



침체가 예상되는 4분기 ELS 시장(요약)

1. 3분기 ELS 발행 감소의 배경

- 홍콩 H지수 급락으로 관련 ELS 중 7월 57% 8, 9월 대부분 조기 상환 실패. 2분기까지 대부분 발행 물량이 조기 상환된 상황이라 조기 상환 실패는 신규 발행 재원 감소로 귀결. 3분기 중 삼성전자와 니케이225 지수 관련 물량 역시 일부 조기 상환에 실패
- 신규 발행 물량이 조기 상환 물량 상회해 ELS 발행 잔고 증가. 장기 상승 진행 후 주가 조정 받으며 ELS 미상환 잔고 증가해 주가 조정 국면 길어질 가능성 부각

2. 삼성전자 관련 ELS 발행 급감

- 혼합형과 주식형 ELS에서 삼성전자 기초자산 금액은 3분기에 2분기의 절반 수준으로 하락
- 8, 9월에는 혼합형과 주식형 ELS에서 AMD를 기초자산으로 하는 금액이 가장 많이 발행됨

3. 4분기 ELS 발행 침체 예상되나 ELS의 매력도 증가 전망

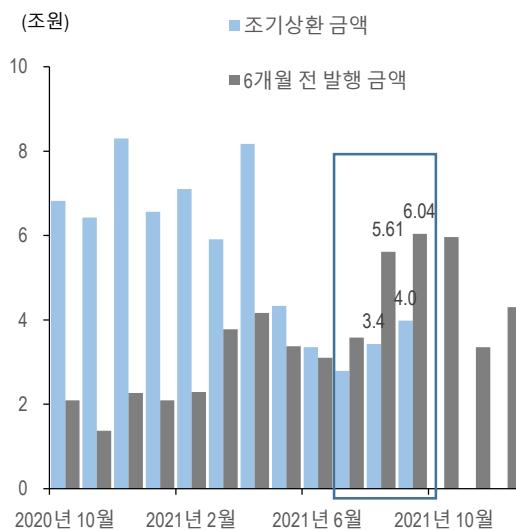
- 홍콩 H지수가 강하게 반등하지 않는다면 4분기에도 관련 ELS들이 대부분 조기 상환 실패 예상
- KOSPI200 지수 역시 현재 주가 수준을 유지하거나 하락할 경우 조기 상환 실패 물량 존재함. KOSPI200 지수는 기준가격 낮아지고 쿠폰 수익률 증가해 상대적으로 ELS 매력도 증가 전망

1. 3분기 ELS 발행 감소의 배경

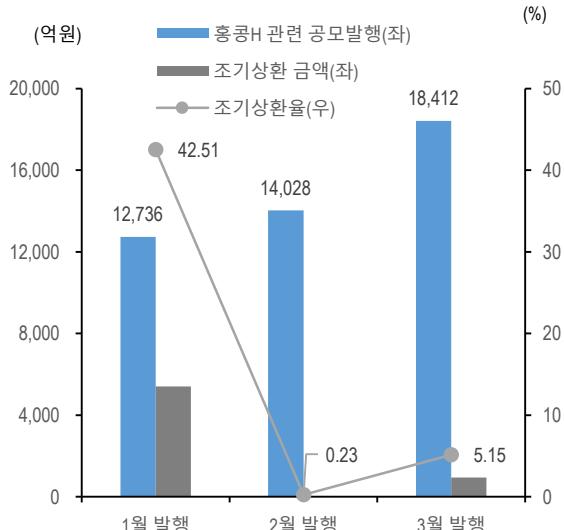
3분기 ELS 발행 금액은 10.83조원으로 2분기 13.61조원에 비해 약 -20.5% 감소했다. 3분기 ELS 발행 감소의 가장 큰 원인은 조기 상환 금액의 감소로 신규 발행에 투자하기 위한 재원이 줄어들었기 때문이다. 2분기 조기 상환 금액은 15.86조원인 가운데 3분기에는 10.2조원으로 -35.7% 감소했다.

조기 상환 감소는 대부분 홍콩H 지수 관련 ELS 물량이었다. 2월에 발행한 홍콩 H지수 관련 ELS는 0.23%의 조기 상환율을 기록했고, 3월에 발행한 물량도 5.15%에 그쳤다. 2월과 3월에 홍콩 H 지수 관련 전체 ELS 발행 금액이 각각 1.58조와 2.04조원으로 이들 금액이 대부분 조기 상환에 실패했기 때문에 8, 9월 조기 상환 금액이 6개월 전의 발행 금액 대비 2조원 가량 줄어들게 되었다. 문제는 3분기에도 홍콩 H 지수 관련 ELS 금액이 조기 상환에 실패할 가능성이 높다는 것이다. 4~6월에 발행한 홍콩 H지수 관련 ELS들이 조기 상환 되기 위해서 적어도 10,000pt를 상회해야 하는데 9월 말일 기준 8,726pt 수준에 불과하다. 더구나 홍콩 H 지수 관련 ELS 발행금액은 4월에 3.16조원, 5월 1.71조원, 6월 1.93조원 등 액수가 적지 않아 향후 발행 시장에 부담이 될 가능성이 높다고 판단된다.

[차트1] 월별 ELS 조기 상환 금액과 6개월 전 발행 금액
추이. 8, 9월에 6개월 전 발행 금액보다 조기상환 금액 감소



[차트2] 7, 8, 9월 홍콩 H 관련 ELS 조기 상환 통계, 7월
조기 상환율 42.51%, 8월 0.23%, 9월 5.15% 기록



자료: 유안티증권 리서치센터

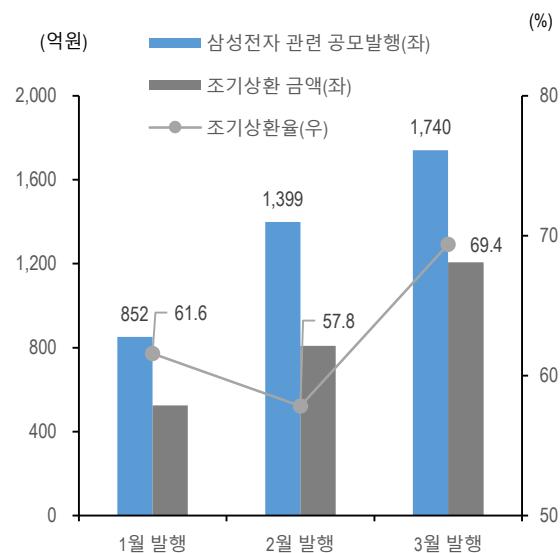
자료: 유안티증권 리서치센터

2. 삼성전자 관련 ELS 발행 급감

3분기 주식형과 혼합형 ELS 발행에서 가장 눈에 띄는 점은 삼성전자 발행 감소와 해외 주식형 발행의 증가를 들 수 있다. 앞서 지적했듯이 삼성전자를 기초자산으로 하는 ELS가 3분기에 일부 조기상환에 실패했고, 삼성전자 주가가 중기적으로 하락세를 형성 중이기 때문에 삼성전자를 기초자산으로 하는 ELS의 매력도가 떨어질 수 있는 상황이다.

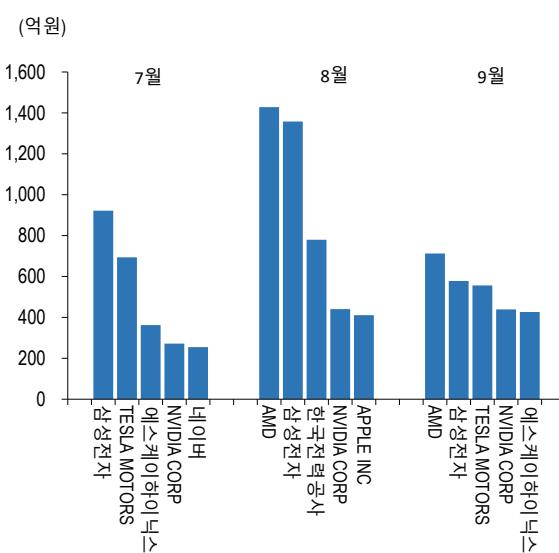
1분기와 2분기 삼성전자를 기초자산으로 하는 ELS 발행 금액이 각각 5,474억, 5,600억 원이었던 반면 3분기에는 2,857억원으로 이전 분기 대비 절반 정도로 줄었다. 특히 8월과 9월에는 혼합형과 종목형 ELS 기초자산 중 부동의 1위였던 삼성전자가 AMD에게 1위 자리를 내주는 모습을 보였다. 8월에 한국전력 주식을 기초자산으로 하는 ELS가 약 780 억원 발행되면서 해외 주식형 ELS의 발행 비중이 줄었지만 7, 9월에는 해외 주식형 비중이 전체 주식형 중에서 각각 75, 87%를 기록하면서 국내 주식에 비해서 해외 주식의 ELS 기초자산으로서 선호도가 높아지는 모습이다. 또한 종목별로는 AMD와 TESLA, NVIDIA 등을 기초자산으로 하는 ELS 발행 금액이 높게 나타났다. S&P500지수의 6월 말 대비 9 월 말 증감률이 +0.23%인 반면 테슬라 14.09%, AMD 5.94%, 엔비디아 3.59%로 상대적으로 수익률이 양호한 종목들에 대해서 ELS 기초자산으로 수요가 많다고 할 수 있다.

[차트3] 7, 8, 9월 삼성전자 관련 ELS 조기 상환 통계, 3분기 중 삼성전자 1/3 정도 조기 상환 실패



자료: 유인티증권 리서치센터

[차트4] 주식형과 혼합형 ELS 기초자산 중 월별 ELS 발행 금액 상위 5개 종목 추이



자료: 유인티증권 리서치센터

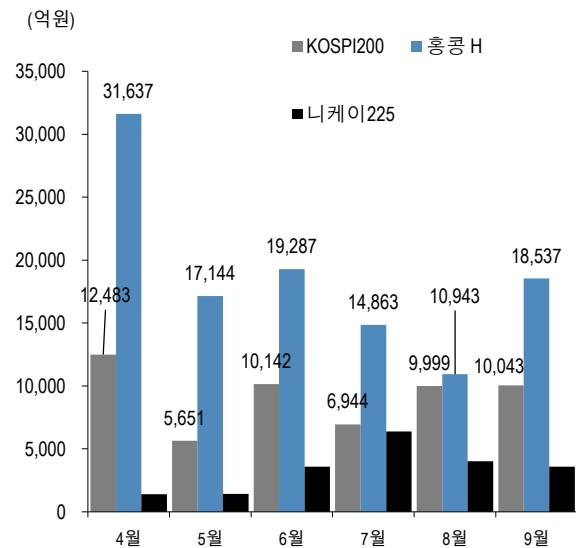
3. 4분기 ELS 발행 침체 예상되나 ELS의 매력도 증가 전망

[차트5]는 올해 4분기와 내년 1분기에 걸쳐 기초자산별로 중간평가 대상이 되는 금액이다. 홍콩 H 지수 관련 금액은 홍콩 H 지수가 기초자산에 포함되는 모든 ELS를 대상으로 한 것이고, KOSPI200은 홍콩 H지수과 니케이225 지수를 포함한 ELS를 제외한 금액, 니케이225는 홍콩 H지수와 KOSPI200 지수를 포함한 ELS를 제외한 금액이다.

최악의 경우를 가정하면 10월에는 위의 차트의 KOSPI200, 홍콩 H, 니케이225 지수에 해당하는 금액 모두가 조기 상환에 실패할 수 있는 것이고, 이 경우 4.5조의 조기 상환 실패가 발생한다. 현실적으로 홍콩 H지수 관련 금액은 조기 상환이 어렵고, 다른 종목들은 상황에 따라 조금 다를 수 있다. 만약 KOSPI가 3분기 중에 3,000pt를 하회하게 되면 KOSPI200 지수 관련 ETF도 대부분 조기 상환에 실패할 것이다. 따라서 4분기 ELS 조기 상환 및 발행과 관련된 전망은 그리 밝지 않다고 볼 수 있다.

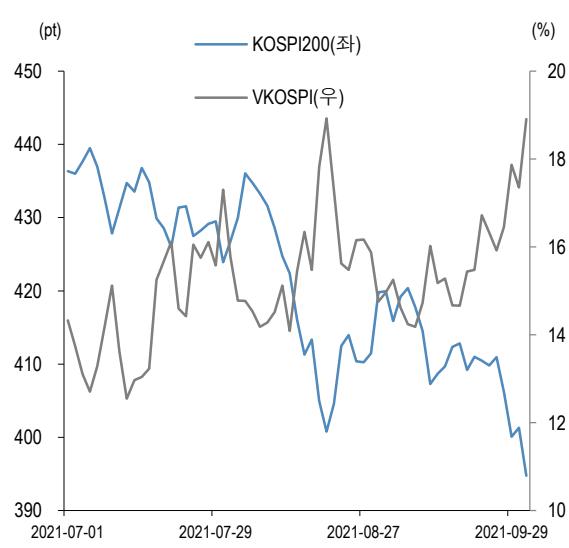
다만 KOSPI200지수의 하락과 그에 따른 변동성 증가로 향후 발행되는 KOSPI200 지수 관련 ELS는 기준가가 낮고, 쿠폰 수익률이 이전에 비해 높게 나타나면서 투자 매력도가 상대적으로 높게 평가될 것이다.

[차트5] 4분기와 내년 1분기 중간평가 예상 금액, 4월에서 6월까지 발행 금액이 4분기에 중간평가 대상이 됨



자료: 유안티증권 리서치센터

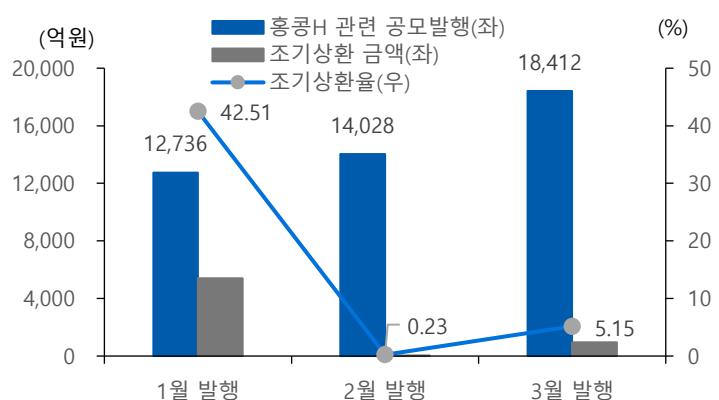
[차트6] KOSPI200 지수와 VKOSPI 추이, 주가 하락 과정에서 변동성 낮아져 ELS 발행 매력 증가



자료: 유안티증권 리서치센터

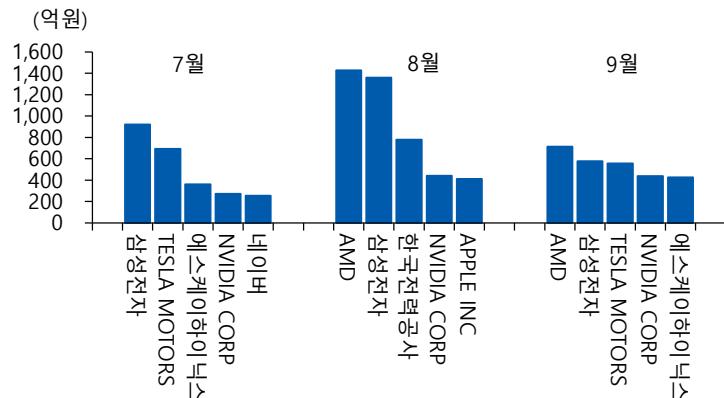
Key Chart

7, 8, 9월 홍콩 H 관련 ELS 조기 상환 통계, 7월 조기 상환율 42.51%, 8월 0.23%, 9월 5.15% 기록



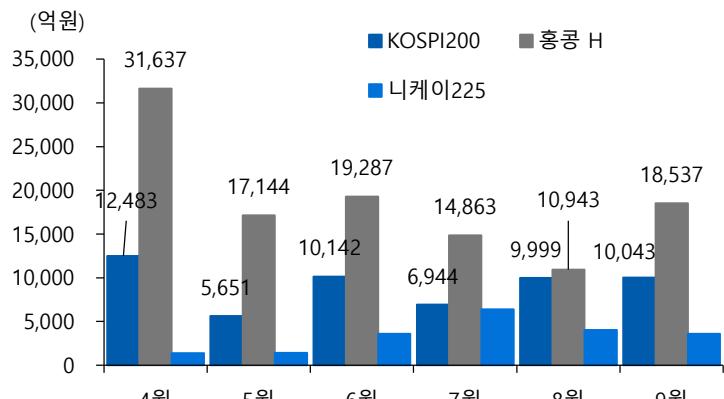
자료: 유안타증권 리서치센터

주식형과 혼합형 ELS 기초자산 중 월별 ELS 발행 금액 상위 5개 종목 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

4분기와 내년 1분기 중간평가 예상 금액, 4월에서 6월까지 발행 금액이 4분기에 중간평가 대상이 됨



자료: 유안타증권 리서치센터