여의도 하스팟

업사이드 리스크가 더 큰 구간

Analyst 하장권 research.ha@hmsec.com

무지막지한 Capex가 이익으로 얼마나 전가될지 의문을 품는 시장

최근 AI 부채 급증 우려가 지속되는 가운데, 강한 수요에 발맞춰 밀어넣는 Capex가 얼마나 이익으로 가시화될지 의문을 품는 시장. 이런 우려가 과거 버블 붕괴 악몽을 떠올리게 하나, 현재 증시는 과거 대비 높은 신뢰도를 바탕으로 한 이익 기반 담백한 랠리

실제 S&P 500 주가 상승을 이익(EPS)과 멀티플(PER) 기여도로 나누어 봤을 때, 멀티플의 주가 상승 기여도는 과거 대비 절반 수준에 불과하며, 심지어 최근 1년 기준으로는 멀티플 상승 기여도는 전무한 상황. 반면, 이익 기여도는 비슷한 속도로 전개되고 있긴 하지만 이 마저도 성격이 상이함. 지수의 동기간 컨센서스 추정치와 실제 이익을 비교했을 때 컨센서스 대비 이익의 실현율은 더 높은 상황이며, 지수 이익 리비전은 내년 상반기 이익 실현율이 더 높아질 것을 시사. 즉, 이익 기준으로 시장 우려가 지나친 상황으로 판단

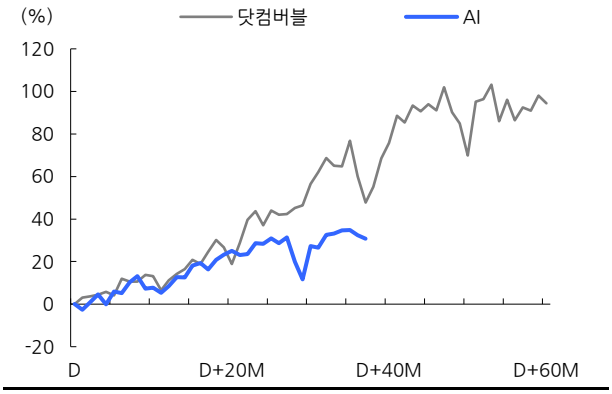
지수의 업사이드 리스크가 더 큰 구간

탑다운 단으로는 최장 기간 셧다운으로 고용/물가 지표 부재로 통화정책 경로에 대한 불확실성이 우려로 자리잡고 있는 구간. 이에, 이번 11월 CPI 지표에 대해 해석의 여지는 남아있으나 지난 자료(11/19 [여의도 하스팟] 미국 증시, 악재가 아닌 불확실성의 영역)를 통해 언급한 바와 같이 11월 고용/물가 지표 발표로 이런 불확실성이 차츰 완화될 것으로 예상

이번 12월 FOMC 연준의 단기 국채 매입, 이른바 RMP(Reserve Management Purchases)의 시행으로 연준의 유동성 고갈 우려도 해소된 구간. 최근 Risk-On에 민감한 자산군 가격과 유동성과의 괴리가 확대된 배경에서 9월 FOMC 전후 과도했던 인하 경로 낙관은 대부분 되돌려졌으며, 채권시장 변동성, 그리고 10년물 국채 금리와 BM과의 민감도 역시 안정된 상황. 지수의 업사이드 리스크가 더 큰 상황이라 판단

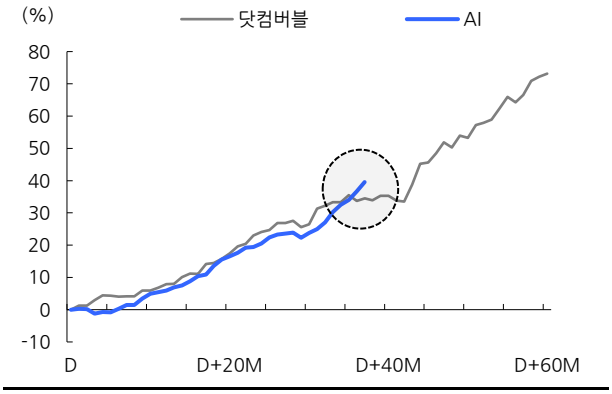
비용 우려와 구글 TPU의 등장으로 구글 밸류체인과 OpenAI 밸류체인 성과 디커플링도 최근 증시의 큰 특징 중 하나. 다만, OpenAI 밸류체인으로 분류되는 엔비디아, 마이크로소프트의 경우 현 시점에서 밸류에이션 상승 탄력이 확대된 구간으로 판단. 특히, 최근 1달 동안 엔비디아 12MF EPS 추정치는 15% 급등하며 동기간 대형주 AI 유니버스 순이익 컨센서스 상승분의 70%를 기여. 그에 반해 12MF P/E는 25배로 밴드 바닥 수준에 불과

〈그림1〉 과거 랠리 대비 PER 기여도는 절반 수준이나



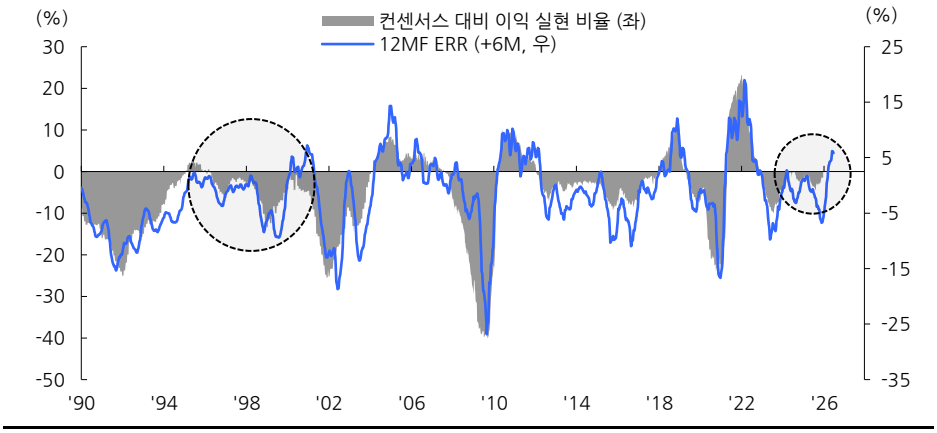
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림2〉 이익 기여도는 비슷한 수준으로 전개되는 중



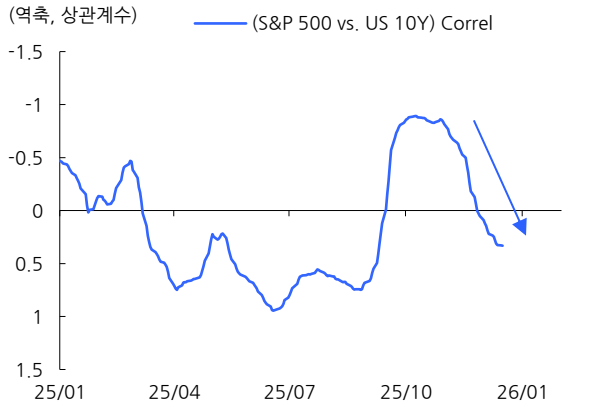
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림3〉 다만, 이익 실현율은 과거 대비 높은 수준이며, ERR은 내년 상반기 추가 상승 시사



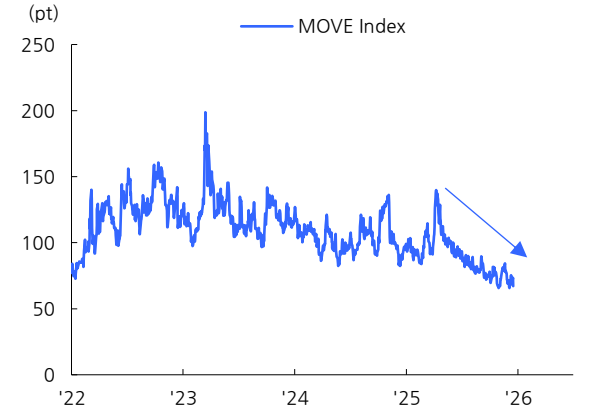
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림4〉 지수의 금리 민감도는 다시 낮아진 수준



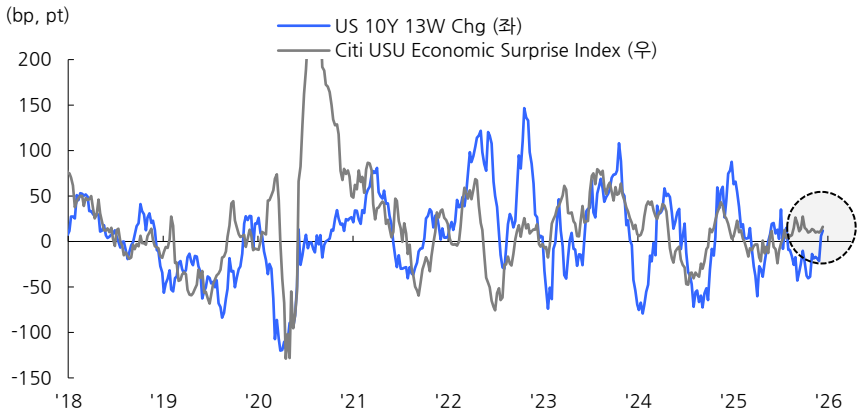
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림5〉 채권 시장 변동성도 안정화



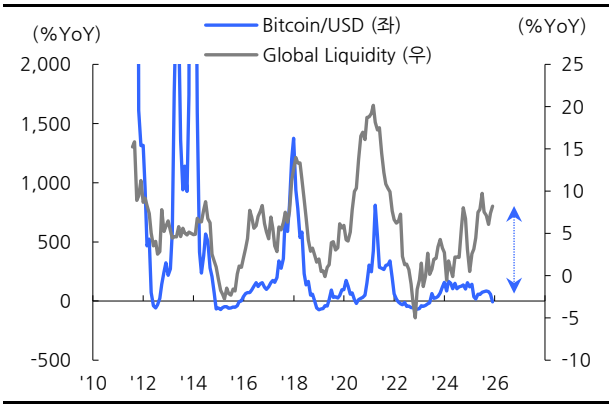
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림6〉 9월 FOMC 전후로 형성된 과도한 인하 경로 낙관 되돌림



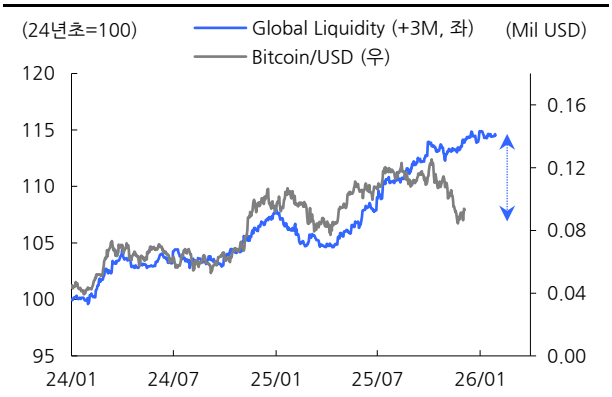
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림7〉 유동성과 민감한 암호화폐,



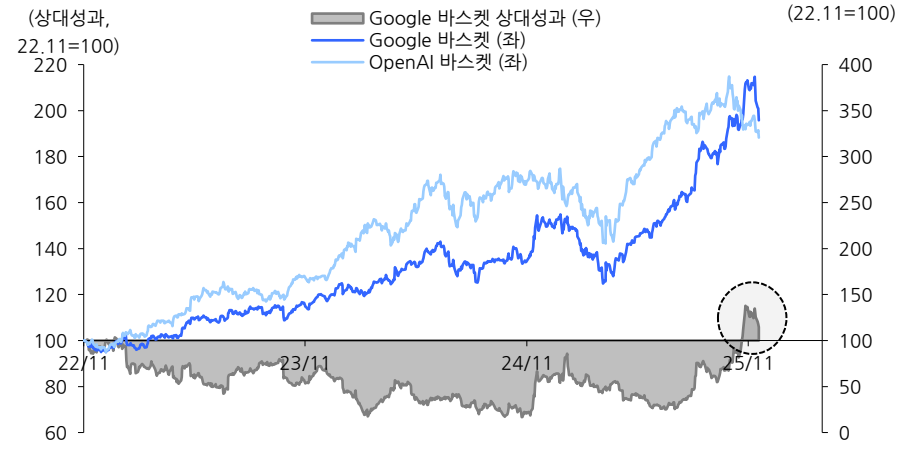
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림8〉 유동성과 가격 괴리 극심한 상황



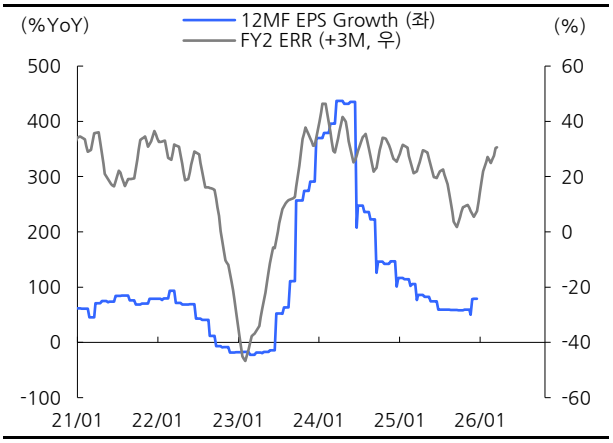
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림9〉 ChatGPT 등장 이후 처음으로 Google 밸류체인의 성과 역전



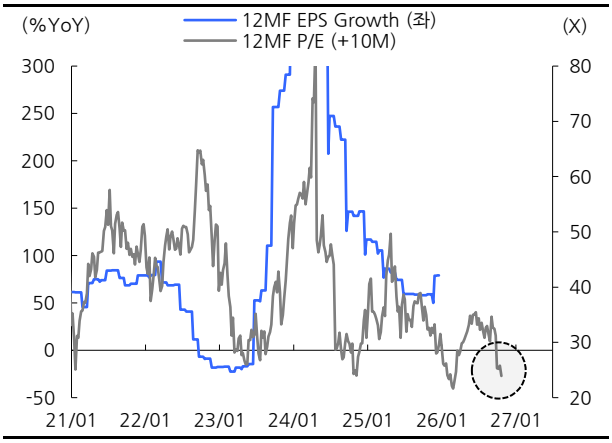
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림10〉 엔비디아 EPS Growth vs. FY2 ERR



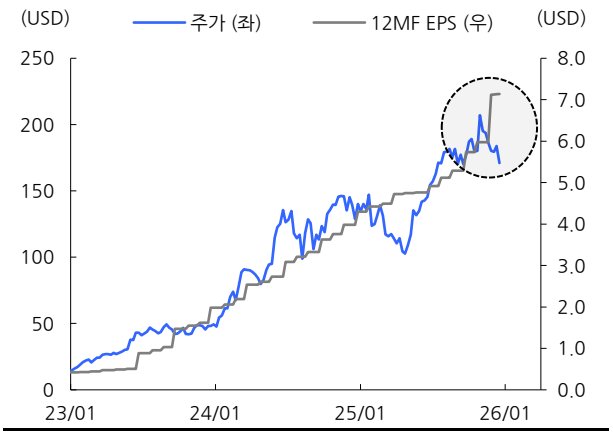
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림11〉 엔비디아 12MF P/E는 바닥 수준까지 근접



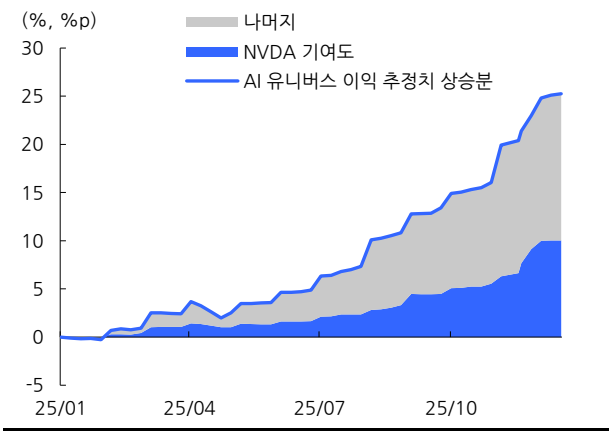
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림12〉 엔비디아, 최근 이익-주가 디커플링 지속



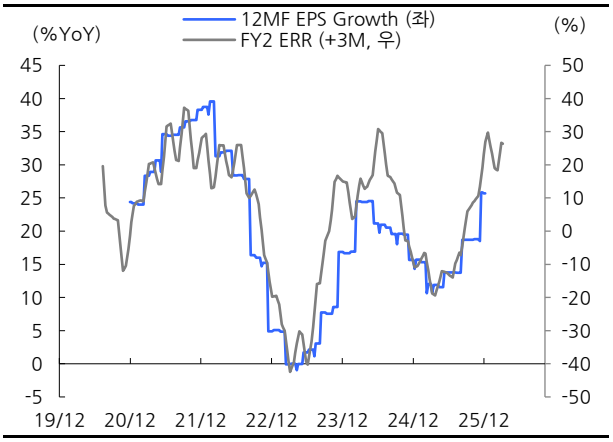
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림13〉 대형주 AI 유니버스 이익 상승 분해



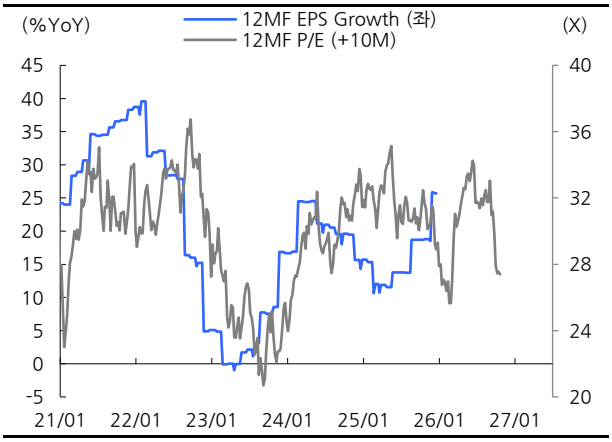
자료: LSEG, 현대차증권

〈그림14〉 마이크로소프트 EPS Growth vs. ERR



자료: LSEG, 현대차증권

〈그림15〉 마이크로소프트 EPS Growth vs. P/E



자료: LSEG, 현대차증권

▶Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 하장권의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.