

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 7. 16 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

주도주 강세 패턴 체크 :

중장기 추가 상승 유력하나 단기 valuation 부담 우려

오늘의 차트

5대 IT 공룡과 M&A

칼럼의 재해석

Covid-19이후 ESG 채권 시장 변화

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



▲ **퀀트**
 Analyst **강봉주**
 02. 6454-4903
 bj.kang@meritz.co.kr
 RA **이정연**
 02. 6454-4895
 jungyeon.lee@meritz.co.kr

주도주 강세 패턴 체크 : 중장기 추가 상승 유력하나 단기 valuation 부담 우려

- ✓ 2월 제시한 한국 대장주 7형제 주가 강세 지속
- ✓ 글로벌 증시 PER 상향 지속, 종목간 PER 차별화, 성장주의 가치주 대비 강세 지속
- ✓ 한국 주도주(NAVER, 카카오, 엔씨소프트, 삼성바이오로직스, 하이트진로) 장기 추가 상승 여력 충분, 단기적으로는 PER 급상승 부담, 외국인 매도세 전환으로 하락 변동성 증가 가능성

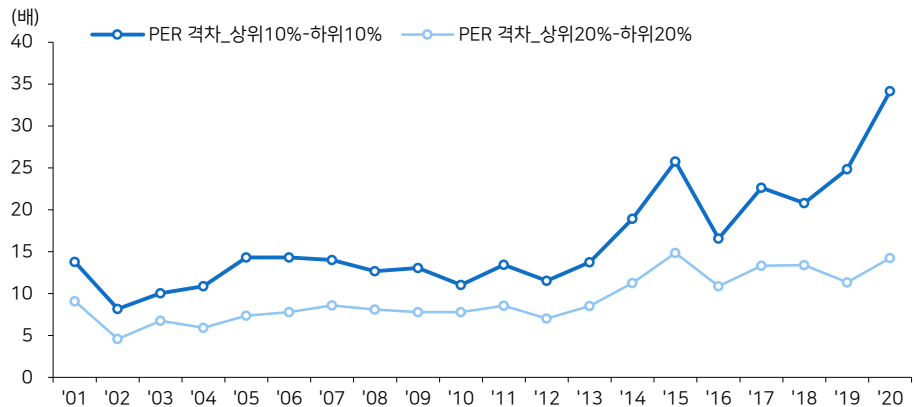
2월 제시한 한국 대장주 7형제 주가 강세 지속중

6월 이후 한국을 포함한 주요국 증시의 장중 변동성이 커지며 횡보 국면이 지속 중이다. 증시 스타일 측면에서는 4,5월의 낙폭과대주 반등과 업종별 순환매가 일 단락됐다. 유동성 장세에서 하반기 및 2021년 실적 개선주로의 펀더멘탈 장세 전환이 진행되고 있다.

소프트웨어, 게임, 제약 및 바이오 업종의 주가 상향 및 PER 상향 가속화. 과거 패턴과 비교 분석이 필요한 시점

필자는 연초 이후부터 주도주, 소외주 간 수익률 격차의 심화 가능성을 강조했다. 기존 주도주는 소프트웨어, 게임, 반도체, IT하드웨어, 제약, 바이오 등의 성장주이다. 이 중 소프트웨어, 게임, 제약, 바이오 업종은 코로나 국면 이후 저금리 심화, 언택트, 플랫폼 경제 가속화 전망, 신약 개발 기대감에 힘입어 주가 강세와 PER 상향이 가속화됐다.

그림1 주도주 소외주 간의 격차 확대 : 종목간 PER 격차가 극단적으로 확대



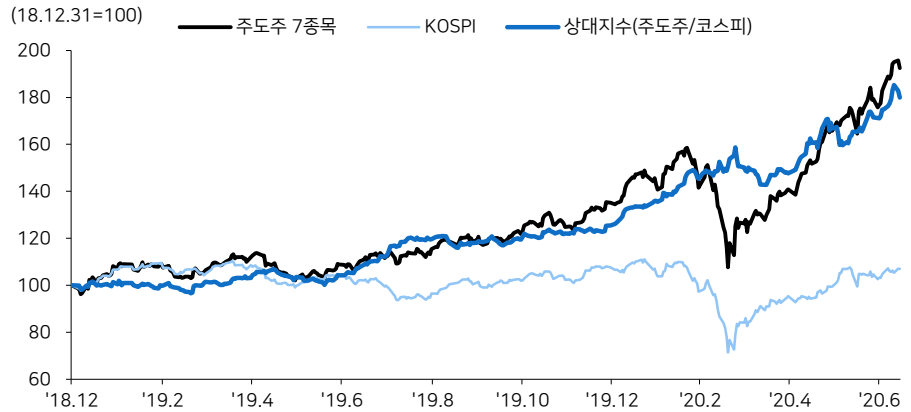
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

최근 투자자들의 관심은 주도주 강세가 어디까지 지속될지, 주도주, 소외주 간의 격차가 일부 반전될 가능성이 있는지 이다. 이에 대해 주도주의 주가 상승 및 하락 경로에 대한 세밀한 분석 및 정성적 비교가 필요하다. 우선 본 자료에서는 1차로 현재의 주도주 상승 패턴과 과거의 주도주 상승 패턴의 기본 특징을 비교해 보고자 한다.

주도주 7형제 주가 강세 지속중

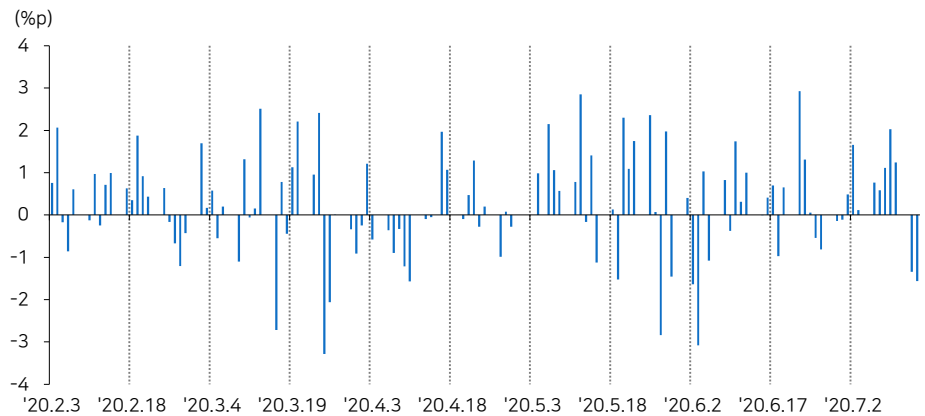
그 전에 필자가 2월20일 보고서(전략 공감_코스피 추가 하락 가능성 대비하기 : 한국 대장주 7형제 주목)에서 제시한 대장주 7형제 주가를 체크해보자. 당시, 업종별 대표주 중에서 이익, 수급, 가격 상승 패턴이 종합적으로 가장 우수한 7종목 : 삼성전자, SK하이닉스, NAVER, 카카오, 엔씨소프트, 삼성SDI, 삼성전기를 선별 제시했다. 이후 코스피 대비 초과 수익률 흐름이 지속되고 있다.

그림2 한국 대장주 7형제 포트폴리오 누적 성과 : 동일 비중



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국 대장주 7형제 포트폴리오 일간 초과수익률



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

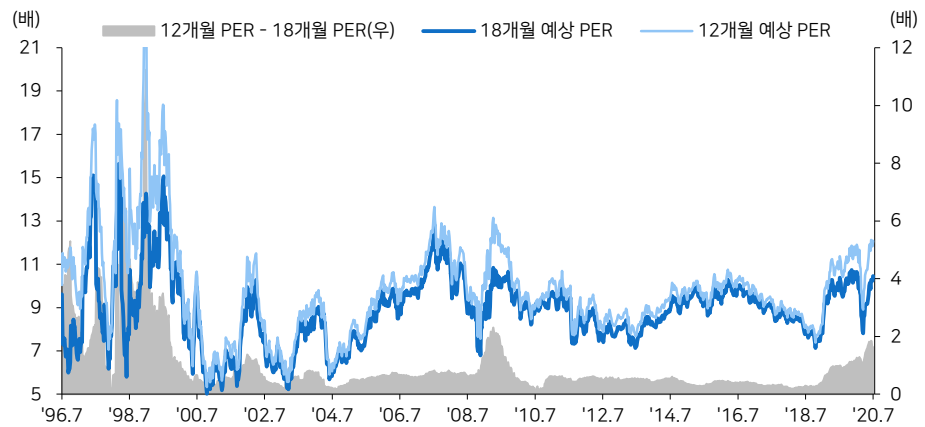
글로벌 증시 PER 상향 및 성장주 강세 지속, 미국이 가장 뚜렷

2021년 이익 성장 기대감이 주가에 낙관적으로 선반영
 PER 상향이 이미 충분히 진행되어
 단기 주가 하락 위험도 증가

6월 24일자 전략공감 보고서의 설명대로 초저금리 유동성, 디지털 및 플랫폼 경제 가속 기대감이 글로벌 증시 PER 상향으로 나타났다. 한국, 미국 모두 12개월 보다 18개월 예상 이익 기준의 PER로 평가해야 설명 가능한 주가 수준이다. 특히, 미국은 12개월 예상 PER이 22배로 90년대 말 닷컴 버블 당시 수준이다.

양면적 해석이 가능하다. 우선, 풍부한 유동성이 낙관적 성장 기대감을 반영시키고 있다는 점은 긍정적으로 해석할 만 하다. 한편, 기대가 과도하게 앞서가거나 분기 실적이 일시적으로 실망스러울 경우 단기 주가 하락 위험이 커질 수 있다.

그림4 한국 12개월 예상 PER, 18개월 예상 PER



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 12개월 예상 PER, 18개월 예상 PER



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

미국의 사례에 비추어보면 장기적으로 한국 등 기타 국가들의 성장주 추가 강세 여력이 충분

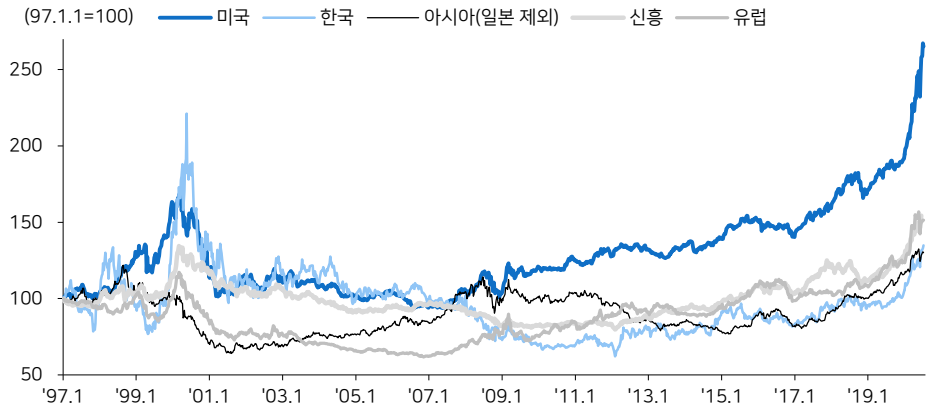
최근의 성장주 강세는 한국 외에도 전세계 증시의 공통적 현상이다. 디지털, 플랫폼 경제의 승자 독식 경향을 고려하면 장기적으로 한국을 포함한 미국 제외 국가의 성장주 추가 상승 여력은 충분하다. 페이스북, 아마존, 구글 등 플랫폼 경제가 더욱 진행된 미국의 경우 성장주 강세폭이 기타 국가보다 훨씬 크기 때문이다.

그림6 한국 성장주 vs 가치주



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림7 글로벌 성장주/가치주 상대지수



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

과거의 주도주 상승 패턴과 현재의 비교 : 상승기간, 상승폭 측면에서는 장기적으로 추가 상승 가능성 충분, 단기로는 valuation 부담 주의

과거 증시 주도주 약 30개 사례의 상승일수, 수익률, 수급, PER, PBR 변화를 정리

과거의 주도주 상승 패턴 체크를 위해 시총 상위 100종목 중에서 2004년 이후에 주가 상승률이 1~3년간 최소 100% 이상이면서, 당시의 시장을 대표할만한 주도주 상승 사례를 정리했다. 상승 기간은 하락 또는 횡보 이후 추세적 상승이 시작된 후 하락 전환(고점 대비 20% 이상 추가하락)까지의 기간으로 정했다. 테이블에 파란색 음영으로 표시한 5개 종목은 현재의 주도주에 해당한다.

코드	종목명	상승시작	상승종료	상승기간 (월)	수익률		수급 (누적 순매수 / 평균 시총)		PER(12M Fwd)			PBR(Trailing)		
					절대 수익률 (%)	초과 수익률 (%p)	기관 (%)	외국인 (%)	시작 시점 (X)	종료 시점 (X)	상승폭 (X)	시작 시점 (X)	종료 시점 (X)	상승폭 (X)
최대				71	1812.5	1787.3	26.9	24.9	167.8	164.8	(3.0)	5.6	34.8	29.2
상위25%				33	873.4	755.7	4.6	8.7	18.1	30.3	12.2	2.0	6.7	4.7
중앙값				28	372.3	299.4	1.8	2.6	11.1	16.4	5.4	1.1	4.5	3.4
하위25%				19	242.2	214.4	(1.9)	(2.7)	6.2	10.3	4.1	0.7	2.7	2.1
최소				4	139.5	107.5	(8.1)	(15.7)	3.0	4.6	1.6	0.3	1.8	1.5
A005930	삼성전자	2016년 1월	2017년 10월	21	139.5	107.5	(1.9)	(1.9)	10.0	9.0	(1.0)	1.0	1.9	0.9
A000660	SK하이닉스	2016년 4월	2018년 5월	25	231.8	210.3	2.0	3.1	11.1	4.6	(6.5)	0.9	1.8	0.9
A207940	삼성바이오로직스	2019년 8월	2020년 6월	10	188.1	181.0	1.4	2.5	167.8	164.8	(3.0)	4.3	11.7	7.3
A035420	NAVER	2005년 3월	2007년 10월	31	864.7	750.9	11.3	2.7	16.6	37.3	20.7	5.6	34.8	29.2
A035420	NAVER	2019년 5월	2020년 7월	14	157.4	150.5	2.9	(4.5)	30.3	45.2	14.9	3.1	6.3	3.2
A068270	셀트리온	2008년 3월	2011년 7월	40	1,812.5	1787.3	(4.8)	24.9	-	31.4	-	0.6	6.6	6.0
A051910	LG화학	2008년 11월	2011년 5월	10	681.1	582.0	(4.0)	3.6	5.3	13.9	8.6	1.2	4.9	3.7
A035720	카카오	2005년 4월	2007년 11월	31	393.7	284.6	26.9	21.4	적자	26.6	-	2.7	9.1	6.5
A035720	카카오	2009년 2월	2011년 11월	33	472.5	398.8	26.0	(6.0)	11.3	15.1	3.8	1.9	4.4	2.5
A035720	카카오	2019년 1월	2020년 7월	18	245.4	246.4	(1.8)	8.7	58.1	69.6	11.6	1.5	5.2	3.7
A005380	현대차	2008년 12월	2011년 5월	29	539.2	448.7	(6.6)	10.1	5.5	10.2	4.7	0.5	2.2	1.6
A036570	엔씨소프트	2008년 1월	2011년 1월	36	330.2	302.8	0.8	(2.4)	13.8	16.7	2.9	2.0	4.7	2.7
A036570	엔씨소프트	2014년 9월	2017년 9월	36	245.4	226.8	2.6	6.7	12.6	17.1	4.5	2.2	4.5	2.3
A036570	엔씨소프트	2018년 5월	2020년 7월	26	168.0	177.9	(1.4)	3.0	13.5	21.0	7.6	3.0	7.5	4.6
A051900	LG생활건강	2009년 2월	2012년 12월	46	339.5	251.6	2.1	0.4	17.4	30.6	13.3	5.2	9.3	4.2
A012330	현대모비스	2008년 11월	2011년 6월	31	545.2	449.9	(2.9)	6.1	5.0	11.9	6.9	1.1	3.3	2.2
A005490	POSCO	2006년 7월	2007년 9월	14	188.8	138.9	11.6	(10.5)	6.8	14.6	7.8	0.9	2.2	1.3
A000270	기아차	2009년 2월	2011년 4월	24	1,046.1	939.8	(7.7)	13.7	6.4	9.7	3.3	0.4	2.8	2.4
A096770	SK이노베이션	2008년 11월	2011년 4월	29	241.2	137.4	1.5	2.1	5.6	8.9	3.3	0.9	1.8	0.9
A009150	삼성전기	2008년 12월	2010년 7월	19	309.9	253.5	(5.4)	8.4	21.0	14.6	(6.4)	1.3	3.6	2.3
A009150	삼성전기	2016년 11월	2018년 8월	21	247.7	230.6	4.7	17.8	26.4	16.4	(9.9)	0.8	2.7	1.9
A090430	아모레퍼시픽	2013년 1월	2015년 6월	29	281.7	276.0	1.6	(5.1)	20.7	40.3	19.6	3.2	9.6	6.4
A010950	S-Oil	2010년 5월	2011년 4월	11	208.5	174.9	3.2	(0.2)	8.5	10.3	1.8	1.5	3.9	2.4
A009540	한국조선해양	2004년 11월	2007년 1월	26	350.9	296.0	10.5	0.3	11.5	8.2	(3.2)	0.6	2.1	1.5
A011170	롯데케미칼	2008년 11월	2011년 7월	32	876.3	778.0	4.6	(2.8)	5.3	9.3	4.1	0.5	2.7	2.3
A006800	미래에셋대우	2004년 11월	2007년 7월	19	885.5	765.3	3.5	(5.0)	9.9	16.3	6.4	0.5	3.1	2.6
A068760	셀트리온제약	2017년 9월	2018년 1월	4	431.7	424.5	0.9	(0.7)	-	-	-	1.8	11.3	9.5
A000720	현대건설	2004년 6월	2007년 10월	40	1,175.9	1013.1	(1.7)	10.7	3.0	23.6	20.6	1.1	4.5	3.4
A010140	삼성중공업	2004년 8월	2007년 7월	35	896.1	755.6	10.5	(15.7)	8.5	17.5	9.0	0.6	5.7	5.1
A009830	한화솔루션	2008년 11월	2011년 6월	31	910.0	814.8	14.2	(7.0)	4.1	10.2	6.1	0.3	1.8	1.5
A000080	하이트진로	2018년 10월	2020년 7월	21	177.1	169.6	11.2	(2.9)	18.8	27.0	8.2	0.9	3.0	2.1
A128940	한미약품	2014년 10월	2015년 11월	13	880.3	878.8	(3.6)	5.1	20.6	61.5	40.9	1.6	15.5	13.9
A008770	호텔신라	2008년 10월	2014년 9월	71	837.3	755.8	(8.1)	23.2	9.9	30.3	20.5	1.0	6.7	5.7
A071050	한국금융지주	2004년 7월	2007년 10월	39	1,272.2	1091.4	2.8	15.3	5.9	13.8	7.9	0.3	2.3	1.9

주: 파란색 음영표시는 현재 주도주
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

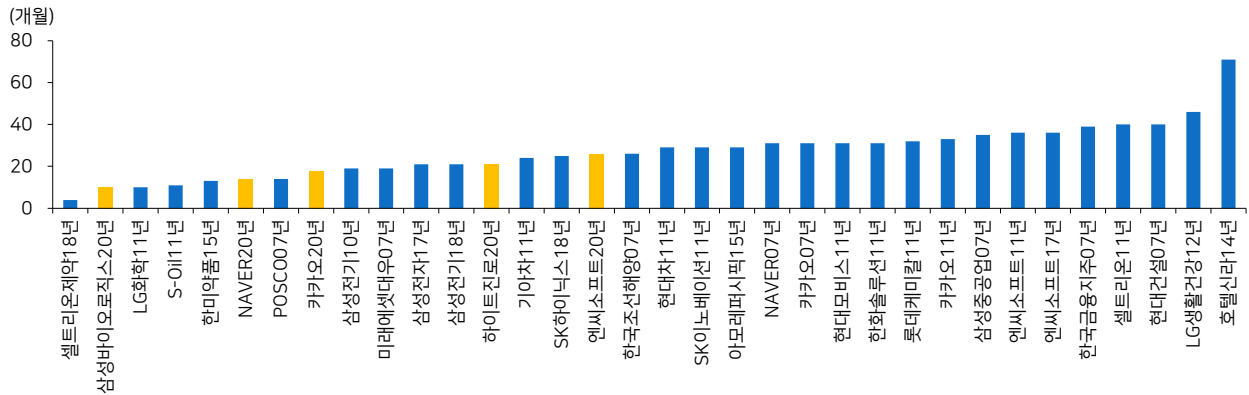
과거 주도주 상승 패턴 중앙값은
상승 28개월, 절대수익률 372%,
PER 11.1배 -> 16.4배
PBR 1.1배 -> 4.5배

앞의 테이블에서 보듯이 주도주 상승 사례는 개별 종목의 특징에 따라 다양한 분포를 보인다. 큰 틀의 패턴 파악을 위해 과거 사례의 중앙값(median)을 보자. 상승월은 28개월이고, 절대수익률 372%, 초과수익률 299%이다. 외국인, 기관 양쪽의 순매수가 동반됐으며, PER은 11.1배에서 16.4배까지 상향됐으며 PBR은 1.1배에서 4.5배까지 상향됐다.

최근의 증시 주도주는 상승 기간과 상승폭 측면에서는 과거 주도주 상승 사이클 패턴에 비해서는 절반 정도 수준. 단순 비교시 장기 상승 여력이 충분한 것으로 평가

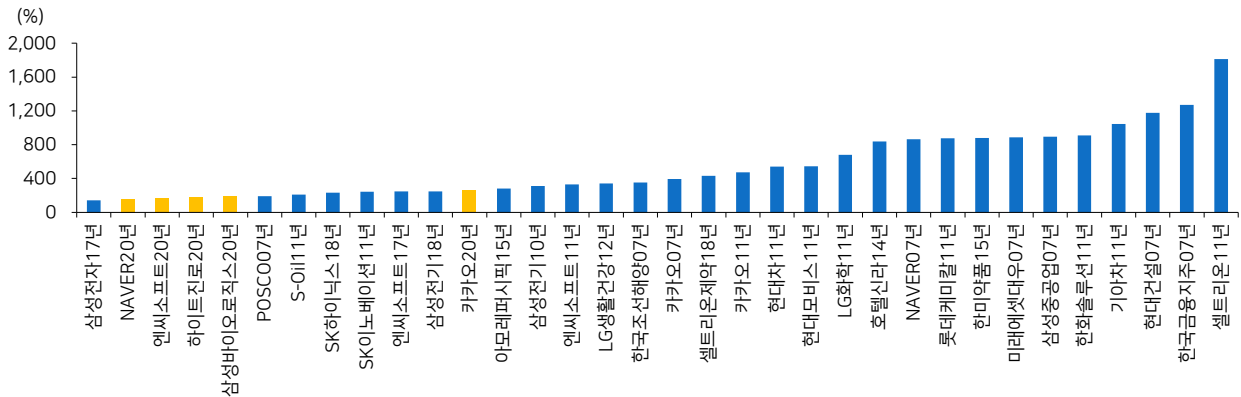
상승기간이 2년 반에 가까운 비교적 긴 기간이라는 점, PER, PBR 상향폭이 상당히 크다는 점이 특징적이다. 현재 주도주라 부를만한 삼성바이오로직스, NAVER, 카카오, 엔씨소프트, 하이트진로의 경우를 보자. 우선, 상승기간은 10개월에서 26개월에 분포하므로 과거 주도주 상승월 중앙값인 28개월보다 현저히 낮은 상황이다. 절대수익률도 카카오(245%)를 제외하고는 150% 전후로 과거 주도주 중앙값 372%보다 절반 수준이다.

그림8 과거 및 현재 주도주 상승월수



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림9 과거 및 현재 주도주 상승기간 절대수익률



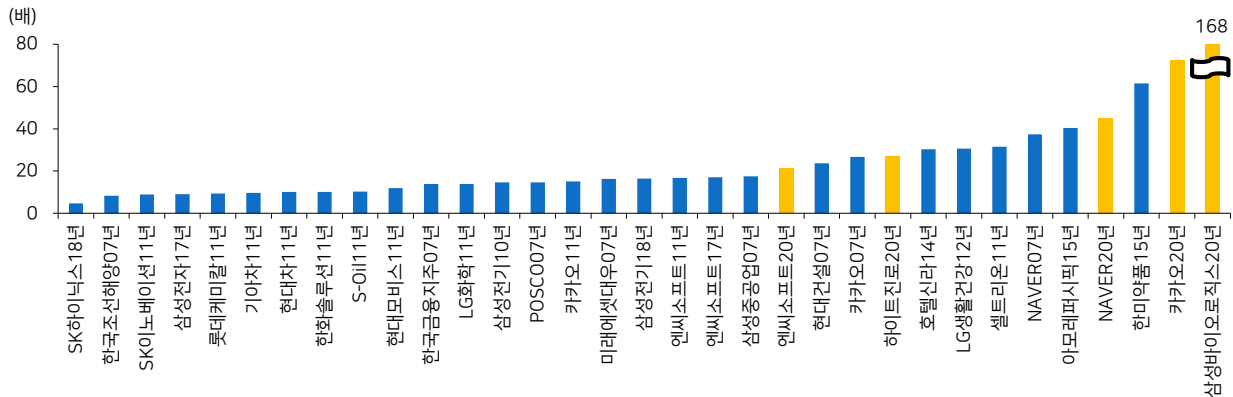
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

한편, 밸류에이션을 보면 현 주도주의 단기 속도 조절론이 가능하다. 과거 주도주 상승 패턴상 주가 고점의 PER 중앙값이 16.4배였던 점에 비해 현 주도주는 가장 PER이 낮은 엔씨소프트가 21배, 하이트진로 27배, NAVER, 카카오가 각각 45배, 70배이다. 삼성바이오로직스는 168배에 달한다. 물론, 현재 주도주의 사업 영역인 플랫폼 경제, 제약업의 성장 잠재력, 업종간 침투 가능성 등을 과거의 전통 경기 민감주와 비교하는 것은 무리가 있다.

현재 주도주는 밸류에이션 상으로 과거 주도주 PER 범위 상단에 위치, 초저금리 환경과 현 주도주의 무형자산의 가치의 반영의 결과임 단기적으로는 밸류에이션 부담 논란과 하락 변동성 위험 증가

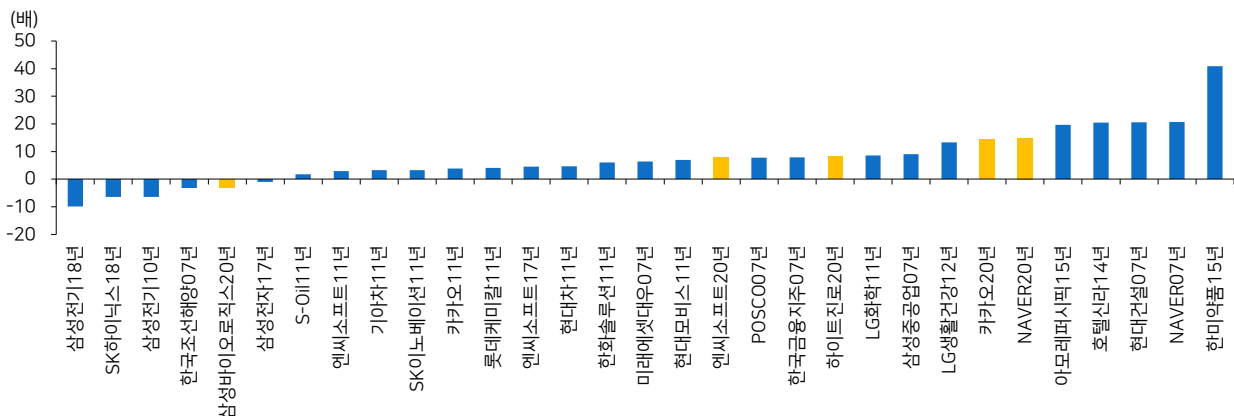
현재의 초저금리 환경과, 주도주가 보유한 무형자산(브랜드 가치, 플랫폼 확장성, 고객 장악력, 잠재적 신약 개발 능력 등)을 고려하면 현 주도주의 가격이 높지 않다는 반론도 가능하다. 다만, 그렇다고 하더라도 무형자산 밸류에이션에 대한 증시의 합의된 방법론이 충분히 공론화되지 못한 점, PER 50배 이상의 종목이 과거에 보였던 높은 변동성 등을 고려하면, 적어도 단기적으로 현재 주도주의 일부 조정 가능성(10~20% 전후)이 높아졌다는 판단이다.

그림10 과거 및 현재 주도주 상승기간 종료 후 PER(현재 주도주는 현재의 PER 표시)



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 과거 및 현재 주도주 상승기간의 PER 상향폭



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

현 주도주의 장기 전망 긍정적
단기적으로는 valuation 급등 피
로감, 외국인 매도 전환으로 하락
변동성 유의할 것

현재의 주도주 valuation을 걱정하는 또 다른 이유는 해당 주도주에 대한 외국인
들의 매수 지속성이 일관되게 나타나지 않는 점이다. 현재의 주도주 5종목 중 카
카오를 제외하고는 6월 이후 외국인은 매도세로 전환했다. 과거 성장주들의 단기
주가 급등 후 실적 발표 전후에 단기 주가 조정이 빈번하게 나타났던 점도 유의할
만 하다.

거의 전 산업의 디지털 전환이 요구되는 현 시점에서 현재 주도주의 장기 전망은
매우 긍정적이다. 단기적으로는 valuation 급등 피로감, 외국인 수급의 연속성 부
재로 하락 변동성에 유의할 시점으로 평가한다. 과거 주도주의 주가 상승, 하락 패
턴에 대한 좀 더 세밀한 분석은 이후 보고서에서 추가로 설명할 예정이다.

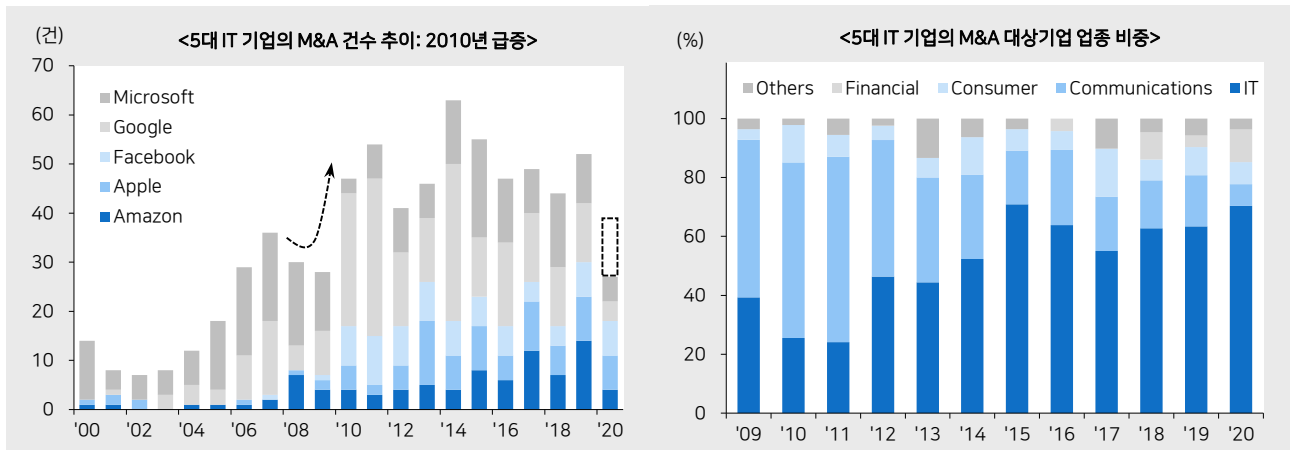
표2 미국 주도주 과거 상승 패턴

코드	종목명	상승시작	상승종료	상승 기간 (월)	수익률		PER(12M Fwd)			PBR(Trailing)		
					절대 수익률 (%)	초과 수익률 (%p)	시작 시점 (X)	종료 시점 (X)	상승폭 (X)	시작 시점 (X)	종료 시점 (X)	상승폭 (X)
최대				55	858.3	808.7	154.6	162.7	8.0	20.0	44.0	24.0
상위25%				43	651.3	573.5	87.0	95.0	8.0	15.4	28.1	12.7
중앙값				26	347.6	306.0	23.5	34.0	10.5	5.5	19.2	13.7
하위25%				19.5	172.0	129.0	21.5	28.8	7.3	3.5	10.0	6.5
최소				11	111.0	84.5	16.3	5.2	-11.1	0.7	2.6	1.9
AAPL.OQ	Apple Inc	2009년 2월	2012년 9월	43	647.1	551.1	16.3	12.5	-3.8	3.5	5.6	2.1
MSFT.O	Microsoft Inc	2018년 12월	2020년 7월	19	111.0	84.5	21.4	34.0	12.5	9.1	14.2	5.1
AMZN.OQ	Amazon.com Inc	2016년 12월	2018년 8월	20	168.4	138.8	84.4	88.7	4.2	20.0	28.0	8.0
GOOG.OQ	Alphabet Inc	2015년 6월	2020년 1월	55	175.5	119.2	17.0	26.0	9.0	3.4	5.1	1.7
FB.OQ	Facebook Inc	2013년 6월	2018년 1월	55	651.8	576.0	36.9	27.0	-9.9	5.1	7.6	2.6
TSLA.O	Tesla Inc	2019년 8월	2020년 7월	11	518.0	509.7	154.6	162.7	8.0	7.1	28.1	21.0
MA.N	Mastercard Inc	2016년 2월	2018년 9월	31	156.1	105.3	24.0	30.8	6.8	16.1	44.0	27.9
V.N	Visa Inc	2016년 11월	2020년 1월	38	157.3	110.6	22.9	30.6	7.7	5.5	12.4	6.9
ADBE.OQ	Adobe Inc	2016년 12월	2020년 7월	43	347.6	306.0	26.4	43.2	16.8	7.0	20.3	13.3
NVDA.OQ	NVIDIA Corp	2016년 1월	2018년 8월	31	858.3	808.7	21.6	32.9	11.3	3.5	19.4	15.9
NVDA.OQ	NVIDIA Corp	2019년 5월	2020년 7월	14	201.7	186.5	23.0	45.4	22.4	8.5	19.2	10.7
MU.O	Micron Technology	2012년 10월	2014년 11월	25	562.7	516.3	-	-	-	0.7	19.2	18.5
MU.O	Micron Technology	2016년 3월	2018년 5월	26	450.0	418.7	19.0	5.2	-13.8	0.9	2.6	1.7
NFLX.OQ	Netflix Inc	2012년 9월	2014년 2월	17	718.6	689.5	80.2	95.7	15.6	4.4	19.9	15.5
NFLX.OQ	Netflix Inc	2016년 9월	2018년 6월	21	297.2	271.8	136.1	105.0	-31.1	17.5	42.3	24.8

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 박범지 연구원

5대 IT 공룡과 M&A



주: 완료된 M&A 딜 기준. 2020년은 7월 15일까지 집계. 점선은 2020년 진행중인 딜 포함
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

5대 IT 공룡: Amazon, Apple, Facebook, Google, Microsoft

미국의 5대 IT 공룡이라고 불리는 Amazon, Apple, Facebook, Google, Microsoft는 합산 시가총액이 약 5.8조 달러에 달하며 S&P500 전체 시가총액의 22.1%를 차지하고 있다. 너무 거대해진 나머지 이들 중 Microsoft를 제외한 4개 기업은 작년부터 반독점법 위반 혐의로 조사를 받고 있는데, 지난 2월 미국 연방거래위원회(FTC)에서 반독점 조사 범위를 과거 소규모 기업 M&A까지 확대했으며, 최근 10년 동안의 모든 M&A 관련 자료를 제출하라는 명령을 내렸다.

M&A는 기술 플랫폼 기업으로 성장할 수 있었던 배경 중 하나

이들의 M&A에 주목하는 배경은 다음과 같다. 5대 IT 기업들의 M&A 건수를 보면 2010년 금융위기가 끝난 직후 폭발적으로 증가하였는데, 이들이 본격적으로 시장을 주도하는 대형 IT 기업으로 자리매김하기 시작한 시기와 유사하다. M&A를 통해 몸집을 키우기 시작한 것이 기술 플랫폼 기업으로 성장할 수 있었던 배경 중 하나라고 할 수 있다.

IT 기업 인수에 집중하는 것은 미래 성장 산업을 선점하려는 노력

또한, 최근 인수대상 기업들의 업종 구성을 보면 IT 기업들 중심으로 M&A가 이루어지고 있는데 무엇보다도 기술이 중요해졌기 때문이다. 자율주행, 인공지능 등 4차 산업혁명이라는 미래 성장 산업을 빠르게 선점해 독점적 지위를 공고히 하기 위한 노력으로 볼 수 있다. 반독점을 이유로 M&A에 대한 규제가 시행된다면 이들에게 치명적일 수밖에 없는 이유이기도 하다.

위기 직후 M&A가 급증한 점에도 주목해야

한편, 금융위기 직후 M&A가 급증했던 것처럼 올해 상반기 동안 역대 가장 빠른 속도로 M&A가 이루어지고 있는데, 벌써 39건의 딜이 진행중이거나 완료되었다. COVID19가 이들 기업에게 절호의 기회로 작용한 듯하다. 현재 반독점 조사를 받고 있는 4개 기업의 CEO들은 7월 27일 예정된 미 하원 반독점 청문회에 출석하여 증언을 할 예정이다. 이번 반독점 청문회 결과가 이들 기업의 향방을 결정지을 수도 있는 만큼 예의주시할 필요가 있다.

칼럼의 재해석 이정연 연구원

Covid-19 이후 ESG 채권 시장 변화

ESG 채권은 친환경 사업을 위해 발행하는 '녹색 채권(Green Bond)', 사회 문제 해결을 목적으로 발행하는 '사회적 채권(Social Bond)', 친환경과 사회 문제 해결 등이 결합된 '지속가능 채권(Sustainability Bond)'를 지칭한다. 글로벌 ESG 채권 시장은 2007년 녹색 채권이 발행되면서 성장했다. 최근에는 사회적 채권에 대한 관심이 증가하며 코로나바이러스 이후 발행량이 급증하기 시작했다. S&P Global 자료에 따르면 2020년 상반기 녹색 채권 발행량은 작년 같은 기간 대비 감소한 반면, 6월까지 500억달러의 사회적 채권이 발행되면서 2019년 전체 사회적 채권 발행량의 두 배 이상이 상반기에만 발행됐다.

다만, 최근 발행량이 증가한 사회적 채권에 대해 'Social Washing' 문제가 대두되고 있다. 발행사들은 자금을 사회적 이익에 투자하겠다는 당초 계획과 달리 다른 목적으로 사용하고 있는 경우가 나타나는 것이다. 지난 3월 미국 제약회사 화이자는 10년 만기 채권 12억 5,000만달러의 사회적 채권을 발행했으나, 일시적으로 "단기 투자"나 "기타 차입금을 상환하는 데 사용"할 수 있다고 밝히면서 사회적 채권에 대한 투명성 문제가 거론되고 있다. 국제적으로 국제자본시장협회(ICMA)에서 제정한 ESG 채권 원칙이 있으나 이러한 원칙에 대한 준수 여부는 현재 선택 사항이다. 국내 역시 ESG채권에 대한 요건을 규정하는 국내 법률 및 기준 등은 없는 상황이다. 이에 따라 사회적 채권에 대한 기준 사항이 개선되어 자금 사용처에 대한 투명성이 확보되기 전까지는 사회적 채권 투자에 유의할 필요가 있다.

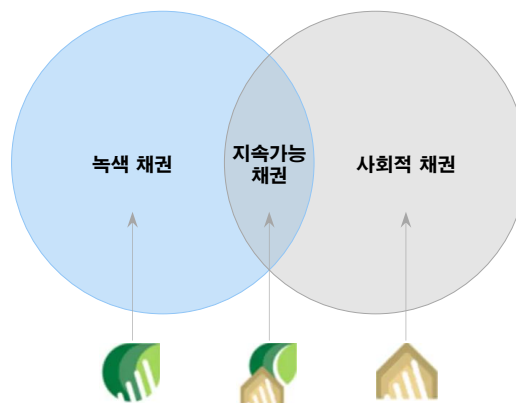
ESG 채권이란

ESG 채권은 녹색 채권, 사회적 채권, 지속가능 채권을 지칭

ESG 채권은 발행자금이 친환경 또는 사회적 이득을 창출하는 프로젝트에 사용되는 채권이다. 크게 3가지 유형으로 분류되어 1) 녹색 채권(green bond), 2) 사회적 채권(social bond), 3) 지속가능 채권(sustainability bond)을 지칭한다.

녹색 채권은 신재생 에너지 등 친환경 프로젝트나 사회기반시설에 투자할 자금을 마련하기 위해 발행하며, 사회적 채권은 사회가치 창출 사업에 투자할 자금을 마련하기 위해 발행하는 채권이다. 지속가능 채권은 환경 친화적이고, 사회가치를 창출하는 사업에 투자할 자금을 마련하기 위해 발행하는 채권으로 녹색 채권과 사회적 채권 두 가지 성격을 모두 포함하고 있을 경우 지속가능 채권으로 지칭한다.

그림1 ESG 채권 종류_녹색 채권 + 사회적 채권 = 지속가능 채권



자료: 메리츠증권 리서치센터

ESG 채권 시장 국내외 현황

파리기후협정 이후 녹색채권 발행량 증가로 ESG 채권시장 성장

글로벌 ESG 채권 시장은 녹색 채권을 중심으로 성장하고 있고 최근 사회적 채권 시장 역시 가파르게 성장하는 중이다. 우선 녹색 채권은 2007년 유럽투자은행이 신재생 에너지 개발과 에너지 효율성 향상을 위해 'Climate Awareness Bond'라는 채권을 발행하면서 시장이 형성됐다. 2015년 파리기후협정 이후 기후재정의 중요성이 강조되면서 녹색 채권 발행량이 증가하기 시작했다.

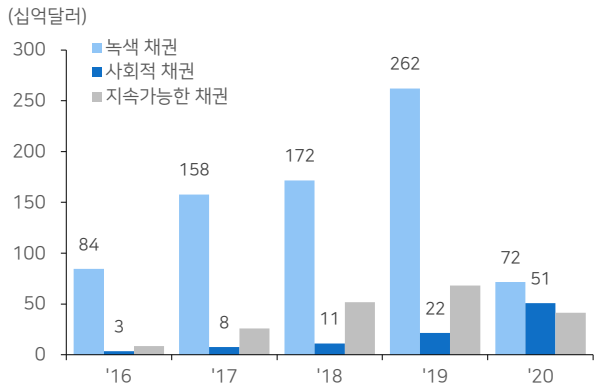
2017년 이후 사회적 채권 발행량 증가

사회적 채권은 2010년 영국의 피터버러시에서 범죄자들의 재범죄율을 낮추기 위한 목적으로 발행되며 등장하기 시작했다. 네덜란드 Waterschapsbank가 2017년 ~ 2018년 사회적 채권을 대폭 발행(2017년 48억달러, 2018년 32억달러)하며 사회적 채권 발행이 증가했다.

한국은 한국주택금융공사의 MBS 발행으로 사회적 채권 시장 형성

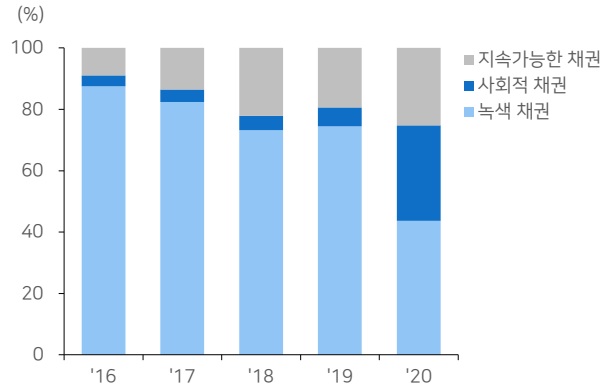
국내에서는 한국수출입은행이 2013년 최초로 저탄소 친환경 산업 프로젝트에 지원하는 5억달러 규모의 녹색 채권 발행으로 ESG 채권 발행을 시작했다. 이후 한국주택금융공사에서 5,208억원 규모의 MBS를 시작으로 모든 유동화증권(MBS, 커버드본드)을 사회적 채권으로 발행하면서 ESG 발행량이 크게 증가했다.

그림2 ESG 채권 펀드 종류별 발행규모



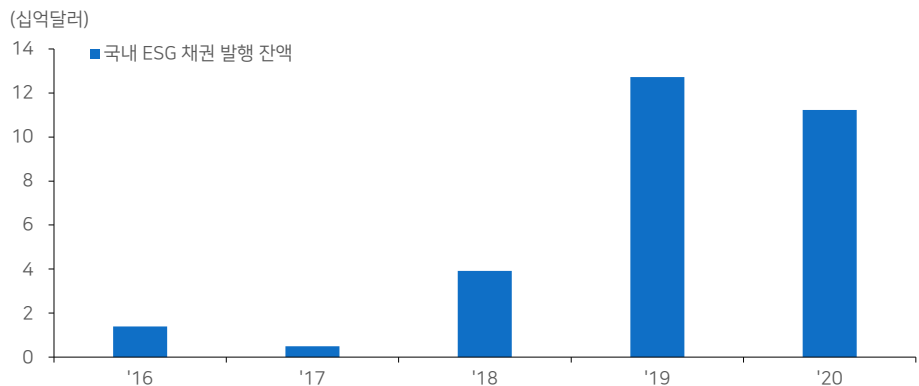
주: 2020년은 6월 15일까지 누적 데이터
 자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

그림3 ESG 채권 유형별 발행 비중



주: 2020년은 6월 15일까지 누적 데이터
 자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 ESG 채권 발행 잔액



주: 2020년은 7월 13일 까지의 누적 데이터 / 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

코로나바이러스 이후 변화

코로나바이러스로 사회적 채권 발행량 대폭 증가

올해에는 코로나바이러스 확산 사태에 대응해 발행한 사회적 채권 발행량이 크게 증가했다. S&P Global 자료에 따르면 2020년 상반기 녹색 채권 발행량은 감소했다. 반면, 500억달러의 사회적 채권이 발행되면서 2019년 전체 사회적 채권 발행량의 두 배 이상이 상반기에만 발행됐다. 사회적 채권 발행이 일반 채권 대비 이미지 개선 효과와 정부의 지원, 연기금의 자금을 받을 수 있다는 장점에서 긍정적으로 평가받기 때문이다.

사회적 채권을 다른 목적으로 사용하는 "Social Washing" 문제 등장

다만, 지속가능투자 분야 애널리스트들은 "Social Washing"에 대해 시장에 경각심을 가질 필요가 있다고 지적하고 있다. 발행사들은 자금을 사회적 이익에 투자하겠다는 당초 계획과 달리 다른 목적으로 사용하고 있기 때문이다. 지난 3월 미국 제약회사 화이자는 10년 만기 채권 12억 5,000만달러를 발행했다. 사회적 채권을 통해 받은 자금을 지속가능성과 관련된 '적합한 프로젝트(eligible projects)'에 사용하는 것이 목적이란 밝힌 것과 달리 "단기 투자"나 "기타 차입금을 상환하는 데 사용"될 수 있다고 실제 투자설명서에 명시했다.

녹색 채권 대비 짧은 역사를 가진 사회적 채권

녹색 채권 대비 사회적 채권은 역사가 짧은 초기 단계임에 따라 채권을 구조화하고 성과를 평가하는 방법에 관한 규정이 명확하지 않다. 녹색 채권 역시 초기 단계에 "Green Washing"이 빈번하게 나타났고, 친환경에 대한 정성적인 부분을 정량적으로 측정하여 판단기준을 명료하게 세우기까지 12년 이상 걸렸다.

ESG채권을 규정하는 국제 원칙이 있으나 준수여부는 선택사항 사회적 채권에 대한 투명성 확보가 필요한 시점

사회책임투자채권에 대한 요건을 규정하는 국내 법률 및 기준 등은 아직까지 없다. 국제적으로 국제자본시장협회(ICMA)에서 제정한 녹색 채권원칙, 사회적 채권원칙, 지속가능채권 가이드라인 및 국제기후기구(CBI)에서 개발한 기후채권표준(CBS) 등이 있으나, 이러한 원칙에 대한 준수 여부는 아직까지 선택 사항이다. 사회적 채권에 대한 기준 사항이 개선되어 자금 사용처에 대한 투명성이 확보되기 전까지는 사회적 채권 투자에 유의할 필요가 있을 것이다.

Rise in Covid-19 bond issuance fans fears over 'social washing' (Financial Times)