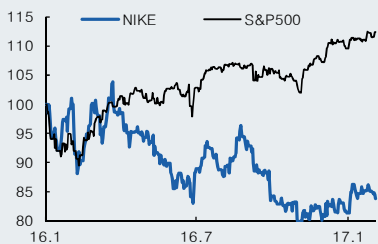


Bloomberg 목표주가평균	USD 62.07
현재 주가 (17/02/03)	USD 52.36
국가	미국
거래소	NYSE
상승여력	18.5%

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
61%	34%	5%

EPS 성장률 (17F,%)	5.8		
P/E(17F,x)	22.4		
MKT P/E(17F,x)	17.7		
배당수익률(%)	1.4		
시가총액(십억USD)	86.6		
유통주식수(백만주)	1,299.3		
52주 최저가(USD)	49.01		
52주 최고가(USD)	65.44		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.3	-4.4	-13.0
상대주가	-2.2	-9.2	-28.8



[글로벌 소비재 & 유통]

김종한 Joonghan Kim, Analyst
 02-768-1870
 joonghan.kim@miraeeasset.com

나이키 Nike (NKE US)

JUST BUY IT

아디다스 피크아웃? 절호의 매수 찬스

나이키의 장기 성장 스토리는 여전히 유효하다. 최근의 부진은 상대적인 것이다. 아디다스가 칸예 웨스트 등의 스타와 협업(Collaborations)한 제품들이 소위 '대박'을 쳤기 때문이다. 그러나 우리는 이번 주가 조정을 매수 기회로 활용해야 한다고 판단한다. 빠르게 변화하는 유행의 속성을 감안할 때 아디다스의 우위가 지속될 가능성은 크지 않다.

무엇보다 과거 아디다스가 나이키를 아웃퍼폼 한 기간은 길지 않았다. 현재 나이키의 시가 총액은 아디다스의 2.5배로 역사적 하단에 근접해 있다. **브랜드 파워를 약화시키는 치명적인 사건이 발생하지 않는 이상 되돌림이 있을 가능성이 높다.**

타 업체와의 경쟁은 예전부터 항상 있어왔고 결국 최후의 승자는 나이키였다. 역사는 반복될 가능성이 높다. **지금도 장기 우상향을 지속하는 나이키 주가에 탑승할 절호의 찬스다.**

장기 지배 시나리오는 아직 서막에 불과

1. 압도적인 브랜드 파워로 장기 지배 가능: 동사는 세계적인 선수와의 스폰서십을 통해 최고의 스포츠 용품 업체로 거듭났다. 막대한 자금력을 동원한 지속적인 신제품 개발과 마케팅 능력은 이미 경쟁사가 따라잡기 어려운 수준이다. 향후 본격화 될 것으로 보이는 치킨 게임은 나이키에게 유리하다. 독점이 심화 될수록 주가 프리미엄은 높아질 전망이다.

2. 중국 시장의 성장: 나이키의 중국 매출이 빠르게 증가하고 있다. 중국의 1인당 GDP가 높아지며(16년 기준 8,261달러) 해외 유명 브랜드에 대한 소비 욕구가 커지고 있기 때문이다. 과거 한국도 1인당 GDP가 8,000달러를 넘어서며 신발 수입이 급증한 사례가 있다. 이 같은 추세는 스포츠에 대한 사회적인 관심이 증가하며 가속화 될 것으로 예상된다.

3. DTC(Direct-to-consumer) 채널로 성장과 마진을 한번에: DTC채널은 나이키가 직접 운영하는 온라인/오프라인 채널이다. 일관적이고 효율적인 브랜드 전략 수립, 마진 측면에서 일반 도매 채널 대비 유리하다. 미국 유통업체 통폐합이 가속화 되는 현 환경에서 경쟁사 대비 안정적인 매출이 가능할 것으로 보인다. Nike.com의 고성장과 함께 DTC 채널 매출 기여도는 지속적으로 상승할 전망이다.

이럴 때 아니면 사기도 어려운 주식

나이키의 12개월 Forward P/E는 21배 수준이다. 최근 3년 평균(P/E 26배)와 비교시 약 20% 할인받고 있다. 1) 최근 스포츠 용품 시장 전반의 경쟁 심화, 2) 아디다스에 의한 시장 점유율 하락, 3) 농구화 유행 하락세로 인한 매출 둔화 우려가 반영되었다.

그러나 향후 아디다스 피크 아웃 가능성, 농구화 모멘텀 회복, 자사주 매입을 고려할 때 **현재 주가는 충분히 매력적인 구간**이라고 판단한다. 17년과 18년 매출 성장이 각각 6.8%, 7.6% 수준으로 회복될 것으로 보이는 점도 긍정적이다.

결산기 (5월)	5/14	5/15	5/16	5/17F	5/18F	5/19F
매출액 (십억USD)	27.8	30.6	32.4	34.6	37.2	40.4
영업이익 (십억USD)	3.7	4.2	4.5	4.7	5.4	5.9
영업이익률 (%)	13.2	13.6	13.9	13.5	14.4	14.7
순이익 (십억USD)	2.7	3.3	3.8	3.9	4.3	4.8
회석 EPS (USD)	1.49	1.85	2.16	2.34	2.63	3.03
ROE (%)	24.6	27.8	30.1	31.5	33.6	37.4
P/E (배)	25.9	27.5	25.6	22.4	19.9	17.3
P/B (배)	6.2	6.9	7.6	4.1	3.7	2.2

주: 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준 (5월말 결산)
 자료: 나이키 Nike, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

기업소개: 모두 알고 있는 스포츠 용품 업계의 절대 강자

나이키는 1967년 미국 오레곤에서 설립된 세계 최대 스포츠 용품 브랜드다. 스포츠와 관련된 운동화, 의류, 장비등을 판매한다. 승리의 여신 니케의 날개에서 영감을 받아 만들어진 스우시(Swoosh) 심볼로 잘 알려져 있다. 나이키 외에도 조던, 컨버스, Hurley(서핑 용품)등의 브랜드 라인이 있다.

나이키의 제품 라인은 8개의 핵심 카테고리(Running, Basketball, Football, Men's training, Women's training, Action Sports, Sportswear, and Golf)로 이루어져 있다. 지역별 매출액 비중은 북미 지역이 48.4%로 가장 크고 유럽(24.0%), 중국(12.4%) 이머징(12.1%), 일본(2.8%) 순이다. 품목별로는 운동화 비중이 65%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 의류(30%), 장비(5%)가 그 뒤를 따르고 있다.

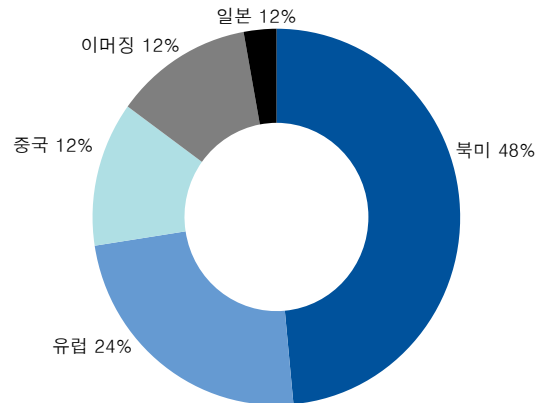
나이키는 1) 끝없는 기술 혁신을 통한 신제품 개발, 2) 천문학적인 마케팅 비용(스폰서십)을 통해 독점에 가까운 브랜드 파워를 구축하였다. **압도적인 브랜드 파워와 규모의 경제를 바탕으로 동사는 후발 주자들이 따라잡기 어려운 일등 기업이 되었다.**

향후 중국을 포함한 전 세계 스포츠 용품 시장은 빠른 속도로 성장할 것이다. 그러나 성장의 과실은 나누어 지지 않을 것이다. 중장기적으로 나이키가 주도하는 치킨 게임 속에서 소수의 업체만이 살아남을 것으로 예상된다. 최근 아디다스의 선전에 따른 주가 조정은 절호의 매수 기회로 판단된다.

그림 1. 나이키와 보유 브랜드



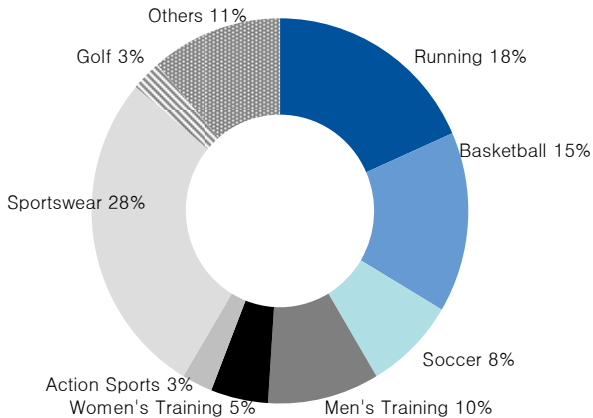
그림 2. 나이키 지역별 매출 비중 (2016년)



자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

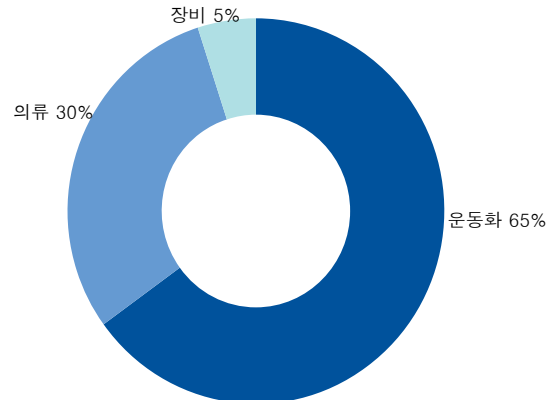
자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 나이키 카테고리별 매출 비중 (2016년)



자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 나이키 품목별 매출 비중 (2016년)



자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

신발에도 족(足)보가 있다: 압도적인 브랜드 파워로 장기 지배 가능

나이키는 2016년 인터브랜드 기준 전세계 브랜드 순위 18위에 랭크되어 있다. 브랜드 밸류는 250억 달러에 달한다(vs. 아디다스 60위, 79억달러). 의류 브랜드 중 1위를 고수하고 있다.

나이키의 브랜드 전략은 명확하다. 세계 최고의 운동선수들과 스폰서십 계약을 체결한다. 소비자들은 슈퍼스타들의 플레이에 열광한다. 동시에 자연스럽게 나이키 제품을 구입하게 된다. 그들의 경기를 보며 나이키의 제품을 사용하는 자신과 동일시 하기 때문이다. 사용가치를 넘어 소비자가 동경하는 선수와의 연결 고리를 제공해 주는 것이다.

단순해 보이는 방법이지만 두 가지 조건이 전제되어야 한다. 1) 혁신적인 기술과 2) 막대한 광고비(=스폰서 비용)다. 큰 회사일수록 유리하다. 나이키가 경쟁사를 압도하는 부분이다.

혁신적인 기술

돈만 있다면 스폰서십 체결이 가능할까? 세계적인 선수들은 제품의 뛰어난 기능이 전제되지 않는다면 사용하기를 꺼린다. 경기력에 직접적인 영향을 미치기 때문이다. 나이키는 막대한 자금력을 바탕으로 신기술에 대한 투자를 통해 혁신적인 제품 라인을 지속적으로 추가하고 있다. 소비자들 역시 스포츠 스타를 통해 검증된 제품이라는 생각에 더욱 손쉽게 지갑을 열게 된다.

IT와 접목된 웨어러블 시장이 커질수록 기술력에 의한 경쟁은 심화된다. 신기술에 의한 프리미엄 제품 판매가 없다면 적정 마진을 유지하기 어려워 진다. **업체간 프리미엄 제품을 만들어 낼 수 있는 회사와 그렇지 못한 회사가 나뉘어질 것이다.** 스포츠 용품 업체에게 운동화가 가장 중요한 영역이 된 것은 우연이 아니다. 일반 의류에 비해 기능성에 의한 차별화가 큰 제품이기 때문이다.

표 1. 세계 브랜드 Top 100에 속하는 의류회사 브랜드: 나이키 1위(전체 18위) (백만달러, %)

순위	회사	브랜드 가치	브랜드 가치 성장률(YoY)
18	나이키	25,034	9
19	루이비통	23,998	8
20	H&M	22,681	2
27	자라	16,766	19
53	구찌	9,385	6
60	아디다스	7,885	16
81	프라다	5,504	-12
83	버버리	5,362	-9
89	디올	4,909	New
98	랄프로렌	4,092	-12

자료: Interbrand, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 나이키의 다양한 제품 플랫폼



자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

거액의 마케팅 비용

마이클 조던, 타이거우즈, 크리스티아누 호날두 등 쟁쟁한 스포츠 스타들과의 엄청난 계약금은 그 자체로 하나의 이슈가 된다. 선수 입장에서도 나이키와의 계약은 간접적으로 세계 최고라는 것을 인정 받는 것과 같다.

세계적인 선수들이 사용하는 일등 스포츠 브랜드라는 이미지를 유지하기 위해 동사는 연간 33억달러에 달하는 광고비를 사용한다. 아디다스(26억달러)를 제외하면 비교조차 어려운 엄청난 금액이다.

장기적으로 시장 독점 심화되며 프리미엄 상승 예상

최근 스포츠용품 시장의 경쟁이 치열해지면서 전반적인 마진 하락이 눈에 띄게 진행되고 있다. 이는 빠르게 성장하는 거대 시장에서 시장 지배력을 확대하기 위한 자연스러운 현상이다. 당장의 이익보다 성장에 집중하며 최후의 승자가 되기 위한 경쟁을 하게 되는 것이다.

<그림 6>은 2008년 1분기를 기준으로 한 스포츠용품 회사들의 마진(=매출총이익률) 추이다. 동사의 마진은 경쟁사 대비 높고 안정된 모습을 보여준다. 규모가 작고 브랜드 파워가 약한 회사일수록 마진의 변동성이 크고 점차 하락하는 경향이 있다.

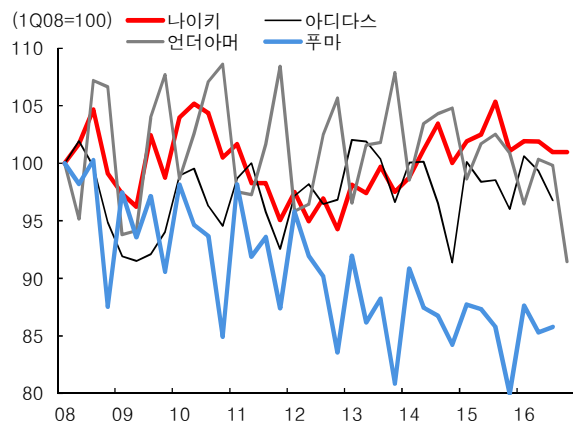
마치 유통업계에서 아마존이 만들었던 치킨게임이 연상되는 구도다. **막대한 자금력을 기반으로 기술의 차별화와 규모의 경제를 만들어내지 못하는 업체는 도태될 가능성이 크다.** 중장기적으로 나이키에게 유리한 환경이 만들어지고 있다. **독점이 심화될 수록 나이키의 프리미엄은 높아질 것**이다.

표 2. 역대 스포츠 후원계약 Top 10의 대부분을 나이키가 차지하고 있음

순위	이름	브랜드	연간 스폰서십 금액 추정치	총 합
1	마이클 조던	나이키	\$60m	나이키 조던 브랜드 수익 공유
2	르브론 제임스	나이키	\$30m	평생계약 + 르브론 브랜드 수익 공유
3	케빈 듀란트	나이키	\$28.5m	10년간 총 \$285m (2014~2024)
4	크리스티아누 호날두	나이키	\$21.7m	5년간 총 \$105m (2014~2019)
5	리오넬 메시	아디다스	\$20m	7년간 총 \$140m
6	타이거 우즈	나이키	\$20m	5년간 총 \$100m (2013~2018)
7	코비 브라이언트	나이키	\$15m	5년간 총 \$75m (2014~2019)
8	데릭 로즈	아디다스	\$14m	13년간 총 \$185m (2012~2025)
9	로저 페더러	나이키	\$12m	10년간 총 \$120m (2008~2017)
10	네이마르	나이키	\$9.5m	11년간 총 \$105m (2012~2022)

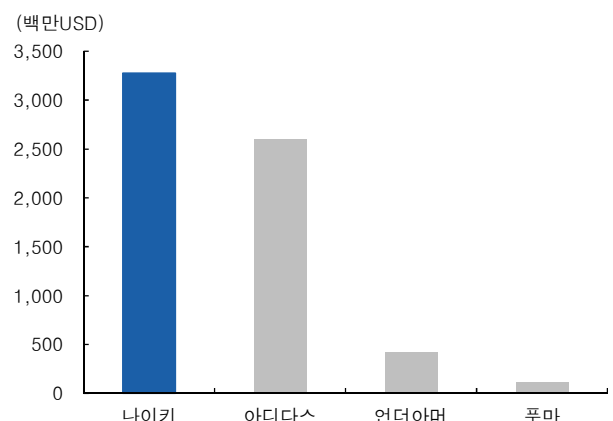
자료: TOTAL SPORTEK, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 나이키의 매출총이익률이 가장 견조한 모습



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 나이키의 광고비는 타 경쟁사를 압도



자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

중국 사람들이 나이키를 신기 시작했다

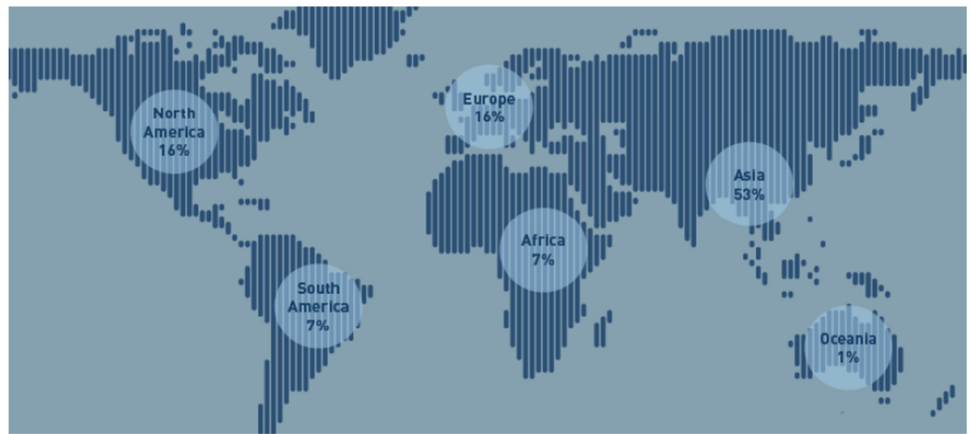
중국은 이미 세계 최대 신발 소비국

2015년 기준 전 세계 신발 소비량은 206억 켤이다. 이중 중국의 소비량은 38억켤으로 전세계 1위다 (점유율 18.4%). 세계 최대의 신발 소비국가란 점보다 주목해야 할 점은 중국 신발 산업의 성장성이다. 최근 5년 연평균(CAGR) 성장률이 5.9%로 주요 국가들 중 가장 빠르다. 미국(2위)은 이미 소비량과 성장을 측면에서 중국에게 미치지 못한다(소비량 24억켤, 5년 연평균 성장률 0.7%).

빠르게 성장하는 중국 신발산업 중 가장 주목해야 할 분야는 바로 운동화다. 2018년까지 연평균 (CAGR) 9.5% 성장이 예상되고 있다. 전체 신발 성장률을 상회한다.

사실 중국은 대부분의 제품 카테고리에서 압도적인 규모와 성장을 보여준다. 중국과 연관되기만 하면 장밋빛 미래가 펼쳐진 것처럼 보이는 경우가 많다. 그러나 특정 산업이 성장하는 것과 수혜주가 되는 것은 조금 다른 이야기다. 나이키는 과연 중국 성장의 수혜주가 될 수 있을까? 우리의 대답은 ‘매우 그렇다’ 이다.

그림 8. 대륙별 신발 소비 현황: 중국을 포함한 아시아 시장이 53%로 가장 크다



자료: World Footwear Yearbook 2016, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 국가별 신발소비량 및 점유율 (상위 10개국)

(단위: 백만 켤, %)

순위	국가	소비량			점유율	
		2010	2015	연평균증가율 ('10~'15, CAGR)	2010	2015
1	중국	2,700	3,800	5.9	15.5	18.4
2	미국	2,335	2,442	0.7	13.4	11.8
3	인도	2,034	2,196	1.3	11.7	10.6
4	인도네시아	627	826	4.7	3.6	4
5	브라질	780	784	0.1	4.5	3.8
6	일본	693	660	-0.8	4.0	3.2
7	영국	504	560	1.8	2.9	2.7
8	독일	385	445	2.4	2.3	2.2
9	프랑스	415	422	0.3	2.2	2
10	러시아	411	390	-2.6	2.1	1.9

자료: World Footwear Yearbook 2016, 미래에셋대우 리서치센터

엄마 저도 이제 나이키 신을래요 (妈妈, 现在我也要穿耐克鞋)

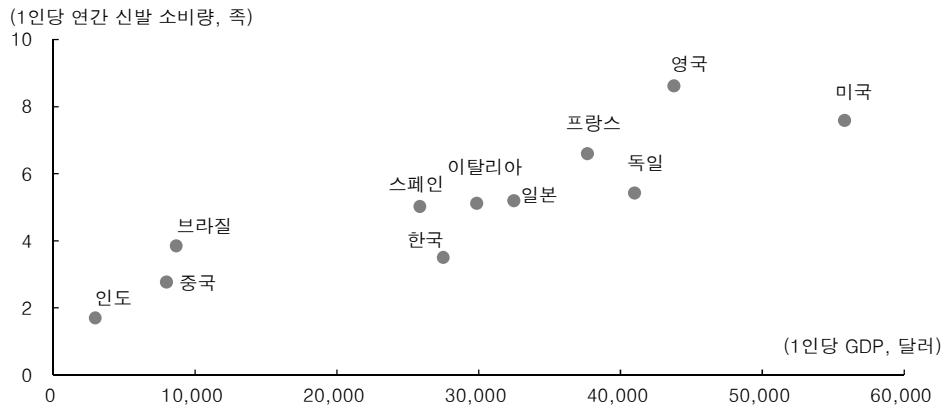
1인당 GDP가 증가하면 신발 소비는 증가하는 경향을 보인다. 특히 국산 브랜드를 벗어나 나이키, 아디다스 같은 해외 유명 브랜드에 대한 소비 욕구가 증가하게 된다. **과거 한국의 경우에도 1인당 GDP가 8,000달러를 넘어서며 해외 신발 수입이 급증하기 시작했다.** 중국의 1인당 GDP는 15년 7,957달러, 16년 8,261달러를 기록하고 있다. 폭발적인 성장의 시작점이라고 할 수 있다.

실제로 나이키의 중국향 매출을 보면 2015년을 기점으로 매출이 크게 증가하는 것을 확인할 수 있다. 6개월 선주문을 보여주는 나이키 퓨처스 오더(환율효과 제외)의 경우에도 중국 지역에서 두드러진 성장세를 보인다.

이 같은 추세는 향후 본격화 될 것이다. 베이징 올림픽 이후 스포츠에 대한 사회적 관심이 증가하며 스포츠 용품에 대한 구매가 늘어나고 있기 때문이다. 웰빙 트렌드 또한 한몫 하고 있다. 건강에 대한 전 세계적인 열풍은 중국이라고 예외가 아니며 그 중심에는 스포츠가 있다. 2016년 나이키의 중국 매출 비중은 12%에 불과하다. 향후 성장 여력은 충분하다고 판단된다.

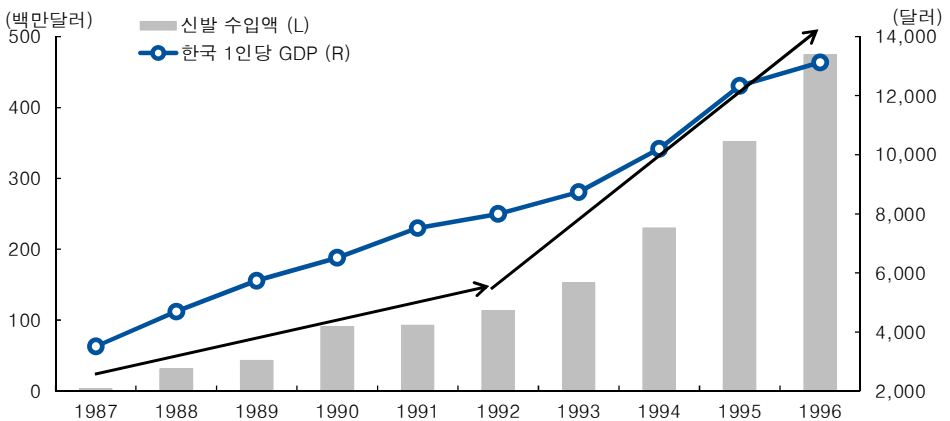
중국 시장의 또 다른 특징은 타 지역 대비 영업 마진이 높다는 점이다. 중국향 매출이 본격화되며 향후 점진적인 수익성 향상이 기대된다.

그림 9. 1인당 GDP가 증가할수록 1인당 연간 신발 소비량도 증가하는 경향



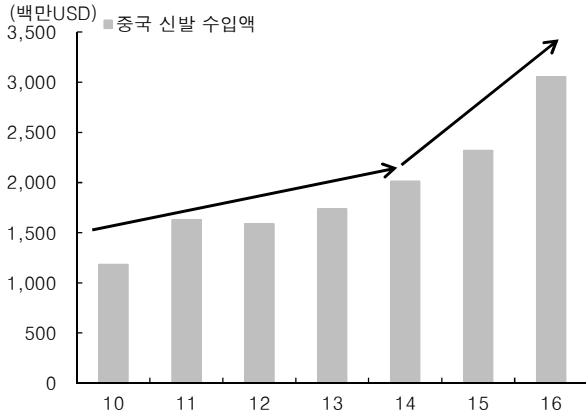
자료: World Footwear Yearbook 2016, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 과거 한국의 경우에도 1인당 GDP 8,000달러를 넘어서며 운동화 수입이 급증



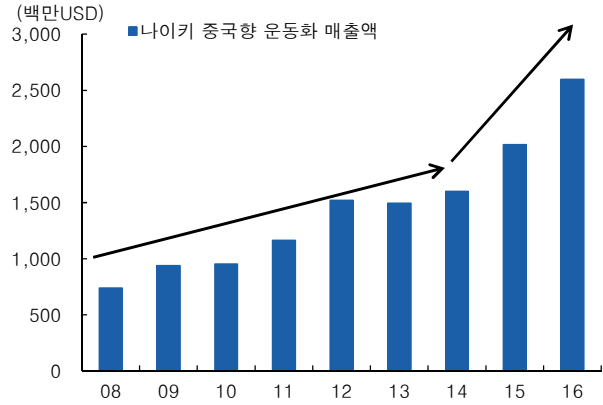
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 중국 신발 수입액 큰 폭으로 증가하기 시작



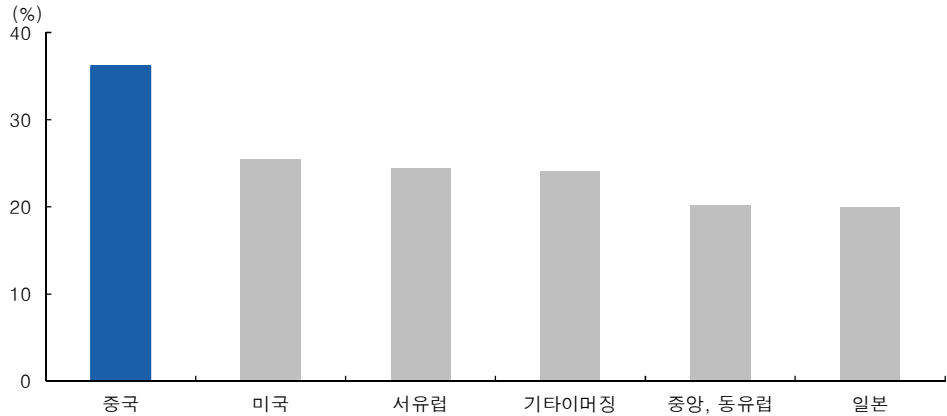
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 나이키 중국향 운동화 매출 급증



자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 중국지역 영업이익은 타 지역대비 높아 수익성 향상이 기대됨



자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 나이키 Futures Orders(6개월 선주문 물량) 전년동기대비 증가율

	2013	2014	2015	2016	1Q17	2Q17
나이키(전체)	8	11	2	8	5	0
북미	12	11	13	6	1	-4
서유럽	2	25	-11	8	4	-4
중부, 동유럽	14	10	-9	3	9	4
중국	3	6	20	19	15	6
일본	-17	-6	1	24	26	10
기타 이머징	12	2	-14	3	6	9
나이키(전체, 환율효과 제외)	8	12	13	11	7	2
북미	12	11	13	6	1	-4
서유럽	0	22	14	11	9	2
중부, 동유럽	12	14	17	7	9	6
중국	0	6	22	24	19	12
일본	6	0	20	15	11	5
기타 이머징	12	9	2	13	10	10

자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

DTC(Direct-to-consumer) 채널로 성장과 마진을 한번에

Direct-to-consumer(이하 DTC)는 나이키가 직접 운영하는 온라인/오프라인 유통 채널을 말한다. 1) In-line stores(나이키 타운, 임직원 전용 매장 포함), 2) Factory stores(아울렛 매장) 3) 이커머스(Nike.com)로 구성된다.

DTC채널이 중요한 이유는 크게 세가지다. 1) 일관성과 효율성 측면에서 브랜드 전략 수립에 유용하고, 2) 일반 도매(Wholesale)채널 대비 마진이 높으며(약 200bp), 3) 최근 The Sports Authority를 비롯한 유통업체의 파산이 이어지고 있는 환경에서 고유 채널을 통한 안정적인 매출이 가능하다.

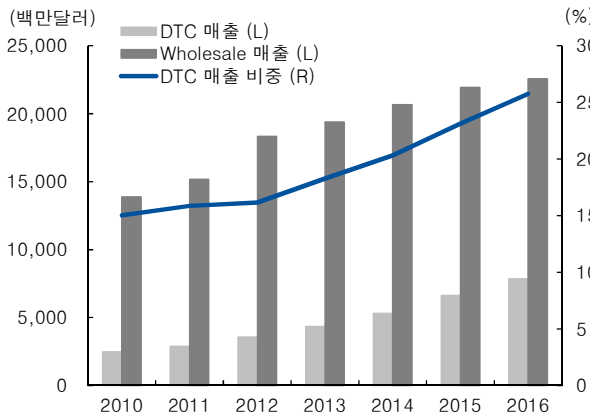
나이키의 DTC 채널 매출 비중은 지속적으로 증가하고 있다. 특히 이커머스 매출의 경우 2020년까지 5년 연평균(CAGR) 42.3%의 고성장이 예상되고 있어 DTC 성장의 중심이 될 것으로 보인다.

표 5. 나이키 직영 매장 현황

매장 타입	미국	해외
Nike Factory	176	459
Nike In-line (나이키 타운, 직원 전용 매장 포함)	33	71
Coverse	84	6
Hurley	29	0
총합	322	536

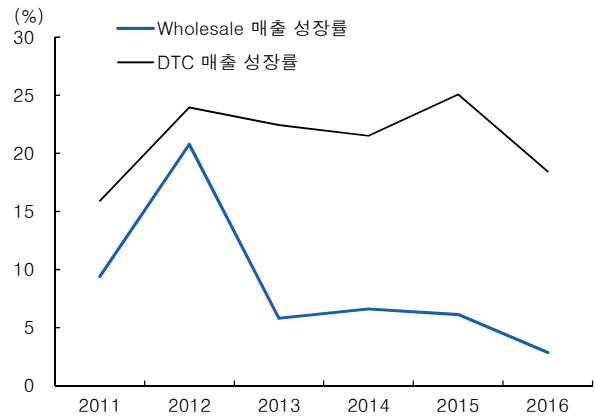
자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. DTC 채널 매출 비중 지속적인 증가 추세



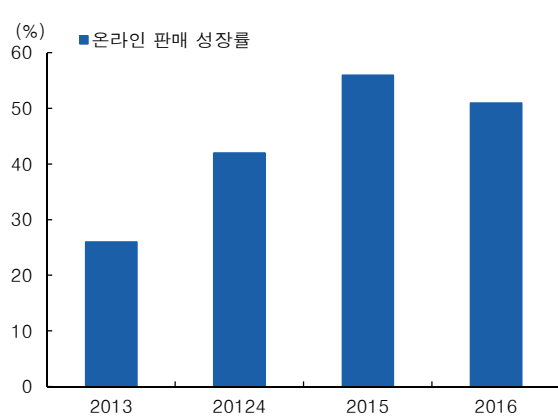
자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. DTC 채널은 Wholesale 채널 대비 고성장이 지속중



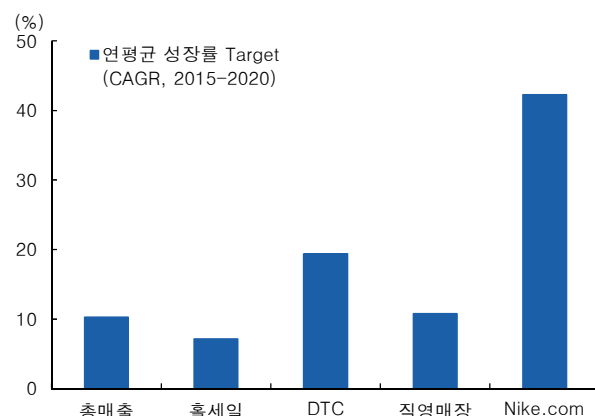
자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 엄청난 속도로 성장중인 이커머스



자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 이커머스 성장률은 타 채널을 압도



자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

투자전략: 아디다스의 역습. 이럴 때 아니면 사기도 어렵다

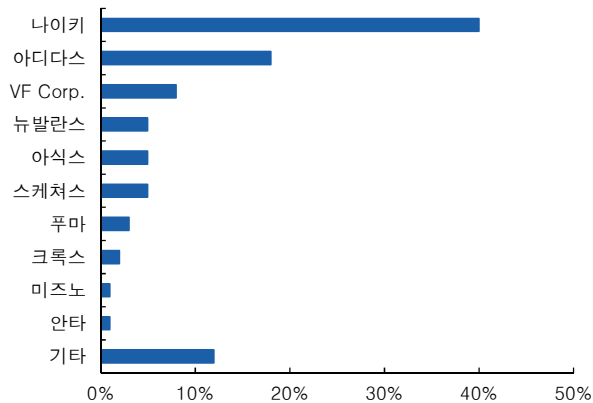
나이키는 전세계 운동화 시장의 약 40%를 차지하고 있다. 2위인 아디다스의 점유율은 18%다. 두 업체 합산 점유율이 58%에 달하고 3위 업체부터 격차가 크기 때문에 사실상 과점 체제라고 말할 수 있다. 즉, 상대방이 얼마나 잘하냐에 따라 동사 매출이 영향을 받을 수 있는 상태인 것이다.

2016년 현재 나이키의 시가총액은 아디다스의 약 2.5배인 880억달러에 이른다(vs. 아디다스 346억 달러). 하지만 최근 1년만을 놓고 보면 나이키의 완패다. 나이키 주가는 최근 1년간 13% 하락하며 59% 상승한 아디다스를 한참 하회했다. 아디다스가 칸예 웨스트, 페럴 윌리엄스 등의 스타와 협업 (Collaborations)한 제품들이 소위 ‘대박’을 쳤기 때문이다.

아디다스는 오리지널(Originals), 네오(NEO) 등 패션에 관련된 라인을 운영한다. 나이키가 스포츠 자체에 집중하는 브랜드 전략을 사용한다면 아디다스는 팝컬처 전반으로 브랜드 이미지를 확장해 왔다. 최근 운동화를 비롯한 스포츠웨어가 패션 아이템으로 각광받으며 아디다스의 마케팅 효과가 극대화 될 수 있었다.

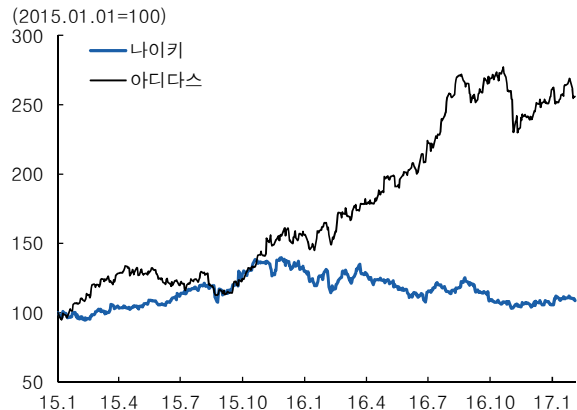
결과적으로 아디다스의 2016년 매출이 14% 증가한 반면 나이키의 매출 증가는 6%에 그쳤다. 2016년 운동화 시장 성장률이 8.6%인 점을 고려하면 나이키의 시장 점유율 하락은 피할 수 없었다. 나이키가 못한 것은 아니었다. 다만 아디다스가 너무 잘했음 뿐이다.

그림 18. 전세계 운동화시장 점유율 현황(2014년 기준)



자료: Sporting Goods Intelligence, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 나이키는 완패는 최근 주가에 잘 나타나고 있다



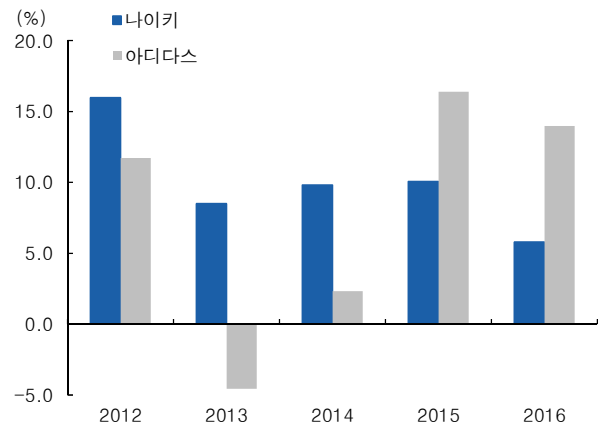
자료: Datastream, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 아디다스 대박의 1등 공신: 칸예 웨스트의 이지 부스트



자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 나이키와 아디다스 매출 증가율 추이



주: 아디다스 2016 매출액 Bloomberg 컨센서스 사용
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그렇다면 나이키는 이대로 무너질까? 우리는 **나이키의 1) 막강한 브랜드 파워, 2) 중국 시장의 성장, 3) DTC채널 성장을 고려시 중장기적으로 독점력이 강화될 것이라고 예상**한다. 그렇다면 최근의 조정을 매수 기회로 활용할 필요가 있다. 나이키 장기 주가 차트를 보라. 이럴 때 아니면 사기도 어려운 주식이다. 향후 나이키의 주가를 긍정적으로 보는 이유는 다음과 같다.

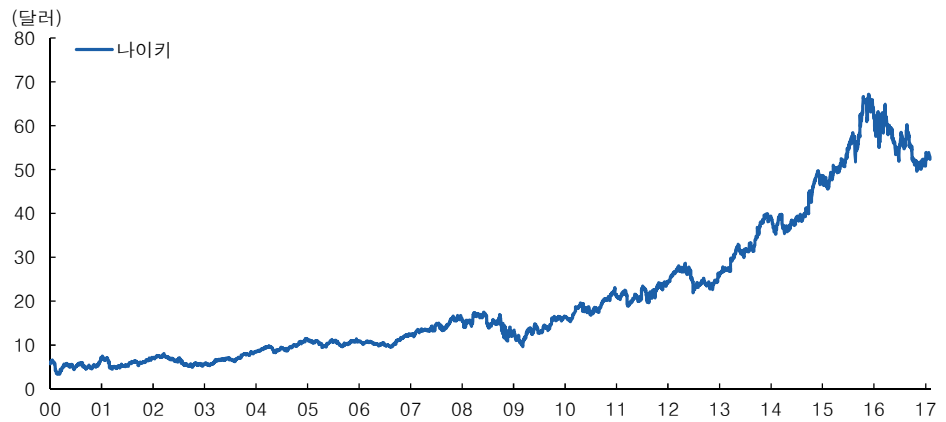
아디다스 피크 아웃? 유행은 돌고 도는 것

향후 나이키 주가를 보는 주요 포인트는 아디다스의 아웃퍼폼 지속 여부다. 우리는 **아디다스의 피크 아웃 가능성이 높다고 생각**한다. 물론 트렌드가 중요한 변수인 만큼 단기적인 예측은 쉽지 않다. 하지만 적어도 지금의 아웃퍼폼이 지속되리라 쉽지 않을 것이다.

아디다스의 최근 인기는 Sport Style(Originals, NEO 등의 서브 브랜드)의 선전에 의한 것이다. Sport Style분야는 2016년 40% 이상의 성장을 거둔 것으로 추정된다. 이는 여타의 패션 브랜드에서 트렌드와 신제품이 잘 맞아 떨어질 때 폭발적인 매출이 일어나는 것과 같은 원리다.

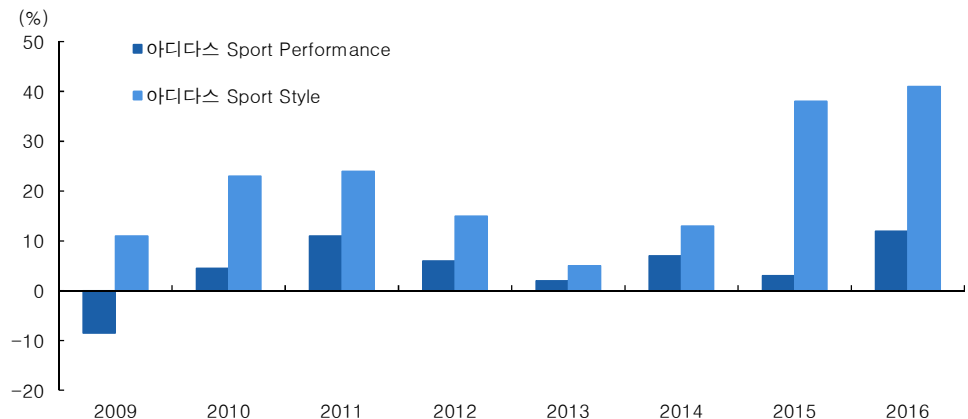
하지만 **스포츠 용품의 중장기 경쟁력은 브랜드 파워와 기술 혁신을 바탕으로한 기능성 제품들에 달려있다**. 나이키의 브랜드 파워는 전세계 18위로 60위인 아디다스에 한참 앞서 있다. 아디다스의 기능성 제품라인인 Sport Performance의 성장률은 아직까지 크게 향상되지 않았다. 유행의 특징은 돌고 돈다는 점이다. 나이키에게 새로운 기회가 오고 있다.

그림 22. 나이키 장기 주가추이를 보자. 조정은 흔하게 오는 기회가 아니다.



자료: Data stream, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 아디다스 Sport Style vs. Sport Performance 매출 성장 추이



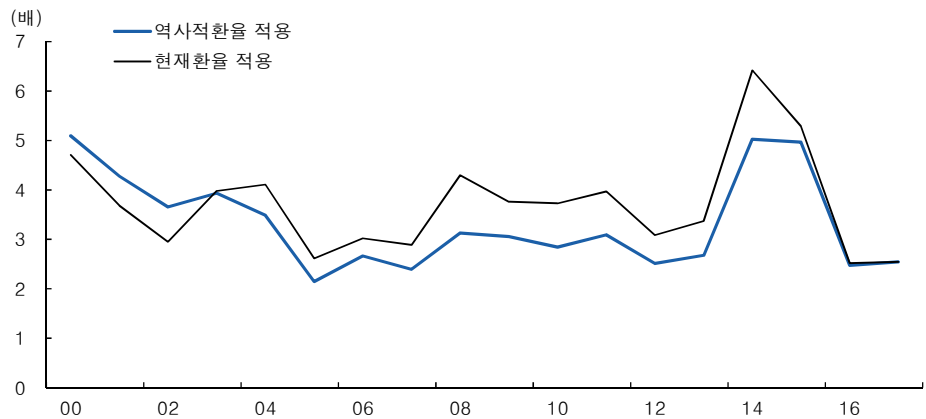
자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터, Citi research

영원한 일등과 만년 이등의 역사

역사적으로 아디다스가 지속적으로 나이키를 아웃퍼폼 한 기간은 길지 않았다. 나이키와 아디다스의 시가 총액을 비교해보자. 2000년 이후 나이키의 시가총액은 역사적 환율 적용시 아디다스 대비 2.1배~5.1배 수준을 유지해왔다. 달러 강세인 현재 환율 적용시에도 2.5배~6.4배로 크게 다르지 않다.

현재 나이키의 시가 총액은 아디다스의 2.5배로 밴드 하단에 와 있다. **나이키 브랜드 파워를 약화시키는 치명적인 사건이 발생하지 않는 이상 되돌림이 있을 가능성이 높다.**

그림 24. 나이키와 아디다스 시가총액 배수 추이는 현재 역사적 하단에 근접



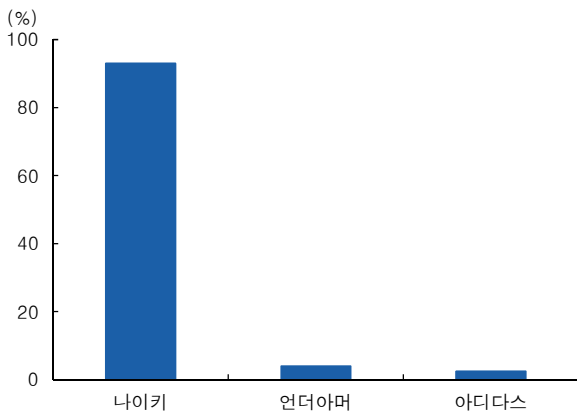
자료: Datastream, 미래에셋대우 리서치센터

농구화의 귀환: 나이키 반등의 키 플레이어

최근 나이키의 매출 성장 부진 원인 중 한가지는 미국 농구화 시장의 약세다. 나이키는 전통적으로 에어조던 시리즈로 대표되는 농구화 시장의 지배자다. 2015년 기준 미국 농구화 시장의 약 90%를 차지하고 있다. 최근 몇 년간 캐주얼 운동화와 러닝화 트렌드가 강해지며 나이키는 경쟁사 대비 매출 둔화의 영향을 크게 받았다.

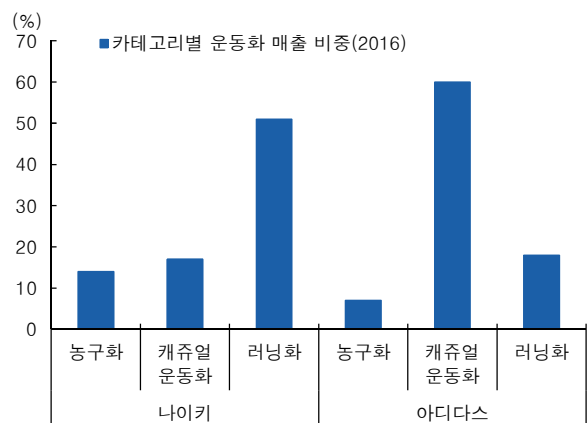
그러나 12월 말에 있었던 2017년 2분기(회계연도 기준) 실적 발표에서 나이키 매니지먼트는 농구화 모멘텀이 돌아왔다고 선언했다. 2017년 Paul George 1, Kyrie3, LeBron 14등의 **신규 제품 출시와 함께 농구화 매출이 반등한다면 나이키의 주가 역시 긍정적인 흐름을 보일 것으로 판단된다.**

그림 25. 나이키 미국 농구화 시장 점유율



자료: Statista, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 캐주얼 운동화, 러닝화 트렌드는 상대적으로 나이키에게 불리



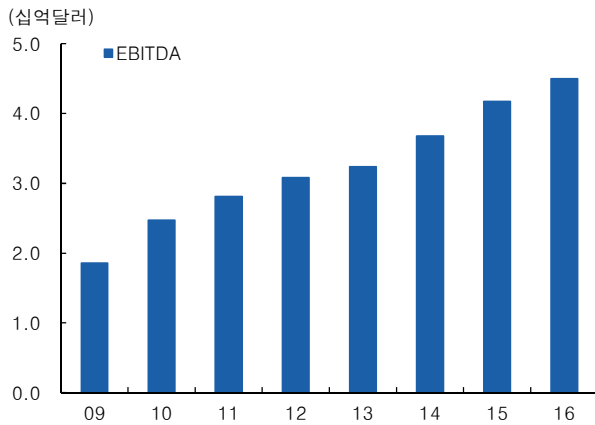
자료: SportScanInfo 2016, 미래에셋대우 리서치센터

추가적인 하락 가능성은 크지 않다: 주주 친화적인 자사주 매입 프로그램

나이키는 풍부한 현금을 보유하고 있다. 2016년 회계연도 기준 나이키의 현금성 자산은 31억달러, 영업현금흐름은(EBITDA)는 45억달러에 달한다. 동사는 그동안 적극적인 자사주 매입을 통한 주주가치 제고에 힘써왔다.

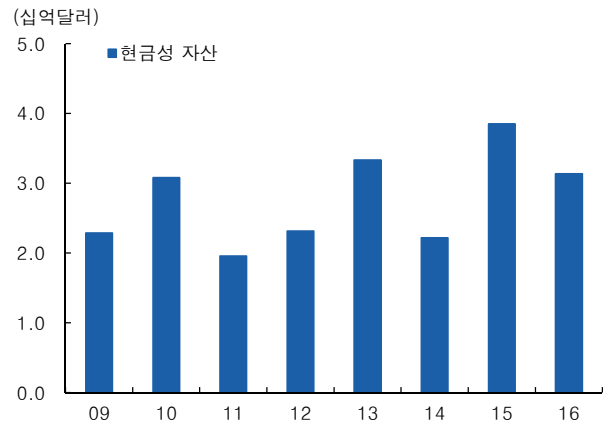
가장 최근에는 2015년 11월 120억 달러 규모의 4년짜리 자사주 매입 계획을 발표했다. 현재까지 총 31억 달러(5천 600만주)의 매입이 이루어 졌다. **향후에도 풍부한 현금을 활용한 주주 환원 정책이 이어질 것으로 보인다. 나이키 주가의 추가적인 하락 압력은 크지 않을 전망이다.**

그림 27. 나이키 연간 현금성 영업이익(EBIT) 추이 (FY)



자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 나이키 연간 현금성 자산 추이 (FY)



자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 나이키 주식 매입 프로그램 진행 추이

프로그램	Period	주식수 (백만주)	매입액수 (백만달러)	평균매입가격 (달러)	잔여매수예정금액 (백만달러)
2008년 승인되었던 50억달러 자사주 매입 시작	4Q10	2.9	216	75	4,546
	1Q11	7.3	517	71	4,029
	2Q11	3.5	280	80	3,749
	3Q11	5.5	468	85	3,281
	4Q11	7.5	607	81	2,674
자사주 매입 종료(2012년 9월)	1Q12	7.7	649	84	2,025
	2Q12	7.6	672	88	1,353
	3Q12	2.5	239	96	1,114
	4Q12	2.3	245	107	869
80억 달러 자사주 매입 프로그램 발표	1Q13	8.2	779	95	8,090
	2Q13	4	384	96	7,706
	3Q13	4.9	253	52	7,453
	4Q13	4.2	242	58	7,211
	1Q14	8.4	526	63	6,685
	2Q14	5.5	402	73	6,283
	3Q14	10.4	788	76	5,495
	4Q14	12.3	912	74	4,583
	1Q15	10.6	819	77	3,764
	2Q15	5.1	425	83	3,339
	3Q15	6.5	612	94	2,727
	4Q15	6.8	678	100	2,049
120억달러 자사주 프로그램 발표	1Q16	5.5	588	107	1,461
	2Q16	5.6	652	116	12,809
	3Q16	24.3	1500	62	11,309
	4Q16	9	540	60	10,769
	1Q17	19	1100	58	9,669
	2Q17	17	900	53	8,769

자료: Company data, 미래에셋대우 리서치센터

Valuation: 매력적인 매수 시점

나이키의 12개월 Forward P/E는 21배 수준으로 타 스포츠 용품 업체 평균(P/E 22배)을 소폭 하회한다. 최근 3년 평균(P/E 26배)과 비교 시 약 20% 할인 받고 있다. 이는 1) 최근 스포츠용품 시장 전반의 경쟁 심화, 2) 아디다스의 선전으로 인한 시장 점유율 하락, 3) 농구화 유행의 하락세로 인한 매출 둔화 우려가 반영된 것으로 보인다.

실제로 나이키는 2016년(FY) 매출 성장이 5.8%로 둔화되며(vs. 14년 9.8%, 15년 10.1%) 성장성에 대한 우려가 정점이었던 당시 12M forward P/E 20배까지 하락하였다.

그러나 향후 아디다스 피크 아웃 가능성, 농구화 모멘텀 회복, 자사주 매입을 고려시 현재 주가는 충분히 매력적인 구간이라고 판단한다. 2017년과 2018년 매출 성장이 각각 6.8%, 7.6% 수준으로 점차 회복될 것으로 보이는 점도 긍정적이다.

나이키는 건재한 브랜드 파워와 기술 우위로 장기 성장 스토리를 이어갈 가능성이 높다. 아디다스 등 타 업체와의 경쟁은 예전부터 항상 있어왔고 결국 최후의 승자는 나이키였다. 향후 본격화 될 조짐이 보이는 스포츠 용품 시장의 치킨 게임은 나이키에게 유리하다. 독점이 심화될수록 주가 프리미엄은 높아질 전망이다.

표 7. 글로벌 피어 Valuation

(십억원, %, 배)

회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		P/E		P/B		ROE	
		FY17F	FY18F	FY17F	FY18F	FY17F	FY18F	FY17F	FY18F	FY17F	FY18F	FY17F	FY18F
NIKE Inc	99,799	39,287	42,265	5,318	6,085	4,472	4,903	22.6	20.1	4.1	3.7	31.5	33.6
adidas AG	36,764	25,784	28,040	2,082	2,475	1,397	1,666	25.5	21.4	4.3	3.8	17.8	19.0
VF Corp	23,318	14,391	14,989	2,105	2,196	1,567	1,655	14.8	13.7	4.1	4.0	27.9	29.4
Under Armour Inc	9,642	6,197	7,147	427	490	232	287	46.6	37.9	4.3	3.8	9.2	10.3
ANTA Sports Products Ltd	9,098	2,570	2,948	608	697	460	527	19.8	17.3	5.1	4.6	27.8	28.7
Puma SE	5,171	4,784	5,110	217	279	121	165	42.9	31.9	2.4	2.3	5.8	7.9
Columbia Sportswear Co	4,230	2,900	3,123	323	350	232	258	18.4	16.7	2.2	2.0	12.4	12.5
Skechers U.S.A. Inc	4,211	4,345	4,787	471	524	314	354	12.8	11.8	1.9	1.7	14.8	14.9
Asics Corp	4,191	4,253	4,462	288	324	191	218	21.4	18.7	1.7	1.6	9.2	9.5
Wolverine World Wide Inc	2,368	2,704	2,786	276	307	168	195	14.0	12.2	1.6	1.4	12.5	12.2
Deckers Outdoor Corp	1,693	2,036	2,073	197	208	138	145	12.2	11.3	1.3	1.2	10.3	9.7
Li Ning Co Ltd	1,648	1,511	1,687	128	182	98	140	17.3	12.4	2.2	1.9	15.5	18.0
Descente Ltd	941	1,424	1,455	102	104	75	76	12.3	12.1	1.2	1.1	10.7	11.1

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 나이키 요약재무재표(GAAP)

(백만달러, 달러, %)

(FY)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동										
매출	19,014	20,862	23,331	25,313	27,799	30,601	32,376	34,590	37,211	40,442
증가율	-0.8	9.7	11.8	8.5	9.8	10.1	5.8	6.8	7.6	8.7
EBITDA	2,474	2,815	3,083	3,238	3,680	4,175	4,502	5,404	6,139	6,846
증가율	33.1	13.8	9.5	5.0	13.7	13.5	7.8	20.0	13.6	11.5
EBITDA Margin	13.0	13.5	13.2	12.8	13.2	13.6	13.9	15.6	16.5	16.9
영업이익	2,474	2,815	3,083	3,238	3,680	4,175	4,502	4,709	5,421	6,073
증가율	33.1	13.8	9.5	5.0	13.7	13.5	7.8	4.6	15.1	12.0
영업이익률	13.0	13.5	13.2	12.8	13.2	13.6	13.9	13.6	14.6	15.0
순이익	1,907	2,133	2,223	2,472	2,693	3,273	3,760	3,887	3,937	4,317
증가율	28.3	11.9	4.2	11.2	8.9	21.5	14.9	3.4	1.3	9.6
순이익률	10.0	10.2	9.5	9.8	9.7	10.7	11.6	11.2	10.6	10.7
희석 EPS	0.97	1.10	1.19	1.35	1.49	1.85	2.16	2.34	2.63	3.03
증가율	27.4	13.7	8.0	13.9	10.0	24.6	16.8	8.3	12.5	15.1
주당 배당금	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6			
Payout ratio	27.0	26.7	28.2	29.7	30.5	28.4	28.0			
Valuation										
P/E	18.8	19.2	22.2	23.0	25.9	27.5	25.6	22.6	20.1	17.4
P/B	3.6	4.0	4.8	5.0	6.2	6.9	7.6	4.1	3.7	2.2
Cash Flows										
CFO	3,164	1,812	1,899	2,968	3,013	4,680	3,096			
매출 대비(%)	16.6	8.7	8.1	11.7	10.8	15.3	9.6			
CFI	-1,268	-1,021	514	-940	-1,207	-175	-1,034			
CAPEX	-335	-432	-597	-598	-880	-963	-1,143			
CFF	-1,109	-1,915	-2,051	-945	-2,923	-2,873	-2,776			
현금증감	788	-1,124	362	1,083	-1,117	1,632	-714			
현금 및 현금성자산	3,079	1,955	2,317	3,337	2,220	3,852	3,138			
Free Cash Flow	2,829	1,380	1,302	2,370	2,133	3,717	1,953			
Profitability										
ROE	20.7	21.8	22.0	23.0	24.6	27.8	30.1			
순이익률	10.0	10.2	9.5	9.8	9.7	10.7	11.6			
자산회전율(배)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5			
재무레버리지(%)	147.8	152.4	149.0	158.3	171.8	170.0	174.5			
재무부담										
총차입금	592	663	385	1,365	1,373	1,260	2,055			
단기	146	387	157	155	174	181	45			
비중	24.7	58.4	40.8	11.4	12.7	14.4	2.2			
장기	446	276	228	1,210	1,199	1,079	2,010			
비중	75.3	41.6	59.2	88.6	87.3	85.6	97.8			
차입금 의존도(%)	5.7	6.3	3.6	11.0	11.3	9.0	14.4			
순차입금 / EBITDA(배)	-1.6	-1.2	-1.0	-1.3	-0.9	-1.0	-0.7			
이자보상배율(배)	68.0	82.8	99.5	140.8	96.8	122.8	145.2			

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Risk 요인

1. 경쟁사(아디다스, 언더아머)의 추격: 아디다스의 울트라 부스트, 언더아머의 커리 시리즈 열풍에서 확인된 바와 같이 경쟁사의 아웃퍼폼은 나이키의 시장 점유율 약화로 이어진다. 또한 웨어러블 시대가 본격화될 수록 경쟁사의 신제품이나 신기술로 인한 시장 교란 가능성은 커지게 된다.

그러나 스포츠 용품 산업은 신제품 개발과 광고비에 막대한 비용이 필요한 거대 산업이다. 하위 업체에 의한 역전은 불가능에 가깝고 2, 3위 업체의 아웃퍼폼은 일시적일 가능성이 크다. 브랜드 파워가 치명적으로 약화되는 사건이 아니라면 장기적으로 동사의 시장 지배력은 유지될 전망이다.

2. 환율 리스크: 나이키는 매출의 약 60%가 해외에서 발생한다. 또한 대부분의 운동화와 의류 제작 공정이 해외에서 이루어 지고 있다. 즉 환율 변동성에 노출 될 수 밖에 없는 구조다. 매출과 생산에 따라 여러 국가의 환율이 복잡하게 얽혀 있어 환율 변화에 따른 정확한 민감도를 알기는 어렵다. 다만 일반적으로 달러 강세인 경우 부정적인 경우가 많다.

최근 브렉시트 등과 같은 사태로 환율 변동성이 상승할 경우 수익성이 악화될 가능성이 있다. 헤지를 통해 일부 부정적인 영향을 상쇄 가능하지만 환율 변동으로 인한 일회성 이익까지 함께 상쇄될 가능성이 있다는 점에서 반드시 이익인 것은 아니다.

3. 미국 유통시장의 통폐합: 최근 온라인 유통의 발달로 대형 오프라인 유통업체의 수익성이 악화되며 업체간 통폐합 움직임이 가속화 되고 있다. 기존의 유통 업체가 도산하는 경우 일시적인 매출 둔화가 일어날 수 있다. 또한 몇몇 소수 유통업체의 독과점이 발생할 경우 협상력 약화로 마진 악화 가능성이 있다.

그러나 나이키의 경우 자체 유통 채널(DTC)을 통해 적절한 대비가 가능할 것으로 보인다. 같은 환경이라면 브랜드 파워를 고려시 타 업체보다 영향이 크지 않아 상대적인 우위가 가능하다.

4. 미국 스포츠용품 시장의 성장 둔화: 최근 몇 년간 강세를 보이던 미국 스포츠 용품 시장의 피크 아웃 우려가 높아지고 있다. 실제로 최근 있었던 언더아머의 실적 쇼크는 미국 시장에서의 매출 성장 둔화가 결정적 요인이라는 분석도 있다.

그러나 스포츠 용품 시장은 여전히 일반 의류 시장 대비 고성장을 유지하는 분야다. 최근 아디다스의 매출 증가가 보여주듯이 트렌드에 맞는 신제품을 적절히 발매한다면 충분히 극복 가능하다는 판단이다. 브랜드와 규모의 경제를 활용한다면 산업 전반의 어려움은 지배력 확대의 기회가 될 것이다.



Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.