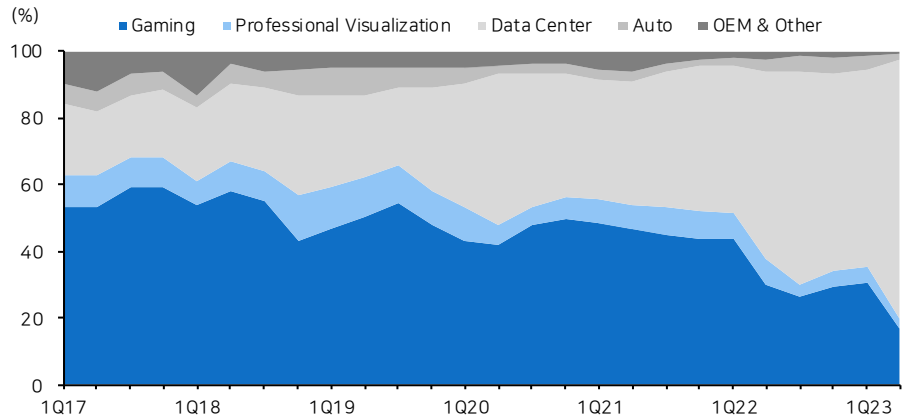
하지만 Nvidia가 과거 Cisco와 다른 점은 1990년 중반부터 후반까지 수년간 매출성장을 보였던 것과는 다르게 AI Boom은 불과 2개 분기(올해 상반기) 동안 일어난 일이라는 점이다. 작년까지만 해도 게임과 데이터센터로 양분된 제품 매출을 보였다면 지금은 데이터센터 내 AI 수요 급증에 따른 수혜를 보고 있다. 그리고 인터넷의 경우 인프라 확장에 물리적인 시간이 상당기간 필요했다면 AI는 이미 네트워크는 구축되어 있는 상황이라 확장성과 확산 속도가 다를 수 밖에 없다.

그림5 Nvidia Data Center/ Gaming 분기별 매출 추이



자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Nvidia 분기별 매출 비중 변화



자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

재고와 고객 수요 둔화를 걱정할 단계는 아냐

그렇기에 과거 Cisco가 겪었던 '재고 급증'과 '고객 수요 둔화'가 단기간에 발생할 확률은 낮다. 하지만 시장 예상과는 다르게 재고가 빠르게 쌓이거나 고객사들의 실적 둔화 조짐은 경계해야 한다.

오히려 수요가 얼마나 강한지 증명해 줘야할 것. 재고소진 등 고객 수요 개선 데이터가 필요

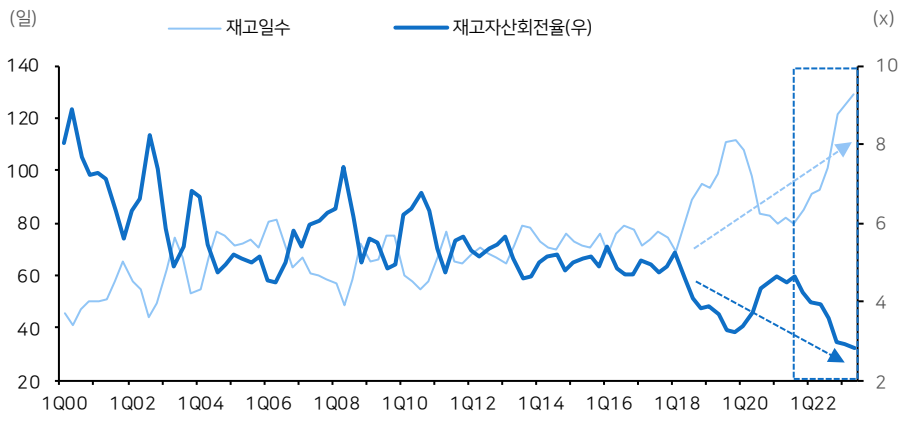
AI Boom이 아직은 시작 단계이고, 수요보다는 공급자 중심의 시장 구도가 형성되는 시기이다. 지금은 기대가 조금 앞설 수 있고, 그에 따른 주가 조정이 진행되더라도 추세적인 조정은 아니다. 오히려 앞으로 남은 것은 공급자 주도의 AI Boom이 본격적으로 개화된 이후, 수요 둔화 사이클을 확인하는 일이다.

현재 Nvidia의 전반적인 재고 수준은 매우 높다. 의아할 수 있지만 AI향 관련 제품 보다 게임과 관련된 GPU 재고 문제로 풀이된다. AI향 매출이 폭발적이라면 재고는 줄어들고, 재고회전율은 높아져야 한다.

수요 측면에서 고객사들의 실적은 점진적으로 개선 중이다. 데이터센터 및 AI 주도권을 놓고 경쟁하는 마이크로소프트, 구글, 아마존, 메타 등과 같은 기업의 실적 전망이 저점은 확인한 모양새다. 하지만 확연한 개선세라고 보기도 힘들다. Nvidia의 잠재력은 월등하지만, 본 궤도에 오르기 위해서는 퍼즐이 더 맞춰져야 한다는 얘기다.

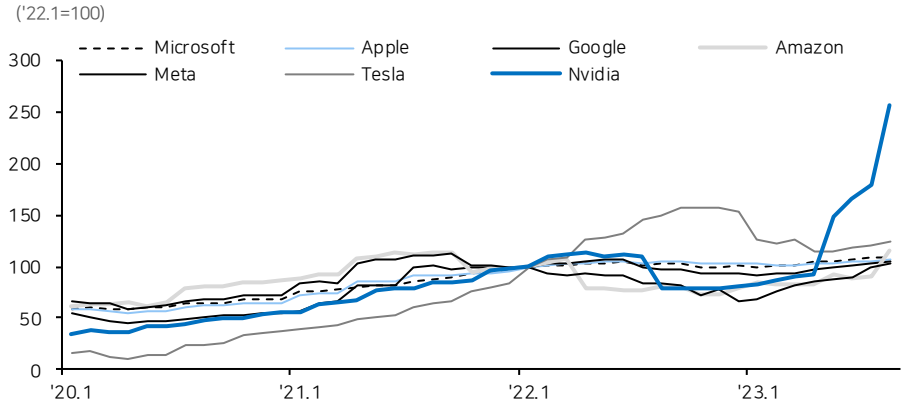
아직은 이른 시기지만 AI Boom의 종료는 Cisco 처럼 오히려 인텔이나 주요 고객들의 수요 둔화의 힌트를 줄 수도 있다. 지금은 Nvidia가 국내 부품업체(ex. HBM)에게 모멘텀을 주고 있는 반면 수요 둔화기에는 오히려 부품업체가 인디케이터가 될 수 있을 듯 하다.

그림7 Nvidia 재고자산회전율 및 재고일수: 아직은 AI 수요가 재고 개선에 영향을 주지 못해



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 최근 빅테크 12MF EPS 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

**기술 Boom 시기에는 성장 기업은 항상 넘친다. 장기 성장 기업이 드물 뿐...**

장기 성장 기업의 후보군을 체크해 나갈 때, AI Boom이 핵심이지만 신규 랭킹 진입 기업도 있어

IT 버블 시기에서 교훈을 찾으려고 하는 이유는, 기술에 기반한 성장 기업의 속성을 이해하기 위함이다. 단기적인 성장 기업은 항상 존재하지만 장기간 시장보다 높은 성장성과 성과를 가져다 준 기업은 매우 드물다. 2000년 당시 시가총액 상위 20개 기술주 중 지난 20년간 위의 조건을 충족한 기업은 단 2개뿐이다. Microsoft와 Amazon이다. IT버블 이후 10년은 보면 Amazon이 유일하다.

지금의 기술 기업의 대표주자를 보는 시각도 마찬가지다. Nvidia, Tesla는 결국 미국의 시가총액 선두 그룹으로 나설 수 있는 잠재력이 유력한 기업이지만, 장기간 그 성장성을 유지할 수 있을 지는 장담할 수 없다. 우리가 할 수 있는 건 성장성의 훼손 징후가 있는지, 새로운 후보군이 진입했다면 면밀하게 분석해 보는 것이 필요하다.

미국의 대표 기업의 시가총액 순위 변화를 보면 장기 성장 기업의 후보군을 엿볼 수 있다. 해당 산업에서 압도적인 지위를 기록했다면 시가총액 상위 랭킹에 진입한 이후 서서히 쇠퇴해 나가기 때문이다.

2020년 전후 Nvidia, Tesla가 시가총액 상위 20위권에 랭크 된 이후 꾸준히 순위를 높이고 있고, 현재 Nvidia 시가총액 6위까지 올라섰다. 작년 시가총액 상위 20위권에 새롭게 진입한 이후 올해 10위권으로 진입한 기업은 비만치료제 기업으로 유명해진 Eli Lilly다. AI가 시장의 핵심 Theme은 분명하지만 제약/바이오 시장에도 변화가 많을 수 있다는 점을 시사한다.



**표1 2000년 기준 시총 상위 20개 기술주 5년/10년/20년 주가수익률 및 매출 증감율**

Name	Mar. 2000 P/S Ratio(x)	5Yr (%)		10Yr (%)		20Yr (%)	
		Return	Sales Growth	Return	Sales Growth	Return	Sales Growth
S&P 500	3	-3.1	3.1	-0.6	3.4	4.8	3.0
Microsoft	27	-12.4	12.5	-3.8	10.4	8.0	9.6
Cisco	37	-25.4	11.2	-10.3	9.9	-2.1	7.0
Intel	15	-18.5	3.3	-9.0	2.4	1.3	4.7
Oracle	21	-20.4	3.5	-4.0	10.9	1.8	6.9
IBM	2	-4.4	2.3	1.9	1.1	1.8	-0.6
Lucent	7	-43.3	-20.0				
Sun Microsystems	12	-38.7	-1.9				
DELL	5	-6.6	13.5	-12.0	7.5		
EMC Corp	19	-27.5	4.0	-11.6	7.7		
HP	3	-15.0	13.3	1.1	10.3	-0.2	1.5
Texas Instruments	13	-20.2	3.4	-10.5	1.0	2.8	1.5
Qualcomm	27	-13.0	4.2	-4.8	9.9	1.3	8.2
Motorola	3	-18.4	-1.1	-15.8	-8.0	0.0	-7.0
Applied Materials	12	-19.2	6.6	-11.2	-0.8	1.2	4.7
Viavi Solutions	158	-57.5	8.4	-35.2	10.2	-17.9	4.8
Corning	10	-29.5	-4.6	-10.6	1.5	-4.3	4.0
Veritas Software	68	-29.3	22.4				
Juniper Networks	265	-30.1	58.4	-13.6	36.3	-8.6	18.2
CA Technologies	5	-14.2	-10.1	-8.4	-3.7		
Micron Technology	7	-30.3	1.1	-16.5	1.8	-2.0	8.1
Amazon	12	-12.5	30.5	7.3	30.1	18.3	28.6

자료: "Stocks for the Long Run" Jeremy Siegel, 메리츠증권 리서치센터

**표2 '20-'23년 미국 상장 기업 시총 상위 20종목 변화**

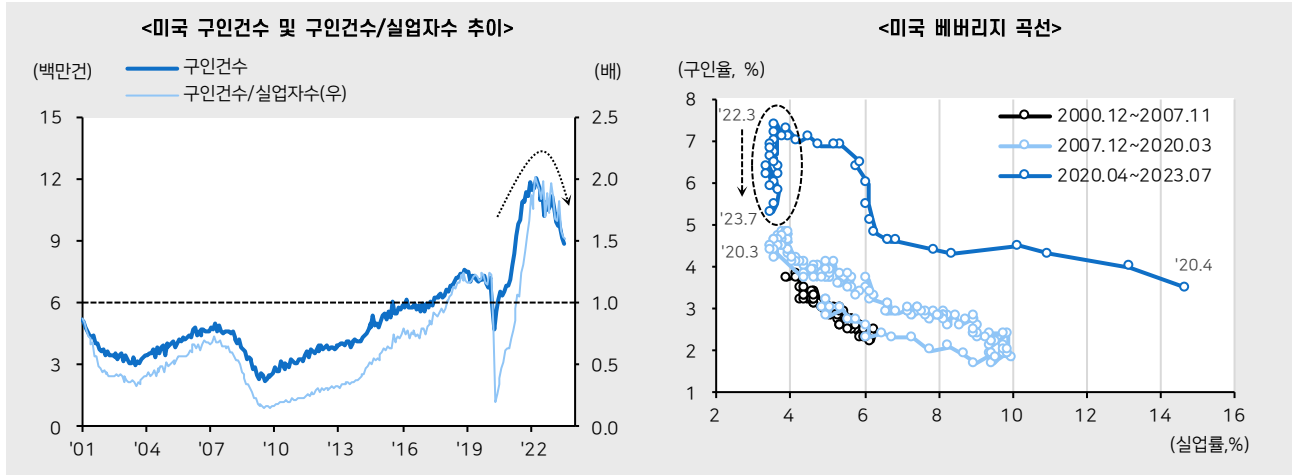
순위	2020		2021		2022		2023	
	종목명	시가총액 (십억달러)	종목명	시가총액 (십억달러)	종목명	시가총액 (십억달러)	종목명	시가총액 (십억달러)
1	Apple	2,256	Apple	2,913	Apple	2,067	Apple	2,817
2	Microsoft	1,682	Microsoft	2,525	Microsoft	1,788	Microsoft	2,405
3	Amazon	1,634	Alphabet Class C	1,922	Alphabet Class C	1,145	Alphabet Class C	1,657
4	Alphabet Class C	1,185	Alphabet Class A	1,922	Alphabet Class A	1,145	Alphabet Class A	1,657
5	Alphabet Class A	1,185	Amazon	1,691	Amazon	857	Amazon	1,374
6	Meta	778	Tesla	1,061	Berkshire Hathaway	682	Nvidia	1,157
7	Tesla	669	Meta	936	United Health Group	495	Berkshire Hathaway	776
8	Berkshire Hathaway	544	Nvidia	735	Johnson & Johnson	462	Tesla	758
9	Visa	527	Berkshire Hathaway	669	Exxon mobil	454	Meta	747
10	Johnson & Johnson	414	United Health Group	473	Visa	439	Eli Lilly	526
11	Walmart	408	Visa	472	JP Morgan	393	Visa	510
12	JP Morgan	387	JP Morgan	468	Tesla	389	United Health Group	455
13	Mastercard	356	Johnson & Johnson	450	Walmart	382	Exxon mobil	437
14	P&G	345	Home Depot	433	Nvidia	360	JP Morgan	429
15	United Health Group	333	Walmart	401	P&G	359	Walmart	427
16	Walt Disney	328	P&G	396	Eli Lilly	348	Johnson & Johnson	395
17	Nvidia	323	Bank of America	364	Chevron	347	Mastercard	384
18	Home Depot	286	Mastercard	353	Mastercard	334	P&G	362
19	Paypal	274	Pfizer	331	Home Depot	322	Broadcom	355
20	Bank of America	262	Walt Disney	282	Meta	316	Home Depot	326

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터



**오늘의 차트** 이상현 연구원

**미국 7월 JOLTs 보고서 발표: 구인건수 추세적 둔화 지속**



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

**미국 8월 구인건수 882.7만 건 (-3.7% MoM)**

지난 29일 발표된 미 노동부 7월 JOLTs 보고서는 미국 노동시장 안정이 진행되고 있음을 시사하였다. 미국 7월 구인건수는 전월대비 33.8만건 감소한 882.7만건으로 집계되었다(-3.7% MoM). 구인율은 전월치(5.5%) 대비 소폭 하락한 5.3%를 기록하였다.

**실업자 수 대비 구인건수는 여전히 1.5배 수준이기는 하나 추세적 둔화**

세부항목에서 전문직 및 비즈니스 서비스 부문(-19.8만건), 헬스케어 및 사회복지(-13.0만건), 교육 분야를 제외한 주 및 지방정부(-67.0만건) 부문의 감소세가 두드러졌다. 실업자 수 대비 구인건수는 여전히 1.5배 수준으로 고용 시장 균형 수준(1.0)을 상회하고 있기는 하나, 추세적으로 둔화되고 있음은 분명하다.

**베버리지 곡선 코로나 이전 수준에 근접하게 다가오고 있음**

미국 베버리지 곡선을 보면, 실업률은 여전히 낮지만(7월 3.5%) 구인율이 하락하면서(5.3% vs. '22년 3월 7.4%) 곡선 자체가 원점 방향으로 수직이동 중이다. 베버리지 곡선은 원점에 가까울수록 노동시장이 효율적으로 작동하고 있음을 의미한다. 과거 코로나 시기 실업률이 급격히 상승하면서 기존 추세선을 이탈한 바 있는데('20년 3월 실업률 4.4% → '20년 4년 14.7%), 그 이전 추세에 근접하게 다가오고 있다.

**매크로 압력에서 벗어날 수 있을까**

연초 이후 타이트한 노동시장 환경에 연준의 긴축 장기화 우려 지속이 주식시장 하방 압력으로 작용해 왔었던 점을 감안하면 금번 미국 고용 둔화 소식은 지긋지긋한 압력을 다소 완화하는 이벤트였다. 이에 이어 미국 8월 CPI 등 매크로 지표가 예상 수준을 벗어나지 않는다면 9월 FOMC 이후 금융시장에 낙관론이 강세를 보일 것으로 예상된다. 매크로 압력에서 점차 벗어나는 가운데 투자자들의 낙관 심리의 가운데에서 시장을 이끌 수 있는 주도주에 대한 기대가 커질 것으로 생각된다.

**칼럼의 재해석** 하누리 연구위원

**나이키 재고 문제와 중국 부진 (Best Stocks)**

나이키(NIKE US)의 주가가 현지 시간 기준 8월 9일부터 24일까지 11거래일 연속 하락하였다. 1980년 상장 이후 가장 기간 하락 기록이며 시총이 140억 이상 증발하였다. 이번 나이키 주가 하락의 가장 큰 원인은 중국 시장의 부진과 열린 회복 가능성, 그리고 풋라커(FL US)의 실적 발표다.

풋라커의 실적은 매출 18.6억달러로 컨센서스에 부합했지만 영업이익이 전년 동기 1.4억달러에서 올해 백만달러로 대폭 감소하였고 순이익은 적자 전환하였다. 8월 23일 발표 당일 당사의 주가는 -28.3% 하락 마감하였다. 풋라커의 주가 하락은 부진한 실적 영향도 있지만 올해 가이드언스의 하향 조정이 큰 영향을 미친 것으로 보인다. 매출 -8~-9% (기존 -6.5~-8%), EPS 1.30달러~1.50달러 (기존 2.00달러~2.25달러)로 전망치를 낮췄다. 또한 2분기 주당 0.4달러의 배당금을 마지막으로 분기 현금 배당을 잠정적으로 중단한다고 밝혔다.

주가 하락 두번째 원인은 나이키의 주요 시장인 중국 경기가 부진하면서 실적 전망이 악화된 것이다. 나이키의 중국 매출은 회계연도 2023년 4분기(3~5월) 기준 약 18억1000만 달러로 분기 매출액(128억3000만달러)의 14.1%를 차지하고 있다. 또한 7월 중국 소매 판매 증가 폭은 2.5%로 시장 전망치였던 4.5%를 밑돌았다. 산업생산 증가율도 3.7%로 전망치인 4.4%에 미치지 못한데다 청년 실업이 급증하는 등 회복이 더딘 모습을 보이고 있다.

**나이키 주가 하락**

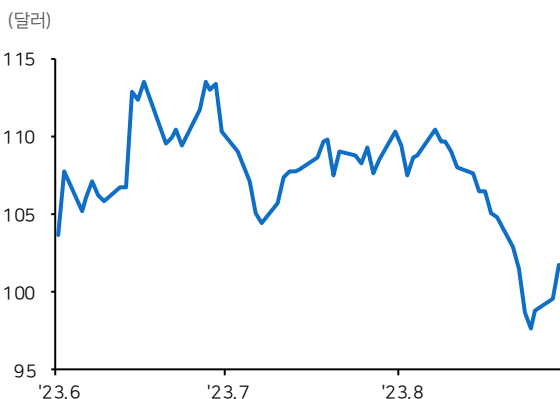
**나이키 최장 기간 주가 하락**

나이키(NIKE US)의 주가가 현지 시간 기준 8월 9일부터 24일까지 11거래일 연속 하락하였다. 1980년 상장 이후 가장 기간 하락 기록이며 시가총액이 140억 이상 증발하였다. 이번 나이키 주가 하락의 큰 원인은 풋라커(FL US)의 실적 발표 그리고 중국 시장의 부진과 열린 회복 가능성이다.

**풋라커의 실적 쇼크**

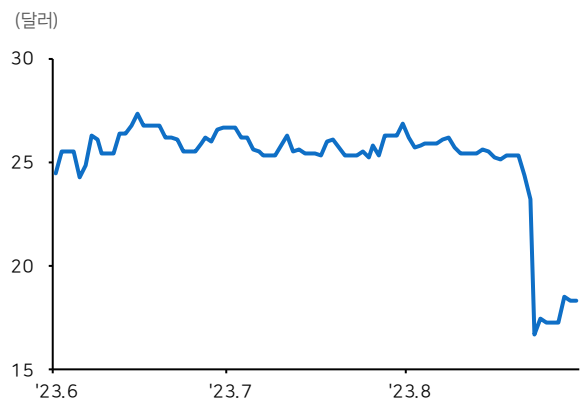
풋라커의 실적은 매출 18.6억달러로 컨센서스에 부합했지만 영업이익이 전년 동기 1.4억달러에서 올해 백만달러로 대폭 감소하였고 순이익은 적자 전환하였다. 이로 인해 8월 23일 발표 당일 당사의 주가는 -28.3% 하락 마감하였다. 나이키가 DTC 모델을 좇으며 대형 리테일러들에 대한 공급을 줄여왔지만 최근 리테일 업체와의 잦은 접촉이 관찰되고 있는 만큼 나이키의 주가가 풋라커의 실적에 크게 반응한 것이다.

**그림1 나이키 주가 추이**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 풋라커 주가 추이**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 풋라커 실적 쇼크 및 중국 부진

#### 풋라커의 가이드런스 하향 조정 및 일시적 배당 중단

풋라커의 주가 하락은 부진한 실적 영향도 있지만 올해 가이드런스의 하향 조정이 큰 영향을 미친 것으로 보인다. 매출 -8~-9% (기존 -6.5~-8%), EPS 1.30달러~1.50달러 (기존 2.00달러~2.25달러)로 전망치를 낮췄다. 또한 2분기 주당 0.4달러의 배당금을 마지막으로 분기 현금 배당을 잠정적으로 중단한다고 밝혔다.

풋라커의 부진은 소비자 수요의 둔화, 벤더 믹스 변화가 주요했다. 최고 경영자 메리 딜런은 주담대 금리 인상 등으로 인한 소비자 수요 둔화가 2분기에 더 뚜렷하게 나타났고 개학 시즌의 효과가 이전에 비해 훨씬 미미하다고 말했다. 개학과 관련한 월마트의 낙관적인 전망과는 대조적인 모습이다. 10월의 학자금 대출 상환 재개 또한 하반기 수요 압박 요인 중 하나다.

#### 나이키 재고자산은 감소 추세

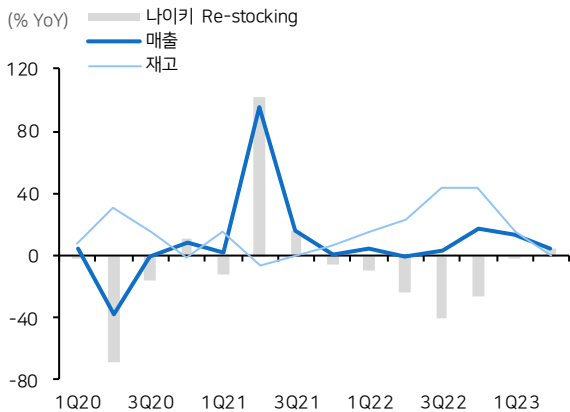
전방 매장의 수요 약화는 후방 업체의 재고 부담을 의미한다. 최근 분기 기준 나이키의 재고자산은 84억달러로 2021년 재고 평균이 67억달러인 것에 비하면 높은 수치이나 3개 분기 연속으로 감소 추세를 보이고 있다는 점은 긍정적이다. 기본적으로 리테일러에 대한 의존도를 낮추는 전략을 가져가고 있기에 한 달 뒤 발표되는 실적과 리테일 업체 실적의 상관성을 비교해볼 필요가 있다.

#### 중국 경기 부진으로 전망 악화

주가 하락 두번째 원인은 나이키의 주요 시장인 중국 경기가 부진하면서 실적 전망이 악화된 것이다. 나이키의 중국 매출은 회계연도 2023년 4분기 (3~5월) 기준 약 18억달러로 매출액의 14.1%를 차지한다. 7월 중국 소매 판매 증가율은 +2.5%로 시장 전망치였던 +4.5%를 하회했고 산업생산 증가율도 전망치에 미치지 못했다. 또한 청년 실업이 급증하는 등 경기 회복이 더딘 모습을 보이고 있다.

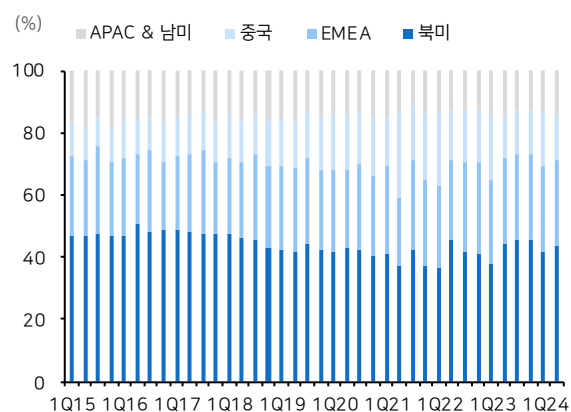
매출 비중의 절반 이상을 차지하기에 북미와 중국의 수요 전망이 최근 주가에 큰 영향을 미치고 있다. 9월 중순 발표되는 양국의 소매 판매와 의류 재고 등 거시 데이터들이 중요 변수로 예상되는 만큼 지속적인 모니터링이 필요하다.

그림3 나이키 Re-stocking



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 나이키 지역별 매출 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: Nike Inc Faces Challenges in China and Inventory Issues (Best Stocks)