# 투자포커스

## 지금은 Multiple Expansion 시대

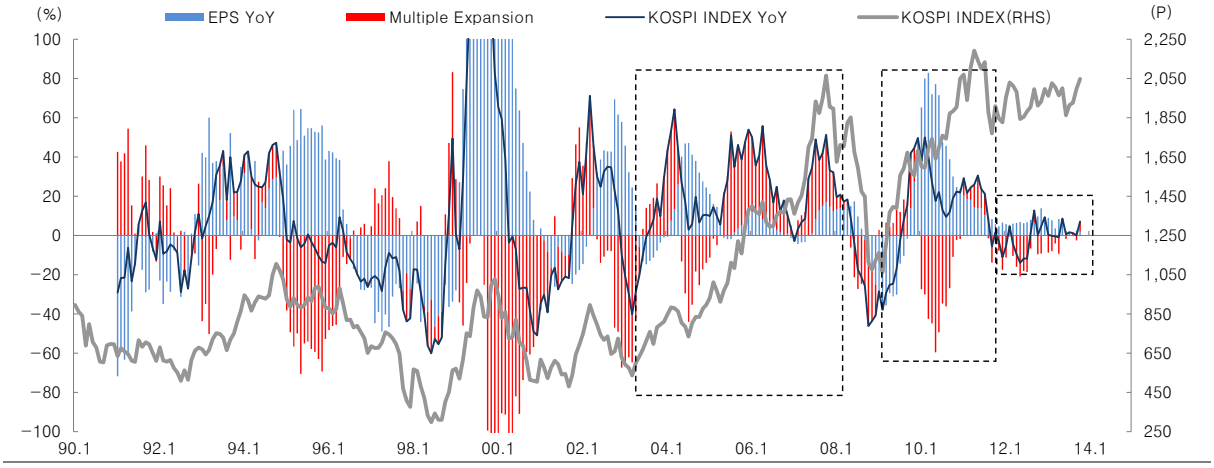
Quant Analyst 이대상 769-3545 daesanglee@daishin.com

### KOSPI도 Multiple Expansion을 경험할 수 있을 것으로

2011년 유럽발 재정 위기 이후 미국, 유럽, 일본은 엄청난 규모의 유동성을 시장에 쏟아부었다. 이렇게 막대한 유동성 공급의 목적은 경기를 부양하기 위해 돈을 풀어 부동산, 주식 등의 자산 가격을 상승시켜 부의 효과(Wealth Effect)가 나타나고 이것이 가계 소비 증가로 이어지는 선순환구조를 발생시키기 위함이었다. 실제로 풀려나간 돈은 실물로 가지 않고 자산 시장으로 유입되었다. 그 결과 주식의 Multiple Expansion 이 강하게 발생하고 있다. 지금은 이른바 Multiple Expansion 시기라고 봐도 될 정도이다.

특징적인 것은 2012년 이후 일본을 제외한 대부분의 선진국(미국, 독일, 프랑스, 영국)과 이머징 국가들(인도, 인도네시아, 태국, 대만)은 Earning Growth가 전기간 평균 수치보다 낮은 값을 보인다는 것이다. 펀더멘털의 성장은 거의 없거나 아직 가시적으로 나타나지 않은 저성장 국면에서 주가가 상승하는 이른바 New Normal 상황이 펼쳐지고 있는 것이다. 이러한 국가의 주가 상승은 모두 Multiple Expansion으로 설명 가능하다. 하지만 한국은 이러한 Multiple Expansion 트렌드에 동참하지 못하고 있는상황이다. Multiple Expansion이 진행되고 난 다음에는 Earning Growth가 발생하는 선순환 구도로 이어지는 것이 일반적인 국면 진행방향이다. 결론적으로 한국이 지금은 Multiple Expansion 트렌드에 동참하지 못하고 있지만 올해 4분기 내년 상반기를 거치면서 한국의 KOSPI도 Multiple Expansion을 경험할 수 있을 것으로 예상한다.

그림 1. 현재 KOSPI는 Earning Growth와 Multiple Expansion가 동시에 낮은 수준인 상황




자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

## PRICE는 Growth와 Multiple의 함수

논의를 진행하기에 앞서 Multiple Expansion에 대한 정의를 정립하도록 한다.

특정 시점의 가격(P)은 기준 시점 EPS의 증가율(이하 g), PER의 변화(= Multiple의 변화 이하 m으로 표현)로 표현할 수 있다.

$P_n = [g \times EPS_0] \times [m \times PER_0] = [g \times EPS_0] \times [m \times P_0 / EPS_0] = g \times m \times P_0$

이 식을 보면는 기준 시점 대비 현재의 주가는 그 기업 또는 국가의 Earning Growth와 Price Multiple Change 로 나눠서 설명 가능함을 수 있다. 여기서 개념적으로 변형을 가하게 되면 주가 상승은 Earning Growth와 Multiple Expansion 분해 가능하다. 식으로 표현하면 다음과 같다.

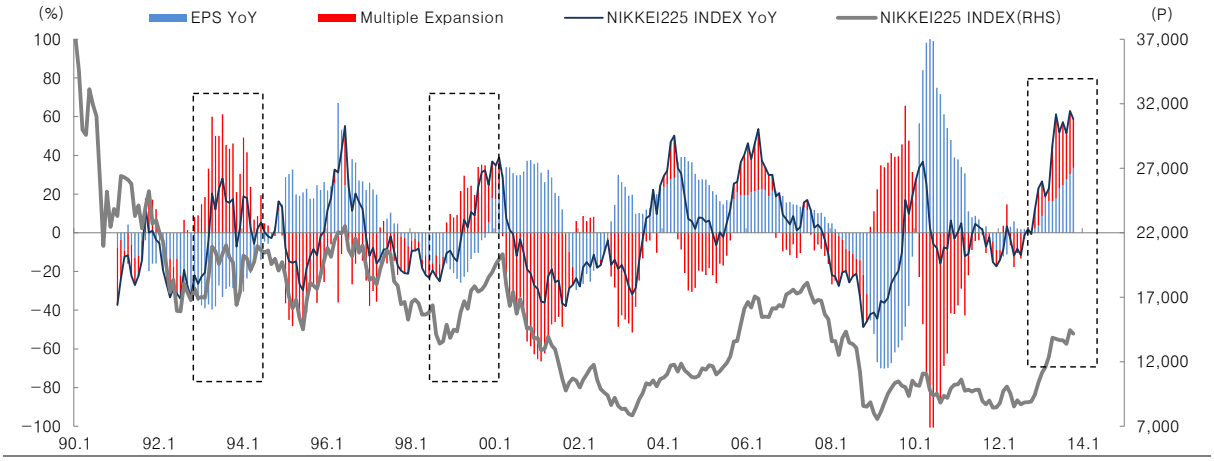
- Earning Growth + Multiple Expansion = Index Return

여기서 좀더 구체적인 개념으로 바꾸어 Earning Growth를 12mF EPS YoY Change로 Index Return을 KOSPI YoY Return으로 치환할 수 있다.

- 12mF EPS YoY Change + Multiple Expansion = KOSPI YoY Return
- KOSPI YoY Return – 12mF EPS YoY Change = Multiple Expansion

여기서 Multiple Expansion의 개념을 정리할 수 있는데 지수의 상승에서 펀더멘털로 설명할 수 있는 부분 즉 12mF EPS YoY Change가 아닌 부분은 모두 Multiple Expansion이 설명하고 있는 부분이라고 상정하고 앞으로의 논의를 진행하고자 한다.

그림 2. Earning Growth와 Multiple Expansion로 분해해서 살펴본 NIKKEI225




자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

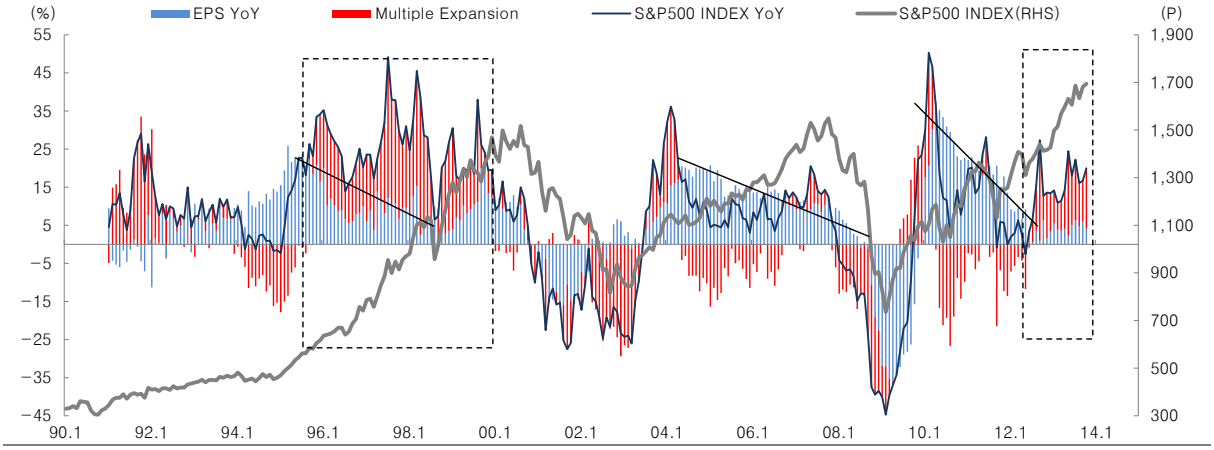
## 선진국은 이미 Multiple Expansion 진행 중

미국, 일본, 독일, 프랑스, 영국 등의 선진국은 이미 Multiple Expansion이 진행되고 있다. 양적완화의 주체가 되는 다시말해 돈을 풀어내는 장본인이라 할 수 있는 이들 국가는 주가가 많이 상승했다. 특히 2013년들어 주가 상승은 두드러졌다. 미국은 지금의 Multiple Expansion 시대를 열어 제친 국가로, 과잉 유동성을 공급해서 자산(부동산, 주식) 가격의 상승=> Wealth Effect=> 소비 증가를 이끌어내려고 하고 있는데 그 첫째 단계인 자산 가격의 상승에는 어느 정도 성공하고 있는 것이다. 하지만 역사적으로 미국 주식은 Earning Growth의 힘으로 상승한 경우가 대부분이었다[그림3]. Multiple Expansion은 90년대 후반 아시아 버블 시기에서 극대화됐었는데 지금은 그때 수준의 70~80%의 Multiple Expansion이 진행중인 것으로 파악되고 있다. 90년대 후반 처럼 자산 버블을 일으키고 싶어하는 것이 연준의 속내인 것이다.

유럽의 Multiple Expansion도 미국에 뒤지지 않고 있다. 몇몇 유럽 국가의 재정 위기 이후 유럽도 유동성 공급에 동참한 것이다. 유럽 국가 중 가장 경제 상황이 좋은 독일은 현재 Multiple Expansion이 한창 진행 중이다. 특히 유럽의 국가들은 Earning Growth가 거의 없는 상황에서 Multiple Expansion만 진행되고 있는데 자산 가격 상승이 아직 가계 소비 상승으로 이어지고 있지 않고 있기 때문으로 여겨진다. 독일, 프랑스, 영국 모두 과거 사례로 살펴보면 아시아 버블이 있었던 90년대 후반에 강한 Multiple Expansion이 있었는데 이는 미국과 같은 모습이다. 당시 아시아 국가들은 외환 위기를 겪고 있었는데 선진국들은 아시아 국가들의 외환위기를 바탕으로 기업 이익이 상승하고 동시에 Multiple Expansion도 진행되었음을 알 수 있다.

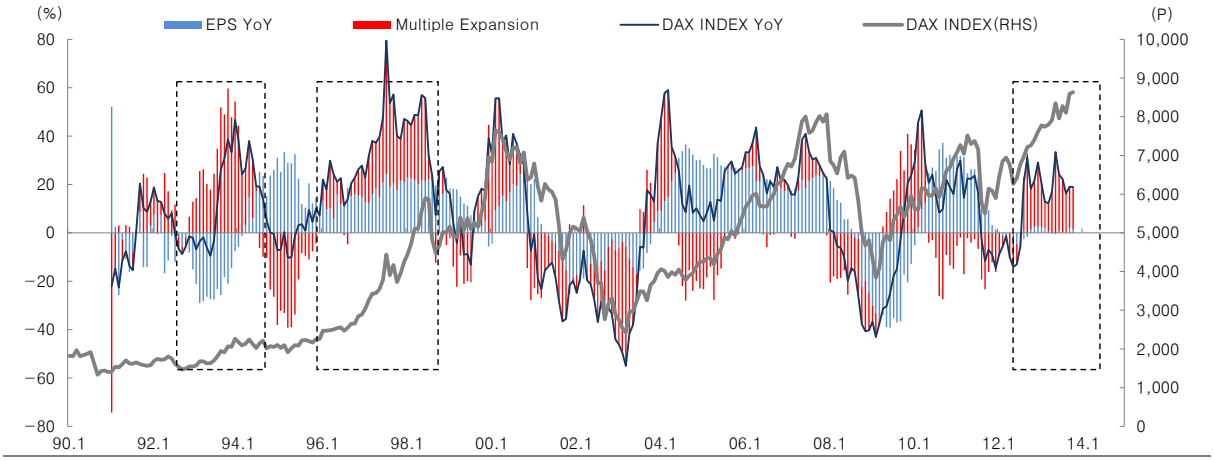
선진국은 지금 90년대 후반의 Multiple Expansion을 다시 경험하고 있는 중이다. 금융위기 이후 회복 국면을 제외하면 90년대 후반 이후 가장 높은 Multiple Expansion이 진행 중이기 때문이다. 일본의 경우에는 아베노믹스에 대한 기대감으로 12mF EPS YoY Growth도 상승하면서 Multiple Expansion도 진행되는 경기 호황의 모습에 들어서 있다. 반면 유럽 국가들은 Earning Growth가 거의 없거나 마이너스인 상황임에도 Multiple Expansion이 발생하고 있다. 미국은 일본의 수준보다는 낮지만 유럽 보다는 높은 펀더멘털 성장이 기대되는 상황이다. 이렇게 선진국은 Earning Growth를 발판으로 혹은 Earning Growth없이  Multiple Expansion이 발생하고 있는데 이 원천은 엄청난 양의 유동성의 직간접적인 효과로 볼 수 있다.

그림 3. Earning Growth와 Multiple Expansion로 분해해서 살펴본 S&P500



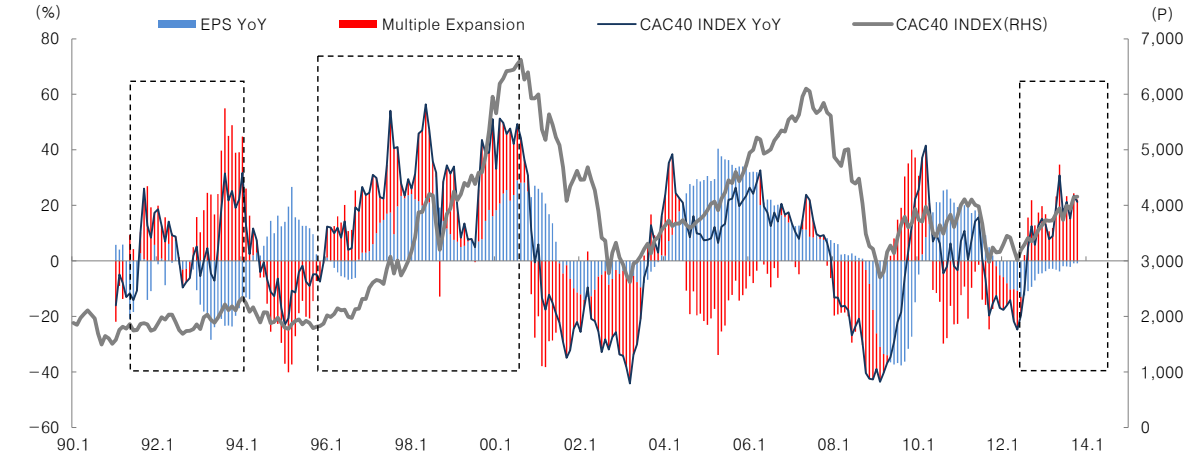

자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

그림 4. Earning Growth와 Multiple Expansion로 분해해서 살펴본 독일의 DAX지수



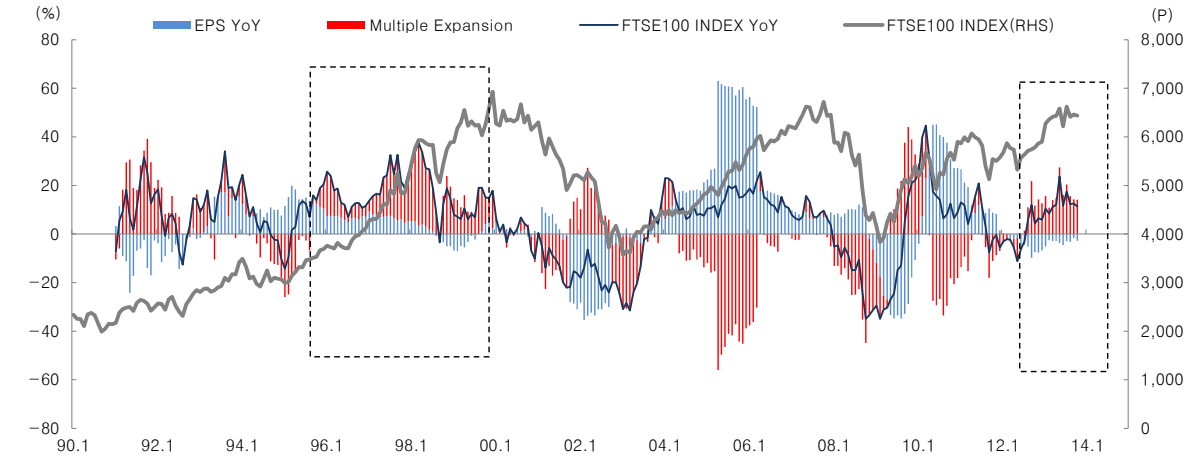

자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

그림 5. Earning Growth와 Multiple Expansion로 분해해서 살펴본 프랑스의 CAC40지수




자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

그림 6. Earning Growth와 Multiple Expansion로 분해해서 살펴본 영국의 FTSE100지수




자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

## 아시아 이머징 국가들도 Multiple Expansion 발생한 상황

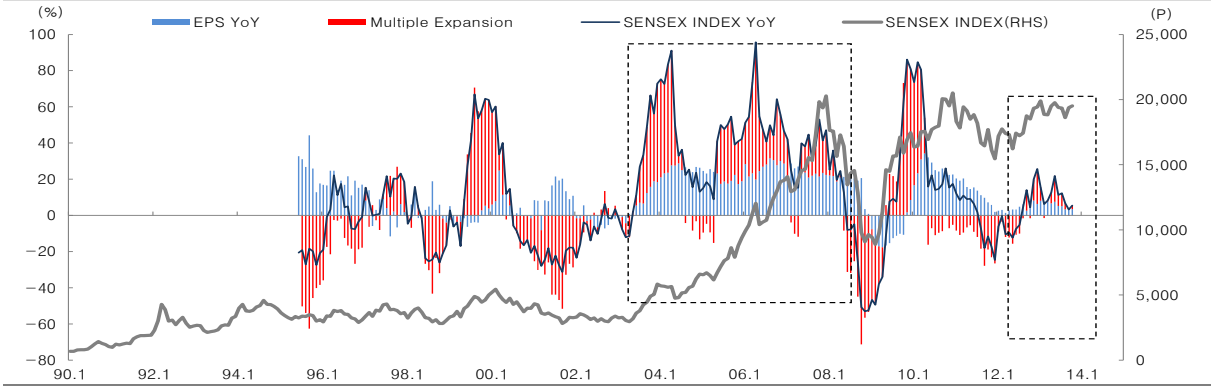
선진국 만큼은 아니지만 아시아 이머징 국가에서도 Multiple Expansion은 어느 정도 진행되고 있다. 다만 그 강도가 약하고 방향성은 상향이 아닌 하향으로 흘러가고 있는 것이 차이점이다. 그러나 한국의 경우는 Multiple Expansion이 거의 발생하지 않은 상황이라 한국이 소외되어 있다는 말이 거짓이 아님을 알 수 있다.

인도와 인도네시아는 2000년대 초 중반 높은 Earning Growth를 바탕으로 한 Multiple Expansion이 이루어진 곳으로 이머징 국가의 전형인 모델이다. 인도는 2003년 9월부터 2008년 10월까지 12mF EPS YoY Growth는 평균 23.2% 증가 같은 기간 Index YoY Change 평균 37.8% 상승했다. 인도는 최근 사상 최고가를 경신했는데, Earning Growth와 Multiple Expansion 레벨은 상당히 낮아진 상황이다. 인도 역시 양적완화의 영향에 들어있는 국가이다.

인도네시아는 인도와 매우 유사하다. 2003년 12월부터 2008년 5월까지 12mF EPS YoY Growth는 평균 25.9% 성장 같은 기간 Index YoY Change 평균 45.2% 상승했다. 25%대의 Earning Growth와 20%대의 Multiple Expansion으로 인도보다 더 가파른 성장세를 보여주었다. 하지만 최근 Earning Growth가 둔화되고 Multiple Expansion만 남은 상황이다.

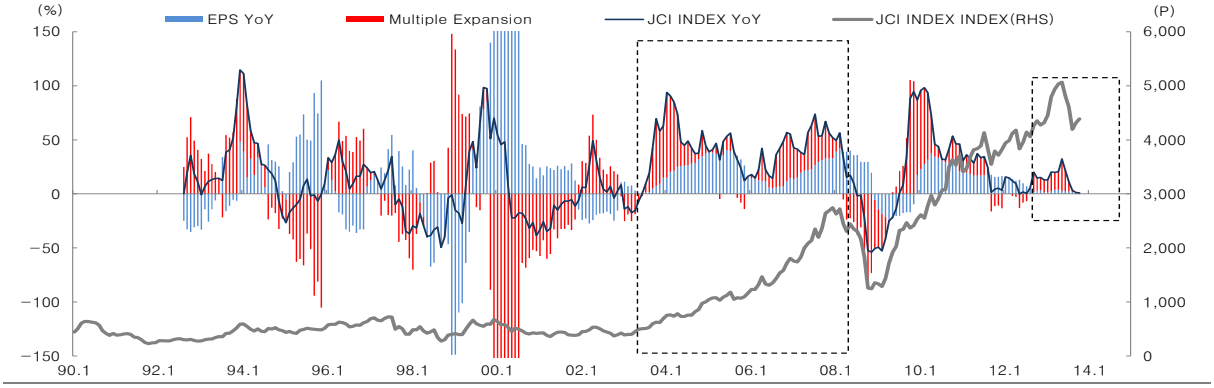
태국은 1997년의 아시아 금융위기의 진앙지였던 탓으로 여타 아시아 이머징 국가에 비해 깊고 오랜 Earning Growth 하락을 경험했다. 2010년 이후부터는 본격적인 주가 상승을 만들어내고 있지만 최근 Earning Growth가 둔화되고 Multiple Expansion만 남은 상황이다.

그림 7. Earning Growth와 Multiple Expansion로 분해해서 살펴본 인도의 SENSEX지수



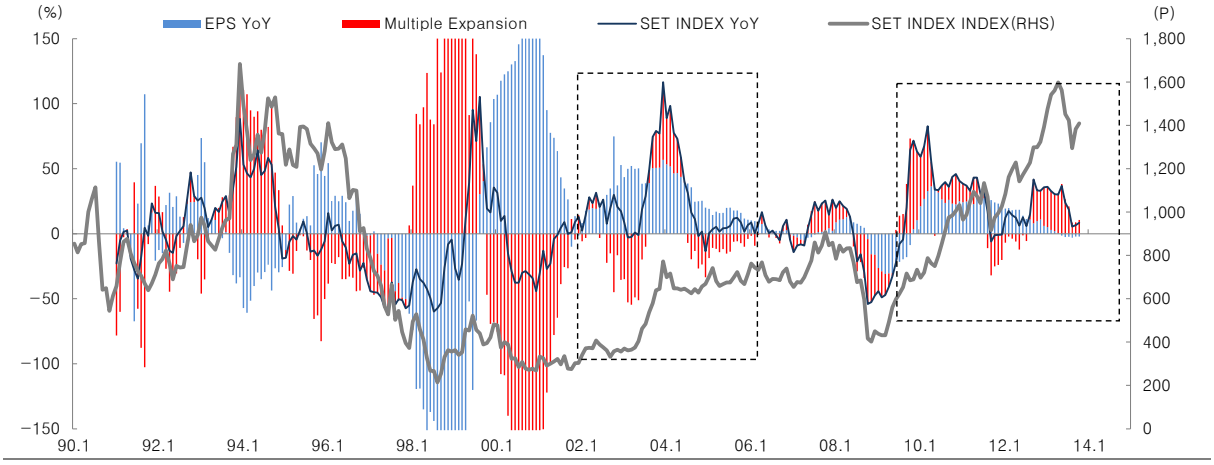

자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

그림 8. Earning Growth와 Multiple Expansion로 분해해서 살펴본 인도네시아의 JCI지수




자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

그림 9. Earning Growth와 Multiple Expansion로 분해해서 살펴본 태국의 SET지수



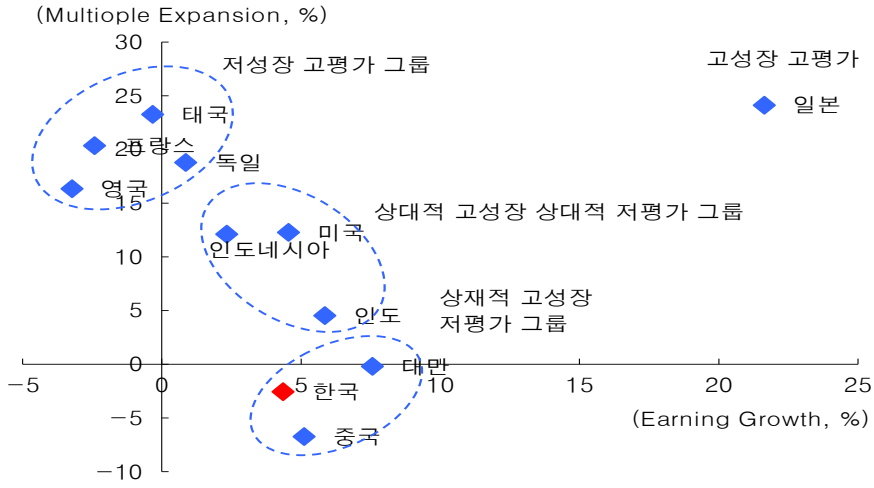

자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

## 이제 한국도 Multiple Expansion을 경험하게 될 차례

선진국, 아시아 이머징 국가 중에서 한국만 Multiple Expansion이 발생하지 않은 상황이다. 한국의 Earning Growth는 유럽 국가들보다 높으며 인도네시아, 인도와 비슷한 수준이다. 하지만 Multiple Expansion은 가장 발생이 안되고 있는 국가로 분류할 수 있다. 유동성이 풀려있는 수준으로 짐작해 볼 때 한국만 이렇게 소외되어야 할 이유를 찾는 것이 더 어렵다고 볼 수 있다.

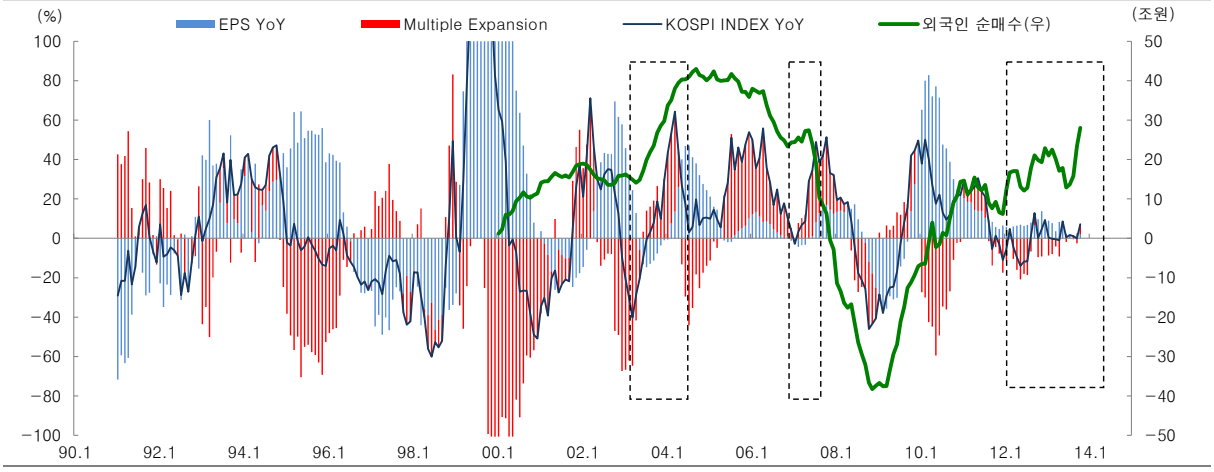
비록 11월 들어 주춤해지기는 했지만 2013년 하반기부터 진행된 강력한 외국인 순매수는 한국에서도 Multiple Expansion이 나타날 수 있으리라는 기대감을 주고 있다. 역사적으로 외국인 순매수가 강하게 발생한느 구간은  Earning Growth는 미미하지만 Multiple Expansion이 향후의 펀더멘털 개선을 미리 반영하고 올라오는 국면이었기 때문이다. 또한 원화 강세 국면에 놓여 있는 지금의 상황도 주가 측면에서는 긍적적인 요소가 많다. 원화 강세는 한국의 경쟁력이 높아지는 것으로 해석할 수 있기 때문이다.

그림 10.  2013년 평균 기준 국가별 Earning Growth와 Multiple Expansion 분포



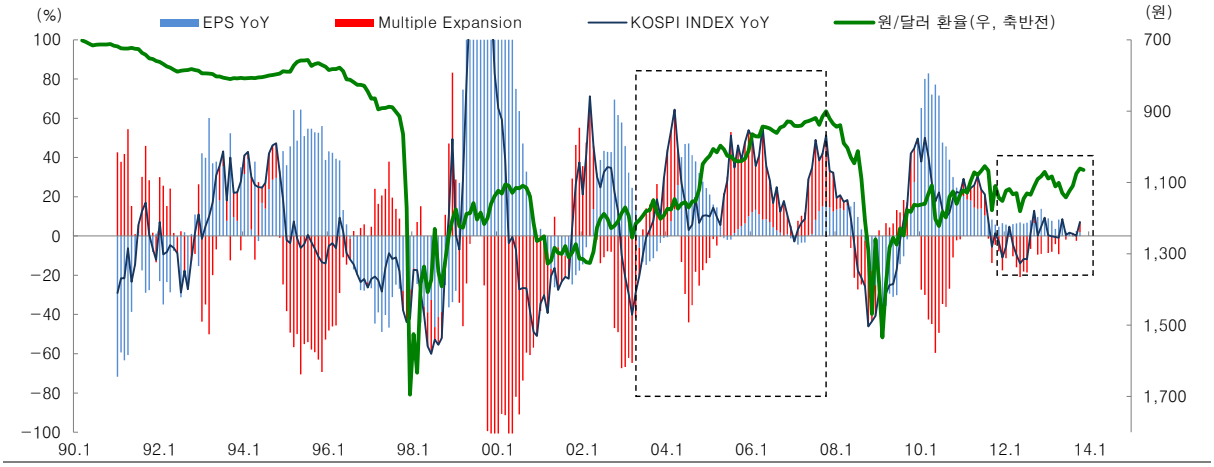

자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

그림 11. 외국인 순매수가 발생하는 구간은 한국의 Multiple Expansion이 진행되었음




자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터

그림 12. 원화 강세(원/달러 환율 하락) 구간은 Multiple Expansion이 형성되는 시기였다




자료: Bloomberg, IBES, 대신증권 리서치센터


▶ Compliance Notice

✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.

✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.