



2022. 4. 20 (수)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

성장주 멀티플에 대하여

오늘의 차트

전쟁이 가져올 또 다른 리스크: 저소득 국가들의 디폴트 리스크 상승

칼럼의 재해석

금리 상승과 은행주의 관계

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 글로벌 산업-테마
Analyst 정은수
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

성장주 멀티플에 대하여

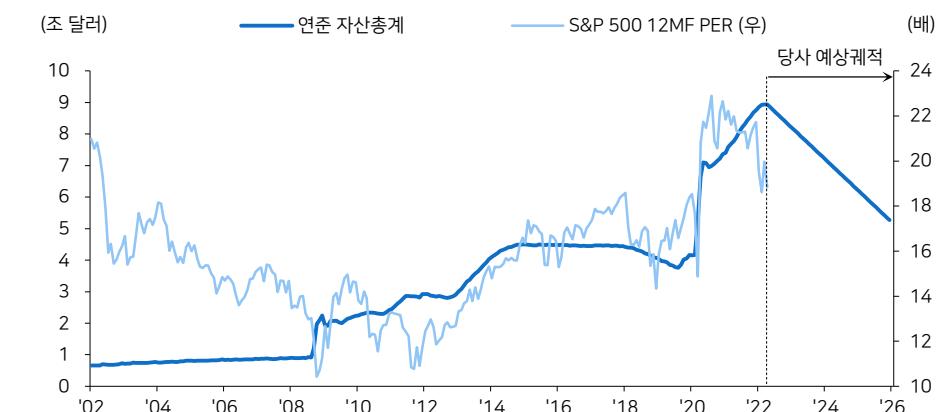
- ✓ Back to the Normal: Fed의 금리 인상과 자산 축소에 얹눌린 미국 증시
- ✓ 유동성 확대가 키운 멀티플: 팬데믹 직전 나스닥 24.8배 vs. '21년 말 32.5배(+31%)
- ✓ PER을 넘어 PSR로: 나스닥 순손실 시가총액 PSR은 연초 75배 vs. 현재 60배(-20%)
- ✓ 유동성의 분기점, 성장주 멀티플 향방은: 고성장 신산업 상위 업체의 멀티플 확장 여지 충분
- ✓ 투자전략 부합 기업: 1) 메타 플랫폼즈(FB US), 2) 유니티(U US), 3) 매터포트(MTTR US)

Back to the Normal

Normalization of
the abnormal years

연초 이후 미국 증시를 얹누르고 있는 요소들은 모두 나열하기 어려울 정도로 많다. 그중 투자자들의 가장 큰 걱정은 단연 Fed의 금리 인상과 자산 축소에 기인한 유동성 감소다. 러시아 지정학 리스크로 심화된 인플레이션과 같은 후발적 이슈 외에, 결국 연초 아래 시장 약세 전환의 시발점이었기 때문이다. 현재 시장의 우려가 클 수밖에 없는 것은, 사실상 처음 겪는 중장기 유동성 축소의 시작점에 처해 있어서다. 어쩌면 주가가 전 고점을 회복하려면 결자해지가 필요할지도 모른다. 시장의 고민이 깊은 이유다.

그림1 Fed B/S vs. S&P 500 멀티플 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터 추정

팬데믹 유동성 확대가 키운 멀티플

Abnormal years의 멀티플도 'Normalizing'

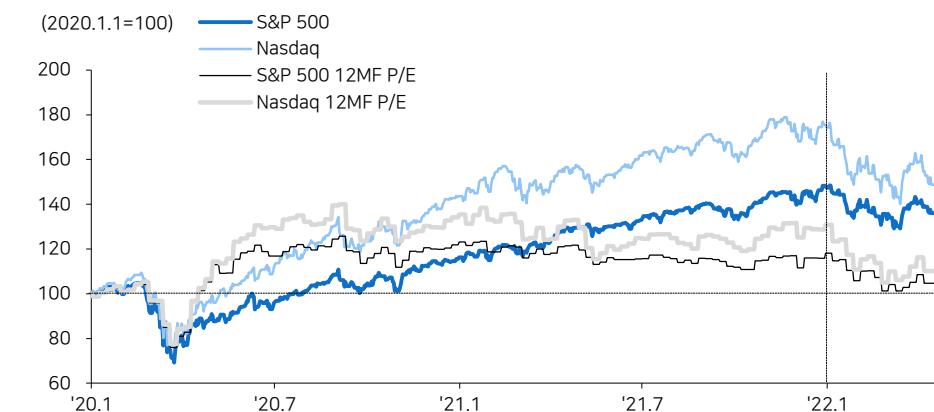
팬데믹 직전 대비

S&P 500 멀티플은 +4.7%

나스닥 멀티플은 +10.1%

팬데믹 직전 S&P 500과 나스닥의 평균 멀티플은 각각 18.4배, 24.8배였다 (12MF P/E). '20년 3월부터의 유동성 확대로 미국 상장 기업들의 EPSG 대비 멀티플은 평년을 상회하기 시작, '21년 말까지 높은 수준을 유지했다. '21년 종가 기준 12개월 선행 P/E는 S&P 500이 21.7배, 나스닥은 32.5배로, 팬데믹 이전 대비 각각 +18.2%, +30.9% 할증되었다. 그러나 연초 이후 불거진 여러 매크로 이슈로 현재(4/18), 멀티플은 각각 19.3배, 27.3배 수준으로 팬데믹 이전 대비 +4.7%, +10.1% 할증 수준으로 하락했다(팬데믹 직전 3개년인 '16년~'19년 평균 멀티플 성장률 +4.5%, +9.2%와 유사). 연초 이후 상향된 EPS 컨센서스 (+5.5%, +4.7%)를 감안하여도 멀티플 낙폭은 눈에 띈다. 유동성 축소 국면 진입으로 직전 대비 산업/기업의 성장성에 대한 투자심리가 위축된 것이다.

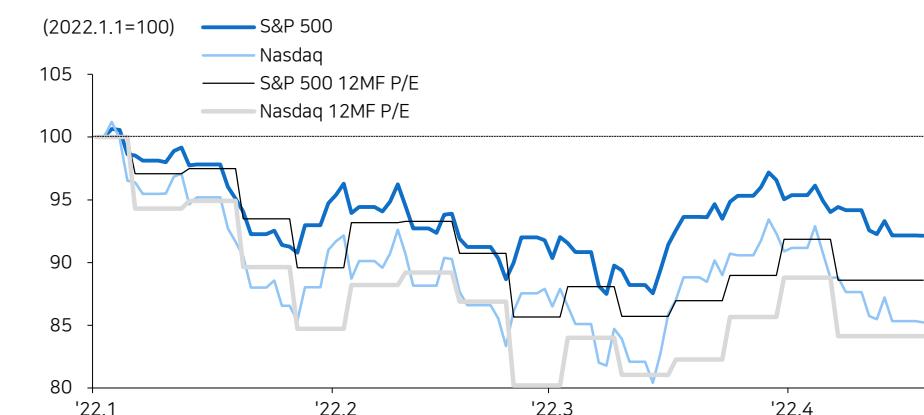
그림2 팬데믹 이후 S&P 500 vs. Nasdaq 성과 및 밸류에이션 멀티플 추이



주: 4월 18일 종가

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림3 S&P 500 vs. Nasdaq YTD 성과 및 밸류에이션 멀티플 추이



주: 4월 18일 종가

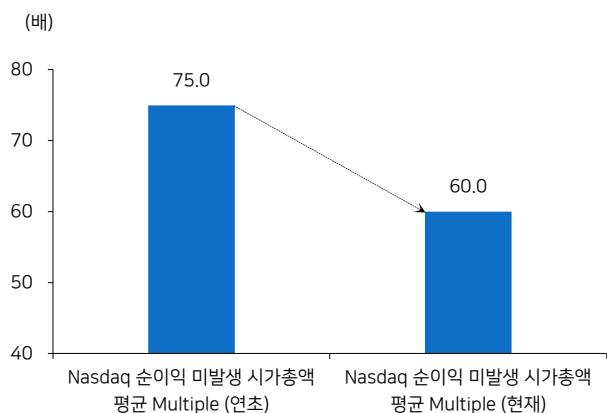
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

잠시 높아졌던 나스닥의
PSR 설명력은 다시 회귀 중

PER을 넘어 PSR로

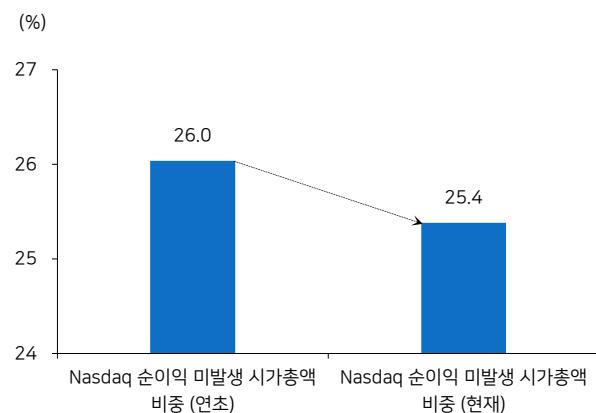
연말까지 지난 2년 남짓의 유동성 확대 국면에서 나스닥은 연일 신고가를 경신했고, 이는 곧 이익이 나지 않는 신산업 종속 기술 성장주(고밸류)로의 수혜로 이어졌다. 나스닥의 PSR(주가매출비율) 설명 의존도가 더 높아졌었다는 의미다. 때문에 연초 이후 S&P 500 대비 성장주 비중이 높은 나스닥의 멀티플 감소는 더 두드러질 수밖에 없다. 현재 나스닥의 순이익 미발생 시가총액의 PSR('22E)은 60배 수준으로 연초 75배 대비 -20% 하락했다. 동시에 시가총액 비중은 25.4%로 연초 26.0% 대비 -0.6%p 감소했다. 이는 이익 미발생 기업향 투자심리가 악화되었음을 증명한다.

그림4 Nasdaq 순이익 미발생 시가총액 평균 Multiple 변화



주: 연초(1/4), 현재(4/18) 종가. FY22E 매출액 기준 PSR
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Nasdaq 순이익 미발생 시가총액 비중 변화



주: 연초(1/4), 현재(4/18) 종가. FY22E 매출액 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

출현 당시 성장주의
적정 PSR은 0.75~1.5배

PSR 밸류에이션의 출현 배경은

주지하는 바와 같이, PSR은 이익 미발생 업체의 동종 산업 내 상대가치평가를 위해 탄생했다. 미국 Fisher Investments의 창립자인 Kenneth Fisher가 1984년 그의 저서 'Super Stocks'에서 처음 기술한 상대가치평가 방법이다. 그는 기술 성장주(non-cyclical)의 적정 PSR은 0.75~1.5배이며 3배 이상의 종목은 위험도가 크다고 소개했다. 물론 발간 당시인 약 40년 전의 산업 환경, 기술력, 투자심리, 매크로 환경 등 여러 요소의 감안이 필요하다.

당시 상장 기업의 미래 성장성 반영 측면에서 기존 상대가치평가 툴로는 주가 설명이 불가했다. 때문에 개발의 주요 방점은 비현실적 주가 수준의 설명과 원가, 비용, 투자 등 여러 계정(변수)을 거친 손익계산서상 하단에 위치한 순이익을 이용한 PER 밸류에이션보다 기업의 실질적 성장성을 직관적으로 판단키 위함이었다.

유동성의 분기점, 성장주 멀티플 향방은

PSR의 종말? 옥석은 고성장 신산업의 상위 기업

대외변수에 취약한

PSR 밸류 기업

상술한 특성상, PSR 밸류에이션을 받는 기업들의 주가는 대외변수(매크로 이슈, 산업/경쟁사 뉴스 등)에 취약할 수밖에 없다. 현재와 같은 유동성 축소 국면에서는 더욱이 그렇다. 당장 돈을 벌지 못하는 기업의 종속 산업과 본연의 중장기 성장성에 가치평가 초점이 맞춰지기 때문이다. 신산업일수록 성장성에 대한 투자자들의 주관적 판단 영역이 크고, 가치평가가 어려운 무형가치에 근간한 탓도 있다.

그러나, 불변의 진리 한 가지

그러나 현재의 난국에도 염두 해야 할 한 가지가 있다. 고성장이 기대되는 신산업 내 상위 점유율 보유 기업은 과실을 언젠가 맷을 것이란 점이다. 단지 상위가 아닌 압도적 점유율 1위인 기업에 투자하면 걱정을 좀 더 덜 수 있다. 리스크를 더 줄이고 싶다면 신산업 향 이익 실현 시기가 가시권에 진입한 업체로까지 범위를 줄일 수 있겠다. 만약 현재 점유율 데이터가 없는 신산업이면, 탄탄한 기술력을 기반으로 점유율 확대 확률이 피어 대비 큰 기업이겠다.

글로벌 메타버스 1위 업체들은

지난해 가장 뜨거웠던 성장 산업인 '메타버스'의 글로벌 1위 종목들이 이에 부합한다(메타 플랫폼스, 유니티, 매터포트). 작년은 유동성이 풍부했고 메타버스라는 새로운 투자 테마에 대한 관심이 집중된 비정상연도(abnormal year)로 바라보는 것이 적절하다. 주가 하락이 더 두드러진 이유다. 그러나 메타버스는 지속적으로 TAM(전체 전방시장 규모)이 커지고 있는 바, 점유율/기술력 1위 업체들의 멀티플은 확장 여지가 충분하다.

넷플릭스 사례의 투자 힌트

과거 신산업으로 주목된 OTT,
독보적 입지였던 넷플릭스의
멀티플 상향은 지속됨

넷플릭스는 OTT 서비스 산업의 오랜 1위 기업이다. 적수가 없던 시기, 연매출 성장(=시장 지배력 확대)에 따른 멀티플 확장이 뚜렷했다. 그러나 '19년 말 런칭한 주요 경쟁 OTT인 디즈니+의 구독자 수 고성장세에 멀티플은 하락했다.

그림6 넷플릭스 연간 매출 성장률 및 멀티플 추이

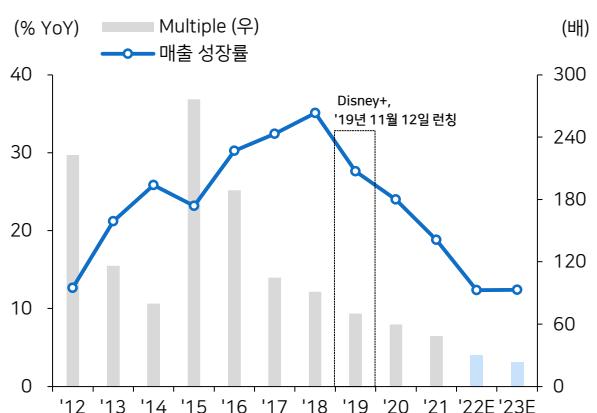
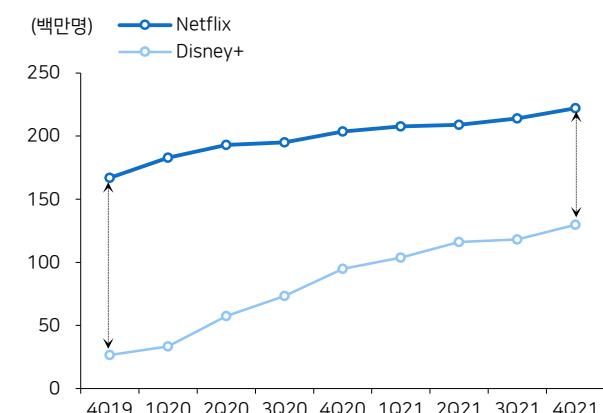


그림7 '19년 이후 넷플릭스 vs. 디즈니+ 구독자 수 추이



주: 멀티플은 21년까지 연평균 12MF P/E, 예상치는 해당 연도 예상 EPS 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

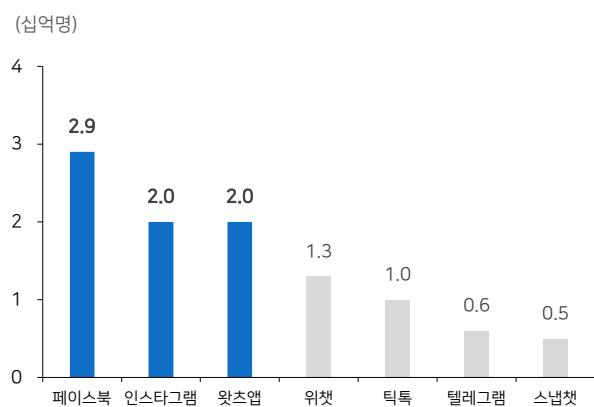
**메타버스라는 고성장 산업의
1위 업체들의 입지는 현재 독보적**

메타버스 산업 자체에, 상술한 1위 업체들로의 시장의 우려가 없지 않다. 그러나 메타버스라는 산업 내 1) 메타 플랫폼스(FB US)는 HW/플랫폼/컨텐츠 시장 점유율 및 확장성, 2) 유니티(U US)는 XR 게임/컨텐츠 개발 엔진 시장 점유율, 3) 매터포트(MTTR US)는 디지털 트윈 구현 기술력 측면 1위 업체들이다.

메타, 본업만 회복한다면

이 중, 현재 시장의 근심이 가장 깊은 메타 플랫폼스는 명실상부 글로벌 XR 하드웨어 1위 업체다. 여기에, 작년 12월 정식(북미/성인만 대상) 출시한 자체 메타버스 플랫폼인 'Horizon Worlds'는 3개월 만에 MAU(월간활성이용자) 30만명을 달성했다. 로블록스가 '04년 플랫폼 출시 이후 약 4년 만에 달성한 수치다. 글로벌 SNS 1위 사업자로서 플랫폼 간 아바타 연동, 플랫폼 내 컨텐츠 거래 기능 추가(생태계 경쟁력 강화), 플랫폼 자체 가상화폐 '저크 벅스(Zuck Bucks)' 개발 소식은 성장 기대감을 추가적으로 높이는 요소다. 향후 본업(광고)이 다시 성장궤도에 들어선다면 기업가치 리레이팅은 필연적이다.

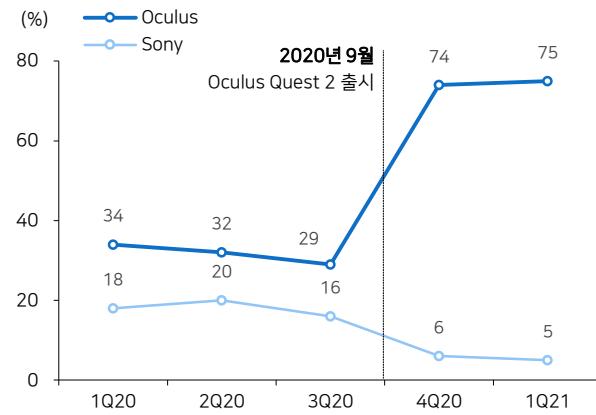
그림8 주요 글로벌 SNS 플랫폼 MAU 현황



주: 3Q21 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

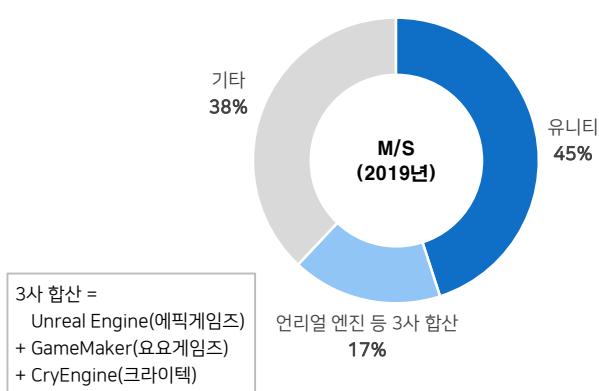
그림9 글로벌 VR 기기 M/S 추이



주: 출하량 기준 1위 Oculus, 2위 Sony

자료: Counterpoint Research, 메리츠증권 리서치센터

그림10 글로벌 게임/컨텐츠 개발 엔진 M/S



주: 2019년 기준

자료: innovecs Games, 메리츠증권 리서치센터

그림11 3D 가상세계와 호환 가능한 매터포트 컨텐츠

Matterport is VR enabled for all 3D spaces

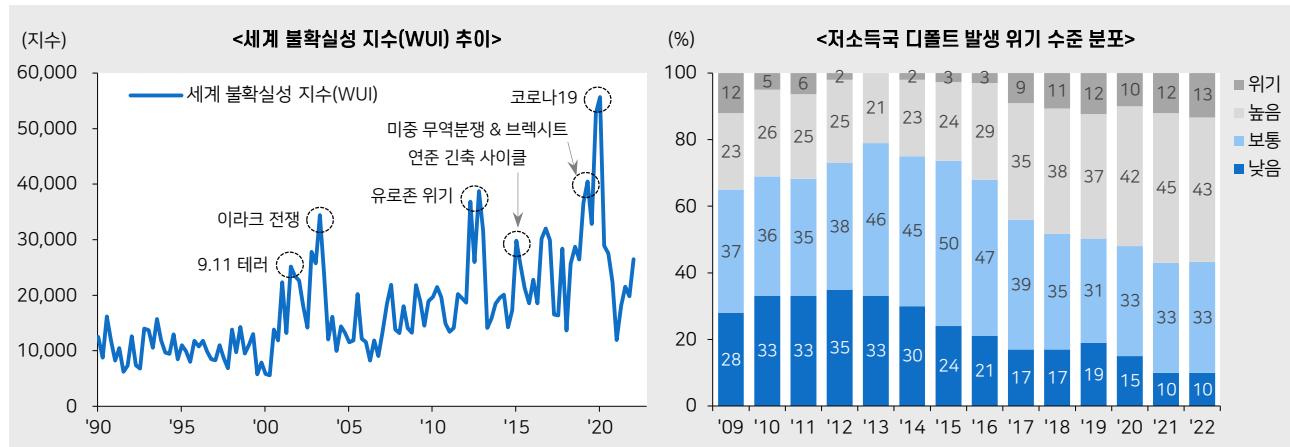


자료: Matterport, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이승훈 연구위원

전쟁이 가져올 또 다른 리스크: 저소득 국가들의 디폴트 리스크 상승



자료: Ahir, H, N Bloom, and D Furceri (2018), "World Uncertainty Index", Stanford mimeo., IMF, 메리츠증권 리서치센터

현재 세계 불확실성 지수,
9.11 및 2015~18년 연준 긴축
사이클과 유사한 수준

불확실성 높은 매크로 환경이 지속되고 있다. 불확실성을 수치화한 대표지수로는 세계 불확실성 지수(World Uncertainty Index, WUI)가 있다. 이코노미스트 인텔리전스 국가별 레포트에 포함된 'uncertain' 및 유사어들을 텍스트마이닝을 통해 추출하여 집계한 지수이다. 2022년 1분기에는 러시아-우크라이나 전쟁이 시작되면서 지수가 재차 반등했다. 현재는 9.11 테러와, 2015~18년 연준 금리인상 사이클 당시와 비슷한 수준이다.

전쟁으로 저소득 국가들의
디폴트 발생 가능성 상승

그러나 전쟁 여파가 여타 지역으로 확산될 수 있다는 점에서 매크로 불확실성은 더 높아질 수 있다는 생각이다. 특히 저소득 국가들의 디폴트 발생 가능성이 높아졌다는 데 주목할 필요가 있다. IMF는 2022년 현재, 코로나19와 그 이후의 우크라이나 전쟁으로 인해 저소득 국가들 중 56%가 디폴트 발생 위험이 “높음 이상” 수준이라는 연구를 발표했다. 이는 2013년 21%에 비해 약 2.7배 상승한 수치이다. 그리고 실제로 지난 4월 12일, 스리랑카는 디폴트를 공식 선언했다.

부채는 점진적으로 늘어났으나,
최근 달러수급이 어려워짐

이는 부채 규모가 늘어난 가운데 펜데믹과 전쟁으로 달러수급이 어려워졌기 때문이다. IMF는 저소득국가들이 일대일로에 참여하면서 중국 외채가 크게 늘어났고, 민간 채권자들을 대상으로 한 유로본드 발행량 또한 많아졌다고 밝혔다. 채무원리금 상환유예 조치(DSSI) 대상 국가 기준, 전체 외채 중 중국 비중은 2006년 2%에서 2020년 18%로, 유로본드는 3%에서 11%로 증가했다.

다른 국가들의 상황에도
주목할 필요가 있음

물론 저소득 국가들의 경제 규모가 크지 않다는 점에서 당장 글로벌 시스템 리스크로 비화할 가능성은 크지 않다. 하지만 잠재적 위험인 것은 분명한 사실이다. 블룸버그가 외채 수익률 변화 및 GDP 대비 정부부채 비중을 기준으로 트니지, 엘살바도르, 파키스탄, 가나, 에티오피아 5개국을 유의 대상국으로 선정했다는 점도 참고할 만하겠다.

칼럼의 재해석

은경원 연구위원

금리 상승과 은행주의 관계 (Inquirer.net)

금리 상승은 일반적으로 은행주에 호재라고 알려져 있다. 그러나 과거 추이를 보면 금리 상승시 은행주 주가가 하락하는 모습을 볼 수 있다.

금리 상승이 자산과 부채의 가치에 잠재적 미스매치(mismatch)를 유발하기 때문이다. 예기치 못한 변동에 의한 금리 상승은 자산 가치를 부채보다 더 빠르게 감소시킬 수 있다. 이에 차입자가 상환을 못하게 되는 디폴트 리스크가 부각된다. 더 나아가 은행의 자산 건전성을 악화시켜 더 많은 대손충당금을 적립하게 하고 순이익 또한 감소하게 된다.

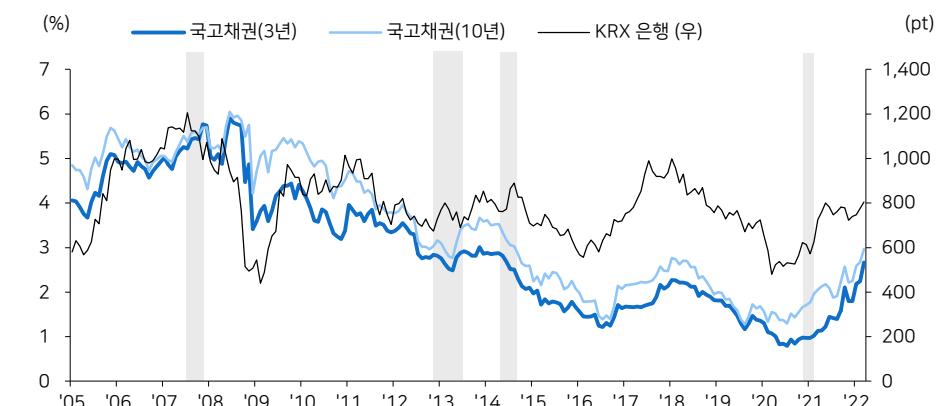
은행주 투자 판단은 기본적으로 ROE와 COE의 비교를 통해 이루어진다. 이 두 가지 지표의 상대 비율이 PBR이다. 즉, $PBR = ROE / COE$ 로 자기자본을 레버리지로 얼마나 수익성을 내는가 판단하는 지표라고 할 수 있다.

코로나19 팬데믹 기간 동안 은행주의 ROE는 감소해왔으나 저금리 기조로 인해 낮아진 COE가 영향력을 상쇄하며 PBR의 하락을 막아왔다. 그러나 최근의 금리 인상이 기대인플레이션을 상승에 따른 결과라면 은행 주가에 마냥 긍정적인 요인으로 작용할 수 없다는 점도 유의해야 한다.

금리 상승은 은행주 상승에 충분조건일까?

금리 상승은 은행주에 호재라고 알려져 있다. 금리 상승으로 예대금리차 확대되면, 이자 수익 증가가 이자 비용을 넘어서될 수 있기 때문이다. 그러나 과거 추이를 보면 금리 상승시 은행주 주가가 하락하는 모습을 볼 수 있다. 왜 그럴까?

그림1 금리와 은행주 주가 비교



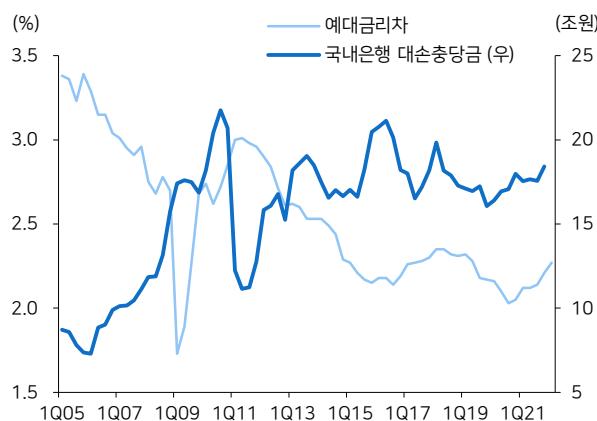
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

금리 상승이 은행주에 부담이 될 수 있는 이유

금리 상승이 자산과 부채의 가치에 잠재적 미스매치(mismatch)를 유발하기 때문이다. 은행은 장기로 투자 및 대출하고, 상대적 단기인 예·적금을 통해 자금 조달하는 사업 구조이다. 자산의 평균 만기가 부채보다 더 길다는 점을 고려할 때, 예기치 못한 변동에 의한 금리 상승은 자산 가치를 부채보다 더 빠르게 감소시킬 수 있다. 이에 차입자가 상환을 못하게 되는 디폴트 리스크가 부각된다. 더 나아가 은행의 자산 건전성을 악화시켜 더 많은 대손충당금을 적립하게 되고 순이익 또한 감소하게 된다.

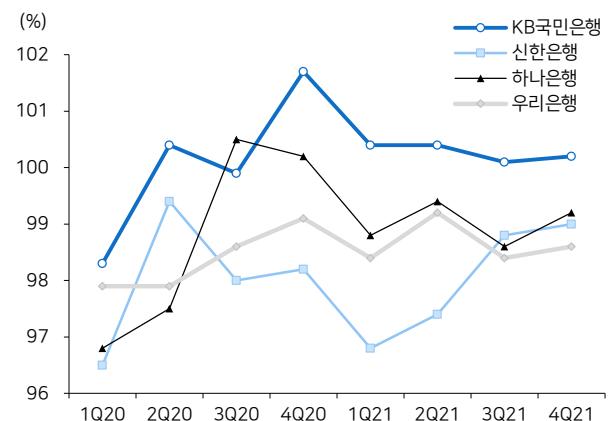
그림2를 보면, 2020년 12월부터 코로나19 백신 확대에 따른 경기회복 기대감에 예대금리차가 확대되는 모습이다. 동기간 국내 4개 은행의 예대율을 보면 2020년 1분기 급격하게 증가하고 2021년에는 코로나19 이전 대비 전반적으로 평균 98~99%에 이르고 있다. 금융당국이 정한 100% 기준 안이지만 최근 들어 상대적으로 대출 규모가 급증한 점에서 건전성 우려가 제기될 수 있다고 판단한다. 금리 상승이 차입자 상환 우려와 함께 은행의 자산 건전성 악화 가능성을 촉발할 수 있다는 점을 확인할 수 있다.

그림2 잔액기준 예대금리차와 국내은행 대손충당금 비교



자료: 금감원, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 주요 은행별 예대율 비교



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

은행주 투자 판단 요소

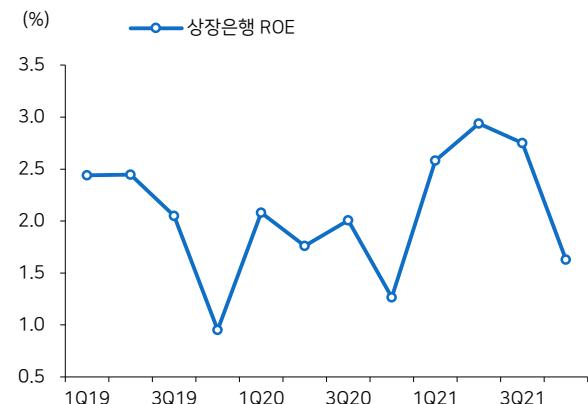
은행주 투자 판단 주요 요소

은행주 투자 판단은 기본적으로 ROE(Return of Equity)와 COE(Cost of Equity) 비교를 통해 이루어진다. ROE가 COE보다 크면 은행이 주주가치 창출 중임을 의미하고, ROE가 COE보다 작으면 주주가치 하락 위험에 있음을 의미한다.

ROE, COE, PBR의 의미와 관계

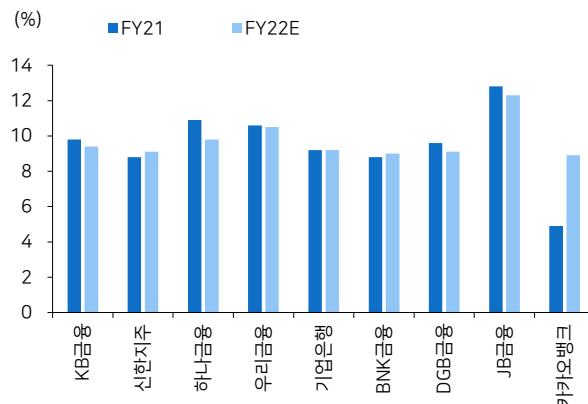
ROE는 자기자본수익률로 은행 경영의 안정성을 보여주는 자기자본 기준 수익성을 판단하는 지표이다. 상장은행 산술평균 기준으로 COE는 해당 은행주에 투자함으로써 투자자들이 얻을 것으로 기대하는 최소한의 수익률이다. CAPM을 바탕으로, $COE = \text{Risk free rate} + \beta (\text{해당 기업 베타}) \times \text{Risk premium}$ 으로 산정한다. 이 두 가지 지표의 상대 비율이 PBR이다. 즉, $PBR = ROE / COE$ 로 자기자본을 레버리지로 얼마나 수익성을 내는가를 판단하는 지표라고 할 수 있다.

그림4 상장은행 산술평균 ROE 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 FY21 ROE와 FY22E 추정치 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

코로나19 팬데믹을 통과하며

코로나19 기간 동안
ROE, COE, PBR의 현황

은행주의 ROE/COE 비율인 PBR 지표를 보면 2008~2009년 글로벌 금융위기 때 크게 감소한 후 2010년까지 회복하다가 다시 감소하는 추세를 확인할 수 있다. 코로나19 팬데믹 기간 동안에도 은행주의 ROE는 감소해왔으나 저금리 기조로 인해 낮아진 COE가 영향력을 상쇄하며 PBR의 추가 하락을 막아왔다.

각국 기준금리 인상과
여전한 매파적 기조

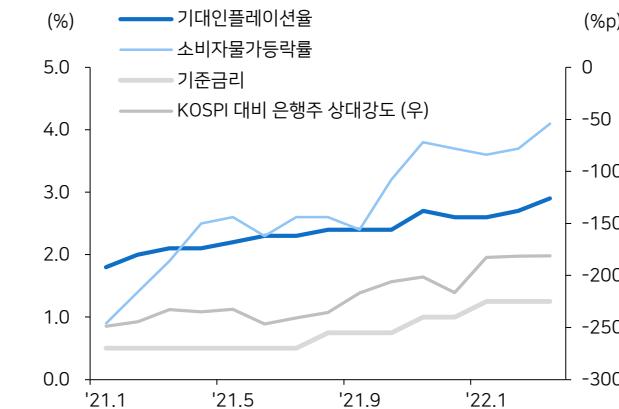
그러나 최근 미국 연준의 기준금리 인상($0\% \rightarrow 0.25\sim0.5\%$), 한국은행의 기준금리 인상($1.25\% \rightarrow 1.5\%$) 등 유럽연합과 중국 등 일부를 제외하고 긴축적 통화정책 결정이 이루어지고 있다. 미국 Core CPI가 0.3% 상승에 그치며 인플레이션 peak-out 가능성에 대한 기대감이 커졌으나, 그럼에도 불구하고 코로나19 시기 경기부양 차 풀었던 유동성 회수 및 물가 대응 시급성으로 매파적 기조를 이어가고 있다. 당국은 기대인플레이션을 상승과 장기화 상황을 우려하고 있다.

그림6 은행주 PBR 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 물가와 은행주 성과 비교



자료: 한국은행, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

금리 상승은 1차적으로 은행주에 좋을 수 있다. 그러나 이러한 금리 인상이 기대 인플레이션율 상승에 따라 이루어진 것이라면 은행 주가에 마냥 긍정적인 요인으로 작용할 수 없다는 점도 유의해야 한다.

원문: *Are rising interest rates really good for bank stocks?*