

초 집중 시대, 얼마나 갈까?!

By 유동원, 글로벌 투자전략가 (Daniel Yoo, Global Strategist)

유안타증권, 글로벌 자산배분 본부장

2024. 6. 17.

- 미 증시 6월에도 상승 S&P500과 나스닥 위주로 지속. 경기민감 다우존스와 러셀 2000 중소형주의 하락은 지속 진행형. 특히, 나스닥 100 대형기술주의 상승이 5.72%로 가장 높게 나타나는 중. 결국, 실적이 미국 지수 별 상승을 주도. 대형기술주의 실적이 가장 강하게 나타나는 중. 미국 S&P500의 흐름은 대표 10개 기업과 나머지 490개의 기업 수익률 차이가 극대화 되는 추세. 과거 1998년 10월~2000년 3월 닷컴 버블 구간 나스닥 100의 상승률이 353% 비해 S&P500은 68% 상승에 그친 것과 비슷한 양상이 나타나는 중. 그 강도가 향후 점차 확대될 가능성 충분히 상존.
- 미국 30년 장기 모기지 금리 7% 대로 하락 후 모기지 대출 수요 급증하는 모습. 현재 미국 개인들의 펀더멘털은 모기지 금리 7%를 충분히 감당 가능한 상황으로 판단. 향후 연말까지 미국 10년 국채 금리 현 4.22% 수준에서 4%까지 하락하는 과정에서 유동성은 안정적인 모습일 가능성 높음. 미국 여신 증가율은 정상화 과정으로 과열의 모습은 아님. 따라서, 미국 증시 상승 추세는 하반기에도 이어질 것이지만, 과열 급등 현상보다는 여전히 선택과 집중의 상승 모습 예상.
- 미국 BofA에 따르면 현재 시장 고점 시그널 중 40%만 나타나고 있음. 우리의 분석으로도 현재가 시장 고점 가능성은 30%도 안된다고 판단. 향후 여러 시그널을 통해 시장 고점 판단이 필요. 특히, 과열 시그널이 아직 나타나지 않고 있음. 결국 모든 S&P500 종목들이 다 상승하는 구간이 나타나면 미 증시 고점 시그널이 80~90%에 달할 확률이 높다 판단. 지금은 여전히 선택과 집중이 중요한 시기.
- 미국 S&P500 지수 월스트리트 금융사들의 연말 전망보다 높은 수준 도달. 우리의 분석으로는 현재 금리 4.2% 반영시 5,676 적정 연말지수 (상승여력 4.5%)로 판단. 4% 반영 시 적정 연말지수는 5,828 (상승여력 7.3%)로 계산됨. 따라서, 점차적 상승 추세 예상. 다만, 나스닥 100의 상승률은 S&P500 상승률 전망 대비 훨씬 높은 4% 금리 반영시 24,000 이상, 24% 상승여력으로 아주 높게 나타남. 나스닥 100 집중 투자 전략 여전히 유효하다 판단.
- 미국 S&P500 올해 이익증가율 11.1%, 내년 이익증가율 14.2% 전망되는 중. 따라서, 만약 컨센서스가 맞다면, 올해 연말까지 그리고 내년 연말까지 추가로 15~20% 이상 상승하는 구간이 이익 증가분만으로 약 1.5년동안 나타날 수 있음. 만약 인플레이션이 하락 안정화 된다는 가정만 들어가면 S&P500의 현재 PER 21 배에서 23 배로 확대될 수 있기 때문에 추가 9.5%의 상승이 가중되며, 내년 연말까지 S&P500 지수 약 26% 이상 상승 가능하다고 판단. 잔존가치 모델 상으로도 내년 연말까지 6,867 적정가치 (상승여력 26.4%)로 판단.

- 장단기 금리차 역전 현상, 인플레이션의 안정화로 장기 금리의 하락하며 확대되는 모습. 10년-3개월 장단기 금리차 -1.3%pt로 확대되면서 미국의 경기 침체 돌입 시기는 적어도 향후 2년내에 일어날 확률은 현저하게 낮다 판단됨. 미국 금리 인하 스케줄은 2025년말이 되어도 4% 이상에서 유지될 가능성 높음. 올해 1~2차례 금리인하, 내년 2~3차례 금리 인하 가능성 높다 판단.
- 미연준의 기준금리 인하는 늦어도 올해 9월에 한차례 일어날 것 예상. 이미 미연준의 예상했던 수준의 근원 PCE 인플레이션과 실업률에 도달했기 때문에 현재 5.4%의 평균 기준금리는 현재 5.1%로 하락하는 것이 정상이기 때문에 오는 7월, 9월 어느 시기에 금리인하를 해도 정상적인 주세로 판단. 따라서, 올해 연말 미 증시 전망에 있어 미국 10년 국채 금리 반영은 4.0~4.2% 수준이 아주 적절하다 판단.
- 지난 45년간 만약 가장 상승을 많이 한 10일을 투자하지 않고 있었다면 S&P500의 연 복리 수익률은 2% 대로 하락하고, 그냥 꾸준히 들고 있었다면 8% 이상으로 확대됨. 만약, 가장 최악의 10일 S&P500 투자를 하지 않고 있었다면, 연 복리 수익률은 15% 이상으로 확대됨. 우리가 이루려고 하는 전략이 이런 대세하락장이 나타날 때 주식 비중이 현저하게 낮은 글로벌 자산배분을 하는 것임. 하지만, 지금은 전혀 대세하락장이 아니기 때문에 계속 추가 매수 전략이 가장 적절한 타이밍으로 판단.
- 미국 올해 2분기 미 S&P500의 흐름은 대형주 Top 10% 2.0% 상승 반면 Bottom 10% -10.3% 하락하는 모습. 또한, 미국 중소형주 러셀 2000은 연초대비 -1.13% 수익률을 보이며 아주 저조한 흐름을 보이는 중. 즉, 현재 미 증시는 선택과 집중의 구간이 지속되는 중. 향후 S&P500의 모든 종목들이 다 상승하는 구간이 나타나면 그때가 시장 고점일 확률이 높음. 아직은 지속 선택과 집중 전략으로 증시를 철저히 실적 위주로 분석하는 전략 중요.

미 증시 초 집중 시대 지속될 확률 높다 판단!

미 증시 6월에도 상승 S&P500과 나스닥 위주로 지속. 경기민감 다우존스와 러셀 2000 중소형주의 하락은 지속 진행형. 특히, 나스닥 100 대형기술주의 상승이 5.72%로 가장 높게 나타나는 중. 결국, 실적이 미국 지수 별 상승을 주도. 대형기술주의 실적이 가장 강하게 나타나는 중. 이런 주세는 내년 1분기 말까지는 지속될 것 예상.

미국 증시 흐름 1주~3년

| 지수 | 현재 | 1 Week | 1 Month | YTD | 1 Year | 3 Years |
|------------|-----------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 다우존스 | 38,589.16 | -0.54% | -3.30% | 2.39% | 12.15% | 12.51% |
| S&P500 | 5,431.60 | 1.58% | 2.33% | 13.87% | 22.72% | 27.90% |
| 나스닥 | 17,693.43 | 3.27% | 5.68% | 17.87% | 28.37% | 25.73% |
| 나스닥 100 | 19,659.81 | 3.47% | 5.72% | 16.84% | 29.46% | 40.12% |
| 러셀 2000 | 2,004.10 | -1.11% | -4.99% | -1.13% | 6.08% | -13.62% |
| S&P500 VIX | 12.66 | 3.60% | 1.69% | 1.69% | -12.69% | -25.62% |

자료: 유안타증권

미국 S&P500의 흐름은 대표 10개 기업과 나머지 490개의 기업 수익률 차이가 극대화 되는 추세. 과거 1998년 10월~2000년 3월 닷컴 버블 구간 나스닥 100의 상승률이 353% 비해 S&P500은 68% 상승에 그친 것과 비슷한 양상이 나타나는 중. 그 강도가 향후 점차 확대될 가능성 충분히 상존.



Data source: FMRCo, Bloomberg, Haver Analytics, FactSet. Data as of 06/09/2024. Past performance is no guarantee of future results.

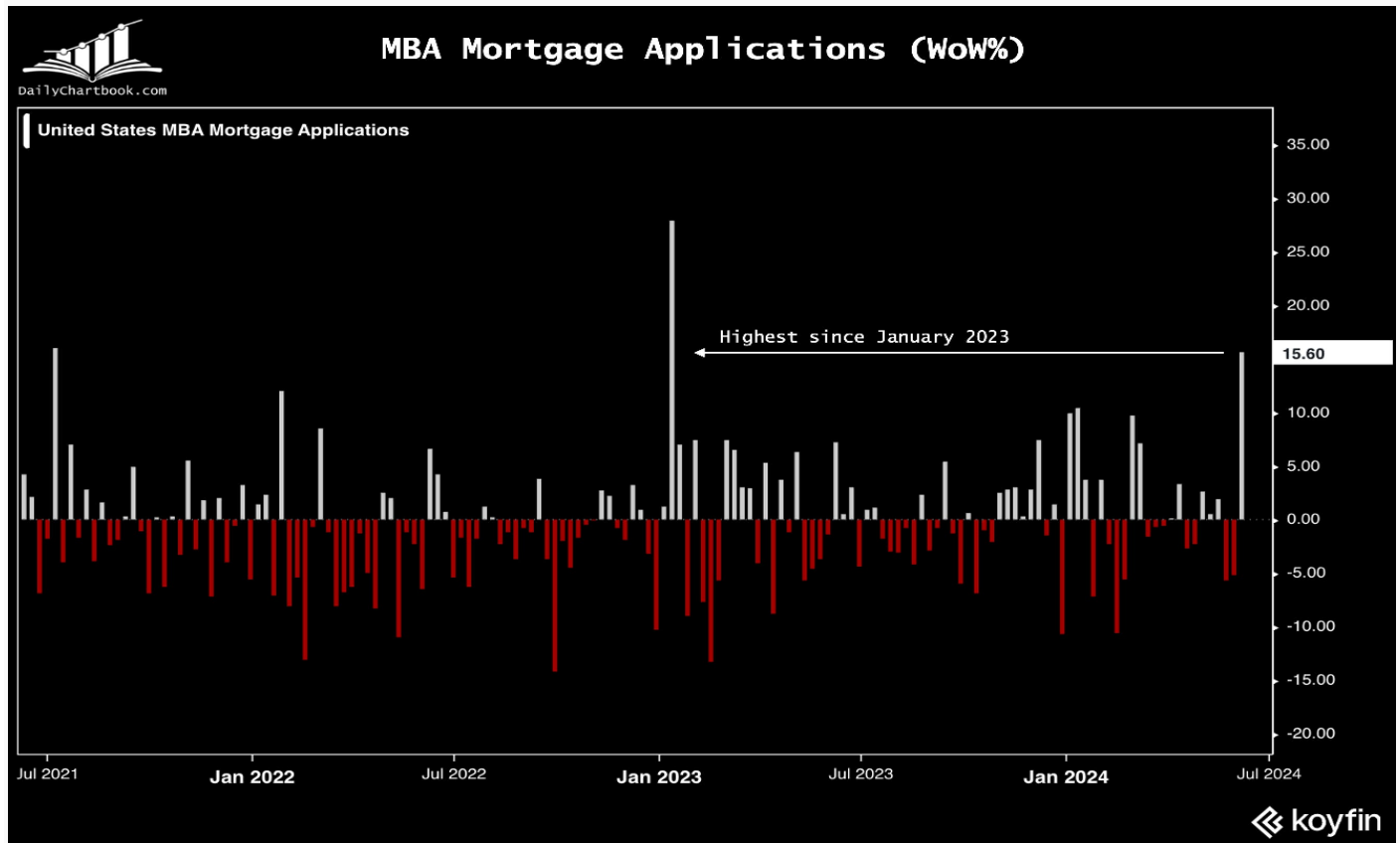


미국 닷컴 버블 구간 NASDAQ100 vs. S&P500 주이 비교

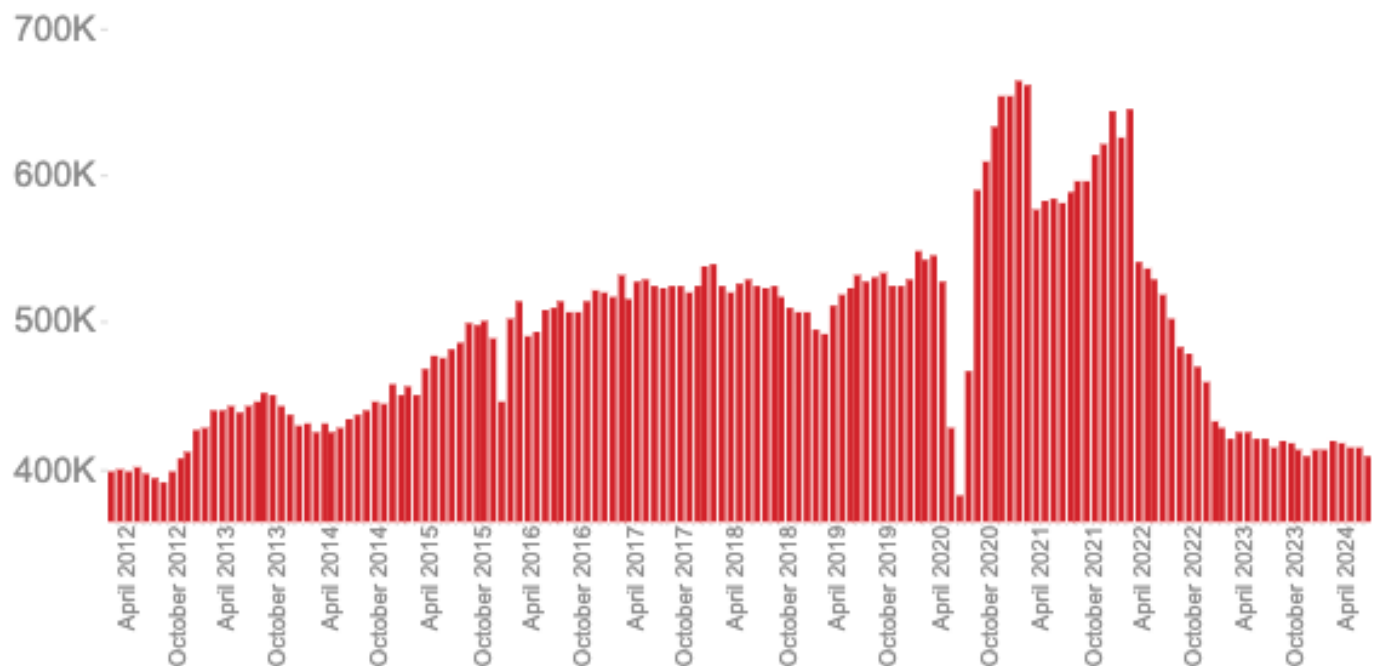


미국 30년 장기 모기지 금리 7% 대로 하락 후 모기지 대출 수요 급증하는 모습. 현재 미국 개인들의 펀더멘털은 모기지 금리 7%를 충분히 감당 가능한 상황으로 판단. 향후 연말까지 미국 10년 국채 금리

현 4.22% 수준에서 4%까지 하락하는 과정에서 유동성은 안정적인 모습일 가능성 높음. 미국 여신 증가율은 정상화 과정으로 과열의 모습은 아님. 따라서, 미국 증시 상승 추세는 하반기에도 이어질 것이지만, 과열 급등 현상보다는 여전히 선택과 집중의 상승 모습 예상.



Home Sales



REDFIN



미국 BofA 에 따르면 현재 마켓 피크 시그널 중 40%만 나타나고 있음. 우리의 분석으로도 마켓 피크 가능성은 30%도 안된다고 판단. 향후 여러 시그널을 통해 시장 고점 판단이 필요. 특히, 과열 시그널이 아직 나타나지 않고 있음. 결국 모든 S&P500 종목들이 다 상승하는 구간이 나타나면 미 증시 고점 시그널이 80~90%에 달할 확률이 높다 판단. 지금은 여전히 선택과 집중이 중요한 시기.

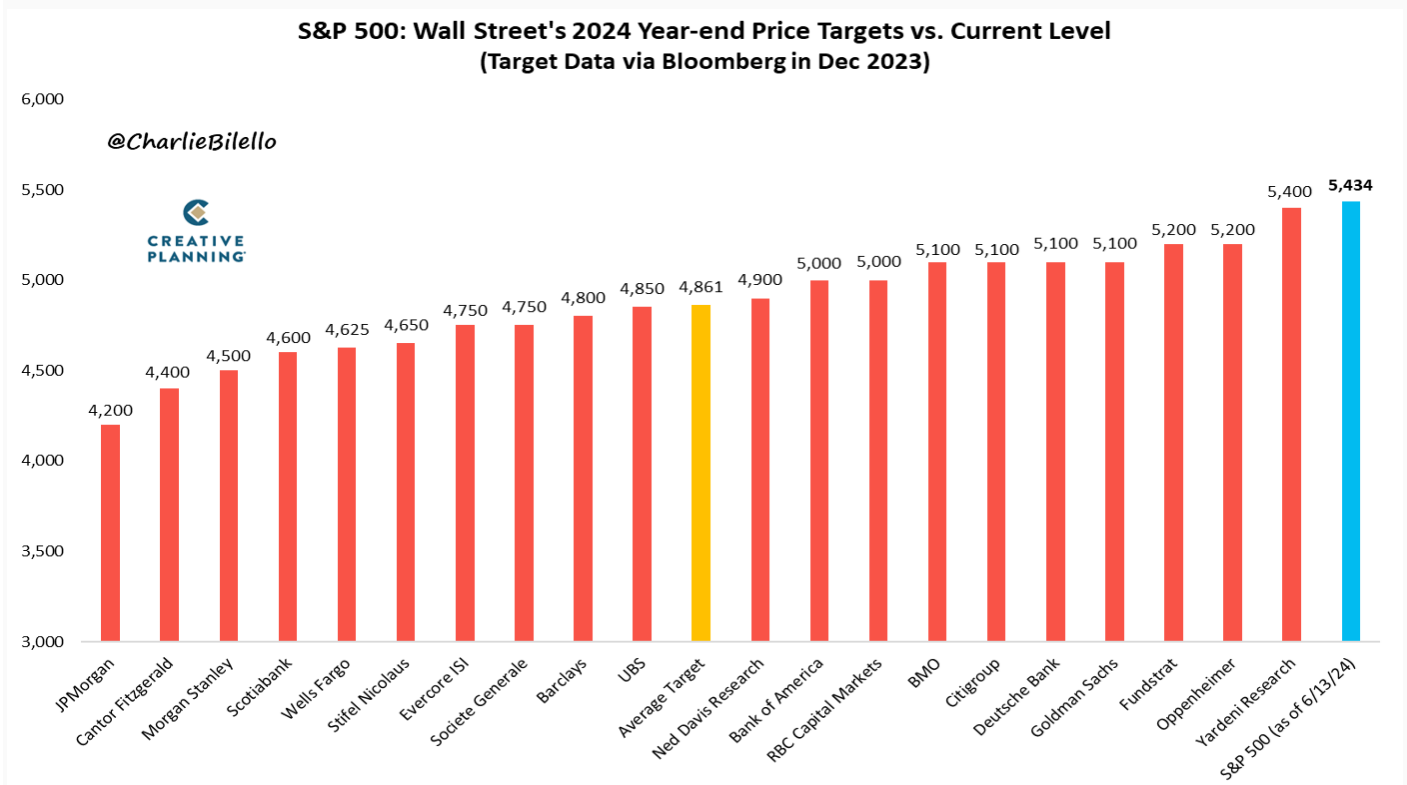
40% of signals are triggered today vs. an average of 70% in prior market peaks

List of signals to watch for a market peak

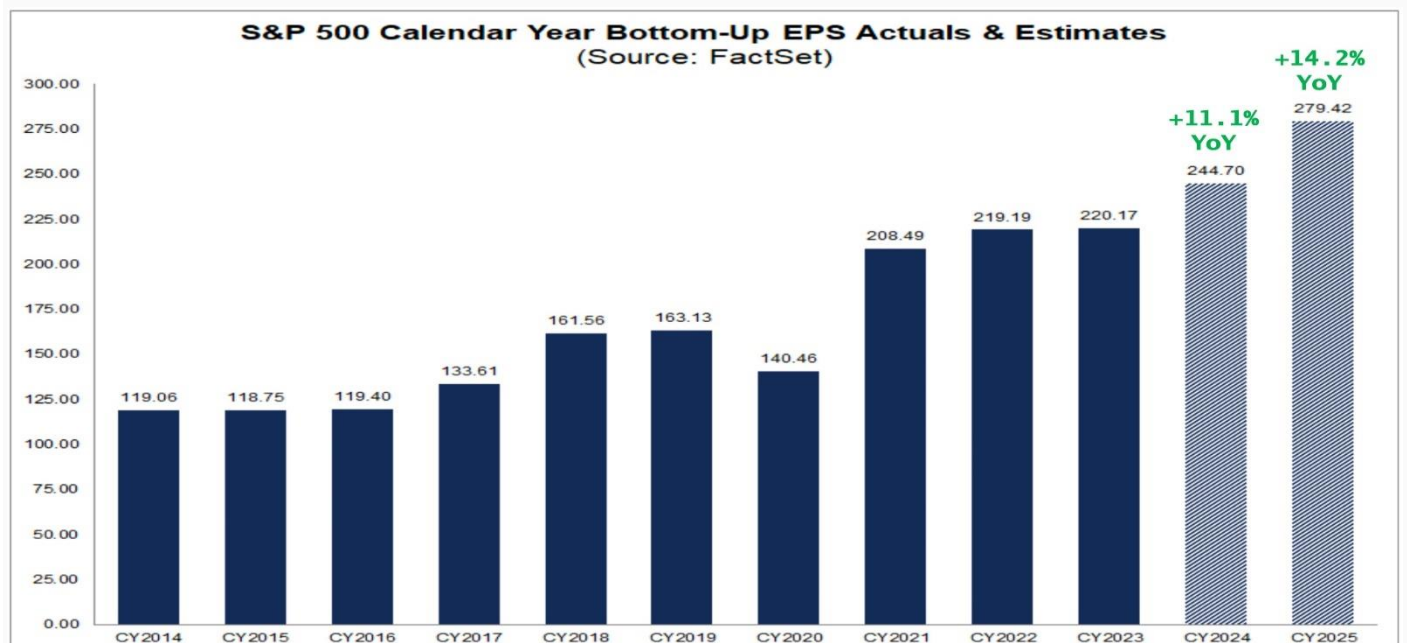
| Signpost | Category | Prior market peaks | | | | | | Last 6 months | | | | | |
|---|-----------|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | Jul-90 | Mar-00 | Oct-07 | Sep-18 | Feb-20 | Jan-22 | Dec-23 | Jan-24 | Feb-24 | Mar-24 | Apr-24 | May-24 |
| Conf. Board Consumer Confidence > 110 (prior 6m) | Sentiment | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Conf Board: Net % Expecting Stocks Higher (prior 6m) > 20 | Sentiment | ✓ | ✓ | ✓ | ✓* | ✓ | | | | | ✓ | ✓ | ✓ |
| Sell Side Indicator: "Sell" signal triggered (prior 6m) | Sentiment | ✓ | ✓ | ✓ | | | | | | | | | |
| S&P 500 LT growth expectations (LTG): 5yr Z score > 1 | Sentiment | ✓ | ✓ | | ✓ | | ✓ | | | | | | |
| 10yr Z score of # of M&A deals (3m sum) > 1 (prior 6m) | Sentiment | n/a | ✓ | ✓ | | | ✓ | | | | | | |
| 10yr Z score of (trailing S&P 500 PE + YoY CPI) > 1 | Valuation | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | | | | ✓ | | |
| Low PE underperforms High PE by >2.5ppts over last 6m | Valuation | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | | | | | | |
| Inverted yield curve (prior 6m) | Macro | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Credit Stress Indicator drops below 0.25 (prior 6m) | Macro | n/a | | ✓ | ✓ | | ✓ | | | | | | |
| Tightening credit conditions (SLOOS) | Macro | ✓ | ✓ | ✓ | | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| % triggered | | 88% | 90% | 80% | 60% | 50% | 50% | 30% | 30% | 30% | 50% | 40% | 40% |
| S&P 500 | | 369 | 1527 | 1565 | 2931 | 3386 | 4797 | 4770 | 4846 | 5096 | 5254 | 5036 | 5278 |

Source: BofA US Equity & Quant Strategy. A "bear market" is typically defined as a 20% drop in the S&P 500. We also included 1990 and 2018 (19%+ drops) in this analysis to create a larger sample size. *survey that triggered signpost was released a week after the market peaked.

미국 S&P500 지수 월스트리트의 연말 전망보다 높은 수준 도달. 우리의 분석으로는 현재 금리 4.2% 반영시 5,676 적정 연말지수 (상승여력 4.5%)로 판단. 4% 반영 시 적정 연말지수는 5,828 (상승여력 7.3%)로 계산됨. 따라서, 점차적 상승 추세 예상. 다만, 나스닥 100 의 상승률은 S&P500 상승률 전망 대비 훨씬 높은 4% 금리 반영시 24,000 이상, 24% 상승여력으로 나타남.

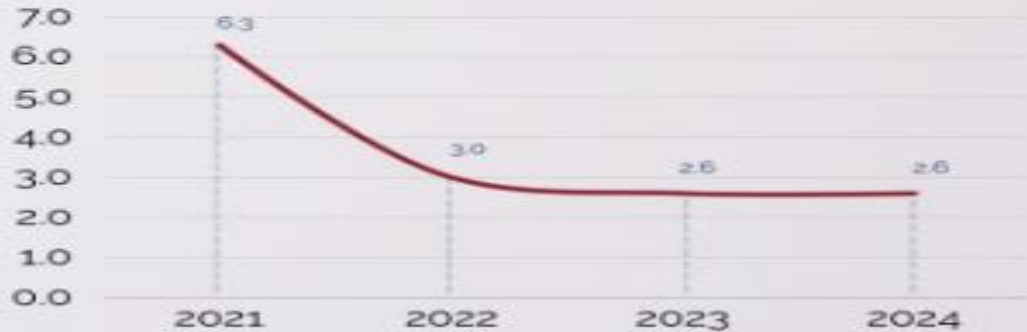


미국 S&P500 올해 이익증가율 11.1%, 내년 이익증가율 14.2% 전망되는 중. 따라서, 만약 컨센서스가 맞다면, 올해 연말까지 그리고 내년 연말까지 추가로 15~20% 이상 상승하는 구간이 이익 증가분만으로 약 1.5 년동안 나타날 수 있음. 만약 인플레이션이 하락 안정화 된다는 가정이 들어가면 S&P500 의 현재 PER 21 배에서 23 배로 확대될 수 있기 때문에 추가 9.5%의 상승이 가중되며, 내년 연말까지 S&P500 지수 약 26% 이상 상승 가능하다 판단. 잔존가치 모델 상으로도 내년 연말까지 6,867 적정가치 (상승여력 26.4%)로 판단.



The global economy is expected to stabilize in 2024 for the first time in 3 years

PERCENT GLOBAL REAL GDP GROWTH

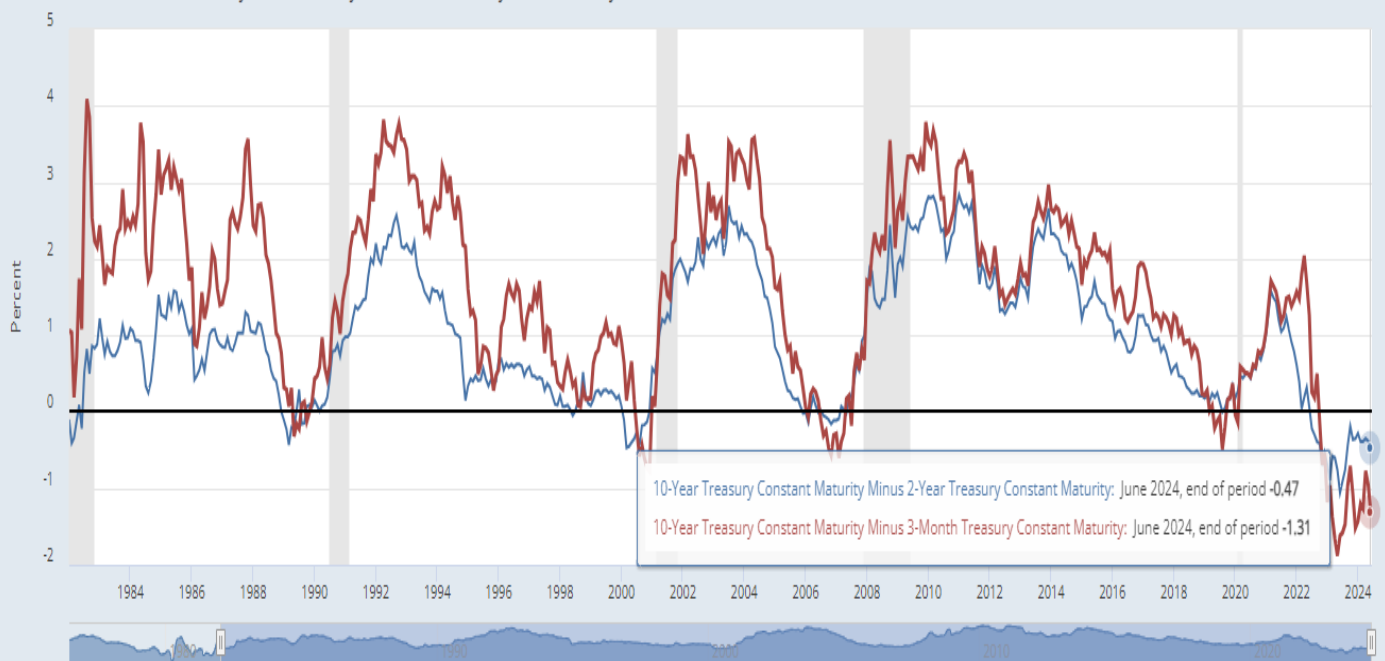


Source: World Bank.

장단기 금리차 역전 현상, 인플레이션의 안정화로 장기 금리의 하락으로 확대되는 모습. 10년-3개월 장단기 금리차 -1.3%pt로 확대되면서 미국의 경기 침체 돌입시기는 적어도 향후 2년내에 일어날 확률은 현저하게 낮다 판단됨. 미국 금리 인하 스케줄은 2025년말이 되어도 4% 이상에서 유지될 가능성 높음. 올해 1~2 차례 금리인하, 내년 2~3 차례 금리 인하 가능성 높다 판단.

FRED — 10-Year Treasury Constant Maturity Minus 2-Year Treasury Constant Maturity
— 10-Year Treasury Constant Maturity Minus 3-Month Treasury Constant Maturity

미국 장단기 금리차 추이

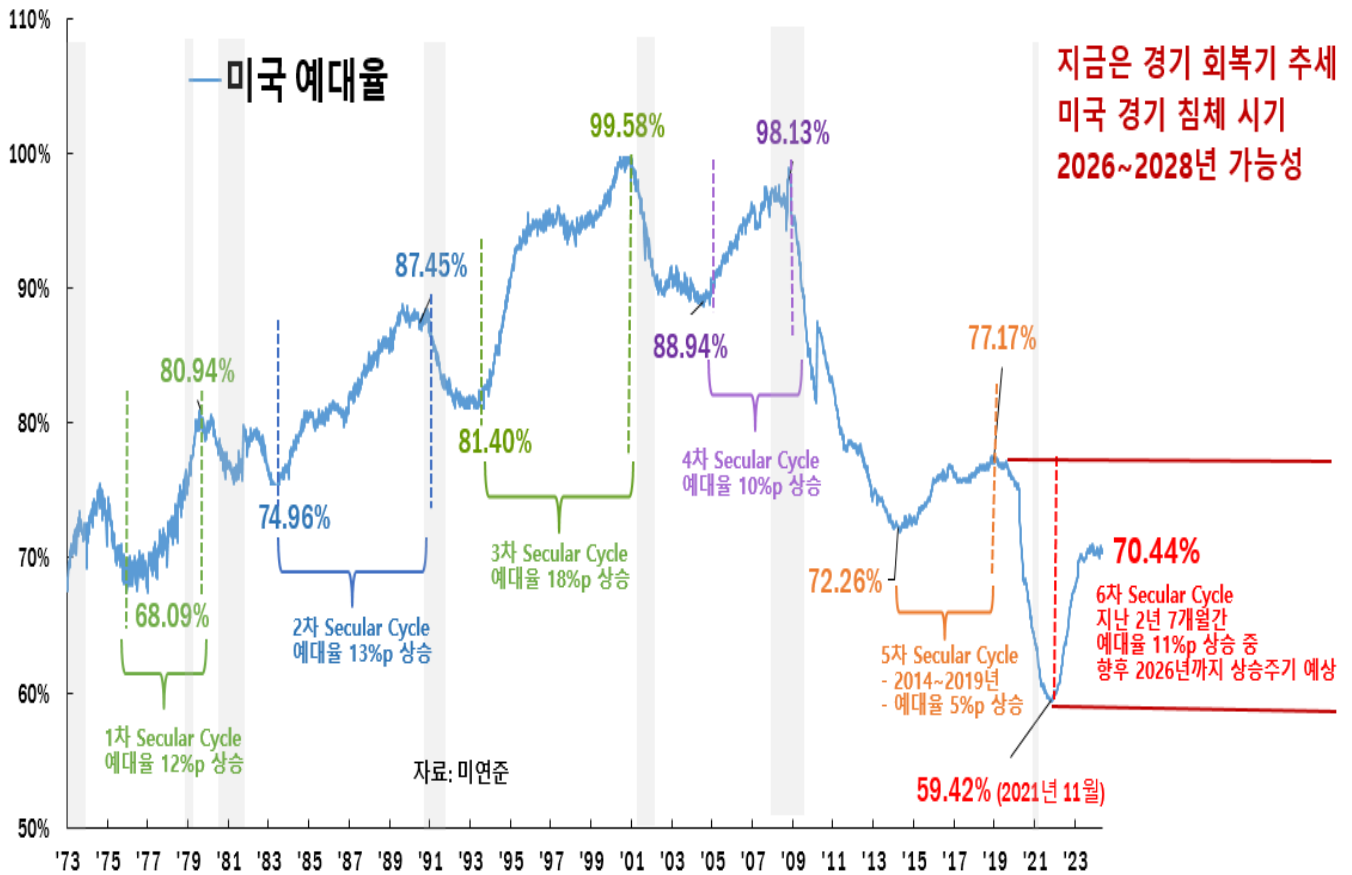


Shaded areas indicate U.S. recessions.

Source: Federal Reserve Bank of St. Louis

fred.stlouisfed.org





미연준의 기준금리 인하는 늦어도 올해 9월에 한차례 일어날 것 예상. 이미 미연준의 예상했던 수준의 근원 PCE 인플레이션과 실업률에 도달했기 때문에 현재 5.4%의 평균 기준금리는 현재 5.1%로 하락하는 것이 정상이기 때문에 오는 7월, 9월 어느 시기에 금리인하를 내려도 정상적인 추세로 판단. 따라서, 올해 연말 미 증시 전망에 있어 미국 10년 국채 금리 반영은 4.0~4.2% 수준이 아주 적절하다 판단.

The Fed's 2024 Forecasts Have Been Hit Already

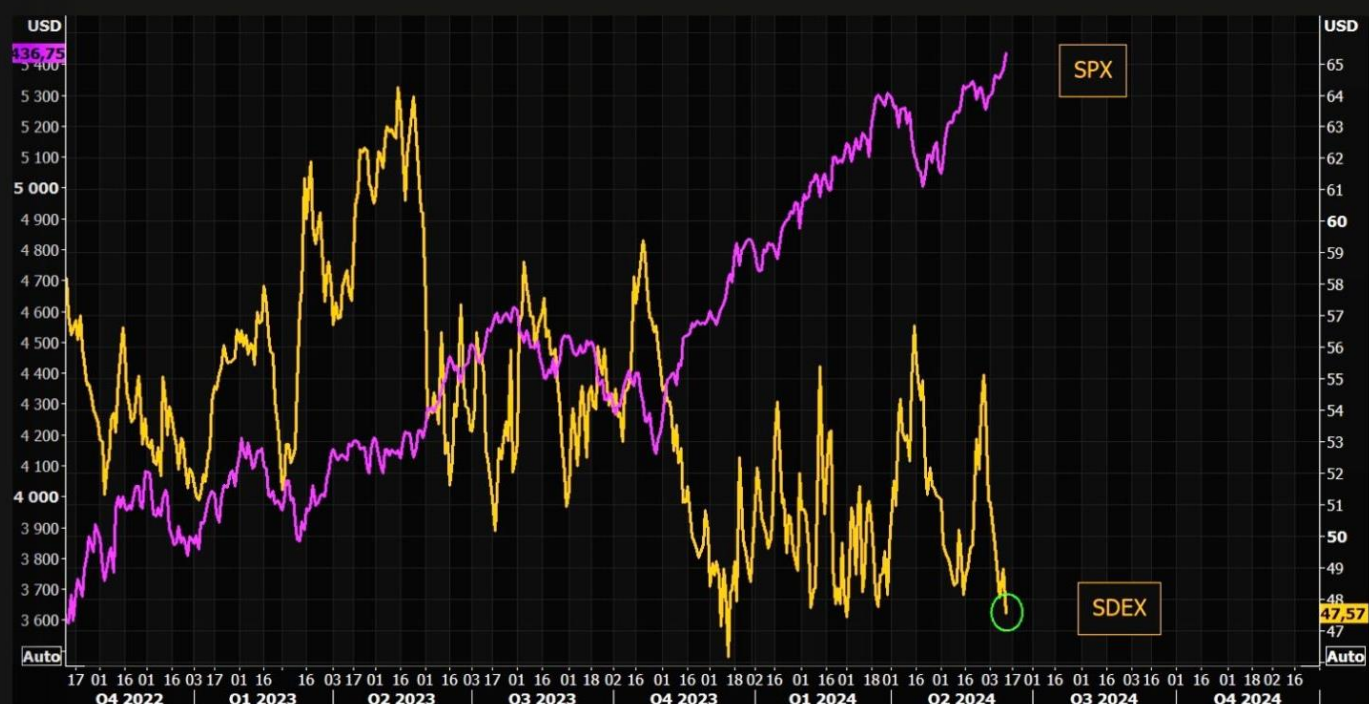
| | Fed's 2024 Forecasts* | Current Data |
|--------------------|-----------------------|--------------|
| Core PCE Inflation | 2.8 | 2.8 |
| Unemployment Rate | 4.0 | 4.0 |
| Federal Funds Rate | 5.1 | 5.4 |

*Summary of Economic Projections June 12, 2024

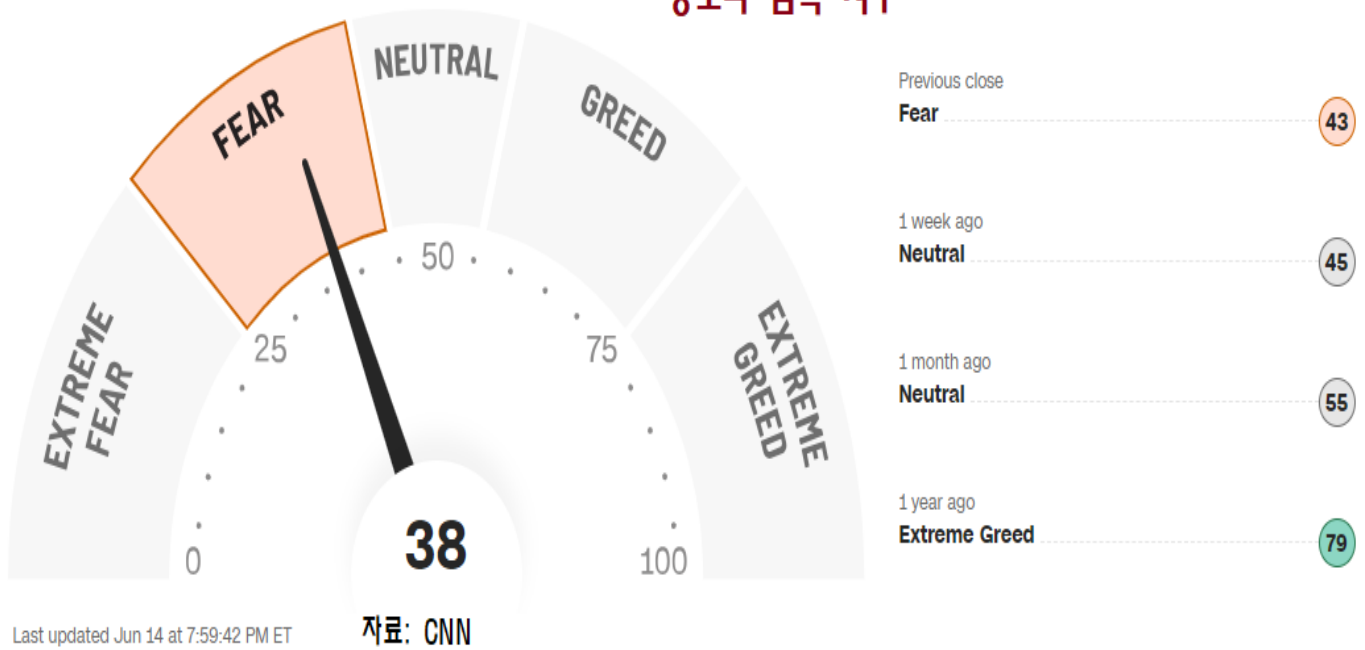
| | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | |
|--------------|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 |
| 2024-07-31 | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 12.4% | 87.6% |
| 2024-09-18 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 7.9% | 60.5% | 31.5% |
| 2024-11-07 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 3.1% | 28.8% | 49.1% | 19.1% |
| 2024-12-18 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 2.5% | 23.2% | 44.7% | 25.5% | 4.1% |
| 2025-01-29 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.5% | 15.3% | 36.5% | 32.8% | 12.3% | 1.6% |
| 2025-03-19 | 0.0% | 0.0% | 1.0% | 10.7% | 29.4% | 34.1% | 19.2% | 5.2% | 0.5% |
| 2025-04-30 | 0.0% | 0.5% | 5.7% | 19.8% | 31.7% | 26.8% | 12.4% | 2.9% | 0.3% |
| 2025-06-18 | 0.1% | 1.7% | 8.9% | 22.5% | 30.6% | 23.5% | 10.2% | 2.3% | 0.2% |
| 2025-07-30 | 1.4% | 7.6% | 19.9% | 29.0% | 24.8% | 12.7% | 3.8% | 0.6% | 0.0% |

| | CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES | | | | | |
|--------------|--|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 |
| 2024-07-31 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 12.40% | 87.60% |
| 2024-09-18 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 76.40% | 23.60% |
| 2024-11-07 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 15.99% | 84.01% | 0.00% |
| 2024-12-18 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 94.40% | 5.60% | 0.00% |
| 2025-01-29 | 0.00% | 0.00% | 56.40% | 43.60% | 0.00% | 0.00% |
| 2025-03-19 | 0.00% | 22.78% | 77.22% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 2025-04-30 | 0.00% | 71.40% | 28.60% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 2025-06-18 | 0.00% | 94.16% | 5.84% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 2025-07-30 | 75.40% | 24.60% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

The higher we go, the more hated downside protection is, at least judging by how skew is priced. SDEX touching year low levels...

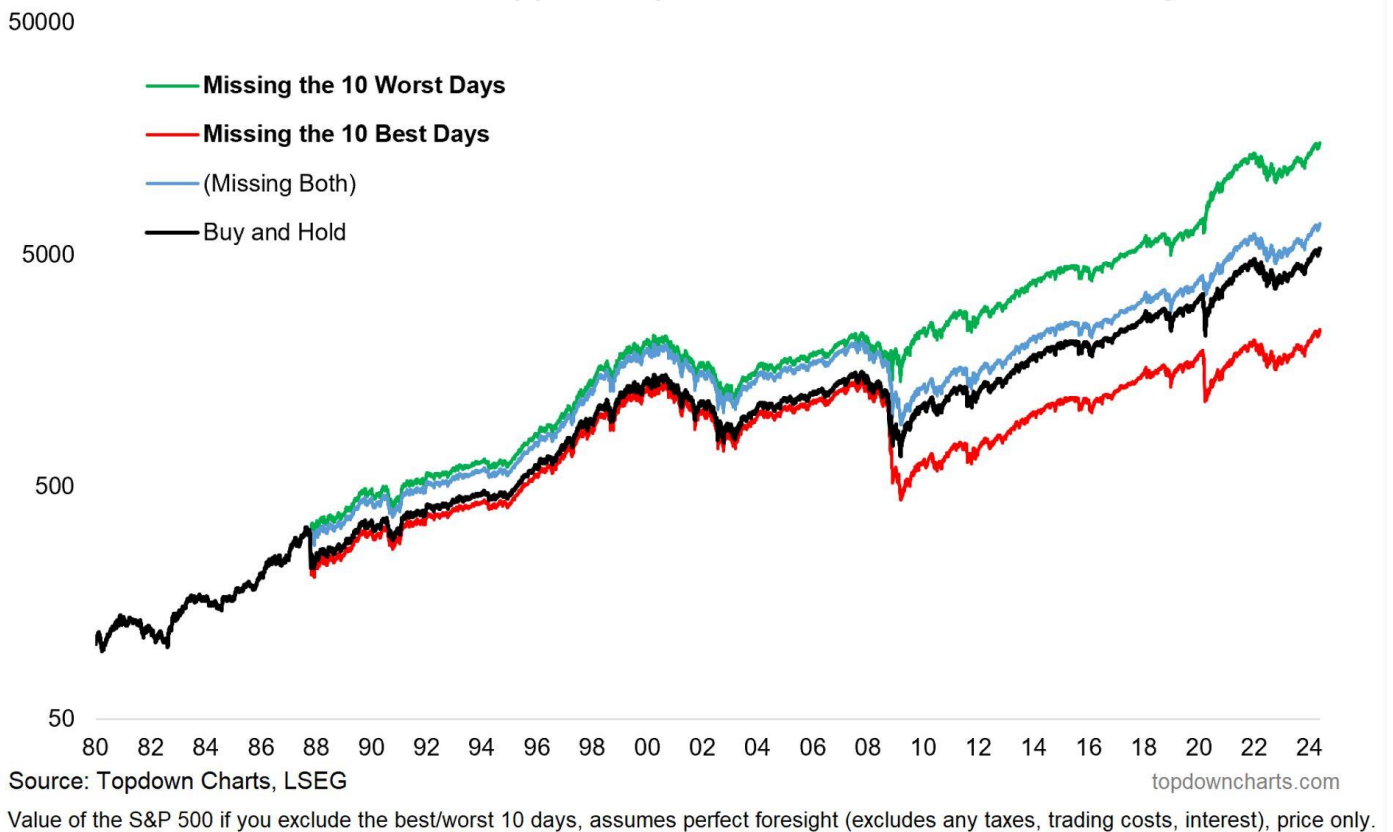


공포와 탐욕 지수

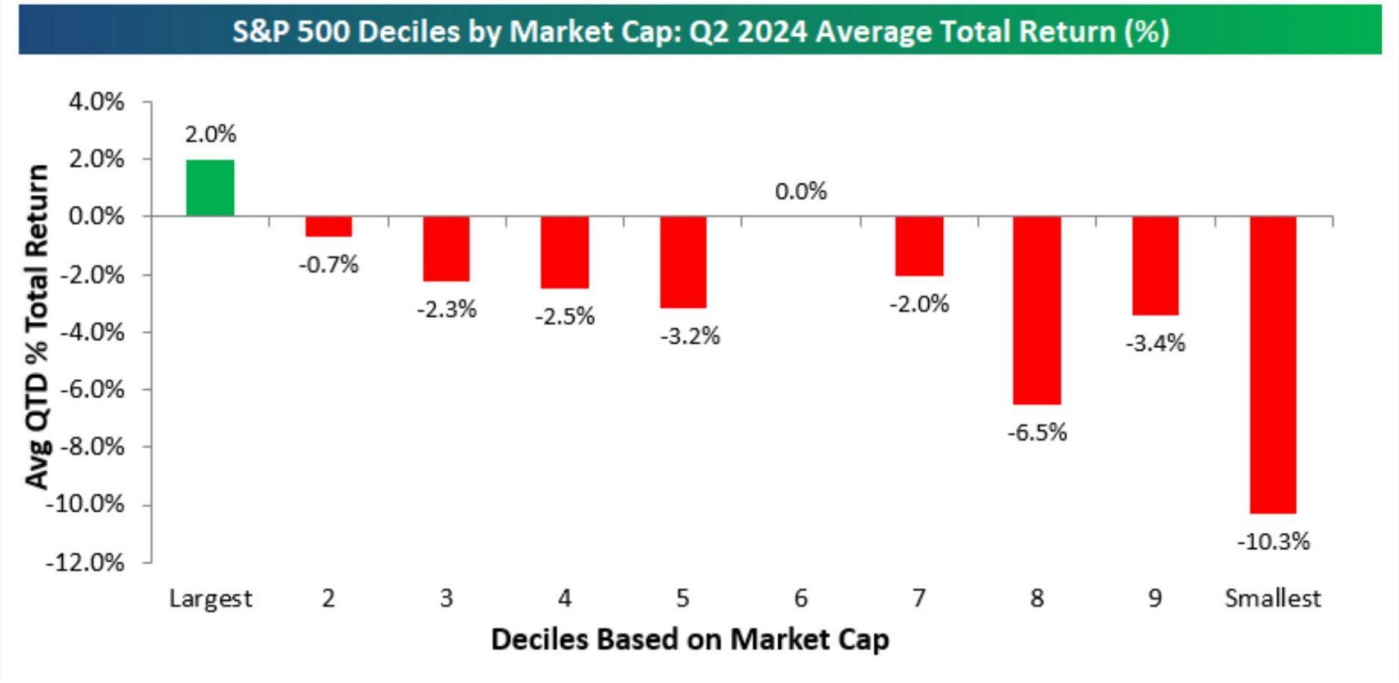


지난 45년간 만약 가장 상승을 많이 한 10일을 투자하지 않고 있었다면 S&P500의 연 복리 수익률은 2% 대로 하락하고, 그냥 꾸준히 들고 있었다면 8% 이상으로 확대됨. 만약, 가장 최악의 10일 S&P500 투자를 하지 않고 있었다면, 연 복리 수익률은 15% 이상으로 확대됨. 우리가 이루려고 하는 전략이 이런 대세하락장이 나타날 때 주식 비중이 현저하게 낮은 글로벌 자산배분을 하는 것임. 하지만, 지금은 전혀 대세하락장이 아니기 때문에 계속 추가 매수 전략이 가장 적절한 타이밍으로 판단.

S&P500: What Happens if you Miss the 10 Best/Worst Days?



미국 올해 2분기 미 S&P500 의 흐름은 대형주 Top 10% 2.0% 상승 반면 Bottom 10% -10.3% 하락하는 모습. 또한, 미국 중소형주 러셀 2000 은 연초대비 -1.13% 수익률을 보이며 아주 저조한 흐름을 보이는 중. 즉, 현재 미 증시는 선택과 집중의 구간이 지속되는 중. 향후 S&P500 의 모든 종목들이 다 상승하는 구간이 나타나면 그때가 시장 고점일 확률이 높음. 아직은 지속 선택과 집중 전략으로 증시를 철저하게 실적 위주로 분석하는 전략 중요.



글로벌 자산배분 포트폴리오 구성

| | |
|----------------------|-----|
| 주식 | 80% |
| 채권 | 15% |
| 대체자산 (금, 비트코인, 이더리움) | 5% |

자료: 유안타증권 글로벌자산배분본부

국가별 포트폴리오 구성

| 선진국 | | 신흥국 | |
|-----------------|-----|-----|-----|
| 75% | | 25% | |
| 미국 (나스닥 100) | 75% | 한국 | 10% |
| | | 대만 | 9% |
| | | 베트남 | 3% |
| | | 인도 | 3% |

자료: 유안타증권 글로벌자산배분본부

선진국 상대적 매력도 점검

| | 지수 | 시가총액 (백만 달러) | 시총 비중 (%) | 현재 지수 | 적정 지수 | 매력도 | 예상 ROE | 예상 PBR | 주식위험도 |
|------|-------------|--------------|-----------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
| 선진국 | | | | | | | | | |
| 미국 | Nasdaq100 | 24,485,355 | 16.98% | 19,660 | 23,755 | 20.8% | 32.1% | 5.52 | 5.0% |
| 미국 | Nasdaq | 29,795,298 | 20.66% | 17,689 | 19,528 | 10.4% | 27.4% | 4.68 | 5.0% |
| 유럽 | STOXX50 | 4,693,610 | 3.25% | 4,839 | 5,280 | 9.1% | 14.7% | 1.72 | 7.0% |
| 프랑스 | CAC | 2,615,052 | 1.81% | 7,503 | 8,172 | 8.9% | 13.6% | 1.60 | 5.5% |
| 싱가포르 | STI | 368,272 | 0.26% | 3,298 | 3,588 | 8.8% | 9.2% | 1.00 | 5.0% |
| 일본 | NIKKEI | 4,514,296 | 3.13% | 38,815 | 42,221 | 8.8% | 11.4% | 1.90 | 4.5% |
| 독일 | DAX | 1,731,506 | 1.20% | 18,002 | 19,554 | 8.6% | 12.0% | 1.41 | 5.0% |
| 스페인 | IBEX | 741,613 | 0.51% | 10,992 | 11,934 | 8.6% | 11.8% | 1.24 | 5.8% |
| 호주 | S&P ASX | 1,761,290 | 1.22% | 7,724 | 8,291 | 7.3% | 14.1% | 1.89 | 5.0% |
| 스위스 | SMI | 1,525,568 | 1.06% | 12,045 | 12,860 | 6.8% | 18.0% | 3.38 | 5.5% |
| 캐나다 | S&P TSX | 2,503,138 | 1.74% | 21,639 | 23,012 | 6.3% | 14.3% | 1.65 | 5.0% |
| 네덜란드 | AEX | 1,456,963 | 1.01% | 919 | 976 | 6.2% | 16.4% | 2.07 | 6.7% |
| 포르투갈 | PSI | 81,244 | 0.06% | 6,538 | 6,940 | 6.1% | 11.7% | 1.26 | 6.0% |
| 핀란드 | HEX | 288,163 | 0.20% | 9,988 | 10,602 | 6.1% | 13.1% | 1.49 | 6.0% |
| 스웨덴 | OMX | 899,641 | 0.62% | 2,562 | 2,717 | 6.1% | 15.0% | 2.04 | 6.0% |
| 영국 | FTSE | 2,695,436 | 1.87% | 8,147 | 8,635 | 6.0% | 14.4% | 1.56 | 5.5% |
| 미국 | Russell2000 | 3,493,455 | 2.42% | 199 | 209 | 5.3% | 16.9% | 2.27 | 5.0% |
| 이탈리아 | FTSEMIB | 732,681 | 0.51% | 32,665 | 34,288 | 5.0% | 12.8% | 1.12 | 7.0% |
| 미국 | SP500 | 47,396,909 | 32.86% | 5,432 | 5,676 | 4.5% | 24.5% | 3.76 | 5.0% |
| 미국 | Dow | 14,777,967 | 10.25% | 38,589 | 38,952 | 0.9% | 24.9% | 3.71 | 5.0% |
| | Sub-Total | 122,072,102 | 84.64% | | | 6.2% | 22.7% | 3.51 | 5.1% |

Note: 잔존가치 모델 상 상대적 매력도를 점검. 컨센서스와 잔존가치 모델을 이용해서 상대적 매력도를 측정. 따라서, 컨센서스의 변화에 따라 매력도의 변화는 상당히 높을 수 있음. 페센티지(%)가 높으면 높을수록 상대적 매력도가 높다는 의미. 어떠한 목표가를 제시하는 지표가 전혀 아님. 실적발표와 컨센서스의 변화에 따라 순위변화는 빠르게 일어날 수 있음.

자료: 블룸버그, 유안타증권 글로벌자산배분본부

신흥국 상대적 매력도 점검

| | 지수 | 시가총액 (백만 달러) | 시총 비중 (%) | 현재 지수 | 적정 지수 | 매력도 | 예상 ROE | 예상 PBR | 주식위험도 |
|-------|-----------|--------------|-----------|-----------|-----------|-------|--------|--------|-------|
| 신흥국 | | | | | | | | | |
| 한국 | KOSPI | 1,570,667 | 1.09% | 2,758 | 3,351 | 21.5% | 9.6% | 0.82 | 5.7% |
| 한국 | KOSDAQ | 299,146 | 0.21% | 862 | 1,042 | 20.9% | 13.7% | 1.85 | 5.8% |
| 대만 | TWSE | 2,213,766 | 1.54% | 22,505 | 26,539 | 17.9% | 15.6% | 2.25 | 5.0% |
| 베트남 | VN | 205,371 | 0.14% | 1,280 | 1,501 | 17.2% | 14.7% | 1.43 | 7.5% |
| 중국 | SZCOMP | 3,915,134 | 2.71% | 1,690 | 1,920 | 13.6% | 12.6% | 1.63 | 5.0% |
| 중국 | CSI300 | 5,576,228 | 3.87% | 3,542 | 3,910 | 10.4% | 10.5% | 1.29 | 5.0% |
| 인도네시아 | JCI | 699,640 | 0.49% | 6,735 | 7,414 | 10.1% | 14.4% | 1.54 | 5.0% |
| 남아공 | FTSEJSE | 863,863 | 0.60% | 70,520 | 77,181 | 9.4% | 14.6% | 1.39 | 5.0% |
| 중국 | SHCOMP | 6,411,832 | 4.45% | 3,033 | 3,303 | 8.9% | 10.1% | 1.13 | 5.7% |
| 중국 | HSCEI | 2,079,166 | 1.44% | 6,375 | 6,938 | 8.8% | 10.6% | 0.88 | 7.8% |
| 인도 | SENSEX | 1,823,217 | 1.26% | 76,993 | 83,107 | 7.9% | 19.2% | 3.00 | 5.0% |
| 멕시코 | MEXBOL | 364,433 | 0.25% | 52,223 | 55,924 | 7.1% | 16.8% | 1.61 | 5.0% |
| 브라질 | IBOV | 614,438 | 0.43% | 119,662 | 126,953 | 6.1% | 18.5% | 1.13 | 5.5% |
| 아르헨티나 | MERVAL | 50,253 | 0.03% | 1,582,372 | 1,537,163 | -2.9% | 21.0% | 5.12 | 5.0% |
| 러시아 | RTSI | 516,857 | 0.36% | 1,137 | 1,104 | -3.0% | 11.5% | 0.42 | 7.0% |
| 러시아 | MICEX | 518,255 | 0.36% | 3,216 | 3,017 | -6.2% | 10.8% | 0.45 | 6.5% |
| | Sub-Total | 22,146,039 | 15.36% | | | 11.0% | 12.7% | 1.46 | 5.6% |
| 글로벌 | AC World | 93,497,785 | 64.83% | 797 | 853 | 7.0% | 17.8% | 2.58 | 2.4% |
| 전체 | | 144,218,141 | | | | 7.0% | 21.1% | 3.19 | 5.2% |

Note: 잔존가치 모델 상 상대적 매력도를 점검. 컨센서스와 잔존가치 모델을 이용해서 상대적 매력도를 측정. 따라서, 컨센서스의 변화에 따라 매력도의 변화는 상당히 높을 수 있음. 페센티지(%)가 높으면 높을수록 상대적 매력도가 높다는 의미. 어떠한 목표가를 제시하는 지표가 전혀 아님. 실적발표와 컨센서스의 변화에 따라 순위변화는 빠르게 일어날 수 있음.

자료: 블룸버그, 유안타증권 글로벌자산배분본부

글로벌 업종 별 포트폴리오

| 성장주 | | 가치주 | |
|--|-----|----------|----|
| 업종 | 비중 | 업종 | 비중 |
| 대형기술주 (FANNG, MAGA) 반도체/AI/하드웨어/소프트웨어 - IT | 63% | 원자재 | 2% |
| | | 금융 | 1% |
| 전기차/전기차 부품 | 8% | 임의/필수 소비 | 5% |
| 바이오 | 7% | 건설/주택 소비 | 7% |
| 신재생에너지 | 7% | | |
| 85% | | 15% | |

자료: 유안타증권 글로벌자산배분본부

미국 상장 대표 ETF 상대적 매력도 1~30위

| | NAME | ETF | 현재가격 | 매력도 | 예상 ROE | 예상 PBR | 주식위험도 |
|----|--------------------------------|------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 1 | MVIS US Listed Semiconductor | SMH | 267.89 | 104.2% | 49.9% | 6.77 | 5.0% |
| 2 | S&P North American Expanded | IGM | 94.16 | 100.1% | 40.7% | 5.78 | 6.0% |
| 3 | Dow Jones U.S. Select Home B | ITB | 103.93 | 99.9% | 22.4% | 1.75 | 7.5% |
| 4 | FactSet Innovative Technolog | XITK | 141.59 | 98.2% | 22.1% | 2.91 | 0.0% |
| 5 | MSCI US IMI Consumer Discret | VCR | 305.99 | 97.5% | 35.5% | 3.96 | 9.0% |
| 6 | Dow Jones US Total Market Se | USD | 155.46 | 96.9% | 55.7% | 8.68 | 5.0% |
| 7 | S&P Software & Service Selec | XSW | 145.18 | 96.4% | 28.2% | 3.63 | 5.0% |
| 8 | ISE Cloud Computing Index | SKYY | 92.09 | 92.4% | 35.0% | 7.80 | 5.0% |
| 9 | NYSE FANG+ Total Return Inde | FNGO | 71.77 | 91.3% | 41.4% | 7.26 | 5.0% |
| 10 | NYSE FANG+ Total Return Inde | FNGS | 48.44 | 91.3% | 41.4% | 7.26 | 5.0% |
| 11 | NYSE FANG+ Total Return Inde | FNGU | 434.27 | 91.3% | 41.4% | 7.26 | 5.0% |
| 12 | Consumer Discretionary Selec | XLY | 178.33 | 90.4% | 37.6% | 4.78 | 8.0% |
| 13 | ROBO Global Robotics and Aut | ROBO | 54.93 | 88.8% | 22.3% | 2.22 | 3.5% |
| 14 | Russell 1000 Growth Total Re | IWF | 363.10 | 86.6% | 45.6% | 7.42 | 5.0% |
| 15 | Solactive FANG Innovation In | BULZ | 156.54 | 85.8% | 33.0% | 4.79 | 5.0% |
| 16 | S&P Data Center, Tower REIT | IDGT | 145.18 | 83.6% | 40.0% | 5.10 | 3.5% |
| 17 | S&P North American Expanded | IGV | 83.04 | 80.0% | 35.8% | 6.07 | 5.0% |
| 18 | S-Networks Global Travel Index | JRNY | 24.01 | 72.3% | 28.7% | 2.85 | 9.0% |
| 19 | PHLX Semiconductor Sector To | SOXX | 252.04 | 72.3% | 39.0% | 5.05 | 5.0% |
| 20 | Indxx Global Cloud Computing | CLOU | 19.22 | 71.7% | 24.4% | 3.09 | 5.0% |
| 21 | Solactive Global Lithium Ind | LIT | 40.71 | 67.2% | 16.0% | 1.36 | 5.0% |
| 22 | Nasdaq ISE Cyber Security Se | HACK | 62.97 | 63.5% | 34.4% | 5.17 | 5.0% |
| 23 | S&P MdCap 400 PureGw Total R | RFG | 48.31 | 61.3% | 20.5% | 2.23 | 5.0% |
| 24 | S&P Semiconductors Select In | XSD | 251.22 | 60.5% | 26.3% | 3.48 | 3.5% |
| 25 | Dow Jones US Total Market Te | ROM | 70.89 | 55.2% | 39.3% | 6.86 | 5.0% |
| 26 | BlueStar Hotels, Airlines, a | CRUZ | 21.33 | 52.4% | 21.0% | 2.12 | 6.0% |
| 27 | Indxx Global Internet of Thi | SNSR | 36.09 | 50.7% | 24.7% | 3.06 | 3.5% |
| 28 | S&PRegBankSelectIndu TR | KRE | 46.12 | 45.9% | 12.0% | 0.82 | 6.0% |
| 29 | ISE Global Wind Energy Index | FAN | 16.71 | 45.1% | 16.5% | 1.53 | 5.0% |
| 30 | Dow Jones US Technology Tota | IYW | 151.08 | 44.9% | 39.3% | 6.88 | 7.0% |

Note: 잔존가치 모델 상 상대적 매력도를 점권. 컨센서스와 잔존가치 모델을 이용해서 상대적 매력도를 측정. 따라서, 컨센서스의 변화에 따라 매력도의 변화는 상당히 높을 수 있음. 페센티지(%)가 높으면 높을수록 상대적 매력도가 높다는 의미. 어떠한 목표가를 제시하는 지표가 전혀 아님. 실적발표와 컨센서스의 변화에 따라 순위변화는 빠르게 일어날 수 있음.

ETF의 경우 기초자산 지수의 상승율을 계산한 것. 따라서 *의 경우 레버리지를 포함하지 않은 매력도 수치임

자료: 블룸버그, 유안타증권 글로벌자산배분본부

대형 기술주 12개 상대적 매력도 점검

| | NAME | TICKER | 시가총액 (백만달러) | 현재 가격 | 매력도 | 예상 ROE | Risk Premium |
|----|----------------------------|--------|-------------|----------|--------|--------|--------------|
| 1 | NVIDIA CORP | NVDA | 3,244,248 | 131.88 | 112.8% | 61.0% | 5.0% |
| 2 | TESLA INC | TSLA | 567,709 | 178.01 | 99.5% | 31.2% | 3.5% |
| 3 | ADVANCED MICRO DEVICES | AMD | 258,012 | 159.63 | 87.0% | 25.4% | 5.0% |
| 4 | BROADCOM INC | AVGO | 807,641 | 1,735.04 | 75.9% | 68.8% | 5.0% |
| 5 | MICROSOFT CORP | MSFT | 3,289,316 | 442.57 | 50.7% | 45.5% | 5.0% |
| 6 | ALPHABET INC-CL A | GOOGL | 2,194,331 | 176.79 | 50.5% | 26.9% | 5.0% |
| 7 | INTEL CORP | INTC | 129,622 | 30.45 | 48.8% | 13.7% | 5.0% |
| 8 | AMAZON.COM INC | AMZN | 1,911,281 | 183.66 | 44.7% | 29.3% | 5.0% |
| 9 | SALESFORCE.COM INC | CRM | 224,750 | 231.94 | 36.4% | 24.0% | 5.0% |
| 10 | META PLATFORMS INC-CLASS A | META | 1,278,972 | 504.16 | 35.9% | 26.7% | 5.0% |
| 11 | NETFLIX INC | NFLX | 288,437 | 669.38 | 31.4% | 32.0% | 5.0% |
| 12 | APPLE INC | AAPL | 3,258,339 | 212.49 | 30.5% | 48.6% | 5.0% |
| | Total | | 17,452,657 | | 59.5% | 43.1% | 5.0% |

Note: 잔존가치 모델 상 상대적 매력도를 점검. 컨센서스와 잔존가치 모델을 이용해서 상대적 매력도를 측정. 따라서, 컨센서스의 변화에 따라 매력도의 변화는 상당히 높을 수 있음. 페센티지(%)가 높으면 높을수록 상대적 매력도가 높다는 의미. 어떠한 목표가를 제시하는 지표가 전혀 아님. 실적발표와 컨센서스의 변화에 따라 순위변화는 빠르게 일어날 수 있음.

자료: 블룸버그, 유안타증권 글로벌자산배분본부

글로벌 기업 상대적 매력도 1~30 위 리스트

| | NAME | TICKER | 현재 가격 | 매력도 | 예상 ROE | Risk Premium | Rule 40 EBIT | Rule 40 EBITDA |
|----|-----------------------------|--------|-----------|--------|--------|--------------|--------------|----------------|
| 1 | DELL TECHNOLOGIES -C | DELL | 135.0 | 162.6% | 28.0% | 8.0% | 440.9% | 517.4% |
| 2 | VERTIV HOLDINGS CO-A | VRT | 91.5 | 157.1% | 38.1% | 10.0% | 182.6% | 192.6% |
| 3 | FIRST SOLAR INC | FSLR | 273.6 | 137.7% | 28.2% | 8.0% | 305.9% | 346.1% |
| 4 | SK HYNIX INC | SK하이닉스 | 221,000.0 | 132.4% | 23.6% | 8.0% | 861.1% | 1086.1% |
| 5 | CELESTICA INC | CLS | 55.7 | 129.9% | 25.7% | 7.0% | 623.1% | 674.5% |
| 6 | APPLOVIN CORP-CLASS A | APP | 77.5 | 123.1% | 43.9% | 5.0% | 264.3% | 344.7% |
| 7 | MICRON TECHNOLOGY INC | MU | 141.4 | 121.7% | 23.7% | 5.0% | 357.5% | 481.9% |
| 8 | KIA MOTORS CORP | 기아차 | 122,700.0 | 119.5% | 16.6% | 9.0% | 814.4% | 949.7% |
| 9 | AMGEN INC | AMGN | 298.6 | 116.5% | 66.6% | 5.0% | 288.1% | 329.5% |
| 10 | VIATRIS INC | VTRS | 10.2 | 114.8% | 13.5% | 8.0% | 848.6% | 924.6% |
| 11 | SUPER MICRO COMPUTER INC | SMCI | 844.54 | 113.4% | 46.0% | 8.0% | 895.9% | 900.3% |
| 12 | NVIDIA CORP | NVDA | 131.9 | 112.8% | 61.0% | 5.0% | 136.8% | 138.1% |
| 13 | TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR | TSM | 172.5 | 111.9% | 41.7% | 5.0% | 171.9% | 233.5% |
| 14 | WORKDAY INC-CLASS A | WDAY | 209.5 | 110.8% | 29.1% | 3.5% | 165.9% | 179.5% |
| 15 | PANASONIC HOLDINGS CORP | 파나소닉 | 1,302.5 | 107.8% | 7.4% | 5.0% | 409.7% | 764.6% |
| 16 | HYUNDAI MOTOR CO | 현대차 | 268,000.0 | 107.8% | 11.0% | 7.0% | 973.2% | 1204.4% |
| 17 | VERTEX PHARMACEUTICALS INC | VRTX | 480.7 | 104.4% | 29.5% | 5.0% | 123.6% | 126.1% |
| 18 | APTIV PLC | APTV | 70.3 | 102.1% | 16.0% | 5.0% | 526.3% | 626.2% |
| 19 | MEDTRONIC PLC | MDT | 81.0 | 101.3% | 22.2% | 3.5% | 239.5% | 265.7% |
| 20 | ORACLE CORP | ORCL | 138.1 | 100.6% | 75.6% | 3.5% | 215.4% | 247.7% |
| 21 | GODADDY INC - CLASS A | GDDY | 137.5 | 99.7% | 43.5% | 5.0% | 171.7% | 224.2% |
| 22 | TESLA INC | TSLA | 178.0 | 99.5% | 31.2% | 3.5% | 95.3% | 129.0% |
| 23 | BLOCK INC | SQ | 62.2 | 99.3% | 18.4% | 5.0% | 326.9% | 434.4% |
| 24 | WHIRLPOOL CORP | WHR | 90.8 | 97.5% | 25.2% | 9.0% | -77.2% | 113.5% |
| 25 | QUALCOMM INC | QCOM | 215.3 | 95.9% | 67.4% | 5.0% | 177.8% | 186.7% |
| 26 | HALLIBURTON CO | HAL | 32.9 | 94.1% | 27.5% | 12.0% | 544.3% | 639.4% |
| 27 | NVR INC | NVR | 7,602.3 | 94.1% | 25.5% | 5.0% | 298.8% | 306.4% |
| 28 | TAYLOR MORRISON HOME CORP | TMHC | 55.5 | 93.7% | 13.5% | 5.5% | 751.8% | 802.7% |
| 29 | ENPHASE ENERGY INC | ENPH | 124.6 | 93.1% | 40.0% | 10.0% | 105.0% | 119.9% |
| 30 | PEPSICO INC | PEP | 163.8 | 92.7% | 51.0% | 6.0% | 213.0% | 248.9% |

Note: 잔존가치 모델 상 상대적 매력도를 점검. 컨센서스와 잔존가치 모델을 이용해서 상대적 매력도를 측정. 따라서, 컨센서스의 변화에 따라 매력도의 변화는 상당히 높을 수 있음. 페센티지(%)가 높으면 높을수록 상대적 매력도가 높다는 의미. 어떠한 목표가를 제시하는 지표가 전혀 아님. 실적발표와 컨센서스의 변화에 따라 순위변화는 빠르게 일어날 수 있음.

자료: 블룸버그, 유안타증권 글로벌자산배분본부

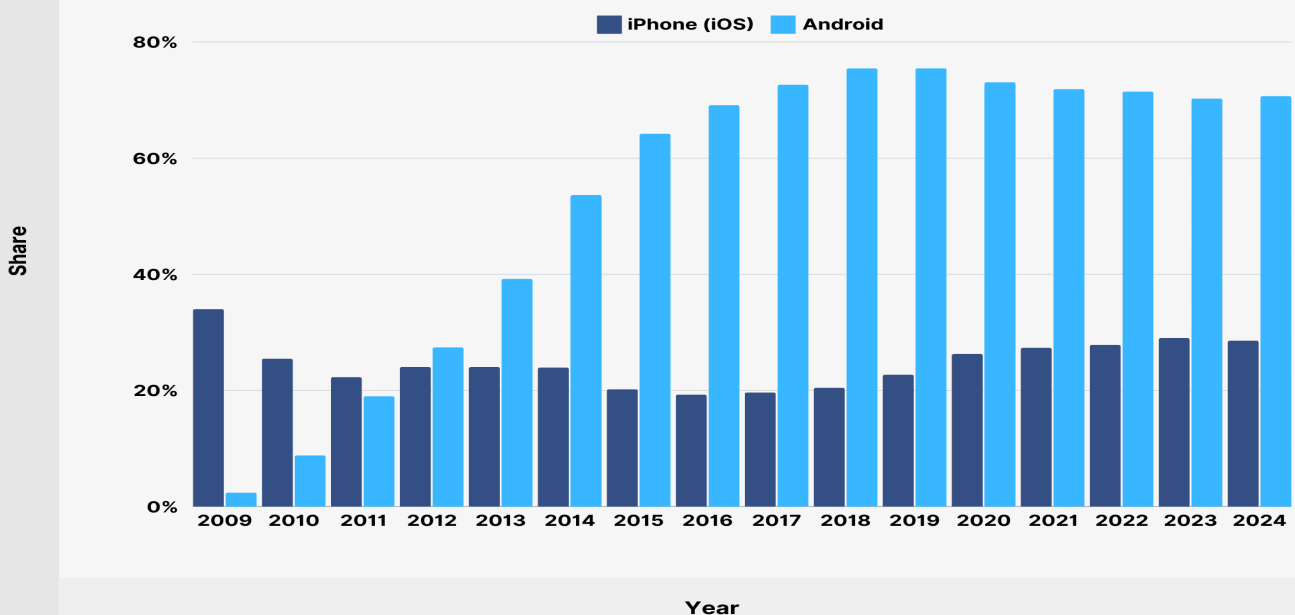
by 김태하 매니저, 알파 전략 노트 (Apple의 광고 시스템 변경, APP에 대한 타격?)

엠플빈 (APP.US) Apple의 광고 시스템 네트워크 변경 APP 내 매출 타격 가능성 낮을 것

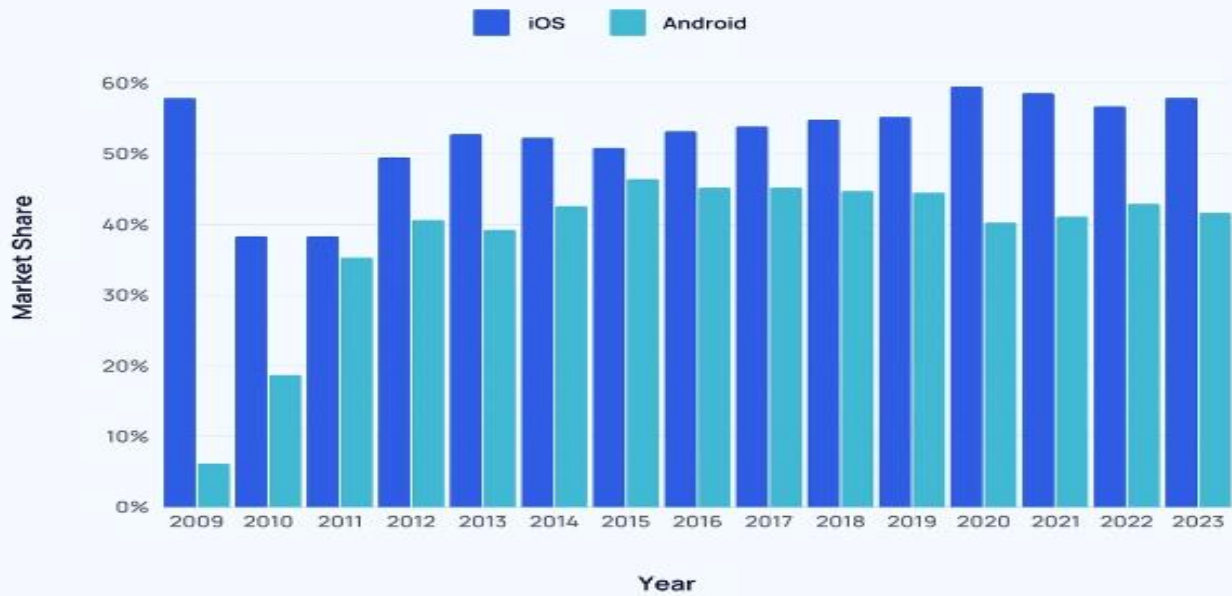
- Apple은 AI 도입 이후 데이터 집계 및 사용에 있어 더욱 진취적으로 소프트웨어 개편을 진행하는 모습이며, 이는 과거 프라이버시를 가장 중요하게 여겼던 전략에서 신규 AI 소프트웨어 도입 전략에 더욱 비중을 두는 상황으로 분석된다.
- APP는 애플의 개인 정보 보안 정책으로 인해 당사 서비스의 퍼포먼스에 대한 부정적인 여파를 10-K 공시에 지적했으며, 유동적으로 애플의 정책에 대응하는 전략을 제공했던 만큼, 정책 변경에 따른 APP의 매출 타격 가능성은 낮을 것이다.
- 단기적인 R&D 비용이 증가할 가능성이 존재하나, 만약 애플의 정책이 더욱 데이터 수용 및 포괄적으로 전환된다면, 장기적인 관점에서 APP의 광고 정책에 더욱 우호적인 환경이 제공되는 것으로, 유저들의 성과 개선에 따른 장기적인 신규 고객 유입 및 ROAS(Return on Advertisement Spending) 확대에 따른 광고 지출 확대를 전망한다(퍼포먼스 광고 및 앱 광고의 특성)
- 이에 현 상황으로 인한 약 5 거래일 간의 10% 조정은 애플 정책 변경에 따른 동사의 비용 및 이익률 타격에 대한 가능성을 반영한 것으로 분석하며, 실질적인 동사의 매출 둔화 시나리오는 모바일 앱 광고, 특히 모바일 게임 시장 내 둔화에 대한 비중이 높아, 현 시점 포지션 Hold에 대한 전망을 유지한다.

<그림 1> '23년 미국 매출 비중 60% & 글로벌 iOS 점유율 70.69% & 미국 iOS 점유율 58.81%

iPhone vs Android Market Share Worldwide



iPhone vs Android Market Share In The US



| | 2023 |
|-------------------|--------------|
| United States | \$ 1,970,856 |
| Rest of the World | 1,312,231 |
| Total Revenue | \$ 3,283,087 |

자료: Statista, 8-K (한편 이는 절대적인 APP의 Apple 광고 매출 비중을 판단할 수 없는 지표)

- 정책 도입이 시작될 수 있는 미국 시장을 기준으로 애플 매출 비중을 계산해보면 약 35% 수준으로 분석되나, 실질적인 애플 매출 비중과 분명한 편차가 존재

SEC APP의 10-K 내용에서 언급된 점은 “We rely on third-party platforms to distribute our Apps and collect revenue, and if our ability to do so is harmed, or such third-party platforms change their policies in such a way that restricts our business, increases our expenses, or limits the information we derive from our Apps, our business, financial condition, and results of operations could be adversely affected.”⁴⁾

한편, “For example, in April 2021, Apple started implementing its application tracking transparency framework that, among other things, requires users' opt-in consent for certain types of tracking. While this transparency framework has not had a significant impact on our overall business, it may in the future, including with respect to the effectiveness of our advertising practices and/or our ability to efficiently generate revenue for our Apps. We rely in part on IDFA to provide us with data that helps our Software Platform better market and monetize Apps. In light of the IDFA and transparency changes, we made changes to our data collection practices. To the extent we are unable to utilize IDFA or a similar offering, or if the transparency changes and any related opt-in or other requirements result in decreases in the availability or utility of data relating to Apps, our Software Platform may not be as effective, we may not be able to continue to efficiently generate revenue for our Apps, and our revenue and results of operations may be harmed. Additionally, Apple implemented new requirements for consumer disclosures regarding privacy and data processing practices in December 2020, which has resulted in increased compliance requirements and could result in decreased usage of our Apps. Apple incorporated new SDK privacy controls into iOS 17, which was released in September 2023, including privacy manifests and signatures designed to allow app developers to outline the data practices for SDKs embedded in their apps, manage tracking domains within SDKs, and curb device fingerprinting by requiring app developers to select allowed reasons for using data received through certain APIs. Apple indicated that it expects privacy manifests and signatures to become part of the App Store review in Spring 2024.”⁴⁾

자료: SEC, APP

- 과거 유저 보안 등의 광고 정책 변경된 바 있으며, 매출 타격에 심각한 이슈를 제공하지 않았다는 점을 언급. 관련 정책에 대해 유동적으로 대응했음을 밝힘
- 한편, 당사의 소프트웨어가 변경된 정책을 잘 반영하지 않았다면, 매출 감소 등의 부정적인 여파가 발생했을 가능성에 대해 암시

<그림 3> '23 년 초 애플의 광고 정책 강화 및 모바일 광고 시장 둔화에도 매출 성장, AI 도입 통한 성장 움직임

Goldman Sachs analyst Eric Sheridan, who has a buy rating on AppLovin and raised his price target to \$23 from \$21, said he expects investors to “stay focused on the volatility in the advertising/gaming end markets” in the short term, whereas he is looking at the long game.

AppLovin’s businesses are “producing above average industry growth and a strong margin profile in a recovered mobile ads/mobile gaming landscape,” Sheridan said.

What about Axon 2.0?

Much of investor interest is focused on the release of AppLovin’s updated machine-learning-recommendation engine Axon 2.0, which the company said would launch sometime in 2023. The company plans to invest some of its \$1.1 billion cash on hand to upgrade Axon 2.0 to be powered with AI tech.

“Axon 2.0 could drive growth, but until that comes we remain focused on the broader mobile games market,” said Uerkwitz, who has a hold rating and raised his price target to \$12.50 from \$10.50.

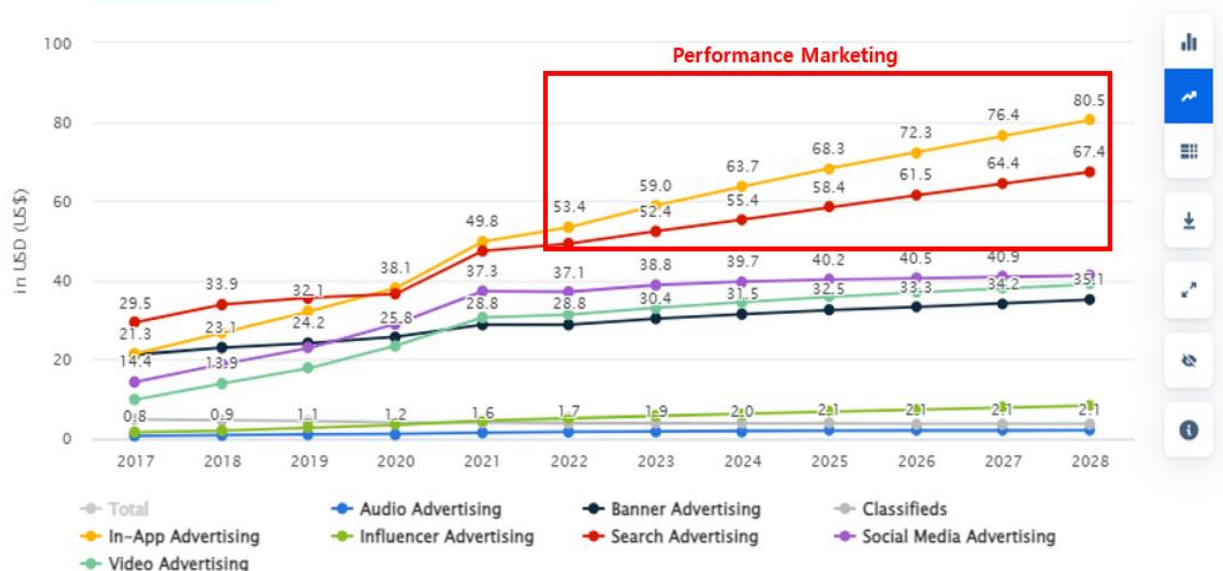
AppLovin said the \$1.1 billion on its balance sheet at the end of 2022 would be used for “key projects, strategic acquisitions, and share repurchases.”

자료: MarketWatch (<https://www.marketwatch.com/story/applovins-stock-soars-more-than-30-as-wall-street-sees-a-bottom-for-mobile-ad-market-11675975959>)

<그림 4> 디지털 광고 시장 내 점진적인 광고 단가 상승하는 상황

디지털 광고 시장의 로직은 알고리즘이 찾는 잠재고객층의 구매 전환률이 올라갈 수록
광고 단가가 상승하는 형태
이에 광고 경쟁 입찰 형태의 시장 구조는 마케팅 기업의 이익률 상승에 효과적
Performance Marketing 섹터 (Search & In-App) 효율성에 기반한 마케팅 전략이 가장 우호적

AVERAGE AD SPENDING PER INTERNET USER



Most recent update: Nov 2023

Source: Statista Market Insights

자료: Statista

by 김태하 매니저, 알파 전략 노트

어도비(ADBE) FY2Q24 실적: 다소 보수적이었던 FY24 컨센서스 vs 기업 내 비용 효율화 및 AI 투자 지속 & 경제 전망 변화 X

FY24 매출 컨센 하향 조정에 대한 주가 위축 → FY4Q24에 대한 경영진 낙관. 한편 연 매출 성장률 10% 수준으로 AI 성장에 대한 밸류에이션 확장 기대하기 어려우며, AI에 대한 우선적인 투자 집행 중

| 부문 | 설명 |
|-------------------------|---|
| FY4Q24 부문별 매출 | <ul style="list-style-type: none">▪ FY2Q24 매출 성장은 섹터 전반에 걸쳐 발생했으며, 전망치 부합. 5.31 억 달러 +11% YoY & 디지털 미디어 부문 39.1 억 달러 +12% YoY 기록 & ARR(연 반복 매출) 165.2 억 달러 +13% YoY로 나타나▪ 도큐먼트 클라우드 매출 7.82 억 달러 +19% YoY로 ARR 약 1.65 억 달러 유입. 도큐먼트 클라우드 수요 Acrobat 구독 매출 전방위적으로 발생. AI 어시스턴트 인한 수익성 개선 및 Reader 부문 내 MAU 증가세 목격▪ 크리에이티브 매출 31.3 억 달러 +11% YoY & ARR 약 3.22 억 달러 유입. 이미징, 포토그래피, 디자인 등 다양한 섹터 내 성장세 목격. 고객들은 높은 ARPU의 크리에이티브 구독 서비스로 눈을 돌리고 있으며, FireFly AI가 포함▪ 크리에이티브 부문의 상반기 실적 견고 & 상업용 구독 매출이 성장을 견인. 하반기에서 성장 모멘텀이 지속될 것으로 예상하며, 연간 디지털 미디어 ARR 가이드언스를 소폭 상향 조정▪ 디지털 익스피리언스 부문 매출 13.3 억 달러 +9% YoY로 구독 매출은 12 억 달러 +13% YoY. AEP를 포함한 전반적인 앱 구독 매출은 +60%로 성장성을 견인▪ 지속적인 영업비용 효율화 & AI 투자가 진행 중이며, AI에 대한 우선적인 투자 집행 중. 잔여 계약 이행 의무(RPO) 178.9 억 달러 +17% YoY (환차손 1%p 반영)▪ FY2Q24 내 약 25 억 달러의 자사주 매입 계약 진행 & 전체 250 억 달러 중 227 억 달러 잔존 |
| FY3Q24 FY24 가이드언스 | <ul style="list-style-type: none">▪ 현 수준의 경제환경과 당사 성장성을 토대로 환차손은 하반기에 더욱 확대 예상 & FY24 연내 실적은 FY4Q24 내 강화되는 모습 보일 것▪ 특히 분기 및 연간 가이드언스 내 신규 ARR의 경우 AI 사용 효율성 (비용 Down & 사용성 Up)을 향상 시켰으며, 도큐먼트 클라우드 내 AI 어시스턴트 도입으로 신규 가입자들 중 중소형 기업들은 포함한 전반적인 기업 가입자가 강한 상황▪ 거시경제적 관점에서 당사는 보유한 제품 군의 기술력은 차별화되며, 당사는 AI에 대한 관심과 인식을 수익화로 전환하는데 주력 중인 상황. 거시 환경에 대해 특별히 보고될 신규 사항이 없음 |

표> Adobe FY24 2분기 ('24년 3월~5월) 실적 요약

| (백만달러,달러) | FY2Q23 | FY1Q24 | FY2Q24 | Consensus | QoQ | YoY |
|---------------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|
| 매출액 | 4,816 | 5,182 | 5,309 | 5,292 | 2.5% | 10.2% |
| 디지털미디어 | 3,511 | 3,816 | 3,908 | 3,891 | 2.4% | 11.3% |
| 크리에이티브 클라우드 | 2,852 | 3,066 | 3,130 | 3,130 | 2.1% | 9.7% |
| 도큐먼트 클라우드 | 659 | 750 | 782 | 759 | 4.3% | 18.7% |
| 디지털 익스피리언스 | 1,222 | 1,289 | 1,327 | 1,325 | 2.9% | 8.6% |
| 퍼블리싱/광고 클라우드 | 83 | 77 | 74 | 72 | -3.9% | -10.8% |
| 지역별 매출 | | | | | | |
| 미주 | 2,879 | 3,110 | 3,188 | 3,134 | 2.5% | 10.7% |
| EMEA | 1,213 | 1,319 | 1,361 | 1,369 | 3.2% | 12.2% |
| 아시아 | 724 | 753 | 760 | 748 | 0.9% | 5.0% |
| 잔여계약이행의무(RPO) | 15,215 | 17,584 | 17,859 | 17,483 | 1.6% | 17.4% |
| 디지털미디어 ARR | 14,139 | 15,764 | 16,251 | 16,192 | 3.1% | 14.9% |
| 영업이익 | 2,180 | 2,467 | 2,441 | 2,419 | -1.1% | 12.0% |
| 영업이익률 | 45.3% | 47.6% | 46.0% | 45.7% | -1.6%p | 0.7%p |
| 순이익 | 1,794 | 2,046 | 2,023 | 1,994 | -1.1% | 12.8% |
| EPS | 3.91 | 4.48 | 4.48 | 4.39 | 0.0% | 14.6% |

자료: Adobe, Bloomberg (이익 지표는 비-GAAP 기준)

표> Adobe FY24 3 분기 ('24 년 6 월~8 월) 가이드언스

| (백만달러,달러) | FY3Q23 | FY3Q24 | Consensus | YoY |
|----------------|--------|-------------|-----------|-------|
| 매출액 | 4,890 | 5,330~5,380 | 5,390 | 9.5% |
| 디지털미디어 | 3,594 | 3,950~3,980 | 3,988 | 10.3% |
| 디지털 미디어 신규 ARR | 464 | 460 | 437 | -0.9% |
| 디지털 익스피리언스 | 1,229 | 1,325~1,345 | 1,339 | 8.6% |
| EPS(비 GAAP) | 4.09 | 4.50~4.55 | 4.52 | 10.6% |

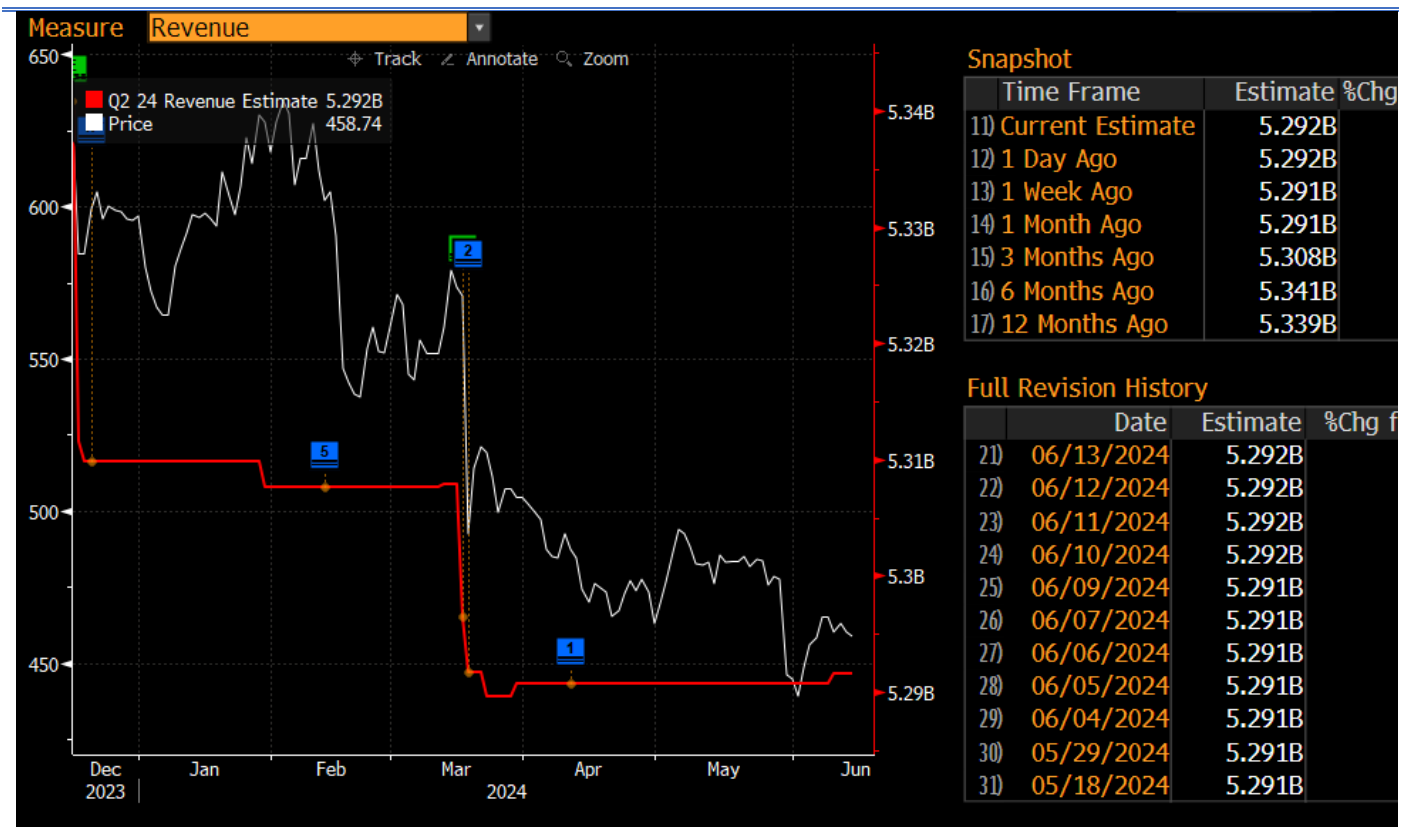
자료: Adobe, Bloomberg (YoY 는 고정환율 기준, 부문별 매출은 조정(adjusted 기준))

표> Adobe FY24('23 년 12 월~'24 년 11 월) 가이드언스,

| (백만달러,달러) | FY23 | FY24 가이드언스 | 신규 가이드언스 | Consensus | YoY |
|-------------|--------|---------------|---------------|-----------|-------|
| 매출액 | 19,409 | 21,300~21,500 | 21,400~21,500 | 21,460 | 10.5% |
| 디지털미디어 | 14,216 | 15,750~15,850 | 15,800~15,850 | 15,820 | 11.3% |
| 디지털 미디어 ARR | 15,332 | 17,232 | 18,201 | 17,210 | 18.7% |
| 디지털 익스피리언스 | 4,893 | 4,750~4,800 | 5,325~5,375 | 5,346 | 9.3% |
| EPS(비 GAAP) | 16.07 | 17.60~18.00 | 18.0~18.20 | 18.10 | 12.6% |

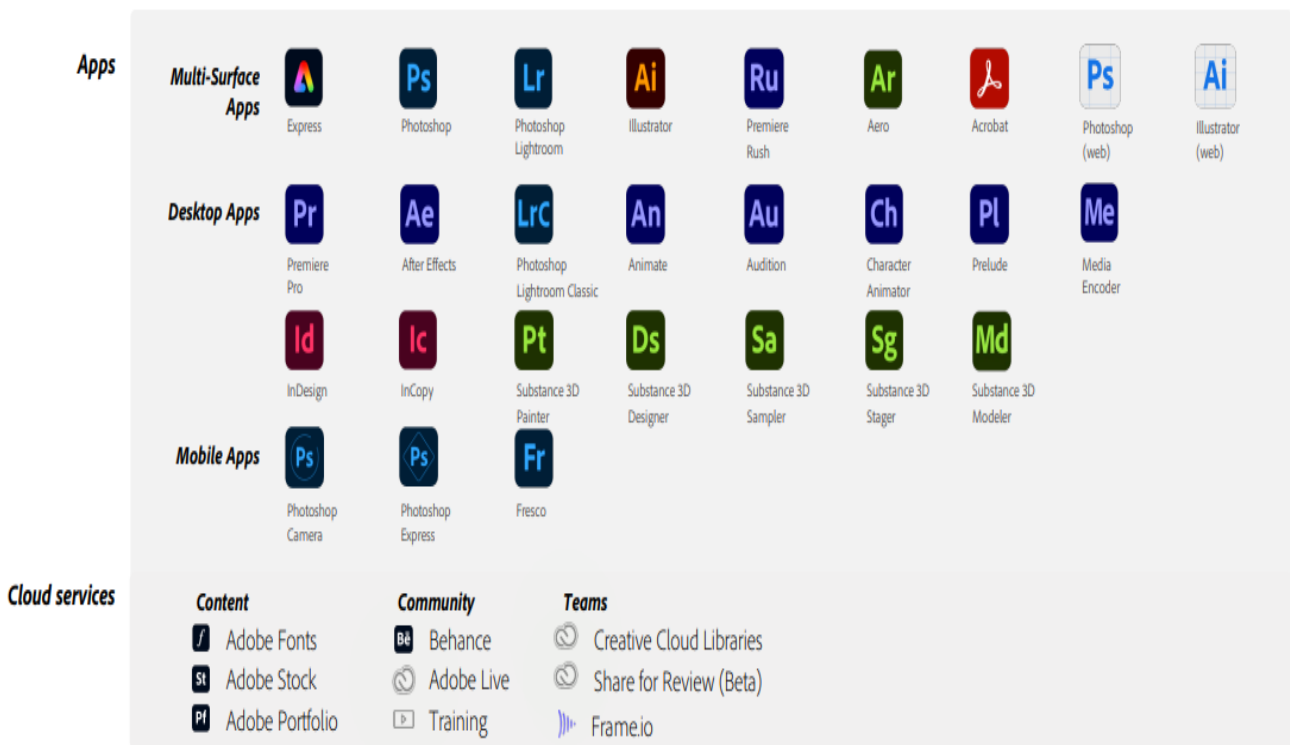
자료: Adobe, Bloomberg (YoY 는 고정환율 기준, 부문별 매출은 조정(adjusted 기준))

<그림 1> 어도비의 FY24 매출 컨센서스 일별 변동치



자료: Adobe

<그림 2> 어도비의 Creative Cloud 제품 상세 자료

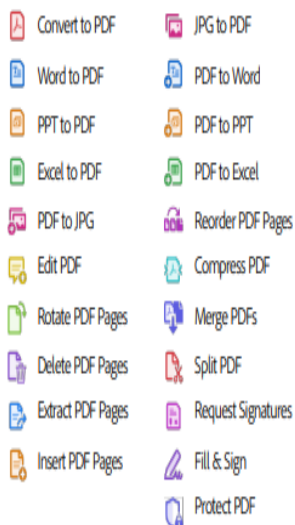


자료: Adobe

<그림 3> 어도비의 Document Cloud 제품 상세 자료



PDF web services



Apps

Desktop



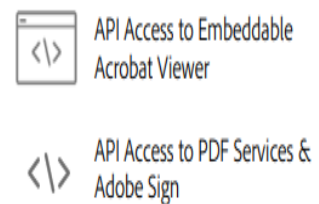
Web



Mobile

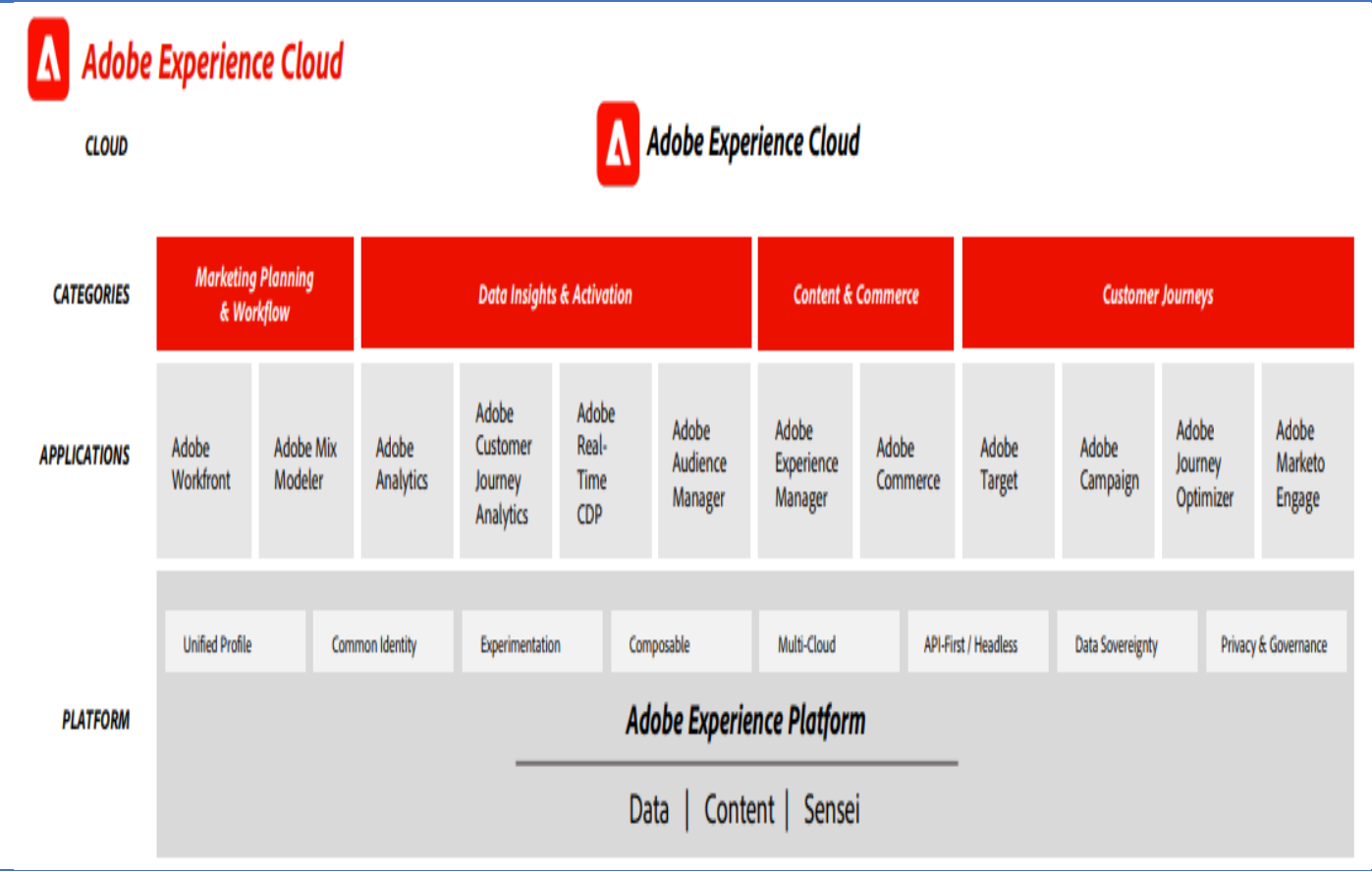


Document services through APIs



자료: Adobe

<그림 4> 어도비의 Experience Cloud 제품 상세 자료



자료: Adobe

준비된 자만이 즐기는 AI 랠리! 브로드컴은 그 수혜주! (AVGO.US)

FY2Q24 AI 모멘텀 확인!

FY2Q24 매출액 125억 달러 (YoY +43%), EPS 10.95달러 (YoY +6.2%)로 각각 컨센 3.6%, 1.5% 상회. 반도체 솔루션 72억 달러 (YoY +5.8%), 인프라 소프트웨어 52.9억 달러 (YoY +174.5%)로 모두 컨센 상회. 특히, 반도체 솔루션 중 AI 매출 31억 달러 (YoY +280%)로 사상 최고치 기록하며 컨센 21% 상회했고, 네트워크 부문 매출 38억 달러 (YoY +44%)로 반도체 내 매출 비중 53%까지 차지하면서 AI 네트워킹 및 커스텀 ASIC 수요 관련 AI 데이터센터 클러스터 구축 수요가 확대되는 모습 확인. 서버/스토리지 매출 비중은 반도체 매출 중 11%로 업황이 바닥을 다지고 있지만 여전히 관련 업체들 수요는 약한 모습. 13년 연속 배당 인상 및 지급 주당 배당금 5.25달러 (YoY +13%) 발표.

표> Broadcom의 FY24 2분기('23.2~'24.04) 실적

| (백만 달러, 달러) | | FY2Q23 | FY1Q24 | FY2Q24 | Consensus | QoQ | YoY | 서프라이즈 |
|-------------|-------|--------|--------|--------|-----------|--------|---------|--------|
| 매출액 | | 8,733 | 11,961 | 12,487 | 12,057 | +4.4% | +43.0% | +3.6% |
| 반도체솔루션 | | 6,808 | 7,390 | 7,202 | 7,175 | -2.5% | +5.8% | +0.4% |
| 인프라소프트웨어 | | 1,925 | 4,571 | 5,285 | 4,887 | +15.6% | +174.5% | +8.1% |
| 매출총이익률 | | 75.64% | 75.36% | 76.22% | 75.91% | 0.86%p | 0.58%p | 0.31%p |
| 영업이익 | GAAP | 4,008 | 2,083 | 2,965 | 3,618 | +42.3% | -26.0% | -18.0% |
| | 비GAAP | 5,412 | 6,831 | 7,146 | 6,832 | +4.6% | +32.0% | +4.6% |
| 순이익 | GAAP | 3,481 | 1,325 | 2,121 | 2,174 | +60.1% | -39.1% | -2.5% |
| | 비GAAP | 4,489 | 5,254 | 5,394 | 5,297 | +2.7% | +20.2% | +1.8% |
| EPS | 비GAAP | 10.32 | 10.99 | 10.96 | 10.80 | -0.3% | +6.2% | +1.5% |

자료: Broadcom, Bloomberg

VMware 인수 시너지 효과 가시화 중

인프라 소프트웨어 부문 성장 중 VMware를 제외하면 YoY +12%로 VMware가 호실적에 크게 기여하는 모습. 현재 VMware 제품은 구독형으로 전환이 순조롭게 진행 중으로 VMWare라이선스 다년 계약을 연간 예약 가치로 환산 시 19억 달러로 QoQ +58.3%로 빠르게 성장 중. 현재 프라이빗 클라우드 구축 수요가 증가하면서 VMware 분기 매출액 40억 달러 달성이 어렵지 않게 될 것 전망.

FY2024 가이드نس 상향조정!

중간값 기준 FY2024 가이드نس 매출 510억 달러, EBITDA 마진 61%로 기존 500억 달러, 60% 대비 상향 조정. 전통 산업(broadband, wireless)의 부진을 AI 산업(Networking, ASIC)이 상쇄시키는 상황으로 AI 관련 매출 연간 110억 달러 이상 기록으로 10% 상향 조정 및 반도체솔루션 부문 내 AI 매출 비중을 기존 33%에서 40%로 확대될 것으로 상향 조정. 동시에 전통 산업 부문도 2분기 바닥을 다지고 하반기에 회복 전망.

브로드컴 밸류에이션

동사의 선행 PER 27배로 5년 평균 16배 대비 고평가 중. 하지만 Re-rating이 충분히 가능한 상황. 현재 엔비디아에 이은 두번째로 AI 매출 비중이 큰 기업이고, VMware의 구독형 모델을 통한 수익성 개선이 뚜렷해는 중이며, 7월 15일부터 진행될 10:1 액면분할을 통한 유동성 개선되는 중. 컨센서스 ROE 66.4%, 리스크 프리미엄 5% 적용시 93% 매력도 보유 중.



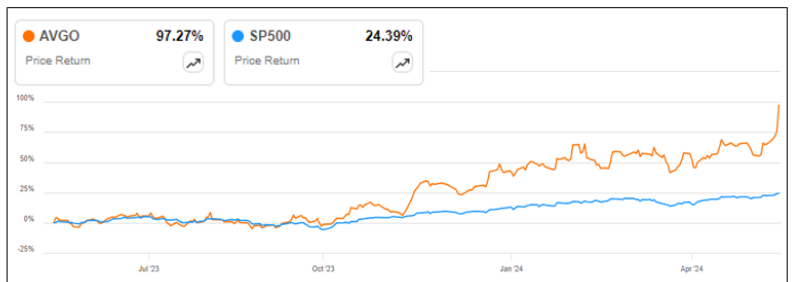
Financial Statement

| (백만 달러) | FY22 | | FY23 | FY24E | FY25E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 27,450 | 33,203 | 35,819 | 51,165 | 59,183 |
| 영업이익(GAAP) | 8,519 | 14,225 | 16,207 | 29,600 | 34,918 |
| 영업이익률 | 31.0 | 42.8 | 45.2 | 57.9 | 59.0 |
| 순이익 | 6,736 | 11,495 | 14,082 | 10,553 | 18,350 |
| EPS | 15.7 | 27.4 | 33.9 | 28.9 | 44.2 |
| PER(배) | 33.7 | 17.3 | 24.8 | 31.4 | 24.9 |
| PBR(배) | 10.3 | 8.7 | 14.5 | 9.3 | 7.6 |
| ROE(%) | 31.1 | 51.1 | 60.3 | 36.7 | 34.9 |
| 배당지표수익률 | 1.2 | 1.6 | 1.6 | | |

RIM상 매력도

| AVGO US | | Equity Risk Premium | | |
|---------------|-------|---------------------|-------|-------|
| | | 5.5% | 5.0% | 4.5% |
| Long term ROE | 65.9% | 2,639 | 2,662 | 2,684 |
| | 66.4% | 2,692 | 2,715 | 2,738 |
| | 66.9% | 2,746 | 2,770 | 2,793 |

Price Trend



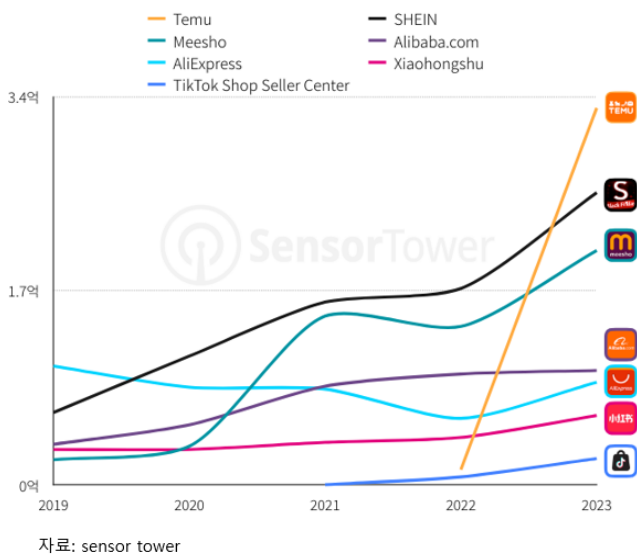
자료: Bloomberg, 유안타증권 글로벌자산배분 본부
주) 매력도 적정: 93%, 매력도 최저 87.6%, 매력도 최고 98.6%

‘가성비’ 키워드로 초고속 성장 중! (PDD.US)

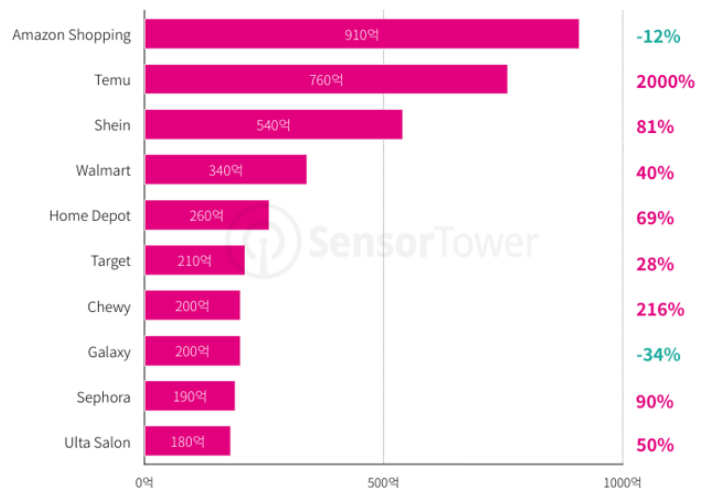
Pinduoduo 기업소개

구글 엔지니어 출신 황정이 2015년에 설립한 중국의 온라인 소매업체로 제3자 판매자에게 온라인 마켓 플레이스를 제공하는 플랫폼 서비스를 제공하며 수익은 온라인 마켓플레이스 서비스에서 발생하는 마케팅 서비스(플랫폼 내 광고)와 수수료 매출로 구성되어있다. 핵심 사업 모델인 공동구매 전략, 중소도시 공략 (WeChat을 기반 3-4선 도시 고객 빠르게 확보), C2M (Customer to Manufacture) 전략으로 폭발적으로 성장했다. 2022년 9월 Pinduoduo와 같은 온라인 마켓플레이스 Temu를 출시해 미국 시장에 진출하여 출시 4개월 만에 미국 최대 패스트 패션 브랜드 Shein 사이트 월간 트래픽을 상회했고, 출시 이후 다운로드가 급격히 증가해 단숨에 전 세계에서 가장 많은 다운로드 수를 기록한 이커머스 앱이 됐으며 2023년 다운로드 수는 3억 건을 넘어섰다. 2023년 1~11월까지 테무의 미국 시장 광고 트래픽은 전년 대비 20배 성장하며 아마존 쇼핑을 앞지를 가능성이 충분한 상황이다. 시가총액 2,112억 달러 규모의 중국 5대 기업으로 2023년 12월에 중국 전자상거래 업계 부동의 1위 기업 알리바바 시가총액을 넘어섰고, 1Q24 영업이익도 역대 최초로 알리바바를 넘어섰다.

2019~2023년 전 세계 주요 이커머스 앱의 다운로드 추세



2023년 1월부터 11월까지 미국 이커머스 리테일 브랜드 광고 노출수 순위 TOP 10과 전년 동기 대비 성장률



1Q24 Temu 고성장 지속되며 역대 1 분기 최대 매출 달성!

1Q24 매출액 868억위안(YoY +131% YoY, QoQ -2%), Non-GAAP 순이익 306억위안(YoY +202%, QoQ +20%) 기록하며 컨센 각각 13%, 97% 상회.

중국내 성과만 반영하는 마케팅 서비스 수수료 매출은 425억 위안 (YoY +56%, QoQ -13%)로 플랫폼 수수료 5.2% 인상을 통한 수익성 개선이 나타남. 작년 매출비중의 27%를 차지했던 마케팅 서비스 수수료 매출액 비중은 51%로 처음으로 서비스 수수료 매출 비중 주월. 1Q24 마케팅 서비스 수수료 매출 444억위안 (YoY +327%)로 컨센 17% 상회하며 3개 분기 연속 300% 이상 성장. 해외 이커머스 플랫폼 Temu의 급성장과 수수료율 인상이 성장에 기여. Temu는 고금리 시대에 소비자의 닫힌 지갑을 열 수 있는 가성비 선호심리를 자극하는 중으로 Temu 매출 기여도는 기존 23%에서 43%까지 확대되었고, 동시에 56개국에 빠르게 진출하며 미국 비중은 30%로 10%p 감소하며 유럽과 아시아 지역으로의 빠른 확대까지 보여주는 중.

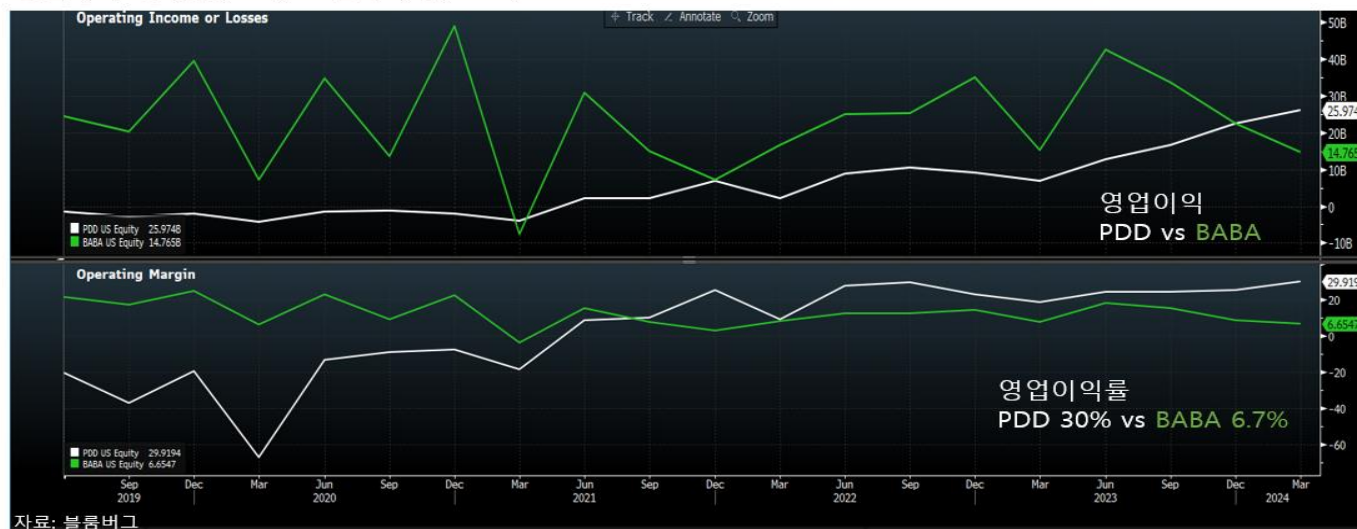
동사의 비용 구조 효율화에 따른 Non-GAAP 영업이익은 286억 위안 (YoY +237%)으로 처음으로 알리바바를 추월하였고, 영업이익률 역대 최고치인 32.9%로 10.4%p 증가하며 수익성이 더 확대되며 알리바바의 6.7% 대비 더욱 괴리감이 커지는 모습. 매출총이익률은 62.3%로 YoY 8.7%p 감소했으나 판관비가 YoY +44% 및 Temu 적자폭 축소로 조정 순이익률 35.3%로 8.3%p 개선.

표> Pinduoduo의 F12Q24 ('24.01~'24.03) 실적 요약

| (백만 위안, 위안) | FY1Q23 | FY4Q23 | FY1Q24 | Consensus | QoQ | YoY | 서프라이즈 |
|----------------|--------|--------|--------|-----------|--------|---------|--------|
| 매출액 | 37,637 | 88,881 | 86,812 | 76,860 | -2.3% | +130.7% | 12.95% |
| 마케팅 서비스 수수료 | 27,244 | 48,676 | 42,456 | 37,653 | -12.8% | +55.8% | 12.8% |
| 거래 수수료 | 10,393 | 40,205 | 44,356 | 38,072 | +10.3% | +326.8% | 16.5% |
| 매출비중 | | | | | | | |
| 마케팅 서비스 수수료 | 72.4% | 54.8% | 48.9% | 49.0% | -10.7% | -32.4% | -0.2% |
| 거래 수수료 | 27.6% | 45.2% | 51.1% | 49.5% | +13.0% | +85.0% | 3.1% |
| 매출총이익 | 26,512 | 53,803 | 54,117 | 43,082 | +0.6% | +104.1% | 25.6% |
| 매출총이익률 | 71.0% | 60.5% | 62.3% | 57.0% | 1.8%p | -8.7%p | 5.3%p |
| Non-GAAP 영업이익 | 8,462 | 24,580 | 28,552 | 15,965 | +16.2% | +237.4% | 78.8% |
| Non-GAAP 영업이익률 | 22.5% | 27.7% | 32.9% | 21.2% | 5.2%p | 10.4%p | 11.7%p |
| Non-GAAP 순이익 | 10,126 | 25,476 | 30,602 | 15,535 | +20.1% | +202.2% | 97.0% |
| Non-GAAP EPS | 6.92 | 17.32 | 20.72 | 10.54 | +19.6% | +199.4% | 96.7% |

자료: Pinduoduo, Bloomberg

영업이익: 핀둬둬(PDD) vs 알리바바(BABA)



미중 갈등 심화에도 가성비 키워드는 여전히 강할 것!

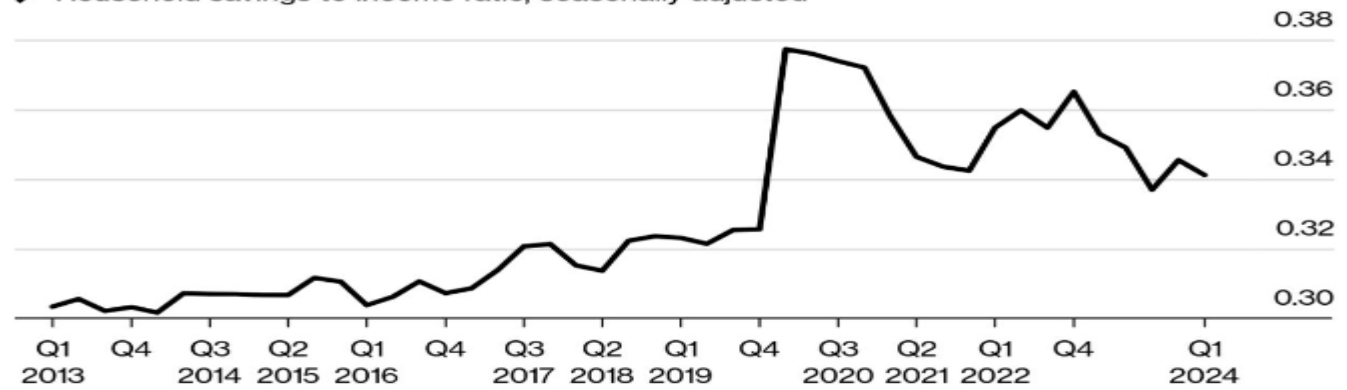
미중 갈등이 지속 고조되어 관세 부과 이슈는 여전히 큰 리스크로 작용 중. 하지만 테무의 미국 매출 비중은 점차 감소하고 있는 추세로 유럽, 남미, 아시아 시장 확산이 빠르게 진행 중. 1Q24 중국 가계 저축률은 0.34로 아직까지 팬데믹 전 수준으로 돌아가지 못하는 모습을 연출 중. 많은 경쟁사 중 '가성비', '저가 상품' 키워드로 확실한 자리매김을 하고 있는 Temu는 지속적인 자국 내 소비 위축에 걸맞는 수요가 증가할 것 전망. Temu의 2025년 무난한 흑자전환에 따른 밸류에이션 상승 모멘텀 또한 보유 중. 선행 PER 11.4배로 2년 평균 18.6배 대비 저평가 되어있고, Peer Group 평균 22배 대비에도 저평가 된 모습. 지난 1년간 98% 이상 급등하며 52주 신고가 랠리를 이어갔던 동사지만 여전히 2021년의 200달러 고지를 넘기진 못한 상황. 밸류에이션은 저평가 구간

으로 부담스럽지 않으나, 실적 불투명성 및 미중 갈등 리스크는 여전히 상존.

Chinese Households Cautious About Spending

Household savings rate yet to normalize to pre-pandemic levels

Household savings to income ratio, seasonally adjusted



Source: Bloomberg calculations based on data from China's National Bureau of Statistics

Bloomberg



| Metric BF P/E | | Peers Benchmarked Against Group Average | | | | | | 3M 6M 1Y 2Y 5Y | | |
|------------------------------------|----------------|---|--------------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------------|-----------------------------|----------------|-------|------|
| Name | Current Metric | Current vs 2Y Average Prem | Current vs 2Y Average Hist Avg | Current vs 2Y Average Diff | Current vs 2Y Average # SD | Current vs 2Y Average 3M Trend | 2Y Historical Premium Range | Low | Range | High |
| Peer Group Average | 22.0x | | | | | | | | | |
| 1) PDD Holdings Inc | 11.4x | -48% | -26% | -22% | -1.6 | | -51% | | | 22% |
| 2) Zalando SE | 23.9x | 9% | 48% | -39% | -1.1 | | -16% | | | 125% |
| 3) Chewy Inc | 30.7x | 40% | 109% * | -69% | -0.9 | | -2% | | | 274% |
| 4) JD.com Inc | 9.4x | -57% | -42% | -15% | -0.6 | | -69% | | | 44% |
| 5) AO World PLC | 20.1x | -9% | -4% * | -4% | -0.2 | | -29% | | | 156% |
| 6) Amazon.com Inc | 31.6x | 44% | 47% | -3% | -0.1 | | -1% | | | 92% |
| 7) 1-800-Flowers.com Inc | 25.7x | 17% | 18% | -2% | 0.0 | | -48% | | | 163% |
| 8) Boozt AB | 24.5x | 11% | 0% | 11% | 0.6 | | -56% | | | 28% |
| 9) Revolve Group Inc | 31.9x | 45% | 15% | 30% | 1.1 | | -27% | | | 92% |
| 10) Next PLC | 14.6x | -34% | -49% | 15% | 1.4 | | -71% | | | -32% |
| 11) ZOZO Inc | 24.8x | 13% | -12% | 25% | 2.4 | | -33% | | | 13% |
| 12) Wayfair Inc | 37.5x | 71% | -- | -- | -- | | 61% | | | 313% |
| 13) Cnova NV | -- | -- | -- | -- | -- | | -- | | | -- |
| 14) About You Holding SE | -- | -- | -- | -- | -- | | -- | | | -- |
| 15) ASOS PLC | 7.6x | -- | 27% * | -- | -- | | -67% | | | 341% |
| 16) boohoo Group PLC | 480.7x | -- | -- | -- | -- | | -47% | | | 239% |
| 17) Stitch Fix Inc | -- | -- | -- | -- | -- | | -- | | | -- |
| 18) Westwing Group SE | -- | -- | -- | -- | -- | | -- | | | -- |
| 19) Home24 SE | -- | -- | -- | -- | -- | | -- | | | -- |
| 20) Vente-Unique.Com SA | 10.2x | -- | -- | -- | -- | | -83% | | | -57% |
| 21) Lulu's Fashion Lounge Holdings | 27.3x | -- | -31% * | -- | -- | | -80% | | | 127% |
| 22) Global Fashion Group SA | -- | -- | -- | -- | -- | | -- | | | -- |
| 23) Farfetch Ltd | -- | -- | -- | -- | -- | | -- | | | -- |
| 24) Jade Group Inc/Japan | -- | -- | -- | -- | -- | | -- | | | -- |
| 25) THG PLC | -- | -- | -- | -- | -- | | -- | | | -- |
| 26) Rakuten Group Inc | -- | -- | -- | -- | -- | | -- | | | -- |