

Market strategy

조용현 · 3771-7527 · yhcho@hanaw.com

밸류에이션과 수급 사이의 고민

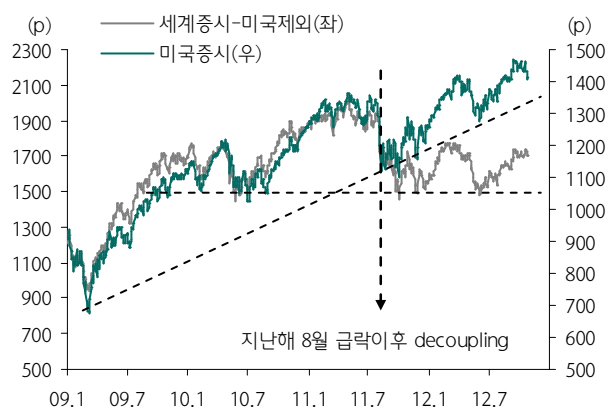
- 미국증시의 outperform을 견인했던 양대 축은 애플과 주택경기 회복 모멘텀. 애플의 모멘텀은 약화되었으나 주택경기에 대한 기대감은 여전히 유효. 금주 미국의 고용지표에서 주택건설 부문의 일자리수가 증가세로 반전할 가능성을 기대
- 12MF EPS 대비 18MF EPS의 성장률 수준을 감안할 때 밸류에이션의 추가적인 조정압력은 크지 않은 것으로 평가. 다만, 프로그램 매수잔고가 해소되지 않은 가운데 베이스스 변화를 가늠할 수 있는 중단기 이평선의 데드크로스 전환이 부담요인

미국증시의 애플 부진, 날개 잃은 천사가 될 것인가?

지난 주 미국증시(S&P500)의 조정은 세 가지의 기술적 의미를 남겼다. 첫째는 이전 고점이었던 1420p지지에 실패했다는 것이고, 둘째는 주간 MACD가 데드크로스로 전환했다는 것이고, 셋째는 세계증시(ex US) 대비 underperform했다는 것이다. 당분간 조정 흐름이 이어질 개연성이 높은 것으로 해석되는 것들이다.

지난 8월 이후 세계증시대비 outperform했던 미국증시가 이제는 날개 잃은 천사가 될 것인가? 이러한 질문을 던지는 이유는 그 동안 미국증시의 outperform을 견인했던 두 개의 축(애플과 건설업)에서 애플의 주가약세가 뚜렷하게 나타나고 있기 때문이다(애플에 대한 당사의 view는 peak out, 10월15일자 'IT보급률→수익성→주가의 상관관계, Cycle 종료!(전성훈)' 자료 참조) 시가총액 1위 애플의 주가 부진은 분명 미국증시에 적지 않은 영향을 미칠 것이다.

그림 1. 미국증시와 세계증시 추이



자료: Thomson Reuters, 하나대투증권

그림 2. 애플과 건설업종이 미국증시 outperform을 견인



자료: Thomson Reuters, 하나대투증권

GM과 애플의 차이

‘미국에 좋은 것은 GM에도 좋다. 그 반대도 마찬가지다’. 1953년 GM의 CEO였던 찰리 어윈 윌슨 회장이 국방장관에 임명되기 전 인사청문회에서 한 말이다. 미국의 최대 기업이자 세계 최대의 자동차 회사였던 GM의 경제적 영향력(특히 자동차는 고용유발 계수가 여타 제조업 보다 높음)을 여실히 보여주는 말이 아니었나 싶다. GM은 미국 경제 ‘황금시대(50~60년대)’의 주축이었음은 말할 나위도 없다.

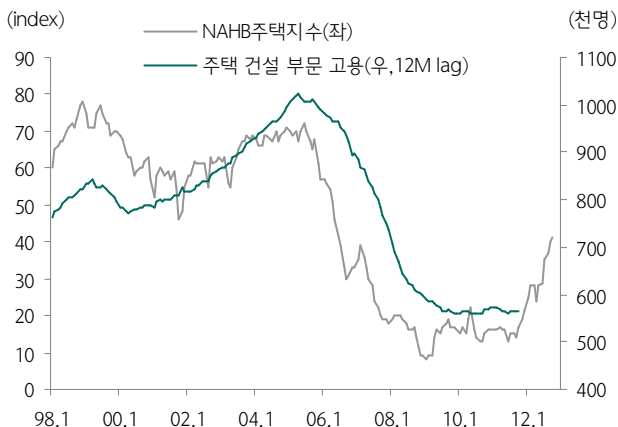
현재 시가총액 기준으로 미국 최대의 기업인 ‘애플’은 어떨까? 혁신의 대명사로 자리매김하고 관련업계에 커다란 영향을 미쳤음에도 불구하고 IT산업의 특성상(고용유발계수 낮음) 미국경제 전반에 미치는 영향력이 (GM대비)낮을 수 밖에 없고 더구나 생산은 전량 아웃소싱이기 때문에 애플에 좋은 것이 곧 미국에도 좋은 것인가에 대한 답이 명쾌하지가 않았다. 오히려 전통적으로 유의적인 관계를 보여왔던 기업실적(현재 사상최고)과 고용(특히 제조업의 부진 지속)의 관계를 이완시키는 주범이었다고 보는 것이 옳다.

미국 주택경기의 회복 그리고 견조한 관련주의 흐름

애플의 주가는 아이폰 출시 이후 지속적인 강세를 보여왔기 때문에 지난해 8월 이후 나타나고 있는 미국증시의 outperform을 애플이 전적으로 설명한다는 것은 한계가 있다. 오히려 지난해 8월 이전까지 바닥에서 박스권에 갇혀 있었던 미국 주택건설업종의 강세가 미국증시의 디커플링을 보다 구체적으로 설명해 주는 요인이 아닌가 싶다.

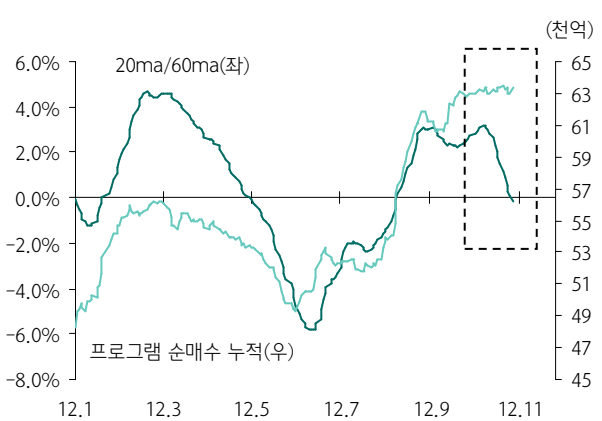
최근 미국 주택경기에 대한 눈높이가 다소 높아져 서프라이즈한 탄력은 아니지만 추세적인 회복이 가능한 국면이라고 판단하며, 이에 따라 지난 주 미국증시의 조정분위기에 도 불구하고 건설업 주가는 계속 연중 최고치를 시도하는 과정이 전개되었다고 본다.

그림 3. 미국 NAHB주택지수와 건설부문 고용 추이



자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 4. KOSPI 200 20일-60일 이격과 프로그램 순매수 추이



자료: KOSCOM, 하나대투증권

금주에 펀더멘탈 측면에서 가장 주목을 끄는 것은 미국의 고용지표인데, 그 중에서도 특히 건설부문의 일자리수 증가수가 중요할 것으로 본다. 건설경기의 선행지수는 NAHB 주택시장지수이고 <그림3>에서 알 수 있듯이 건설부문의 고용에 대해서는 약 12개월 선행하는 것으로 나타나 시기적으로는 충족하고 있기 때문이다.

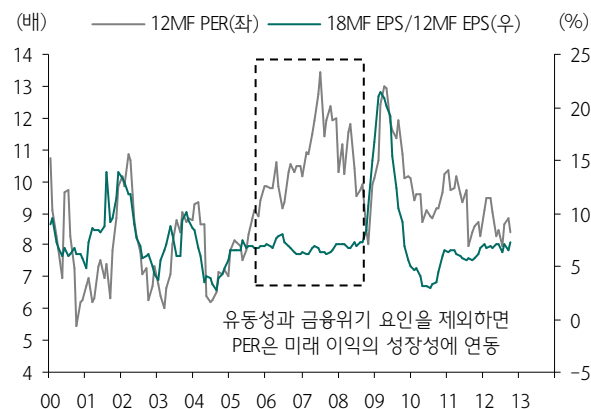
고용지표가 다른 경제지표에 비해 상대적으로 부진한 것은 대표적인 후행지표이기도 하지만, 업종별로 볼 때 글로벌 금융위기 이후 제조업과 건설부문의 일자리 회복이 거의 없었던 것도 중요한 원인 중에 하나다. 이러한 상황에서 건설부문의 일자리수가 증가한다는 것은 전체의 고용전망에도 긍정적인 신호로 작용할 것이다.

밸류에이션과 수급 사이의 고민

주가조정으로 밸류에이션 매력이 다시 증가하고 있다. 글로벌 금융위기 이후 지지력이 확인되고 있는 예상 PER 8배 수준에 근접하고 있기 때문이다. 저성장 국면에서 향후 이익성장에 대한 의문도 남아 있으나 <그림5>에서 보듯이 12개월 예상 EPS 대비 18개월 예상 EPS의 증가율이 5%이상(10월 현재 7.3%)을 유지하는 상황에서는 8배를 추세적으로 이탈할 가능성은 낮아 보인다. 아울러 12개월 예상 EPS의 전월비가 플러스를 유지하고 있다는 점도 예상 PER의 조정압력을 제한하는 요소다(<그림6>).

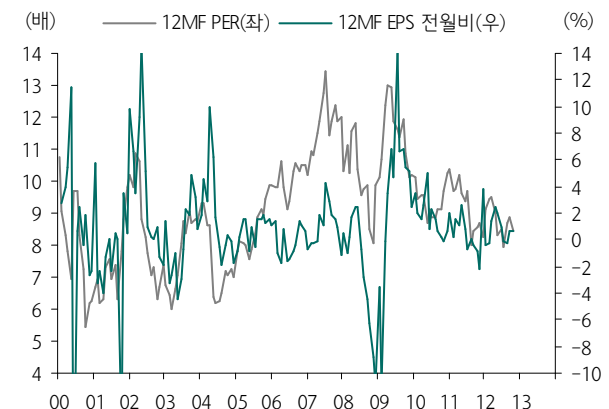
다만, 이러한 가격매력에도 불구하고 수급측면의 불안요인이 아직 해소되지 않고 있다는 점이 상방을 제약하고 있다. 외국인 매도가 지속되는 가운데 좀 더 중기적인 관점에서는 프로그램 매수잔고가 아직 해소되지 않고 있다. 과거 경험적으로 볼 때 중기 테드크로스(20일선선의 60일선 하향이탈) 국면에 시장베이스스가 빠르게 축소되는 모습이었는데, KOSPI 200은 전일 중기 테드크로스가 출현했다는 점은 향후 프로그램 매물이 출회될 개연성이 높아지는 요인이 아닐 수 없다.

그림 5. 한국 예상 PER와 18MF EPS/12MF EPS 추이



자료: Thomson Reuters, 하나대투증권

그림 6. 한국 예상 PER와 12MF EPS 전월비 추이



자료: Thomson Reuters, 하나대투증권