

금리인하 시작 기정사실화, 전략의 변화 필요할까?! NO!

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

유안타증권, 글로벌 자산배분 본부장

2024. 7. 15.

- 미 증시 7월 두번째주 주가는 다우존스와 러셀 2000의 상승이 두드러지고, 반면 나스닥과 나스닥 100의 상승폭은 한정적인 모습을 보임. 이는 물가상승률이 크게 하락하면서, 향후 금리 인하에 대한 기대감이 확대되며, 지난 1.5년간 소외되었던 지수의 상승이 두드러지는 모습. 다우존스 및 러셀 2000 지수도 이제 연초대비 6% 이상 상승하는 모습.
- 생산자 물가 지수 상승률이 예상보다 높게 나왔지만, 여전히 전달대비 0.2% 상승하며, 향후 전반적인 인플레이션은 2~3% 시대로 하향 안정화 될 것 예상. 따라서, 미연준의 금리 인하는 오는 9월부터 시작 예상. 연말까지 미국 10년 국채 금리 4% 수준으로 하락할 것 예상. 과거 미국 증시는 금리 상승기에 조정이 왔지 하락기에는 조정이 오지 않음. 따라서, 지금은 여전히 증시 우호적인 환경으로 판단. 점차적 매수 전략 유효.
- 미국의 임금 상승률 주어로 보면 고용시장의 둔화로 경기침체에 돌입할 가능성이 높아지는 시기는 2026년으로 판단됨. 26년 임금상승률 2% 미만으로 하락 예상되기 때문. 현재 아틸란타 연준의 GDPnow 24년 2분기 전망치는 전분기 대비 2% 성장, 전년대비 2.9% 성장 예상됨. 뉴욕 연준의 GDPnowcast 전분기 대비 24년 2분기 1.8%. 3분기 2.2% 전망됨. 즉, 미국의 경제성장을 여전히 2024년 실질성장률 2.0% 이상 시대로 경기 침체 가능성 미미. 따라서, 올해 미 증시 5,800 수준에서 연말 마무리할 가능성 높다 판단.
- 은행 예금증가율 현재 전년 동기 대비 겨우 1% 성장중이지만, 오는 9월 금리 인하부터 성장을 정상화 예상됨. 은행 대출증가율 2.8%, 여신증가율 2.5% 수준은 아직 낮지만, 향후 5% 이상으로 확대될 가능성 크게 높다 판단. 현재 예대율 71% 수준까지 확대. 향후 2026년 말까지 77% 수준까지 확대된다는 가정이 들어가면, 미국 경제 성장을 충분히 명목 5% 이상 연간 상승 구간 25년, 26년 나타날 것 예상. 따라서, 경기침체 시기 아무리 빨라야 2026년 하반기는 되어야 나타날 것 (가능성 30%). 실제 2028년까지 나타나지 않을 확률도 50%는 된다 판단.
- 현재 미국 증시 약간의 탐욕구간 진입. 하지만, 과열 구간으로 판단되지는 않음. 따라서, 밸류에이션 매력도에 따라 미증시 상승 추세 이어질 것 예상. 2분기 실적 발표 시작. 2분기 이익증가율 1분기 대비 확대 추세. 12개월 미래 PER 21.4 배로 비싸보이지만, 25년 이익증가율 14% 이상과 인플레이션과 금리 하락 구간에 따른 26년 중 PER 25 배로 확대 될 것을 감안, 미 증시 2026년 상반기 내에 33% 이상 확대 가능 (S&P500 기준 7,500 포인트). 과거 컵핸들 차트 상 과거 중간값에 따르면 S&P500 2026년 내에 7,385 포인트 이상 돌파 가능 수치와 비슷함.

- 업종별 매력도 여전히 대형기술주, IT 업종에 초점. 물론 금리 인하에 따른 중소형주와 주택 건설 업종 매력도 확대 될 것 예상. 하지만, 현재 밸류에이션과 이익증가율을 감안한 매력도를 구해보면, 중소형주 매력도는 여전히 아주 낮게 나타남. 반면, 대형기술주 및 IT 업종의 매력도는 AI 산업의 활성화와 함께 놀라운 성장이 예상되는 가운데 아직 철저히 IT 업종 및 성장주 위주의 선택과 집중 전략 유효하다 판단. 만약 미국 10년 국채 금리가 3.5%로 하락한다는 가정을 넣으면 중소형주 비중 20%까지 확대 유효. 하지만, 아직은 연말까지 금리 인하 2차례, 미국 10년 국채 금리 4% 수준까지 하락 예상.

미 증시 7월 2째주 상승 이어졌지만, 지수 별 온도차 큼

미 증시 7월 두번째주 주가는 다우존스와 러셀 2000의 상승이 두드러지고, 반면 나스닥과 나스닥 100의 상승폭은 한정적인 모습을 보임. 이는 물가상승률이 크게 하락하면서, 향후 금리 인하에 대한 기대감이 확대되며, 지난 1.5년간 소외되었던 지수의 상승이 두드러지는 모습. 다우존스 및 러셀 2000 지수도 이제 연초대비 6% 이상 상승하는 모습.

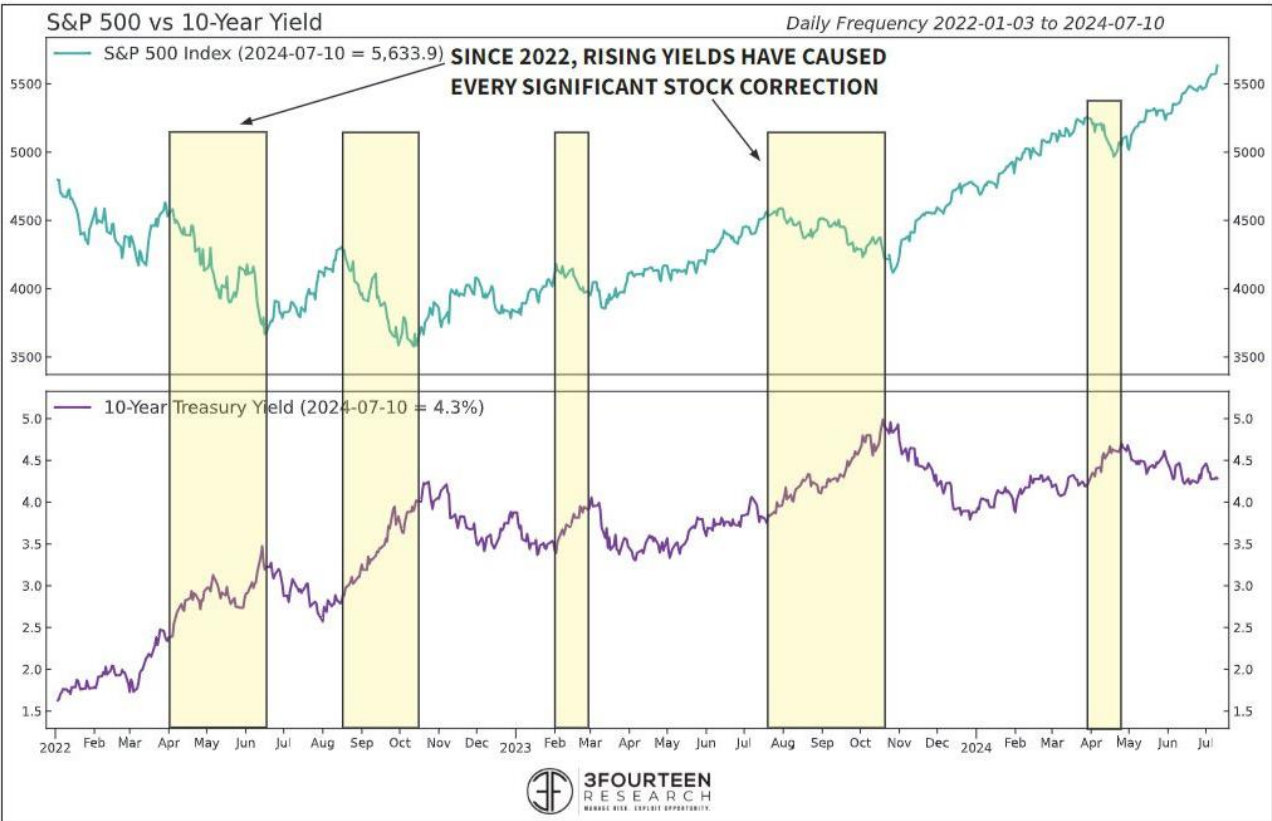
미국 증시 흐름 1주~3년

지수	현재	1 Week	1 Month	YTD	1 Year	3 Years
다우존스	40,000.90	1.59%	3.50%	6.13%	16.30%	14.65%
S&P500	5,615.35	0.87%	3.34%	17.73%	24.51%	28.52%
나스닥	18,396.98	0.24%	4.13%	22.55%	30.12%	25.34%
나스닥 100	20,332.22	-0.29%	3.86%	20.84%	30.57%	36.69%
러셀 2000	2,150.35	6.10%	5.47%	6.08%	10.22%	-3.95%
S&P500 VIX	12.46	-0.16%	4.36%	0.08%	-8.45%	-27.22%

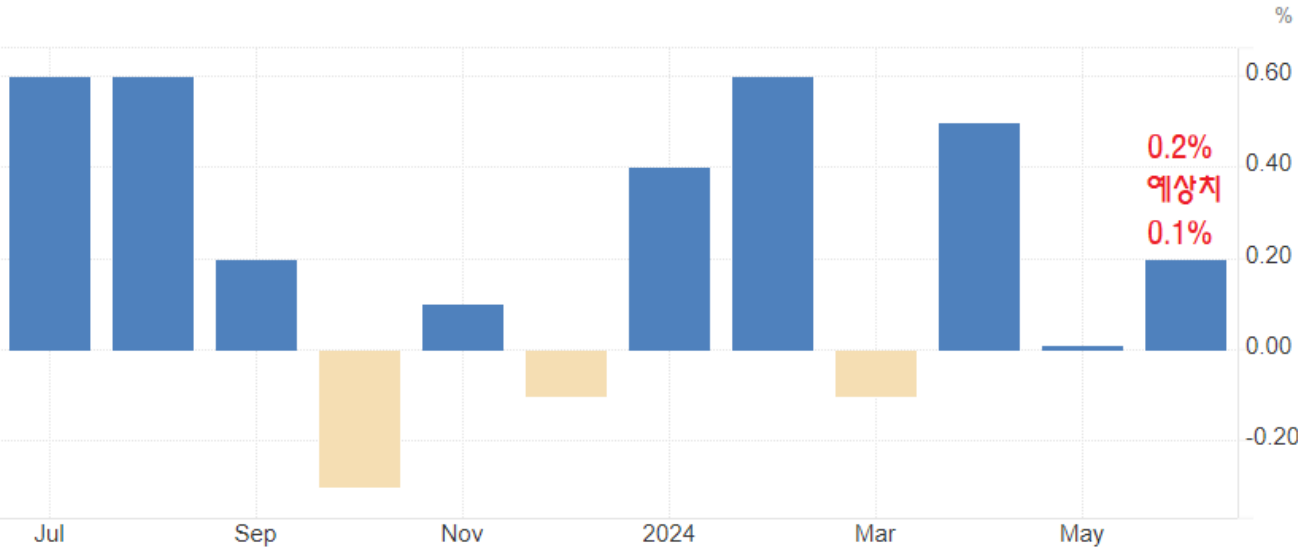
자료: 유안타증권

생산자 물가 지수 상승률이 예상보다 높게 나왔지만, 여전히 전달대비 0.2% 상승하며, 향후 전반적인 인플레이션은 2~3% 시대로 하향 안정화 될 것 예상. 따라서, 미연준의 금리 인하는 오는 9월부터 시작 예상. 연말까지 미국 10년 국채 금리 4% 수준으로 하락할 것 예상. 과거 미국 증시는 금리 상승기에 조정이 왔지 하락기에는 조정이 오지 않음. 따라서, 지금은 여전히 증시 우호적인 환경으로 판단. 점차적 매수 전략 유효.

BONDS: HAVE BEEN THE SOURCE OF EQUITY SELLOFFS SINCE 2021

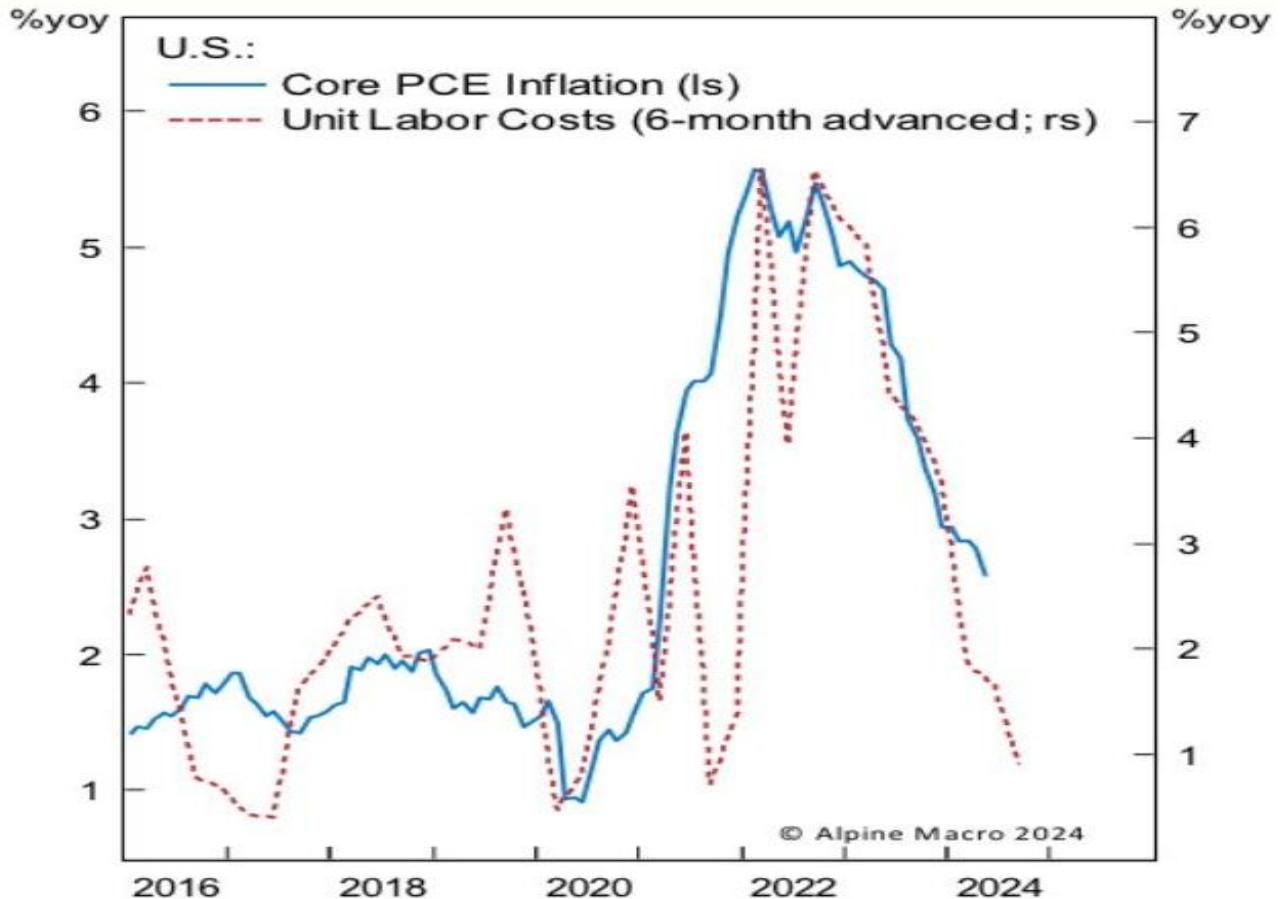


United States Producer Price Inflation MoM



Calendar	GMT	Reference	Actual	Previous	Consensus	TEForecast
2024-06-13	12:30 PM	May	-0.2%	0.5%	0.1%	0.2%
2024-07-12	12:30 PM	Jun	0.2%	0%	0.1%	0.2%
2024-08-13	12:30 PM	Jul		0.2%		

Disinflation Will Quicken



글로벌 자산배분 포트폴리오 구성

주식	80%
채권	15%
대체자산 (금, 비트코인, 이더리움)	5%

자료: 유안타증권 글로벌자산배분본부

미국의 임금 상승률 주어로 보면 고용시장의 둔화로 경기침체에 돌입할 가능성이 높아지는 시기는 2026 년으로 판단됨. 26 년 임금상승률 2% 미만으로 하락 예상되기 때문. 현재 아틸란타 연준의 GDPnow 24 년 2 분기 전망치는 전분기 대비 2% 성장, 전년대비 2.9% 성장 예상됨. 뉴욕 연준의 GDPnowcast 전분기 대비 24 년 2 분기 1.8%. 3 분기 2.2% 전망됨. 즉, 미국의 경제성장을 여전히 2024 년 실질성장을 2.0% 이상 시대로 경기 침체 가능성 미미. 따라서, 올해 미 증시 5,800 수준에서 연말 마무리할 가능성 높다 판단.

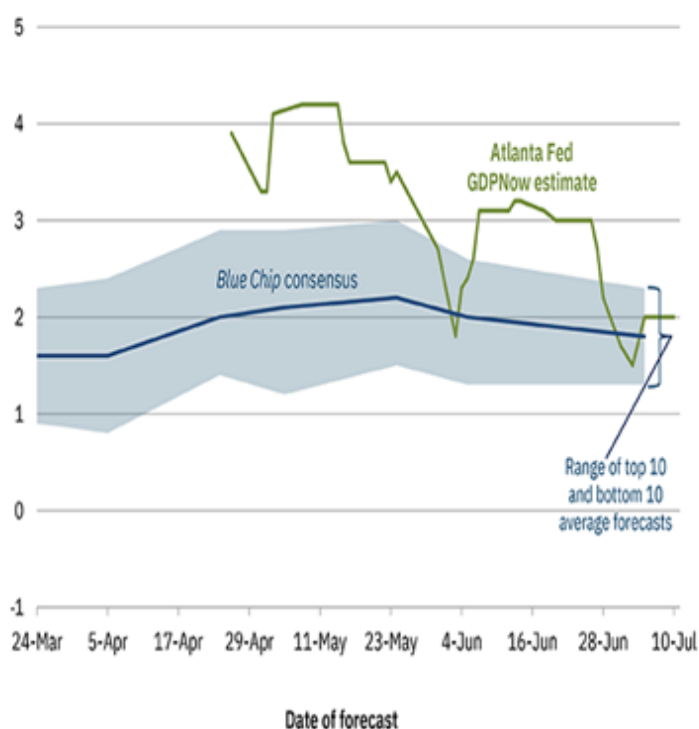
United States Wages and Salaries Growth 미국 전체 임금 상승율 주이 및 전망 (%)

Wage Growth in the United States is expected to be 5.60 percent by the end of this quarter, according to Trading Economics global macro models and analysts expectations. In the long-term, the United States Wages and Salaries Growth is projected to trend around 2.20 percent in 2025 and 1.90 percent in 2026, according to our econometric models.



U.S. Bureau of Economic Analysis

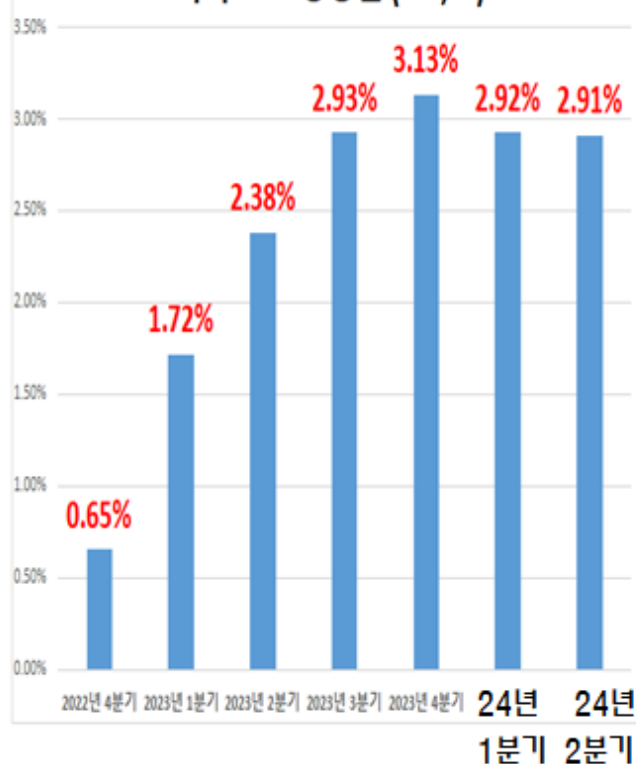
Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2024: Q2 Quarterly percent change (SAAR)



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts

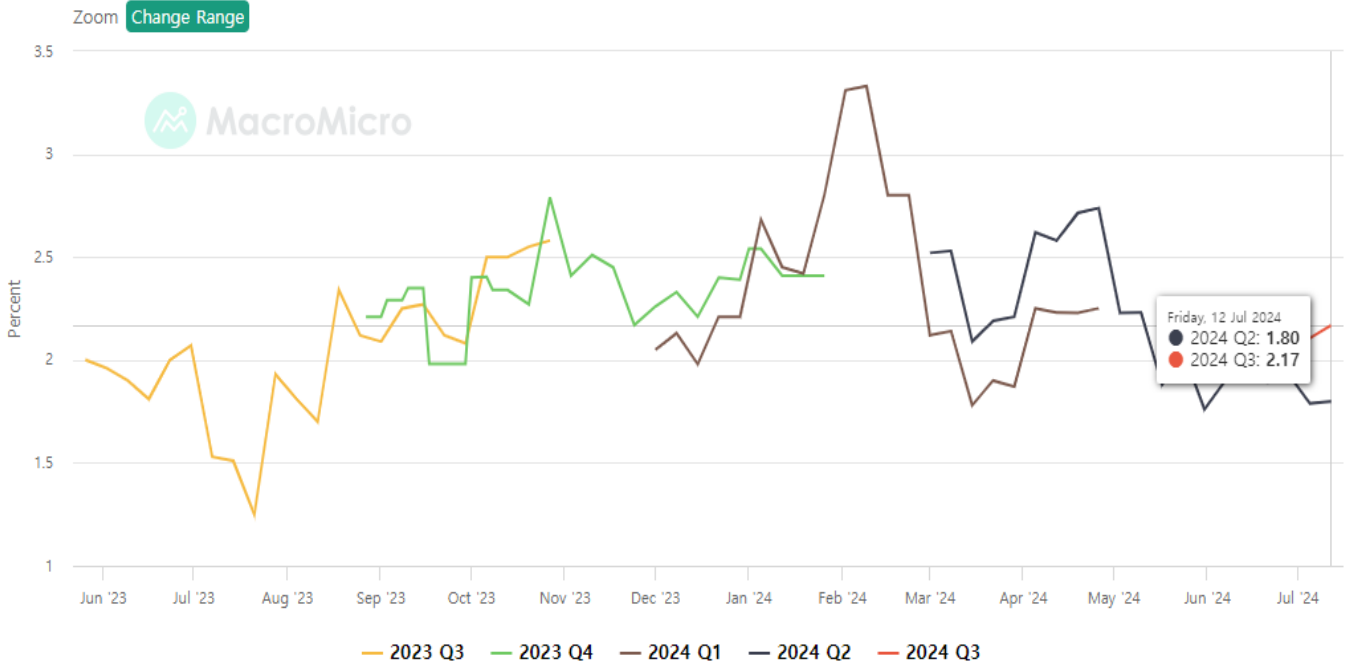
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

미국 GDP 성장률 (YoY, %)

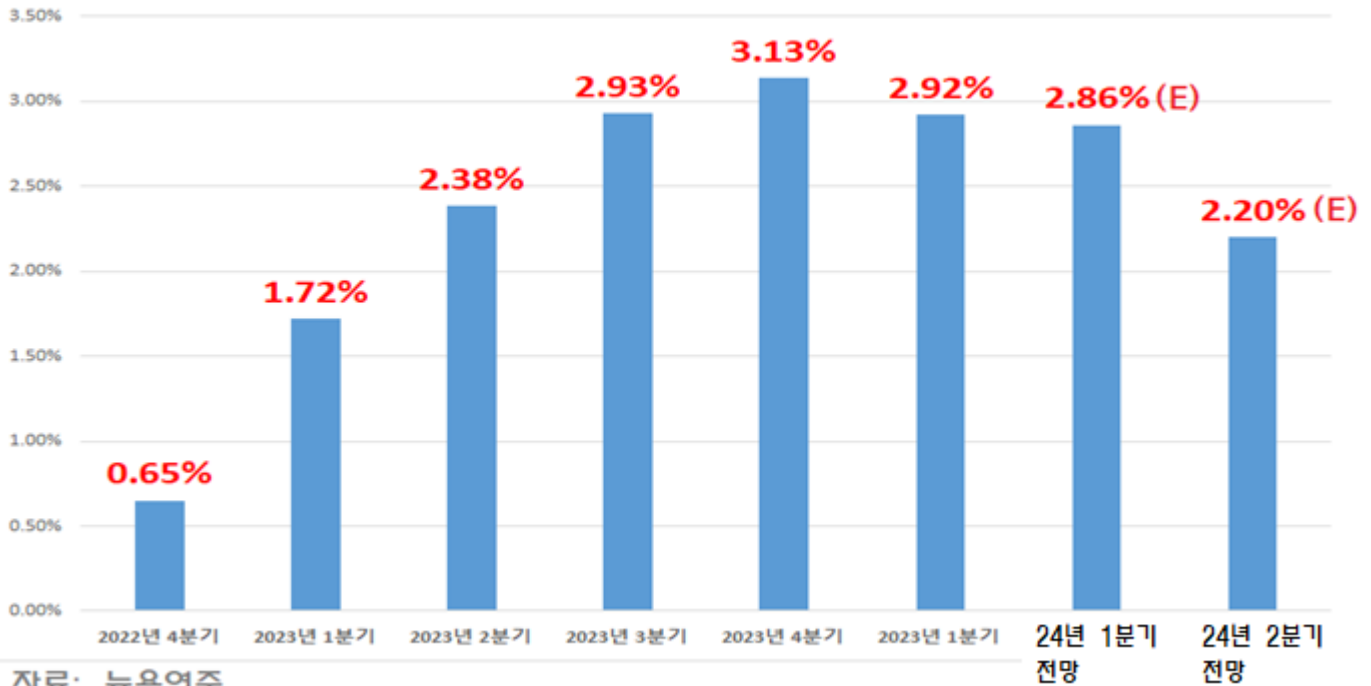


US - New York Fed GDP Nowcast

MacroMicro.me | MacroMicro



미국 GDP 성장률 (YoY, %)



은행 예금증가율 현재 전년 동기 대비 겨우 1% 성장중이지만, 오는 9월 금리 인하부터 성장을 정상화 예상됨. 은행 대출증가율 2.8%, 여신증가율 2.5% 수준은 아직 낮지만, 향후 5% 이상으로 확대될 가능성 크게 높다 판단. 현재 예대율 71% 수준까지 확대. 향후 2026년 말까지 77% 수준까지 확대된다는 가정이 들어가면, 미국 경제 성장을 충분히 명목 5% 이상 연간 상승 구간 25년, 26년 나타날 것 예상. 따라서, 경기침체 시기 아무리 빨라야 2026년 하반기는 되어야 나타날 것 (가능성 30%). 실제 2028년까지 나타나지 않을 확률도 50%는 된다 판단.

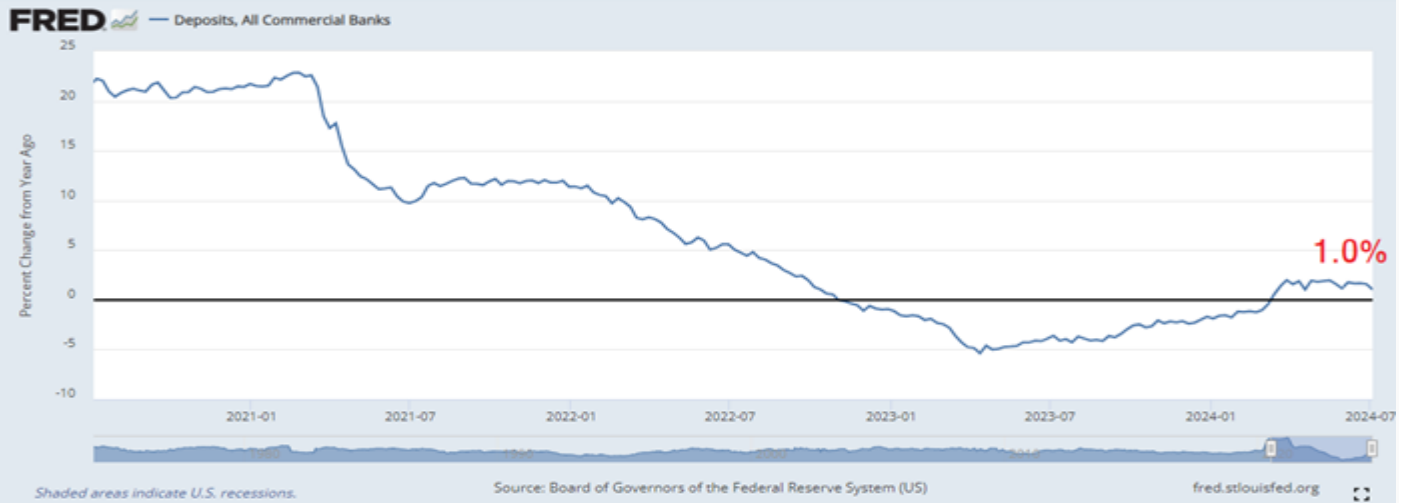
★ Deposits, All Commercial Banks (DPSACBW027SBOG)

Observation:
2024-07-03: 1.0
(+ more)
Updated: Jul 12, 2024 3:37 PM CDT

Units:
Percent Change from Year
Ago,
Seasonally Adjusted

Frequency:
Weekly,
Ending Wednesday

미국 은행 예금 증가율 (% , YoY.)



★ Loans and Leases in Bank Credit, All Commercial Banks (TOTLL)

Observation:
2024-07-03: 2.8
(+ more)
Updated: Jul 12, 2024 3:46 PM CDT

Units:
Percent Change from Year
Ago,
Seasonally Adjusted

Frequency:
Weekly,
Ending Wednesday

은행 대출 증가율 (% , YoY.)



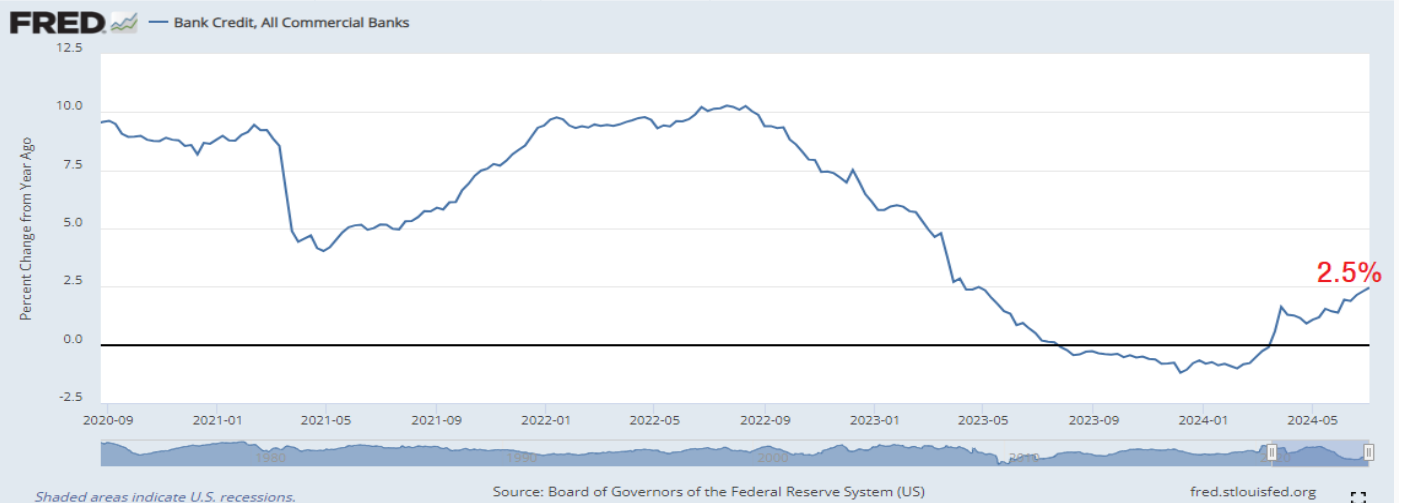
★ Bank Credit, All Commercial Banks (TOTBKCR)

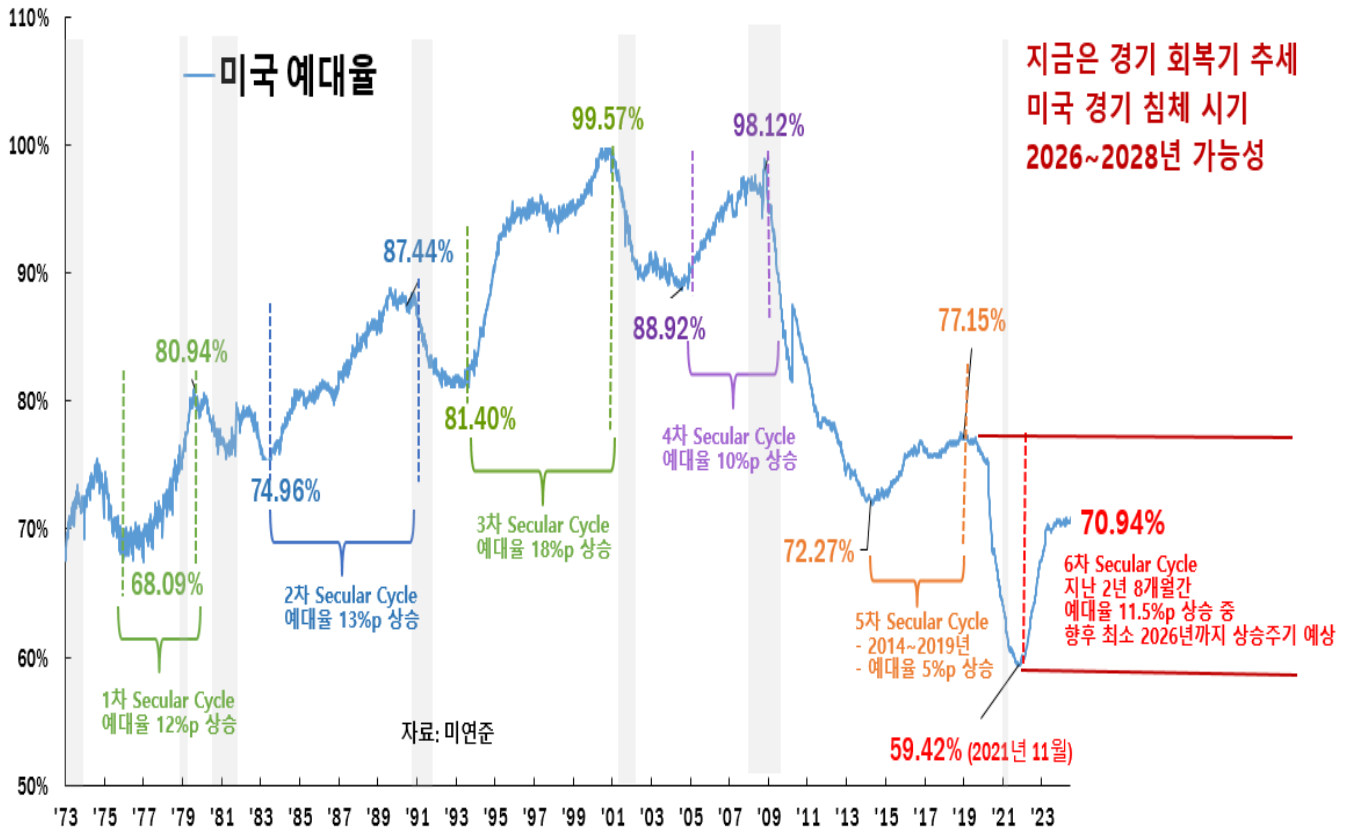
Observation:
2024-07-03: 2.5
(+ more)
Updated: Jul 12, 2024 3:43 PM CDT

Units:
Percent Change from Year
Ago,
Seasonally Adjusted

Frequency:
Weekly,
Ending Wednesday

미국 여신증가율 (% , YoY.)





현재 미국 증시 약간의 탐욕구간 진입. 하지만, 과열 구간으로 판단되지는 않음. 따라서, 밸류에이션 매력도에 따라 미증시 상승 추세 이어질 것 예상. 2분기 실적 발표 시작. 2분기 이익증가율 1분기 대비 확대 추세. 12개월 미래 PER 21.4 배로 비싸보이지만, 25년 이익증가율 14% 이상과 인플레이션과 금리 하락 구간에 따른 26년 중 PER 25 배로 확대 될 것을 감안, 미 증시 2026년 상반기 내에 33% 이상 확대 가능 (S&P500 기준 7,500 포인트). 과거 컵핸들 차트 상 과거 중간값에 따르면 S&P500 2026년 내에 7,385 포인트 이상 돌파 가능 수치와 비슷함.

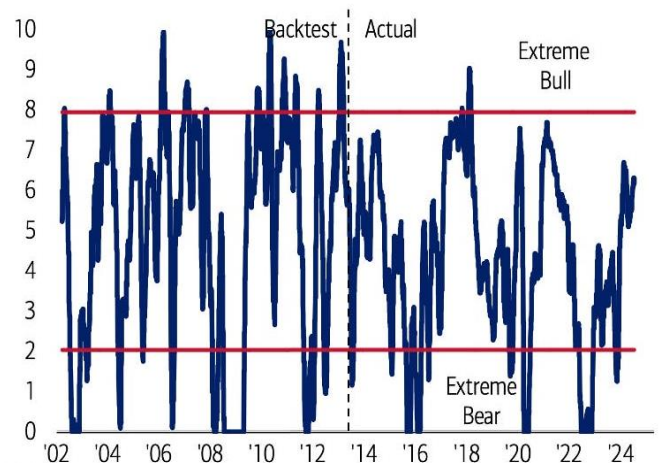
BofA Bull & Bear Indicator

Rises to 6.3 from 6.1



BofA Bull & Bear Indicator at 6.3

BofA Bull & Bear Indicator since 2002

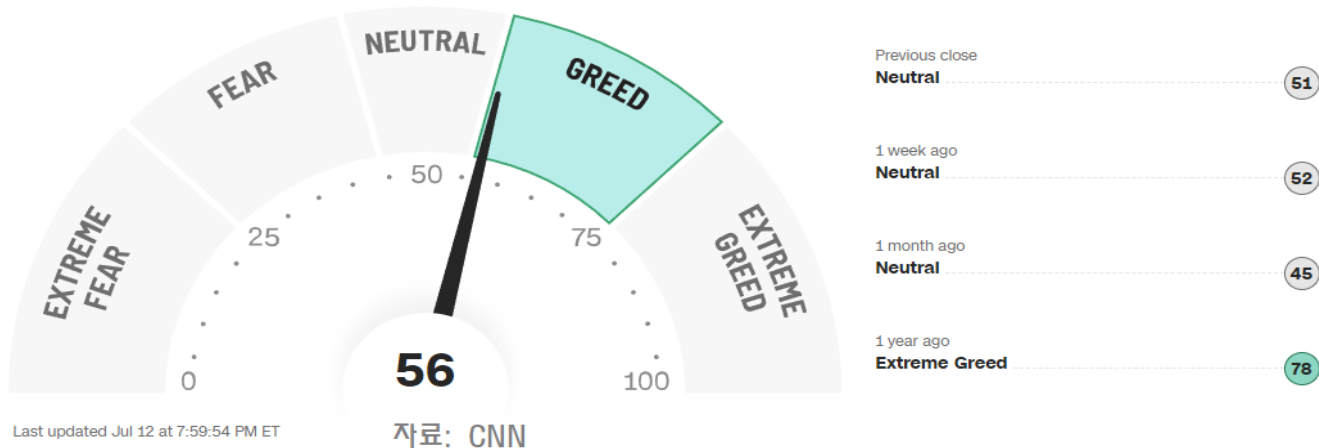


Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR Global, FMS, CFTC, MSCI

BofA GLOBAL RESEARCH

Fear & Greed Index

공포와 탐욕 지수 56



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	25,503,211	17.14%	20,331	23,831	17.2%	32.0%	5.75	5.0%
미국	Nasdaq	30,816,955	20.71%	18,398	20,322	10.5%	27.4%	4.91	4.5%
핀란드	HEX	295,457	0.20%	10,019	10,886	8.6%	12.9%	1.51	5.5%
스페인	IBEX	768,489	0.52%	11,251	12,001	6.7%	11.9%	1.27	5.8%
스위스	SMI	1,557,001	1.05%	12,365	13,069	5.7%	18.0%	3.47	5.5%
유럽	STOXX50	4,936,979	3.32%	5,043	5,320	5.5%	14.7%	1.80	6.5%
포르투갈	PSI	85,381	0.06%	6,812	7,162	5.1%	11.8%	1.32	6.0%
스웨덴	OMX	921,776	0.62%	2,631	2,733	3.9%	14.7%	2.11	5.5%
영국	FTSE	2,789,420	1.87%	8,253	8,533	3.4%	14.4%	1.59	5.5%
네덜란드	AEX	1,525,447	1.02%	945	974	3.1%	16.3%	2.14	6.5%
싱가포르	STI	393,306	0.26%	3,498	3,602	3.0%	9.2%	1.06	5.0%
미국	SP500	48,934,845	32.88%	5,615	5,777	2.9%	24.2%	3.92	4.5%
미국	Dow	15,339,425	10.31%	40,001	41,140	2.8%	26.0%	3.85	5.5%
프랑스	CAC	2,721,258	1.83%	7,724	7,936	2.7%	13.5%	1.66	5.5%
호주	S&P ASX	1,860,815	1.25%	7,959	8,082	1.5%	14.1%	1.95	5.0%
일본	NIKKEI	4,766,904	3.20%	41,191	41,812	1.5%	11.6%	2.03	4.5%
이탈리아	FTSEMIB	780,432	0.52%	34,581	35,062	1.4%	12.9%	1.19	7.0%
독일	DAX	1,822,688	1.22%	18,748	18,878	0.7%	11.8%	1.48	5.0%
미국	Russell2000	3,493,455	2.35%	213	212	-0.5%	16.1%	2.27	5.0%
캐나다	S&P TSX	2,627,035	1.77%	22,674	21,253	-6.3%	12.8%	1.73	4.0%
	Sub-Total	126,437,068	84.95%			4.5%	22.7%	3.65	4.8%

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

Key Metrics

- **Earnings Scorecard:** For Q2 2024 (with 5% of S&P 500 companies reporting actual results), 81% of S&P 500 companies have reported a positive EPS surprise and 56% of S&P 500 companies have reported a positive revenue surprise.
- **Earnings Growth:** For Q2 2024, the blended (year-over-year) earnings growth rate for the S&P 500 is 9.3%. If 9.3% is the actual growth rate for the quarter, it will mark the highest year-over-year earnings growth rate reported by the index since Q1 2022 (9.4%).
- **Earnings Revisions:** On June 30, the estimated (year-over-year) earnings growth rate for the S&P 500 for Q2 2024 was 8.9%. Three sectors are reporting higher earnings today (compared to June 30) due to upward revisions to EPS estimates and positive EPS surprises.
- **Earnings Guidance:** For Q3 2024, 2 S&P 500 companies have issued negative EPS guidance and 5 S&P 500 companies have issued positive EPS guidance.
- **Valuation:** The forward 12-month P/E ratio for the S&P 500 is 21.4. This P/E ratio is above the 5-year average (19.3) and above the 10-year average (17.9).

Net Profit Margin: 12.1%

The blended net profit margin for the S&P 500 for Q2 2024 is 12.1%, which is above the previous quarter's net profit margin of 11.8%, above the year-ago net profit margin of 11.6%, and above the 5-year average of 11.5%.

Revenue Growth: 4.8%

The blended (year-over-year) revenue growth rate for Q2 2024 is 4.8%, which is below the 5-year average revenue growth rate of 6.7% and below the 10-year average revenue growth rate of 5.1%. If 4.8% is the actual revenue growth rate for the quarter, it will mark the 15th consecutive quarter of revenue growth for the index.

미국 S&P500 상대적 매력도 점검

2024년

Risk Premium				
		5.0%	4.5%	4.0%
LT ROE	23.7%	5,416	5,559	5,702
	24.2%	5,630	5,775	5,921
	24.7%	5,849	5,997	6,144
상승여력 적정가		2.8%		
상승 여력 최저		-3.5%		
상승 여력 최고		9.4%		
상승여력 평균		2.9%		
적정가		5,777		

2025년

Risk Premium				
		5.0%	4.5%	4.0%
LT ROE	23.7%	6,352	6,522	6,691
	24.2%	6,611	6,784	6,957
	24.7%	6,878	7,053	7,229
상승여력 적정가		20.8%		
상승 여력 최저		13.1%		
상승 여력 최고		28.7%		
상승여력 평균		20.9%		
적정가		6,786		

2026년

Risk Premium				
		5.0%	4.5%	4.0%
LT ROE	23.7%	7,495	7,697	7,900
	24.2%	7,811	8,017	8,223
	24.7%	8,135	8,345	8,555
상승여력 적정가		42.8%		
상승 여력 최저		33.5%		
상승 여력 최고		52.3%		
상승여력 평균		42.8%		
적정가		8,020		

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

미국 NASDAQ 상대적 매력도 점검

2024년

Risk Premium				
		5.0%	4.5%	4.0%
LT ROE	26.9%	19,087	19,539	19,990
	27.4%	19,855	20,315	20,775
	27.9%	20,644	21,113	21,581
상승여력 적정가				10.4%
상승 여력 최저				3.7%
상승 여력 최고				17.3%
상승여력 평균				10.5%
적정가				20,322

2025년

Risk Premium				
		5.0%	4.5%	4.0%
LT ROE	26.9%	23,565	24,128	24,690
	27.4%	24,541	25,114	25,687
	27.9%	25,545	26,129	26,713
상승여력 적정가				36.5%
상승 여력 최저				28.1%
상승 여력 최고				45.2%
상승여력 평균				36.6%
적정가				25,124

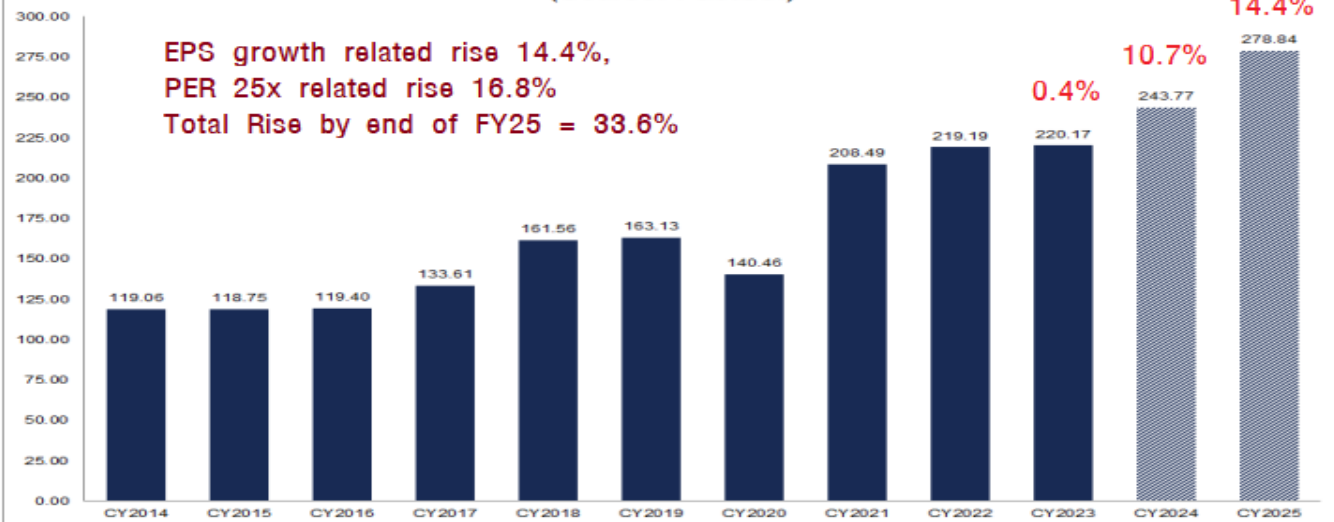
2026년

Risk Premium				
		5.0%	4.5%	4.0%
LT ROE	26.9%	29,176	29,877	30,578
	27.4%	30,414	31,129	31,844
	27.9%	31,690	32,419	33,149
상승여력 적정가				69.2%
상승 여력 최저				58.6%
상승 여력 최고				80.2%
상승여력 평균				69.3%
적정가				31,142

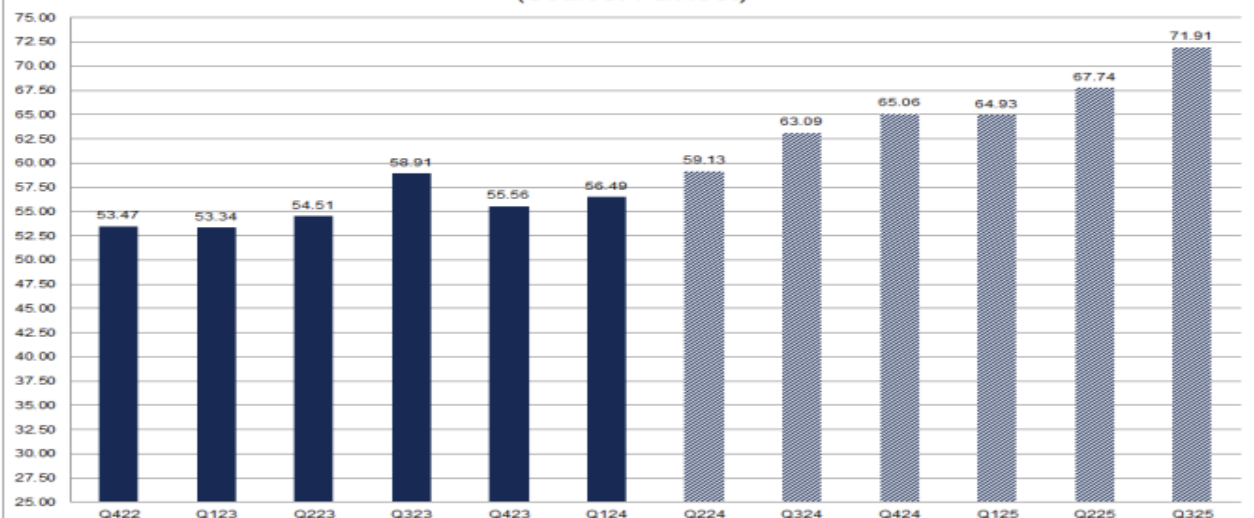
Note: 잔존가치 모델 상 상대적 매력도를 점검. 컨센서스와 잔존가치 모델을 이용해서 상대적 매력도를 측정. 따라서, 컨센서스의 변화에 따라 매력도의 변화는 상당히 높을 수 있음. 페센티지(%)가 높으면 높을수록 상대적 매력도가 높다는 의미. 어떠한 목표가를 제시하는 지표가 전혀 아님. 실적발표와 컨센서스의 변화에 따라 순위변화는 빠르게 일어날 수 있음.

자료: 블룸버그, 유안타증권 글로벌자산배분본부

S&P 500 Calendar Year Bottom-Up EPS Actuals & Estimates
(Source: FactSet)



S&P 500 Quarterly Bottom-Up EPS Actuals & Estimates
(Source: FactSet)



컵헨들 차트 고점 탈환 후 S&P500 상승 구간 및 상승폭

	고점 탈환시기	다음 고점까지 상승 개월	상승 폭	총 대세상승장 상승폭
1	1945년 2월	15.4	44.1%	800%
2	1949년 10월	92.7	365%	525%
3	1958년 7월	40.5	71.8%	114%
4	1963년 4월	33.5	47.1%	101%
5	1967년 3월	20.2	25.5%	58.4%
6	1971년 3월	21.9	26%	88.7%
7	1976년 7월	52.5	64.4%	201%
8	1982년 10월	58.6	217%	303%
9	1989년 5월	14	20.8%	80.6%
10	1991년 2월	114	411%	546%
11	2006년 10월	11.5	15.8%	120%
12	2012년 4월	94.6	181%	528%
13	2022년 1월	16.8	45.8%	120%
Average		45.1	118%	276%
Median		33.5	47.1%	120%

자료: 글로벌 파이낸셜 데이터

2026년 10월까지

$$4,818.62 \times 1.471 = 7,088$$

$$3,491.58 \times 2.200 = 7,682$$

중간값 = 7,385 수준 고점

2027년 12월까지?

$$4,818.62 \times 2.18 = 10,505$$

$$3,491.58 \times 3.76 = 13,128$$

평균값 = 11,817 수준 고점

신중국 상대적 매력도 점검

	지수	시가총액 (백만 달러)	시총 비중 (%)	현재 지수	적정 지수	매력도	예상 ROE	예상 PBR	주식위험도
신중국									
한국	KOSPI	1,639,880	1.10%	2,857	3,324	16.3%	9.3%	0.86	5.5%
베트남	VN	206,442	0.14%	1,281	1,488	16.2%	14.7%	1.43	7.5%
한국	KOSDAQ	299,035	0.20%	850	980	15.3%	13.7%	1.85	6.5%
대만	TWSE	2,339,311	1.57%	23,917	27,430	14.7%	15.6%	2.38	4.5%
중국	SZCOMP	3,736,656	2.51%	1,617	1,800	11.3%	12.4%	1.56	5.5%
인도	SENSEX	1,912,012	1.28%	80,519	88,112	9.4%	19.7%	3.13	4.5%
중국	CSI300	5,574,444	3.75%	3,472	3,787	9.1%	10.2%	1.27	5.0%
멕시코	MEXBOL	396,559	0.27%	54,423	58,364	7.2%	16.9%	1.68	5.0%
중국	SHCOMP	6,294,372	4.23%	2,971	3,168	6.6%	9.8%	1.11	5.7%
중국	HSCEI	2,140,591	1.44%	6,533	6,953	6.4%	10.6%	0.91	7.8%
인도네시아	JCI	776,492	0.52%	7,328	7,514	2.5%	14.3%	1.69	5.0%
남아공	FTSEJSE	915,512	0.62%	74,703	76,285	2.1%	14.8%	1.47	5.0%
아르헨티나	MERVAL	52,021	0.03%	1,715,610	1,740,942	1.5%	20.0%	6.39	5.0%
브라질	IBOV	649,601	0.44%	128,897	129,552	0.5%	18.5%	1.24	5.5%
러시아	MICEX	519,051	0.35%	3,123	3,122	-0.1%	16.6%	0.40	6.5%
러시아	RTSI	516,684	0.35%	1,152	1,090	-5.3%	18.9%	0.40	8.5%
Sub-Total		22,394,217	15.05%			8.5%	12.9%	1.49	5.7%
글로벌	AC World	96,018,480	64.51%	829	872	5.3%	17.8%	2.70	2.2%
전체		148,831,284				5.1%	21.2%	3.33	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

업종별 매력도 여전히 대형기술주, IT 업종에 초점. 물론 금리 인하에 따른 중소형주와 주택 건설 업종 매력도 확대 될 것 예상. 하지만, 현재 밸류에이션과 이익증가율을 감안한 매력도를 구해보면, 중소형주 매력도는 여전히 아주 낮게 나타남. 반면, 대형기술주 및 IT 업종의 매력도는 AI 산업의 활성화와 함께 놀라운 성장이 예상되는 가운데 아직 철저하게 IT 업종 및 성장주 위주의 선택과 집중 전략 유효하다 판단. 만약 미국 10년 국채 금리가 3.5%로 하락한다는 가정을 넣으면 중소형주 비중 20%까지 확대 유효. 하지만, 아직은 연말까지 금리 인하 2 차례, 미국 10년 국채 금리 4% 수준까지 하락 예상.

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	적정가격	매력도	예상 ROE	예상 PBR	주식위험도
1	MVIS US Listed Semiconductor	SMH	274.45	581.86	112.0%	51.2%	6.91	5.0%
2	NYSE FANG+ Total Return Inde	FNGO	79.32	166.80	110.3%	44.7%	7.28	7.0%
3	NYSE FANG+ Total Return Inde	FNGU	499.80	1,050.99	110.3%	44.7%	7.28	7.0%
4	NYSE FANG+ Total Return Inde	FNGS	51.18	107.62	110.3%	44.7%	7.28	7.0%
5	S&P North American Expanded	IGM	96.98	191.47	97.4%	41.2%	5.97	6.0%
6	NYSE FactSet Global Robotics	IRBO	34.56	66.38	92.1%	22.1%	2.19	3.5%
7	Dow Jones US Total Market Se	USD	152.33	289.17	89.8%	54.8%	8.69	5.0%
8	S&P Software & Service Selec	XSW	153.93	283.05	83.9%	28.1%	3.84	5.0%
9	MSCI US IMI Consumer Discret	VCR	326.14	586.43	79.8%	35.4%	4.28	9.0%
10	Solactive FANG Innovation In	BULZ	182.54	324.13	77.6%	33.4%	5.10	5.0%
11	Nasdaq CTA Artificial Intell	ROBT	44.29	78.59	77.4%	23.7%	2.69	3.5%
12	ROBO Global Artificial Intel	THNQ	46.36	82.01	76.9%	34.4%	5.34	3.5%
13	Consumer Discretionary Selec	XLY	191.49	331.99	73.4%	37.7%	5.20	8.0%
14	S&P Data Center, Tower REIT	IDGT	153.93	264.98	72.1%	39.9%	5.43	3.5%
15	S&P North American Expanded	IGV	87.32	150.13	71.9%	36.0%	6.41	5.0%
16	PHLX Semiconductor Sector To	SOXX	259.89	437.80	68.5%	39.1%	5.22	5.0%
17	Dow Jones U.S. Select Home B	ITB	108.58	182.30	67.9%	19.5%	1.90	5.0%
18	Russell 1000 Growth Total Re	IWF	376.83	626.59	66.3%	44.7%	7.89	5.0%
19	Bloomberg Magnificent 7 Tota	MAGS	47.91	79.57	66.1%	44.8%	6.93	5.0%
20	ISE Cloud Computing Index	SKYY	96.20	159.67	66.0%	33.7%	8.15	5.0%
21	S-Networks Global Travel Index	JRNY	24.35	40.29	65.4%	29.0%	2.88	10.0%
22	Indxx Global Cloud Computing	CLOU	19.98	32.75	63.9%	24.3%	3.21	5.0%
23	BlueStar Hotels, Airlines, a	CRUZ	21.94	34.65	57.9%	21.6%	2.15	6.0%
24	FactSet Innovative Technolog	XITK	150.72	235.60	56.3%	22.2%	3.10	3.5%
25	Nasdaq ISE Cyber Security Se	HACK	65.41	102.10	56.1%	34.5%	5.36	5.0%
26	Solactive Global Lithium Ind	LIT	41.42	63.12	52.4%	15.4%	1.40	5.0%
27	Dow Jones US Total Market Te	ROM	74.58	112.47	50.8%	39.5%	7.10	5.0%
28	S&P Semiconductors Select In	XSD	266.09	396.72	49.1%	27.2%	3.96	5.0%
29	S&P MdCap 400 PureGw Total R	RFG	50.40	73.63	46.1%	19.9%	2.35	5.0%
30	Indxx Global Internet of Thi	SNSR	37.89	53.41	41.0%	24.7%	3.22	3.5%

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 점권

	NAME	TICKER	시가총액 (백만달러)	현재 가격	매력도	예상 ROE	Risk Premium
1	NVIDIA CORP	NVDA	3,179,304	129.24	112.3%	60.5%	5.0%
2	BROADCOM INC	AVGO	791,642	1,700.67	87.0%	69.7%	5.0%
3	MICROSOFT CORP	MSFT	3,370,922	453.55	77.0%	49.2%	5.0%
4	ADVANCED MICRO DEVICES	AMD	293,539	181.61	64.4%	25.3%	5.0%
5	TESLA INC	TSLA	791,654	248.23	57.2%	33.0%	5.0%
6	ALPHABET INC-CL A	GOOGL	2,297,441	185.07	42.6%	26.8%	5.0%
7	AMAZON.COM INC	AMZN	2,023,985	194.49	42.0%	29.7%	5.0%
8	NETFLIX INC	NFLX	279,052	647.60	36.9%	32.1%	5.0%
9	META PLATFORMS INC-CLASS A	META	1,265,553	498.87	35.8%	26.6%	5.0%
10	APPLE INC	AAPL	3,535,119	230.54	35.2%	51.3%	5.0%
11	INTEL CORP	INTC	146,820	34.49	32.0%	13.7%	5.0%
12	SALESFORCE.COM INC	CRM	246,097	253.97	25.1%	24.0%	5.0%
Total			18,221,128		61.7%	43.9%	5.0%

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.

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	ZETA GLOBAL HOLDINGS CORP-A	ZETA	17.7	215.2%	53.6%	10.0%	214.5%	242.9%
2	DELL TECHNOLOGIES -C	DELL	139.6	187.4%	29.4%	8.0%	426.7%	500.7%
3	VERTIV HOLDINGS CO-A	VRT	89.7	174.8%	37.6%	8.0%	188.7%	200.0%
4	SUPER MICRO COMPUTER INC	SMCI	910.0	161.5%	50.0%	8.0%	1204.5%	1210.9%
5	APPROVIN CORP-CLASS A	APP	84.9	151.2%	46.9%	5.0%	240.0%	314.7%
6	SK HYNIX INC	SK하이닉스	233,000.0	139.6%	25.8%	11.0%	917.0%	1142.0%
7	FIRST SOLAR INC	FSLR	233.2	137.4%	27.7%	10.0%	360.1%	406.2%
8	HANMI SEMICONDUCTOR CO LTD	한미반도체	160,500.0	132.8%	51.9%	5.0%	239.1%	240.8%
9	CELESTICA INC	CLS	59.4	116.8%	25.7%	7.0%	585.0%	633.2%
10	KIA MOTORS CORP	기아차	121,300.0	115.8%	17.1%	10.0%	876.6%	1016.7%
11	NVIDIA CORP	NVDA	129.24	112.3%	60.5%	5.0%	142.4%	143.9%
12	AMGEN INC	AMGN	330.8	109.3%	68.3%	5.0%	260.6%	297.8%
13	QUALCOMM INC	QCOM	202.4	107.1%	67.1%	5.0%	189.1%	199.0%
14	TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	TSM	187.4	107.1%	42.8%	5.0%	165.9%	222.8%
15	HYUNDAI MOTOR CO	현대차	271,500.0	105.7%	11.4%	7.5%	1038.8%	1268.7%
16	VERTEX PHARMACEUTICALS INC	VRTX	488.7	103.7%	29.6%	5.0%	119.3%	114.9%
17	CROCS INC	CROX	139.2	100.6%	26.7%	8.0%	383.5%	403.5%
18	LAM RESEARCH CORP	LRCX	1,069.8	99.9%	50.4%	5.0%	115.2%	122.1%
19	ARM HOLDINGS PLC-ADR	ARM	181.2	97.9%	52.3%	5.0%	41.0%	42.0%
20	MERCK & CO. INC.	MRK	127.8	94.8%	46.9%	5.0%	251.1%	275.2%
21	MEDTRONIC PLC	MDT	78.0	93.9%	22.2%	5.0%	258.5%	286.7%
22	WORKDAY INC-CLASS A	WDAY	230.0	93.8%	29.1%	3.5%	151.1%	163.6%
23	MICRON TECHNOLOGY INC	MU	133.6	89.0%	22.3%	6.0%	426.6%	566.6%
24	PEPSICO INC	PEP	166.4	89.0%	50.9%	6.0%	204.9%	240.0%
25	PACCAR INC	PCAR	103.1	88.2%	27.0%	3.5%	263.6%	297.1%
26	BROADCOM INC	AVGO	1,700.7	87.0%	69.7%	5.0%	158.6%	162.0%
27	PULTEGROUP INC	PHM	116.3	84.9%	18.3%	5.0%	473.0%	498.1%
28	NVR INC	NVR	8,062.3	83.9%	25.5%	5.0%	280.1%	286.8%
29	HIMS & HERS HEALTH INC	HIMS	21.7	82.5%	38.2%	5.0%	304.8%	349.4%
30	BLOCK INC	SQ	68.7	81.9%	18.4%	5.0%	299.4%	392.8%

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

미국 중소형주 러셀 2000 지수 주종 IWM.US ETF 밸류에이션 및 매력도 점검

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net income	82	80	129	146	127	116.2596	138.2455	160.7526
Book Value	796	853	912	940	1,028	1,112	1,212	1,328
ROE (%)	1.22%	-5.41%	5.90%	5.60%	12.85%	11.31%	13.45%	16.6%
PBR				2.092	2.838	2.6	2.4	2.1
Dividend Yield					1.540	1.20	1.56	2.17
NASDAQ Last Price	213.14	이익증가율	61.55%	13.74%	-13.64%	-8.10%	18.91%	16.28%
Rf rate	4.18%			M14 = 54				
Rf rate	4.000000%		R.Premium Adj.	5.00%		Div.Payout	27.81%	
					PE	21.99	18.91	

		Risk Premium		
		5.5%	5.0%	4.5%
LT ROE	16.1%	203.0	212.0	221.0
	16.6%	214.9	224.0	233.2
	17.1%	227.1	236.5	245.9
상승여력 적정가		5.1%		
상승 여력 최저		-4.7%		
상승 여력 최고		15.3%		
상승여력 평균		5.2%		
적정가		224.2		

아무리 상대적 매력도를 구하려 해도 수익성이 떨어지기 때문에 현 주가 대비 상승 폭은 한정적. 만약 미국 10년 국채 금리가 3.5%로 하락하면, 상대적 매력도는 12.6%로 크게 확대되지만, 그래도 여전히 매력도 높지 않다 판단

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

미국 IT 업종 1~30위 상대적 매력도 점검

	NAME	TICKER	현재 가격	매력도	예상 ROE	Risk Premium	Rule 40 EBIT	Rule 40 EBITDA
1	ZETA GLOBAL HOLDINGS CORP-A	ZETA	17.7	215.2%	53.6%	10.0%	214.5%	242.9%
2	DELL TECHNOLOGIES -C	DELL	139.6	187.4%	29.4%	8.0%	426.7%	500.7%
3	VERTIV HOLDINGS CO-A	VRT	89.7	174.8%	37.6%	8.0%	188.7%	200.0%
5	SUPER MICRO COMPUTER INC	SMCI	910.0	161.5%	50.0%	8.0%	1204.5%	1210.9%
6	APPROVIN CORP-CLASS A	APP	84.9	151.2%	46.9%	5.0%	240.0%	314.7%
7	SK HYNIX INC	SK하이닉스	233,000.0	139.6%	25.8%	11.0%	917.0%	1142.0%
8	HANMI SEMICONDUCTOR CO LTD	한미반도체	160,500.0	132.8%	51.9%	5.0%	239.1%	240.8%
9	CELESTICA INC	CLS	59.4	116.8%	25.7%	7.0%	585.0%	633.2%
10	NVIDIA CORP	NVDA	129.2	112.3%	60.5%	5.0%	142.4%	143.9%
11	QUALCOMM INC	QCOM	202.4	107.1%	67.1%	5.0%	189.1%	199.0%
12	TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	TSM	187.4	107.1%	42.8%	5.0%	165.9%	222.8%
13	LAM RESEARCH CORP	LRCX	1,069.8	99.9%	50.4%	5.0%	115.2%	122.1%
14	ARM HOLDINGS PLC-ADR	ARM	181.2	97.9%	52.3%	5.0%	41.0%	42.0%
15	WORKDAY INC-CLASS A	WDAY	230	93.8%	29.1%	3.5%	151.1%	163.6%
16	MICRON TECHNOLOGY INC	MU	134	89.0%	22.3%	6.0%	426.6%	566.6%
17	BROADCOM INC	AVGO	1,700.7	87.0%	69.7%	5.0%	158.6%	162.0%
18	HIMS & HERS HEALTH INC	HIMS	21.7	82.5%	38.2%	5.0%	304.8%	349.4%
19	F5 INC	FFIV	176.5	81.5%	21.2%	5.0%	244.3%	259.4%
20	ORACLE CORP	ORCL	145	77.3%	75.6%	3.5%	206.9%	240.7%
21	CADENCE DESIGN SYS INC	CDNS	316	77.2%	43.0%	5.0%	79.8%	80.7%
22	OPEN TEXT CORP	OTEX	31.5	69.8%	22.7%	7.0%	669.5%	707.7%
23	PALANTIR TECHNOLOGIES INC-A	PLTR	28.1	68.2%	39.6%	5.0%	63.5%	64.3%
24	AGILYSYS INC	AGYS	106.8	66.1%	32.5%	5.0%	72.9%	95.3%
25	SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	삼성전자	84,400.0	65.9%	14.9%	5.0%	546.1%	758.9%
26	ON SEMICONDUCTOR	ON	76.9	65.0%	21.5%	5.0%	161.4%	210.4%
27	ADVANCED MICRO DEVICES	AMD	181.6	64.4%	25.3%	5.0%	120.3%	125.3%
28	ANSYS INC	ANSS	329.4	63.8%	22.1%	0.0%	112.4%	116.9%
30	APPLIED MATERIALS INC	AMAT	243.4	62.5%	38.0%	5.0%	128.4%	134.3%

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

한국 종목 매력도 점검

	NAME	TICKER	현재 가격	매력도	예상 ROE	Risk Premium	Rule 40 EBIT	Rule 40 EBITDA
1	SK HYNIX INC	SK하이닉스	233,000	139.6%	25.8%	11.0%	917.0%	1142.0%
2	HANMI SEMICONDUCTOR CO LTD	한미반도체	160,500	132.8%	51.9%	5.0%	239.1%	240.8%
3	KIA MOTORS CORP	기아차	121,300	115.8%	17.1%	10.0%	876.6%	1016.7%
4	HYUNDAI MOTOR CO	현대차	271,500	105.7%	11.4%	7.5%	1038.8%	1268.7%
5	JEJU AIR CO LTD	제주항공	10,080	78.3%	20.0%	10.0%	1096.1%	1571.6%
6	HANWHA SOLUTIONS CORP	한화솔루션	27,250	76.6%	7.9%	5.0%	479.1%	911.5%
7	LG ENERGY SOLUTION	LG에너지솔루션	373,000	66.9%	21.9%	5.0%	214.9%	305.4%
8	SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	삼성전자	84,400	65.9%	14.9%	5.0%	546.1%	758.9%
9	KOREAN AIR LINES CO LTD	대한항공	22,100	64.5%	11.3%	7.0%	934.8%	1460.9%
10	HYUNDAI MOBIS CO LTD	현대 모비스	234,500	58.6%	9.0%	7.0%	489.2%	618.4%
11	NAVER CORP	네이버	174,800	56.3%	10.1%	3.5%	268.5%	329.5%
12	WONIK IPS CO LTD	원익IPS	36,100	53.4%	13.0%	5.0%	417.5%	478.6%
13	DAEWOO SHIPBUILDING & MARINE	한화오션	29,900	52.0%	15.1%	5.0%	629.5%	680.0%
14	HOTEL SHILLA CO LTD	호텔신라	53,900	51.0%	20.1%	8.0%	1239.3%	1376.2%
15	OCI CO LTD	OCI	87,300	50.9%	13.7%	12.0%	3002.4%	3204.6%

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: Bloomberg, 자체계산

by 김태하 매니저, 알파 전략 노트 (항공 시장, 점검 비용 & 비-유류비 증가세)

회복 중인 국내선 수요 & 강한 태평양 노선 VS 공급망 비용 & 유류비 등 증가세

갤런 당 유류비 2Q24 \$2.64 & 3Q24 약 \$2.60~2.80 로 소폭 상승 예상. '24 년 내 총 운영 비용 3.50 억 달러 YoY 전망 &

 보잉 정비 및 공급망 관련 비용 상반기 반영되며 '24 년 내 전반적인 비-유류 비용 증가율 약 1~3% YoY

부문	설명
2Q24 실적 및 '24년 가이드스	<ul style="list-style-type: none"> 2Q24 EPS는 2Q19 EPS와 유사한 수준 기록했으며, 유류비 '19년 대비 약 25% 높은 상황 & 비-유류 비용 0.6% YoY 수준에서 강력한 마진을 기록 2Q24 내 갤런 당 유류비 약 \$2.64로 정제 마진을 통한 약 \$0.06 감소 반영. 특히 전년 동기 대비 연료 효율성 약 1.1% 개선. 영업현금흐름은 상반기 49억 달러 & 잉여현금흐름 27억 달러 & 대출 상환 규모는 21억 달러 기록. 이에 현재 레버리지 비율은 약 2.8배 약 40억 달러 부채 상환 예정 & 갤런 당 유류비 3분기 내 약 \$2.60~2.80 수준으로 예상하며, 비-유류 비용은 약 1~2% YoY & 탑승 규모는 약 5~6% 증가할 것으로 예상. '24년 내 총 운영 비용은 약 3.5억 달러 YoY 증가할 것으로 이는 정비 및 공급망 관련 비용 증가에 기반 특히 관련 비용은 상반기에 많은 비중 반영됐으며, 하반기 내 운영 비용은 YoY 증가세 전망. 비-유류 비용은 탑승 규모의 둔화 및 고용 증가로 1~3% YoY 예상 당사 항공기 보유 규모는 약 2% 증가세를 하회할 것으로, 이는 약 40대를 인도받더라도 20대의 항공기가 은퇴하기 때문 여전히 '24년 EPS 수준 약 \$6~7 수준으로 전망하며, 잉여현금흐름 가이드스 30억~40억 달러 예상. 당사 마진율과 지속적인 영업현금흐름 창출에 집중할 것 또한 현재 국내선 예약의 1/3 정도 이미 확보됐으며, 좋은 성장에 대한 기반을 갖춘 상태

표> Delta Air Lines의 '24년 2분기 실적 요약

(백만 달러, 달러)	2Q23	1Q24	2Q24	Consensus	QoQ	YoY
매출액	15,578	13,748	16,658	15,428	21.2%	6.9%
여객	13,205	11,131	13,841	13,916	24.3%	4.8%
미국내선	8,944	7,983	9,398	9,402	17.7%	5.1%
대서양노선	2,803	1,305	2,825	2,825	116.5%	0.8%
태평양노선	532	578	654	672	13.1%	22.9%
중남미노선	926	1,265	964	961	-23.8%	4.1%
화물	172	178	199	167	11.8%	15.7%
기타	2,201	2,439	2,618	2,321	7.3%	18.9%
비 GAAP 영업이익	-475	640	2,002	2,274	212.8%	-521.5%
비 GAAP 순이익	1,723	288	1,528	1,530	430.6%	-11.3%
비 GAAP 조정 EPS	2.68	0.45	2.36	2.37	424.4%	-11.9%
비 GAAP TRASM	21.18	19.17	20.64	-	7.7%	-2.5%
비 GAAP CASM	13.06	14.08	13.14	13.34	-6.7%	0.6%
탑승률(Load F)	88%	83%	87%	88%	6.0%p	-1.0%p

자료: Delta Air Lines, Bloomberg (TRASM: Total Revenue per Available Seat Mile, CASM: Cost per Available Seat Mile)

표> Delta 의 '24 년 3 분기 가이드스

(십억 달러, 달러)	3Q23	3Q24 가이드스	Consensus
매출액	15.5	2~4%	-2.5%
영업이익률	12.8%	11~13%	12.3%
EPS	1.72	1.70~2.00	1.89

자료: Delta, Bloomberg (비고: 가이드스는 전부 비 GAAP 기준)

표> Delta 의 '24 년 가이드스

(십억 달러,달러)	2023	2024 기존 가이드스	신규 가이드스	Consensus
EPS('19 년 \$7.32)	7.17	6.00~7.00	6.00~7.00	6.46
잉여현금흐름	2.0	3.0~4.0	3.0~4.0	3.28
조정 부채/EBITDAR	3x	2x~3x	2x~3x	-

자료: Delta, Bloomberg (비고: 가이드스는 전부 비 GAAP 기준) / EBITDAR(EIBTDA & Rent)

<그림1> 2Q24 기준 노선별 매출, 이익률 및 탑승률 YoY

Revenue	2Q24 (\$M)	Increase (Decrease) 2Q24 vs 2Q23			
		Change	Unit Revenue	Yield	Capacity
Domestic	\$ 9,398	5%	(2)%	(2)%	8%
Atlantic	2,825	1%	(1)%	1%	2%
Latin America	964	4%	(12)%	(12)%	19%
Pacific	654	23%	(5)%	(4)%	30%
Passenger Revenue	\$ 13,841	5%	(3)%	(2)%	8%
Cargo Revenue	199	16%			
Other Revenue	2,618	19%			
Total Revenue	\$ 16,658	7%	(1)%		
Third Party Refinery Sales	(1,251)				
Total Revenue, adjusted	\$ 15,407	5.4%	(2.6)%		

자료: Delta Airlines

<그림2>2Q24 핵심 지표 (탑승률 증가 vs 좌석당 매출 감소 & 비용 증가)

	Three Months Ended		
	June 30,		Change
	2024	2023	
Revenue passenger miles (millions)	65,241	60,804	7 %
Available seat miles (millions)	74,656	68,993	8 %
Passenger mile yield (cents)	21.22	21.72	(2) %
Passenger revenue per available seat mile (cents)	18.54	19.14	(3) %
Total revenue per available seat mile (cents)	22.31	22.58	(1) %
TRASM, adjusted - see Note A (cents)	20.64	21.18	(2.6) %
Cost per available seat mile (cents)	19.28	18.97	2 %
CASM-Ex - see Note A (cents)	13.14	13.06	0.6 %
Passenger load factor	87 %	88 %	(1) pt
Fuel gallons consumed (millions)	1,066	997	7 %
Average price per fuel gallon	\$ 2.64	\$ 2.52	5 %
Average price per fuel gallon, adjusted - see Note A	\$ 2.64	\$ 2.52	5 %

자료: Delta Airlines

<그림3>동사의 3Q24 & '24년 가이드스 지표

Financial Guidance ¹	
FY 2024 Forecast	
Earnings Per Share	\$6 - \$7
Free Cash Flow (\$B)	\$3 - \$4
Adjusted Debt to EBITDAR	2x - 3x
3Q24 Forecast	
Total Revenue YoY	Up 2% - 4%
Operating Margin	11% - 13%
Earnings Per Share	\$1.70 - \$2.00
¹ Non-GAAP measures; Refer to Non-GAAP reconciliations for historical comparison figures	

자료: Delta Airlines

by 김태하 매니저, 알파 전략 노트 (차량용 반도체 시장 회복 더딜 가능성!)

레거시 산업용 반도체 재고 조정 마무리 & 당사 포트폴리오 재고 조정 “L” 곡선?

“L”자의 차량용 반도체 판매 업황 아냐, 레거시 산업용 섹터 회복 중이나 전반적인 차량 & 산업 섹터 하반기 내 정확한 업황 파악 가능할 것. '24 년 SiC 시장 전망 시장 성장 대비 2 배 예상하나, 업황 변동성 존재 가능

부문	설명
1Q24 실적	<ul style="list-style-type: none">▪ 1Q24 매출 9% YoY 로 당사 가이드선 상회 및 GPM 또한 양호. 특히 SiC(실리콘 카바이드) 자체 생산 비중 동 분기 내 50% 웃돌아▪ 베이징 오토 쇼에서 당사 중국 OEM 내 점유율 확장 중. 800 볼트 EV 플랫폼 내 제품 제공 확장 계획 '24 년 하반기 실행 예정▪ SiC 의 총 TAM(유효 시장)은 지속적으로 확장 전망하나 기존 전망치 대비 약화. 성장률의 기여도 대부분 '23 년 EV 에 근거하며, 계절조정(SAR) 대입 시 성장을 변동 없거나 약간의 감소세 발생 가능. '24 년 SiC 매출은 시장을 약 2 배 아웃퍼폼 예상▪ 1Q24 내 업황 감소 축소 목적 & 재고 자산 축소 현상의 경우 차량 및 산업 섹터 내 지속. 여전히 하반기 전망 또한 보수적이며, 시장 내 재고 축소 안정화 전망▪ 현 기회 통해 당사 차량, 산업, 클라우드 및 데이터센터에 투자해 점유율 확대에 집중할 것이며, 특히 다양한 구성의 SiC 제품과 고성능 패키징 기술을 접목 중▪ 차량용 센서 부문 내 ADAS 의 고성능 센서 기술 고객의 경우 8 메가 픽셀의 이미지 센서 수요가 약 30% QoQ 로 증가했으며, 60% YoY 를 기록▪ 여전히 200 나노 SiC 제품 탑재 노력 중이며, 신규 센서 제품의 샘플링 작업과 시장 점유율 확대 위해 노력 중▪ 1Q24 차량 섹터 매출 +3% YoY & -9% QoQ 로 예상치 부합. 여전히 전기차와 차량 안정 프로그램의 성장동력은 존재. 산업 부문 -14% YoY & -4% QoQ 를 기록▪ 특시 산업 부문 내 레거시 섹터의 업황 안정화 초기 증세 목적. 에너지 인프라, 공장 자동화 및 제약 섹터 여전히 성장 동력 제공 중으로, 산업과 자동차 부문의 매출 비중은 여전히 80% 수준▪ PSG 부문 +2% YoY 로 SiC 제품의 차량 및 산업용 판매가 전력(Power) 제품 내 감소세를 상쇄. AMG 부문의 경우 -6% YoY & ISG 부문 -18% YoY 로 자동차 및 산업용 섹터 부진에 기여▪ GPM 은 45.9%로 둔화했으나, 공장 가동률 66% → 65% 수준으로 둔화했음에도 예상치를 상회. 공격적으로 Fab 내 영업 효율성 증진 & 웨이퍼 비용과 변동 및 고정비 일치시키려 노력 중이며, 이전의 경우 같은 공장 가동률 내 GPM 은 30%에 달했음▪ EFK(East Fish Kill) 내 Fab Light(펍 효율화) 전략의 일환으로 가동률 1%p 개선에 따라 마진을 약 15bp~20bp 확장 가능▪ '24 년 내 CapEx / 매출 비중은 약 2 자릿수 초반대로 예상 중, 1Q24 에는 약 12% 수준을 기록▪ 재고자산 회전을 15일 증가한 194일 이 중 86 일은 브릿지 재고(생산 공정 및 전환 지원 위해 일시적으로 생성되는 재고). 전략적인 움직임 제외 시 기본 재고 3,100 만 달러 감소
2Q24 가이드선	<ul style="list-style-type: none">▪ 현 거시 환경 고려해 당사 2 분기 매출 가이드선 -17.4% YoY 수준으로 제시하며, 전반적인 시장 내 수요 둔화 지속세를 전망▪ 영업비용 3.20 억 달러로 주식 보상 0.28 억 달러를 포함. 이자 수입 > 이자 비용 예상하며, 잉여현금흐름의 50%를 주주 환원에 사용 예정▪ 중국 춘절 이후 차량 섹터 내 약간의 회복 혹은 선형 회귀의 가능성 전망했으나, 기대치가 과도. 하반기 접어들면서 시장 내 반응을 통해 정확한 정보 알 수 있을 것으로 전망▪ 한편, 현 시점을 업황의 바닥으로 생각하지 않으며, 여전히 재고 소화와 수요 감소 둔화를 목격 중. 2 분기에도 업황 변동 없을 것으로, 하반기에 수요 안정화를 기대▪ 업황 “L”과 같은 모습으로 악화되고 있는 것이 아니냐 수요가 늘어난 가능성에 대한 여부 판단은 어려운 상황▪ SiC 전망은 시장 경쟁으로 인해 분기별로 제공하지 않으나, '24 년 수치는 YoY 증가할 것이며, 연말에 가까워질수록 '24 년 전망치 제공 예정

▪ 강조하고 싶은 점은 SiC 의 효율성(작은 다이 같은 성능) 상승 중. 신제품 고객에게 인도 중이며, 하반기에 생산확대 진행 예정. 다수의 중국 자동차 OEM 들이 해당되며, 일부는 저렴한 전기차 생산에 중요한 역할 담당 예상

표> On Semiconductors 의 '24 년 1 분기 실적 요약

(백만달러,달러)		1Q23	4Q23	1Q24	Consensus	QoQ	YoY
매출액		1,959.7	2,018.2	1,862.7	1,851.0	-7.7%	-4.9%
파워/스위칭(PSG)		860.8	965.6	874.2		-9.5%	1.6%
ASIC/로직(AMG)		744.7	744.9	697.0		-6.4%	-6.4%
CMO/센서(ISG)		354.2	307.7	291.5	281.0	-5.3%	-17.7%
엔드마켓 별							
자동차		986.0	1,114.3	1,017.2	1,038.9	-8.7%	3.2%
산업용		556.2	497.1	476.1	461.8	-4.2%	-14.4%
기타		417.5	406.8	369.4	350.5	-9.2%	-11.5%
지역별 매출 비중							
미주		19%	19%	23%	19.1%	4.0%p	4.0%p
아시아(ex 일본)		53%	53%	47%		-6.0%p	-6.0%p
유럽		21%	21%	24%		3.0%p	3.0%p
일본		7%	7%	6%		-1.0%p	-1.0%p
매출총이익	비 GAAP	916.8	943.4	855.1	841.6	-9.4%	-6.7%
	비 GAAP 이익률	46.8%	46.7%	45.9%	45.5%	-0.8%p	-0.9%p
영업이익	비 GAAP	630.8	637.0	540.8	529.7	-15.1%	-14.3%
	비 GAAP 이익률	32.2%	31.6%	29.0%	28.6%	-2.6%p	-3.2%p
비-GAAP 순이익		523.7	540.9	464.5	450.6	-14.1%	-11.3%
비 GAAP EPS		1.19	1.25	1.08	1.04	-13.6%	-9.2%

자료: On semiconductor, Bloomberg

표>On Semiconductors 의 '24 년 2 분기 가이드런스

(백만달러, 달러)		2Q23	2Q24	Consensus	YoY
매출액		2,094	1,680~1,780	1,816	-17.4%
매출총이익률		47.4%	44.2%~46.2%	45.2%	-2.2%p
EPS(달러)		1.33	0.86~0.98	0.99	-30.8%
OpEx		305.5	313~328	291	4.9%

자료: ON, Bloomberg (비고: 가이드런스는 전부 비 GAAP 기준, 증가율은 가이드런스 중간 값)

<그림1> 1Q24 기준 27년까지 연간 성장 전략

Non-GAAP Financial Performance						
	2022 Actual	2023 Actual	Q1'24 Actual	Q2'24 Guide	2027 Target	
Revenue (\$ millions)	8,326.2	8,253.0	1,862.7	1,680 to 1,780	10-12% CAGR	• Automotive revenue of \$1.0 billion, up 3% Y/Y
Gross Margin	49.2%	47.1%	45.9%	44.2% to 46.2%	53%	• Q1'24 gross margin above the midpoint of guidance • Strong gross margin despite 65% utilization
Operating Expenses (\$ millions)	1,225.2	1,220.1	314.3	313 to 328	13%	• Investing in portfolio through the downturn
Operating Margin	34.5%	32.3%	29.0%	---	40%	• Structural changes delivering operational efficiencies
CapEx (\$ millions)	1,005.0	1,575.6	222.4	180 to 220	11%	• 2024 CapEx expected to be low teens percentage
LTM Free Cash Flow	19.6%	4.9%	7.2%	---	25-30%	• Committed to capital returns • Returned ~100% of Free Cash Flow via Share Repurchases in last twelve months
Earnings per Share	\$5.33	\$5.16	\$1.08	\$0.86 to \$0.98	---	• EPS at the high end of guidance

Our earnings release and this presentation include certain non-GAAP financial measures. Reconciliations of these non-GAAP financial measures to the most directly comparable measures under GAAP are included in our earnings release, which is posted separately on our website in the "Investor Relations" section. See Appendix for GAAP to Non-GAAP Reconciliation.

Public Information © onsemi 2024

onsemi

자료: ON semiconductor

<그림2> 2Q24 부문별 가이드스 제시 내역

Q2'24 Guidance			
	GAAP	Special Items**	Non GAAP***
Revenue	\$1,680 to \$1,780 million	-	\$1,680 to \$1,780 million
Gross Margin	44.1% to 46.1%	0.1%	44.2% to 46.2%
Operating Expenses	\$327 to \$342 million	\$14 million	\$313 to \$328 million
Other Income and Expense (including interest), net	(\$12 million)	-	(\$12 million)
Diluted Earnings Per Share	\$0.82 to \$0.94	\$0.04	\$0.86 to \$0.98
Diluted Shares Outstanding *	436 million	4 million	432 million

자료: ON semiconductor

by 김동관 매니저

Magnificent 7의 장기 성장성과 단기채 수익률까지 동시에 (MAGS.US)

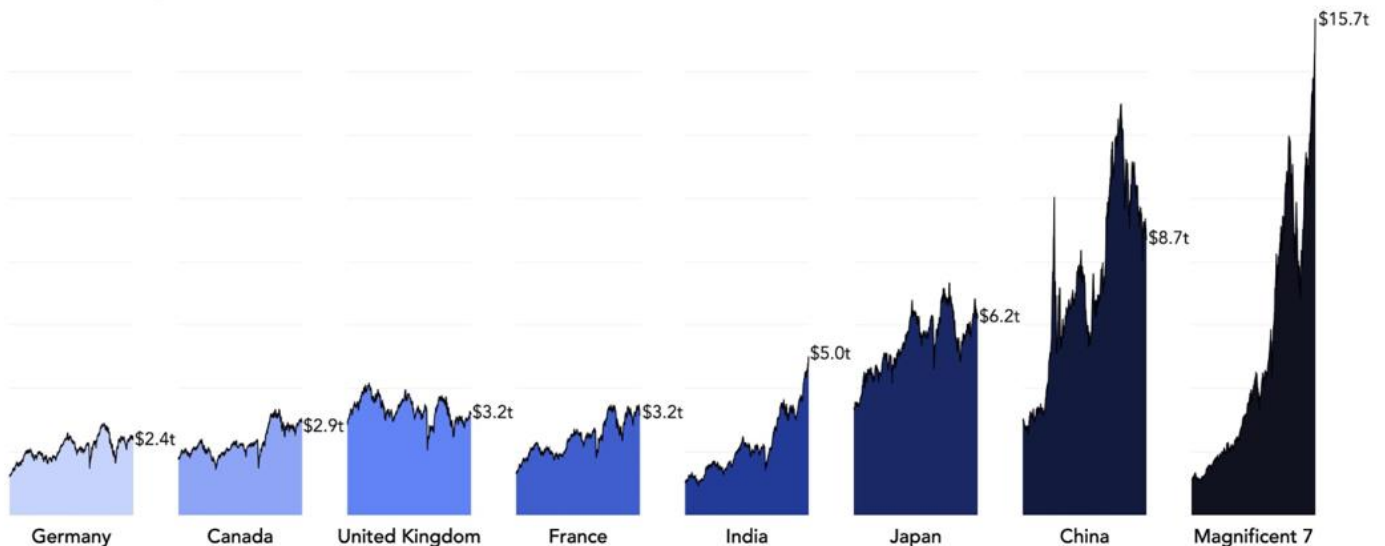
AI 시대 전, 이미 비즈니스 해자(moat)를 가지고 있던 Magnificent 7

2024년 6월 기준, M7 기업 시총은 15.7조 달러로 중국 (8.7조 달러)와 일본 (6.2조 달러)를 합산한 규모보다 큰 규모로 압도적인 시총을 기록 중으로 M7 기업들의 해자가 더욱 견고해지는 모습 연출 중이다. 각 기업들의 글로벌 해자 (1Q24 기준 시장점유율)를 살펴보면, 엔비디아는 글로벌 GPU 시장의 88%, 알파벳은 글로벌 서치엔진 시장의 82% (빙 11%), 아마존은 미국 마켓플레이스 시장과 이커머스 시장을 각각 80%와 40%, 애플의 글로벌 스마트폰 영업이익 기준 80% 이상, 메타는 글로벌 소셜미디어 74% 이상, 마이크로소프트는 데스크탑 OS 시장 70% 이상, 테슬라는 글로벌 전기차 출하량은 20% 점유율과 13억 마일 이상의 주행거리 데이터로 자율주행 데이터 규모 압도적이다. 거기에 AI 랠리에 필요한 기술력과 자본력도 더해져 M7의 해자는 더욱 견고해질 예정이다.

M7 시총 vs 국가별 시총

The Magnificent 7 are worth more than any non-US national market.

Equity market capitalisation, trillions USD, 2012 May - June 2024



Sources: Bloomberg
Chart: Karl Schamotta, Corpay Currency Research

자료: corpay

Corpay[^]

거대한 자본이 필요한 AI 시장.. M7 만의 LLM 및 데이터 센터 점유율 경쟁

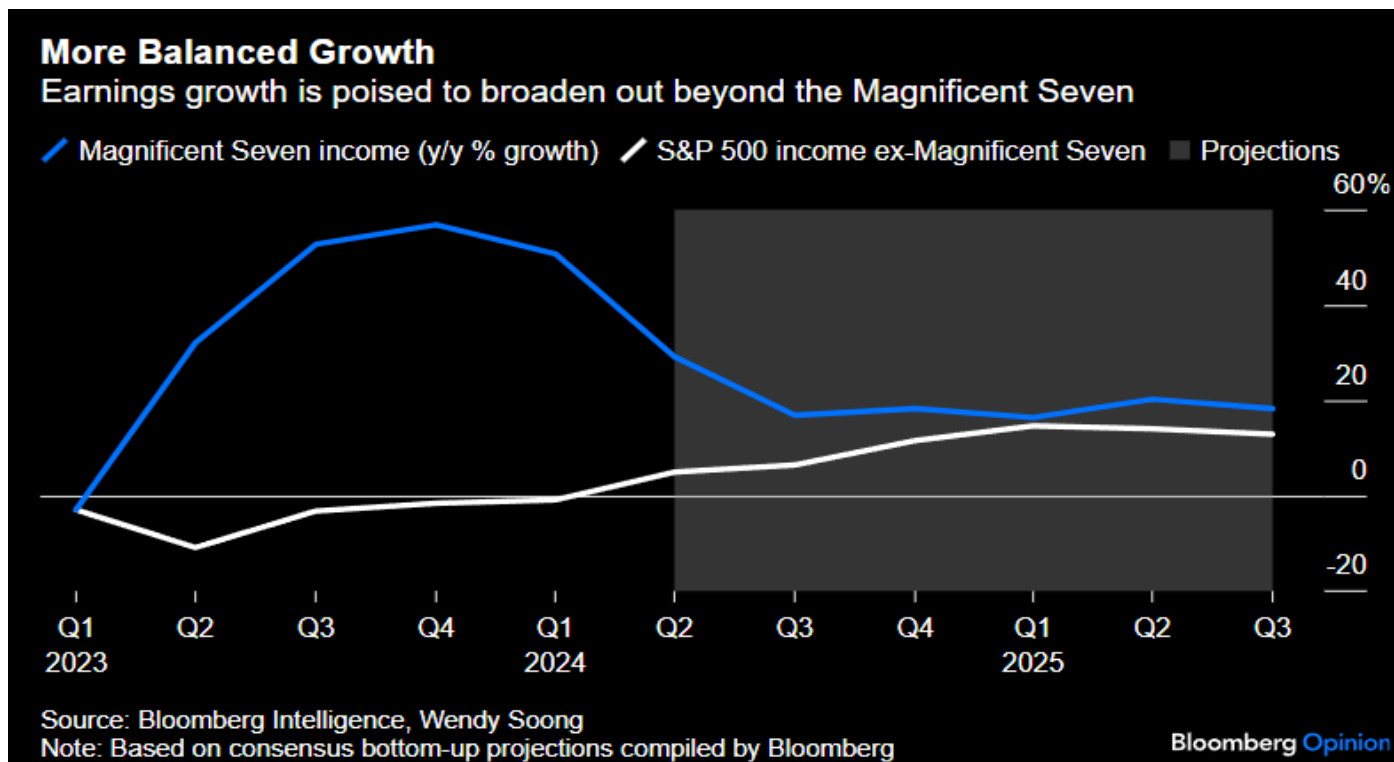
거대언어모델 (LLM, Large Language Model)은 문장 내 단어 사이의 관계를 파악하고 이어 나가는 데 초점을 맞추는 기술로 훈련된 데이터를 기반으로 문맥을 이해하여 적절한 답변을 제공하여 인간과 기계의 자연스러운 대화를 이끌어낸다. LLM은 인간의 언어 데이터(Corpus)를 기반으로 학습하기 위해 인간이 창조한 수많은 자료를 학습에 이용한다. 학습을 위한 방대한 데이터와 전문학적인 인프라 (GPU 서버 구축)비용이 투입되고, 좋은 서비스를 가지고 있더라도 수익화가 힘들기 때문에 시장 경쟁 참여 자체가 어렵다. 마이크로소프트, 아마존, 알파벳, 메타는 지난 분기에 '24년이 다년간의 AI 투자 사이클의 첫 번째 해가 될 것이라고 발표했고, 동 기업들의 전체 자본지출 컨센서스는 180억 달러 증가한 약 2,000억 달러로 YoY 34% 증가했다. 오픈AI의 지분 49%를 보유 중인 마이크로소프트는 ChatGPT, 구글은 PaLM, 메타는 Llama, 엔비디아는 NeMo Megatron, 아마존은 Bedrock, 테슬라는 xAI를 통한 Grok, 애플은 ReALM 등으로 자체 생태계 구축 강화에 필요한 LLM 개발에 총력을 기울이는 중이다.

AI 시장 기술 주도권을 잡기 위해서는 머신러닝과 딥러닝 등을 위한 학습과 추론에 필수적인 GPU 같은 설비들이

많이 필요하기 때문에 이를 관리·지원하는 핵심 시설인 데이터센터의 중요성이 갈수록 부각되는 중이다. TSMC의 '24년 6월 매출액은 2078억 6900만 대만달러로 YoY +32.9%, 1H24 YoY +28%로 컨센 상회 기록하며 AI 시장 성장에 수혜를 입은 모습도 발표되었다. IDC에 따르면, 1Q24 글로벌 데이터 센터의 컴퓨팅 및 스토리지 지출은 544억 달러 (YoY 46%)로 AI 시스템 관련 지출이 40%는 차지했을 것으로 추산 중이다. 데이터센터에서 처리해야 할 세계 연간 데이터 규모는 2021년부터 연평균 20% 증가해 2026년 200.1제타바이트(ZB, 1ZB는 1,024만 테라바이트)에 이를 것으로 전망된다. 글로벌 퍼블릭 클라우드 서비스 시장점유율 (1Q24)은 AWS 32%, Azure 28%, Google Cloud 10%로 70% 차지하는 중. Synergy Research 및 젠슨황 엔비디아 CEO는 향후 4년래 클라우드 시장은 현재 대비 2배 상승할 것 전망 중이다.

M7 이익 추정치 여전히 견고

'24년 7월 11일 (현지시간) 기준, M7 종목은 44.68% 급등했고, M7을 제외한 기업들은 9.14% 상승하며 괴리가 크게 벌어진 모습이다. M7의 선행 PER은 35배로 S&P500 잔여 기업의 19배 대비 고평가를 받고 있지만, M7의 2Q24 이익추정치는 YoY 29% 증가할 것으로 지난 5개 분기 대비해선 낮지만 여전히 견조한 모습으로 M7 제외 S&P500 기업 대비 높은 이익을 나타낼 것으로 전망되고 있으며, 첫 금리인하 시기가 다가오고 있는 만큼 불합리한 밸류에이션은 아니며, 2Q24 실적 발표에서 AI 관련 매출 비중과 가이드스가 중요한 역할을 할 것으로 전망된다.



Roundhill Magnificent Seven ETF 소개

현재 M7에만 포커스를 맞춰 투자할 수 있는 ETF는 Roundhill 자산운용사에서 런칭한 MAGS (Roundhill Magnificent Seven ETF)가 있다. Magnificent 7 종목 (마이크로소프트, 애플, 엔비디아, 알파벳, 아마존, 메타, 테슬라)으로 이루어진 ETF로 기존 티커명 BITG로 2023년 4월 11일 운용을 시작했다가 MAGS로 티커명을 변경하여 '23년 11월 9일부터 운용되고 있으며 운용보수는 0.29%다. MAGS는 조정 지수를 추적하지 않는 액티브 펀드로 분기별로 7개 종목을 동일 가중으로 리밸런싱하여 관리한다. 2024년 2월 29일에 2배 레버리지 상품인 MAGX와 1배 인버스 상품 MAGQ 추가 운용을 시작했다. 빅테크 종목 ETF로 유명한 FNGS ETF에 포함된 Netflix, Broadcom, Snowflake가 제외되어 더욱 집중 투자가 가능하다.

Roundhill M7 ETF 비교

ETF	Magnificent Seven ETF	Daily 2X Long Magnificent Seven ETF	Daily Inverse Magnificent Seven ETF
티커	MAGS	MAGX	MAGQ
운용보수	0.29%	0.99%	0.95%
AUM (\$MM)	632M	13M	0.6M
상장일	04/11/2023	2/29/2024	2/29/2024

자료: roundhillinvestments, 유안타증권 글로벌자산배분본부

Magnificent 7 투자와 배당을 동시에

MAGS ETF는 선도 계약, 스왑 계약을 포함한 단기국채(T-Bill)를 통해 M7 종목을 투자한다. 동 ETF 투자설명서에 따르면, 파생상품과 단기국채를 포함한 조건으로 유동성 관리, 리스크 관리, 비용 효율성, 투자 제한성 회피성을 극대화시킨다. 규제대상투자회사(Regulated Investment Company: RIC)의 요건을 충족시키기 위해 TRS(총수익스왑)을 사용한다. 스왑을 사용하고 남은 여유 자본 51.2%는 T-bill(단기채)로 보유 중이다. 현재 T-bill은 약 5.25%의 일드를 제공해야 하지만 배당금은 매년 연말에 지급되는 MAGS 특성상 아직 펀드의 배당 내역에 반영되어 있진 않았으며, MAGS 웹페이지에 기재된 30-day SEC Yield (채권의 표준수익률)은 2.43%로 연말에 배당수익률이 지급될 예정이다.

MAGS ETF 보유종목 (7/11 기준)

Ticker	Name	Identifier	Weight
02079K305 TRS 061625	ALPHABET INC-CL A SWAP	02079K305 TRS 061625	8.28%
023135106 TRS 061625	AMAZON.COM INC SWAP	023135106 TRS 061625	8.27%
037833100 TRS 061625	APPLE INC SWAP	037833100 TRS 061625	8.79%
30303M102 TRS 061625	META PLATFORMS INC-CLASS A SWAP	30303M102 TRS 061625	8.31%
594918104 TRS 061625	MICROSOFT CORP SWAP	594918104 TRS 061625	8.10%
67066G104 TRS 061625	NVIDIA CORP SWAP	67066G104 TRS 061625	8.07%
88160R101 TRS 061625	TESLA INC SWAP	88160R101 TRS 061625	10.56%
912797JU2	United States Treasury Bill 08/01/2024	912797JU2	51.20%
AAPL	Apple Inc	37833100	5.76%
AMZN	Amazon.com Inc	23135106	5.42%
GOOGL	Alphabet Inc	02079K305	5.43%
META	Meta Platforms Inc	30303M102	5.44%
MSFT	Microsoft Corp	594918104	5.31%
NVDA	NVIDIA Corp	67066G104	5.29%
TSLA	Tesla Inc	88160R101	6.92%
Cash&Other		Cash&Other	-51.15%

자료: roundhillinvestments