

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 9. 22 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

금리상승에 따른 이자비용 부담 환경
: 이자보상배율 변동요인 악화 기업 선별

오늘의 차트

스웨덴 100bp 금리 인상에도 통화는 절하

칼럼의 재해석

ETF 출시 자문서비스, 유럽 ETF 시장의 화이트 라벨링

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 하시기를 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/ETF**
 Analyst **이정연**
 02. 6454-4895
 jungyeon.lee@meritz.co.kr
 RA **최병욱**
 02. 6454-4876
 byungwook.choi@meritz.co.kr

금리상승에 따른 이자비용 부담 환경 : 이자보상배율 변동요인 악화 기업 선별

- ✓ 글로벌 통화당국 긴축적 통화정책 진행. 올해 한국 회사채 금리, 대출금리 150~250bp 상승
- ✓ 코스피 이자보상배율 6배로 지난해(12배) 대비 낮아질 전망. 이자비용 증가에 기인
- ✓ 다만, 이자비용 증가 규모는 영업이익의 10% 밑도는 수준. 시장에 영향 미칠 수준 X
- ✓ 이자보상배율 1배 하회 기업 대부분 '소형주', 올해 이자보상배율 변동요인 악화 기업 선별

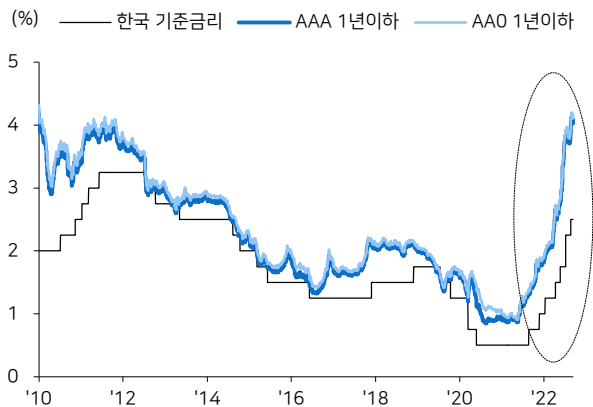
연초 이후 회사채 금리, 대출금리 150~250bp 상승

올해 글로벌 통화당국은 인플레이션을 억제하기 위해 경제성장 둔화 리스크를 감수하면서 긴축적 통화정책을 진행 중이다. 한국은행 역시 기준금리를 지난해 9월 0.75%에서 현재 2.50%까지 1년 사이 175bp 인상했다. 이에 따라 국내 회사채 금리와 대출금리는 같은 기간 150~250bp 이상 상승하며 기업의 이자비용 부담이 증가한 상황이다.

올해 이자보상배율 1배 하회 기업 증가 전망

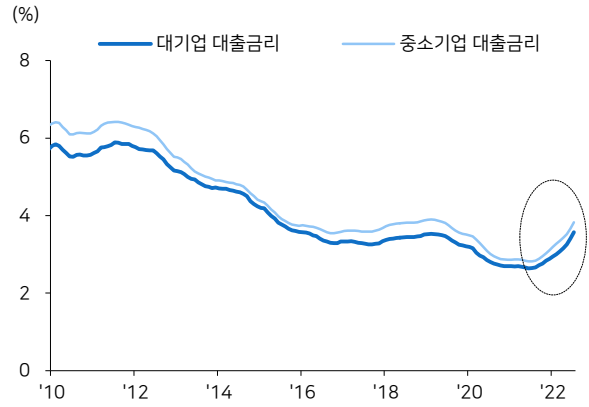
이러한 급격한 금리상승에 따라 영업이익만으로 이자비용을 충당하지 못하는 국내 기업들이 증가할 가능성이 있다. 이번 자료에서는 코스피 상장 종목 전반적으로 영업이익, 이자발생부채, 이자비용을 점검한다. 또한 기업의 이자지급능력을 평가하는 이자보상배율(영업이익/총이자비용)이 1을 하회하는 기업(취약기업)과 향후 이자부담이 가중될 가능성이 있는 종목을 살펴보고자 한다.

그림1 한국 기준금리 vs 회사채 금리



자료: 인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국 대기업 vs 중소기업 대출금리_잔액기준



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

금리상승에 따른 이자비용 증액 규모는 영업익 대비 10% 밑도는 수준

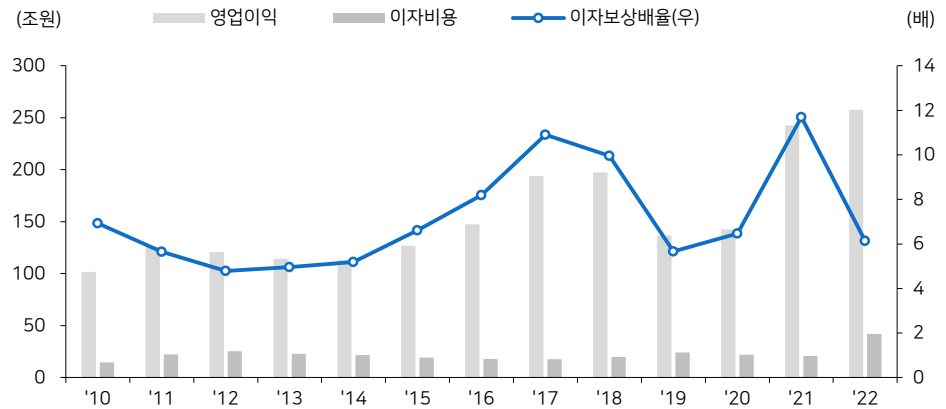
코스피 이자보상배율
: 2021년 12배 → 2022년 6배
이익증가폭 대비 높은 이자비용
증가 영향

올해 코스피 이자보상배율은 6배(영업이익 컨센서스 / (2Q22 이자발생부채규모 * 지난해 차입금 평균 이자율+200bp 가정)로 예상된다. 지난해 12배 대비 크게 낮아진 수준이다. 2021년 제조업 실적이 전반적으로 개선되며 역대 최대 실적을 기록한 가운데, 2%대의 낮은 금리로 이자보상배율이 이례적으로 높았다. 올해의 경우, 영업이익 성장률은 전년동기대비 6% 수준이며, 평균 이자율은 지난해 2.2%에서 4%대로 높아질 가능성 때문에 이자보상배율이 절반 가량 줄어들 전망이다.

이자비용 증가 규모는 올해
영업이익의 10% 밑도는 수준
즉, 시장에 영향 미칠 규모는
아닌것 판단

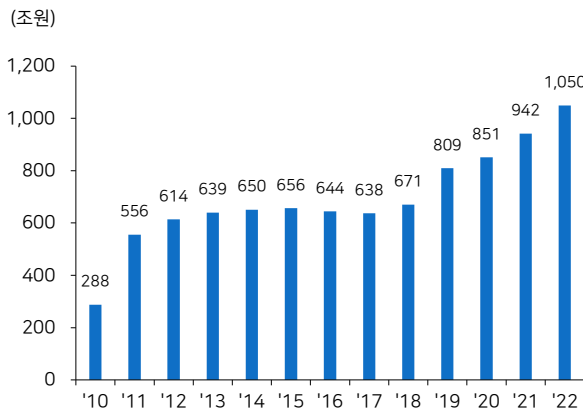
다만, 이자보상배율 6배는 과거 평균 수준이다. 또한 이자발생부채 규모가 1,000조원인 점을 고려했을 때, 금리 상승에 따른 이자비용 증가 규모(지난해 대비 200bp 이자율 상승 가정)는 20조원 가량이다. 즉, 이자비용 증가액은 올해 연간 영업이익 260조원 대비 10%에 못 미친다. 또한 모든 이자발생부채가 시장금리를 즉시 반영하지 않기 때문에 실제로 지난해 대비 이자율 상승폭은 100~150bp 수준일 것이다. 따라서, 이자비용 상승은 시장에 영향을 줄 정도의 규모는 아니다.

그림3 코스피 이자보상배율_영업이익 vs 이자비용



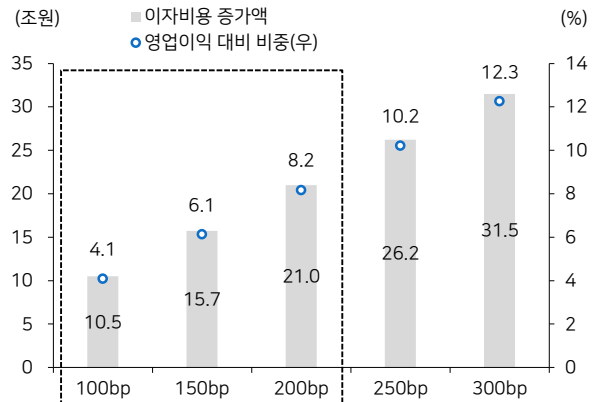
주: 2022년, 2023년 영업이익은 컨센서스 기준, 이자비용은 2Q22 이자발생부채 규모 기준 4% 금리 가정
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림4 코스피 이자발생부채 규모



주: 2022년은 2Q22 기준 / 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 금리상승 폭에 따른 이자비용 증가규모



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

소형주 내 이자보상배율 1배 하회 종목수 증가 예상

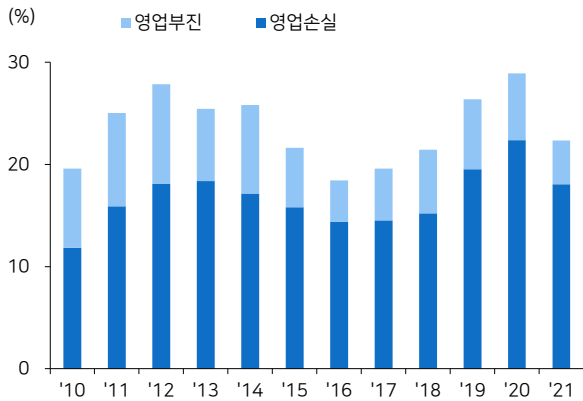
이자보상배율 1배 하회 기업 비중 20~25% 차지, 대부분 '소형주'

합산 금액 기준 이자비용 증가의 시장 영향은 제한적이나, 개별 종목 측면에서는 점검할 필요가 있다. 이자보상배율(영업이익/총이자비용)이 1을 하회하는 '취약기업'은 전체 코스피 상장종목 대비 20~25%를 차지한다. 특히, 취약기업 중 대부분이 소형주이다. 대형주 내 취약기업 비중은 10%에 못 미치나, 소형주의 경우 30% 종목이 취약기업이다. 취약기업 중 80%는 영업적자로 인해 이자를 지불할 수 없으며, 20%는 연간 영업이익이 연간 이자비용을 밀도는 수준이다.

소형주 포진 업종의 취약기업 비중은 예년 수준을 상회

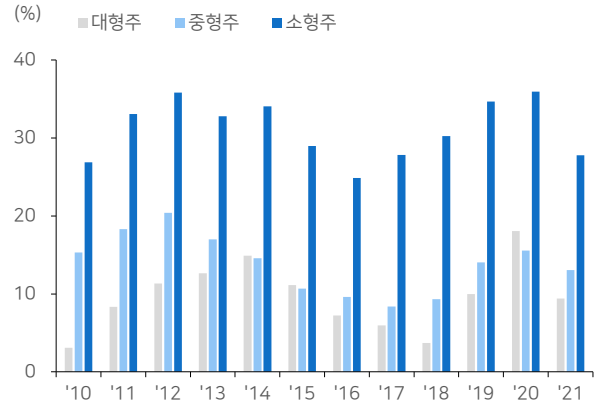
특히, 올해의 경우 앞서 언급한 바와 같이 이자율 상승에 따른 이자부담이 가중되었기 때문에 과거대비 취약기업 비중이 늘어날 가능성이 있다. 업종별로 취약기업 비중을 살펴보면, 대형주들이 포진되어 있는 반도체, 화학, 소프트웨어는 과거대비 취약기업 비중이 낮은 수준이다. 다만, 디스플레이, 호텔/레저서비스, 운송, 소매(유통) 업종은 올해 이자보상배율이 낮아지면서 취약기업 비중이 예년 수준을 크게 상회할 전망이다.

그림6 이자보상배율 취약기업 비중 추이



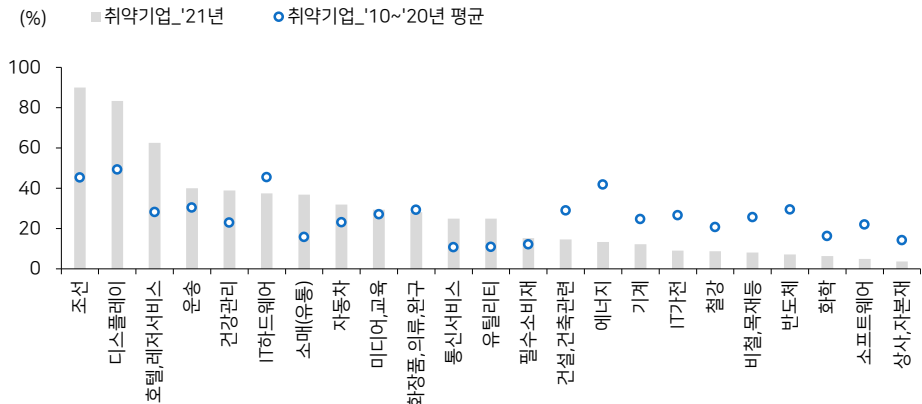
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림7 기업규모별 취약기업 비중



주: 종목별 대/중/소 구분은 코스피 시가총액 규모별 지수 기준
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림8 업종별 취약기업 비중



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

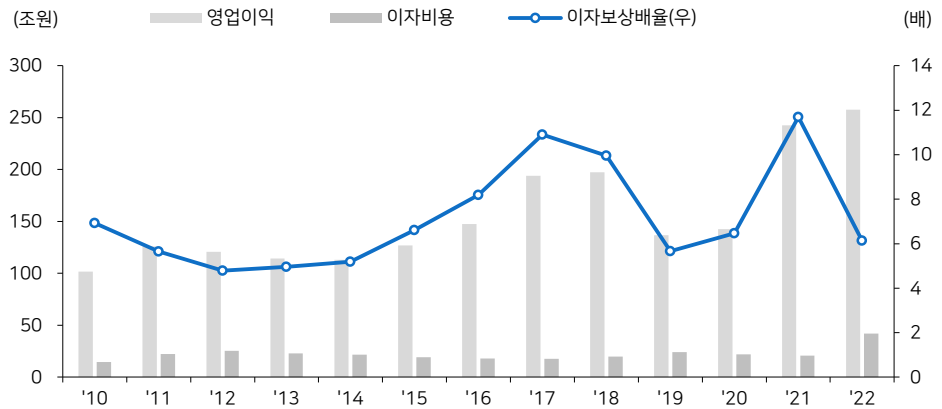
차입금 이자율 상승 → 수익성 악화 → 차입금 의존도 증가로 연결

예년과 달리 올해 이자보상배율 변동요인은 '평균차입비용' 차입비용 증가는 수익성 악화 → 차입금의존도 상승에도 영향

이자보상배율 변동요인은 1) 수익성(총자산 영업이익률), 2) 차입금의존도, 3) 평균 차입비용(차입금평균이자율)으로 나누어 볼 수 있다. 과거 이자보상배율 변동요인은 차입금의존도나 차입비용의 변동보다는 수익성 악화에 따른 영향이 컸다. 올해의 경우 수익성은 전년과 비슷한 수준을 보일 것으로 예상되나, 차입비용 증가(이자율 상승)가 기업들의 이자보상배율 증감에 영향을 줄 것으로 예상. 다만, 차입비용 증가는 수익성(ROA)을 악화시키고 악화된 수익성에 차입금의존도가 높아지는 악순환 가능성이 있다. 따라서, 1) 현재 이자보상배율이 1미만으로 이자부담이 있는 종목과 2) 이자보상배율 각 변동요인이 올해 악화되어 향후 이자보상배율이 낮아질 가능성이 높은 종목을 선별해 보았다.

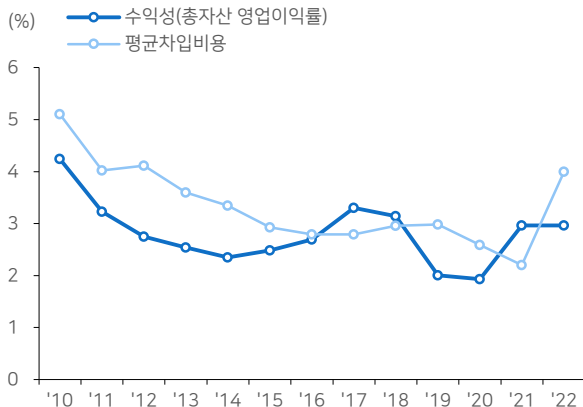
$$\begin{aligned} \text{이자보상배율} &= \frac{\text{영업이익}}{\text{총이자비용}} = \frac{\text{영업이익}}{\text{총자산}} \times \frac{1}{\text{총차입금}/\text{총자산}} \times \frac{1}{\text{총이자비용}/\text{총차입금}} \\ &= \text{수익성(총자산 영업이익률)} \times \frac{1}{\text{차입금의존도}} \times \frac{1}{\text{평균차입비용(차입금평균이자율)}} \end{aligned}$$

그림10 코스피 이자보상배율



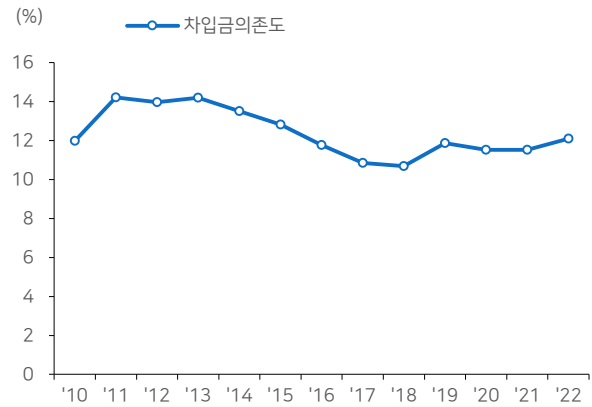
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 수익성, 평균차입비용



주: 2022년 수익성은 2Q22 기준 자산총계 및 2022년 영업이익 컨센서스 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 차입금 의존도



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

올해 이자보상배율 1미만 예상 종목

표1 이자보상배율 1미만 + 총자산 대비 이자발생부채 10% 이상 종목												
코드	종목명	업종	시총 (십억원)	주가 (원)	이자보상 배율(배)	수익성 (%)	차입금 의존도(%)	차입금평균 이자율(%)	영업이익 (십억원)	총자산 (십억원)	이자발생 부채(십억원)	이자발생부채 / 총자산(%)
					2022E	2022E	2Q22	2022E	2022E	2Q22	2Q22	
A015760	한국전력	유틸리티	12,583	19,600	-8.5	-13.0	46.9	3.3	-28,842	221,223	103,727	46.9
A329180	현대중공업	조선	10,742	121,000	-1.7	-1.6	20.7	4.6	-264	16,225	3,366	20.7
A009540	한국조선해양	조선	5,924	83,700	-1.8	-1.4	18.2	4.4	-428	29,922	5,443	18.2
A361610	SK아이이테크	IT가전	5,255	73,700	0.1	0.1	25.2	3.1	3	3,265	823	25.2
A034220	LG디스플레이	디스플레이	5,135	14,350	-1.0	-1.6	36.7	4.4	-575	38,305	14,077	36.7
A251270	넷마블	소프트웨어	5,131	59,700	0.3	0.2	26.0	2.5	18	10,101	2,623	26.0
A010140	삼성중공업	조선	4,849	5,510	-2.7	-2.9	15.7	6.9	-404	13,796	2,169	15.7
A023530	롯데쇼핑	소매(유통)	2,670	94,400	0.7	1.4	48.3	4.0	446	32,477	15,688	48.3
A139480	이마트	소매(유통)	2,576	92,400	0.8	0.7	33.0	3.0	244	32,268	10,638	33.0
A042660	대우조선해양	조선	2,103	19,600	-3.5	-4.6	25.6	5.1	-552	12,022	3,082	25.6
A336370	솔루스첨단소재	IT하드웨어	1,343	38,250	-0.3	-0.2	25.4	2.6	-3	1,593	405	25.4
A073240	금호타이어	자동차	1,079	3,755	0.7	1.6	48.7	5.0	79	4,865	2,370	48.7
A039130	하나투어	호텔,레저	1,015	63,300	-13.0	-19.6	37.0	4.1	-86	441	163	37.0
A272450	진에어	운송	945	18,100	-3.2	-10.0	58.5	5.3	-65	628	368	58.5
A032350	롯데관광개발	호텔,레저	893	12,350	-0.8	-3.6	66.7	6.7	-64	1,771	1,182	66.7
A079160	CJ CGV	미디어,교육	885	18,550	0.0	-0.2	82.3	6.4	-8	3,723	3,064	82.3
A089590	제주항공	운송	796	16,000	-5.0	-11.0	50.6	4.3	-153	1,330	673	50.6
A002350	넥센타이어	자동차	773	7,910	-0.9	-0.8	39.6	2.4	-32	3,952	1,565	39.6
A363280	티와이홀딩스	미디어,교육	744	14,600	0.9	0.4	10.1	4.2	9	2,231	226	10.1
A036420	콘텐츠리중앙	미디어,교육	652	34,000	-0.1	-0.3	49.2	4.1	-6	2,370	1,166	49.2
A082740	HSD엔진	조선	564	7,880	-1.1	-1.5	28.0	4.9	-13	872	244	28.0
A298000	효성화학	화학	479	150,000	0.0	0.0	72.8	2.7	-1	3,250	2,367	72.8
A108670	LX하우시스	건설,건축	360	40,100	1.0	1.4	42.1	3.4	46	2,617	1,103	42.1
A071320	지역난방공사	유틸리티	347	29,950	-3.4	-4.8	52.7	2.7	-307	6,328	3,338	52.7
A091810	티웨이항공	운송	313	1,950	-1.3	-5.1	42.7	9.0	-48	943	403	42.7
A019680	대교	미디어,교육	243	2,870	-7.5	-4.1	12.4	4.5	-33	792	98	12.4
A000520	삼일제약	건강관리	114	8,330	0.9	3.0	54.6	5.9	8	273	149	54.6

주: 1) 2022년 이자보상배율 계산 = 2022년 영업이익 컨센서스 / (2Q22 이자발생부채 * 지난해 이자율+100bp)

2) 회색 음영표시는 '이자발생부채/총자산' 비율 50% 이상 종목

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

이자보상배율 변동요인 악화 종목

이자보상배율 5배 미만 예상 종목 내 1) 전년대비 수익성(영업이익/총자산) 악화, 2) 차입금의존도(이자발생부채/총자산) 증가 종목 선별, 3) 이자발생부채 비율 10% 이상

표2 이자보상배율 변동요인 악화 종목_이자보상배율 5배 미만 + 수익성 하락 + 차입의존도 증가 + 이자발생부채 비율 10% 이상

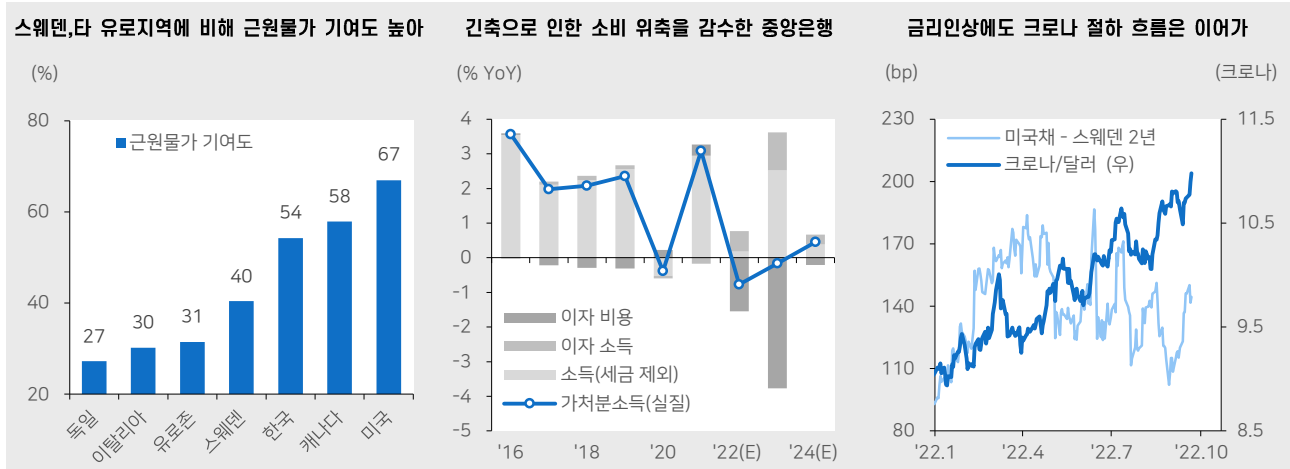
코드 (십억원)	종목명	업종	시총 (십억원)	주가 (원)	이자보상 배율(%)		수익성 (%)		차입금 의존도(%)		차입금평균 이자율(%)		영업 이익	총자산	이자발생 부채	이자발생부채 /자본총계(%)
					2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022				
A011170	롯데케미칼	화학	5,947	173,500	18.0	1.2	18.0	0.7	16.0	17.9	2.3	3.3	167.5	23,872	4,273	17.9
A003410	쌍용C&E	건설,건축	3,351	6,650	8.0	4.4	8.0	6.2	36.5	41.4	2.4	3.4	228.1	3,687	1,526	41.4
A047050	포스코인터내셔널	상사,자본재	2,992	24,250	7.1	4.6	7.1	6.2	36.0	43.4	2.1	3.1	942.5	15,154	6,579	43.4
A007070	GS리테일	소매(유통)	2,854	27,250	3.3	1.9	3.3	2.0	30.6	33.0	2.2	3.2	201.6	9,729	3,212	33.0
A006360	GS건설	건설,건축	2,396	28,000	7.0	4.6	7.0	4.5	25.6	28.8	2.4	3.4	734.0	16,493	4,743	28.8
A000210	DL	화학	1,406	67,100	3.2	2.2	3.2	3.2	35.6	43.8	2.3	3.3	401.4	12,392	5,429	43.8
A120110	코오롱인더	화학	1,398	50,800	5.8	4.4	5.8	5.3	35.8	38.0	2.2	3.2	310.9	5,907	2,247	38.0
A069960	현대백화점	소매(유통)	1,353	57,800	6.4	3.4	6.4	3.2	20.1	28.7	2.3	3.3	347.2	10,963	3,146	28.7
A001680	대상	필수소비재	781	22,550	8.7	4.8	8.7	5.1	35.0	38.4	1.7	2.7	159.6	3,137	1,204	38.4
A294870	HDC현대산업개발	건설,건축	774	11,750	7.7	4.6	7.7	4.8	27.4	35.1	2.0	3.0	331.0	6,931	2,433	35.1
A170900	동아에스티	건강관리	458	54,200	2.8	2.5	2.8	2.2	26.9	30.8	1.9	2.9	26.3	1,174	362	30.8
A071840	롯데하이마트	소매(유통)	345	14,600	5.7	1.1	5.7	1.1	25.4	28.5	2.5	3.5	38.7	3,104	884	28.5
A000490	대동	기계	262	10,950	4.6	3.5	4.6	3.9	37.0	40.1	1.8	2.8	59.2	1,530	614	40.1
A229640	LS전선아시아	기계	244	7,980	7.3	5.0	7.3	5.7	31.2	32.4	2.5	3.5	33.1	585	189	32.4

주: 2022년 이자보상배율 계산 = 2022년 영업이익 컨센서스 / (2Q22 이자발생부채 × 지난해 이자율+100bp)

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 임제혁 연구원

스웨덴 100bp 금리인상에도 통화는 절하



자료: Eurostat, Riksbank, 메리츠증권 리서치센터

스웨덴, 시장을 예상치를 상회하는 100bp 인상 단행

스웨덴 중앙은행(Riksbank)가 지난 9월 통화정책회의에서 기준금리를 1.75%까지 100bp 인상하며 시장의 예상치를 상회했다. 또한 내년 1분기까지 추가적인 75bp 금리 인상을 시사하며 인플레이에 대응한 긴축적인 스탠스를 강화했다.

공급측 인플레 요인도 있었으나 근원물가 기여도 높아

스웨덴은 우-러 분쟁으로 인해 에너지발 인플레 압력이 강한 가운데 타 유럽국가에 비해 근원 물가의 물가 기여도가 상대적으로 높았다. 이는 경기가 예상보다 견조했기 때문이었는데 스웨덴의 2분기 GDP는 6월 전망 당시 전분기대비 -0.8% 감소할 것으로 예상되었으나, 타이트한 고용시장을 바탕으로 소비가 늘어나며 실제로는 +0.9% 상승했다. Riksbank는 금리인상을 front-loading하여 인플레이를 통제하고 추가적인 금리 인상분은 줄이기 위해 조치라고 언급했다.

가계 이자부담 금리 민감도 높아 긴축으로 소비 위축될 것

스웨덴은 긴축으로 인해 소비가 빠르게 위축될 가능성이 높는데, 가계 부채가 GDP대비 지난분기 기준 93% 정도로 빠르게 올라왔고, 고정금리 대출 기간이 2년 정도로 짧아 이자부담이 금리에 민감하기 때문이다. Riksbank 또한 '23년 말 이자비용/소득 비율이 5.2%로 2배 높아지며 소비여력이 위축될 것이라고 전망했다. 이에 더해 지난 6월에는 완만한 경제 성장을 전망했으나, 올해 3,4분기에는 전분기대비 역성장한 뒤 '23년 2분기부터 회복할 것으로 조정하였다.

금리 인상에도 크로나 절하 지속

스웨덴의 100bp 금리 인상에도 달러 대비 크рона는 절하되는 흐름이 지속되고 있는 점은 주목할 필요가 있다. 스웨덴에 비해 경기 하방 압력은 강하지만 에너지발 인플레이 문제는 공유하고 있는 유로존 국가들을 함께 고려해야 하는 ECB가 긴축으로 유로화 강세를 이끌어낼 수 있을지에 대해 의문점이 제기되기 때문이다. 겨울을 앞두고 에너지 문제의 썬법이 더 복잡해지는 상황에서, 연준의 스탠스 전환 이전에 유로화의 의미있는 강세가 제한적일 가능성을 고려해야 한다.

칼럼의 재해석 최병욱 연구원

ETF 출시 자문서비스, 유럽 ETF 시장의 화이트 라벨링 (ETFStream)

ETF는 자산시장에서 산업전체 투자에 대한 편의성 및 리스크 분산 측면에서 각광받은 상품이다. 그러나 ETF 출시에는 상당한 자본이 필요한데 이를 대신 해결해주는 서비스를 화이트 라벨링이라고 부른다. ETF가 크게 발달한 미국에서는 화이트 라벨링이 드문 일이 아니지만 최근 유럽 ETF 시장에서 이 시장이 조금씩 태동하고 있다는 것이다. 이에 대해 살펴보자

상기한 것처럼 자산운용사가 ETF를 초기 단계부터 시작하려면 막대한 비용, 그리고 규제 측면에서의 승인, 컴플라이언스, 인프라, 회계 등 문제를 해결해야 한다. 이를 대신 해결해주고 100,000 달러 수준의 수수료를 받는 것이 해당 서비스의 골자다. 이를 통해 출시한 ETF 중 유명한 것은 사이버 보안 ETF HACK이 있다.

유럽에서는 이 시장이 크게 성장하지 않았으나 최근 시장의 성장 및 브렉시트 등 특수 상황으로 Iconic, Waystones 등 새로운 시장 참여자들이 등장하고 있다.

이와 같은 유럽에서의 화이트 라벨링 시장 형성은 시장 성숙도 및 ETF의 다양성 증대 측면에서 긍정적인 일이라고 판단한다. 하지만 아직 성공을 장담하기엔 이르고, 실제 출시 이후 살펴봐야할 필요가 있다.

유럽 화이트 라벨링 ETF 시장 발달 시동

유럽 ETF 시장,
화이트 라벨링 서비스 시동

ETF는 자산시장에서 산업전체 투자에 대한 편의성 및 리스크 분산 측면에서 각광받은 상품이다. 그러나 모든 자산운용사에서 ETF를 출시하지 않는 것에서 알 수 있듯이 ETF 출시에는 상당한 자본이 필요하다. 법적, 운영 등에 관한 문제를 해결해야 하기 때문이다. 이런 서비스들을 전문적으로 해결해주면서 ETF를 대신 출시해주는 서비스를 화이트 라벨링 서비스라고 한다.

ETF가 크게 발달한 미국에서는 화이트 라벨링이 드문 일이 아니다. 특이한 것은 최근 유럽 ETF 시장에서 이 시장이 조금씩 태동하고 있다는 것이다. 본래 유럽에서는 Han ETF가 유일하게 화이트 라벨링 서비스를 제공하고 있었다. 하지만 최근 Iconic, Waystone에서 이 시장에 참여하기 시작했다. 화이트 라벨링의 개요, 최근 이 시장이 각광받는 배경 및 각 회사의 상세내용을 살펴보고자 한다.

티커	이름	Brand	Fee (%)	AUM (백만달러)
HACK	ETFMG Prime Cyber Security ETF	ETF Managers Group	0.60	1,540
ACES	ALPS Clean Energy ETF	ALPS	0.55	845
SILJ	ETFMG Prime Junior Silver Miners ETF	ETF Managers Group	0.69	598
IPAY	ETFMG Prime Mobile Payments ETF	ETF Managers Group	0.75	574
ETHO	Etho Climate Leadership U.S. ETF	Etho Capital	0.47	164
BIGD	PureFunds ISE Big Data ETF	PureFunds	0.75	거래정지
GAMR	Wedbush ETFMG Video Game Tech ETF	ETF Managers Group	0.75	56
RISE	Sit Rising Rate ETF	Sit	1.50	거래정지

자료: ETF.com, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

화이트 라벨링 개요

화이트 라벨링이란?
ETF 대리 출시 서비스

먼저 화이트 라벨링이 무엇인지부터 간단히 소개하도록 한다. 상기한 것처럼 자산 운용사가 ETF를 초기 단계부터 시작하려면 막대한 비용, 그리고 규제 측면에서의 승인, 컴플라이언스, 인프라, 회계 등 문제를 해결해야 한다. 그리고 통상적으로 2년 이상의 시간, 그리고 2~3백만달러가 소요되는 것으로 보인다. 이와 같은 문제들을 대신 해결해주는 대신, 약 10만달러의 수수료를 수취하는 서비스다.

이런 화이트 라벨링을 통해 출시한 ETF 중 가장 흥행에 성공한 것은 ETF Managers Group의 사이버 보안 ETF HACK다. 이외에도 ALPS, Exchange Trade Concepts 등이 유명 제공자다. 한 편 소형 테마 ETF 성격이 많기 때문에 운용에 필요한 최소 금액을 맞추지 못할 경우 ETF 출시에 소모되는 비용이 그대로 소모되기 때문에 서비스 제공 회사 측에서도 신중한 ETF 선별이 필요하다.

표2 화이트 라벨링 장단점 비교

	직접 출시	기존 ETF 인수	화이트 라벨링
시장진입 난이도	어려움	어려움	쉬움
출시기간	1~2년	M&A 프로세스에 따라 다름	12주
전문인력	신규채용	인수 시 확보	서비스에 포함
진입비용	3백만 유로 이상	50M 유로 이상	10만유로 이하
연간비용	3백만 유로 이상	3M 유로 이상	25만유로 이하
기회비용	진입 기간 + 정상화까지 3~5년 소요 예상	높은 인수대금	기회비용 낮음
유통	자체 운영 or 3 rd 파티 및 플랫폼	자체 운영	자체 운영 + 플랫폼
브랜딩	자체 브랜딩	자체 브랜딩	자체 브랜딩
자금 유입	광고 등에 시간 및 비용 소모	자금 필요	모집에 따름

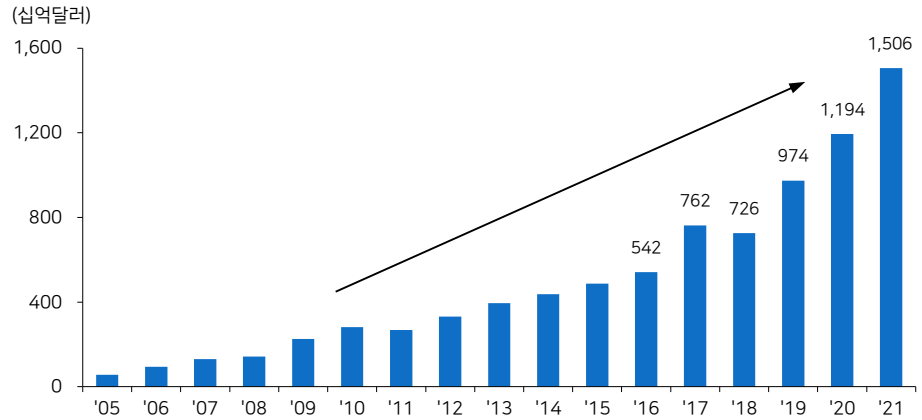
자료: ETF.com, 메리츠증권 리서치센터

유럽 ETF 시장의 성장

ETF 시장이 발달한 미국과 달리 시장 자체가 크지 않았던 유럽에서는 화이트 라벨링이 크게 성장하지 못했다. 하지만 최근 1) 유럽ETF 시장 규모 자체가 성장하고 있고, 2) 브렉시트 여파로 영국과 유럽 금융 시장이 분절되면서 유럽 전체를 아우르는 ETF를 직접 출시하기에는 제반비용이 너무 많이 들면서 화이트 라벨링 시장이 각광받기 시작했다.

회사별로 살펴보면, 기존에는 HAN ETF에서 유일하게 참여하고 있던 시장에 Iconic Fund와 Waystone이 각각 경쟁자로 시장에 참여하면서 시장이 활성화됐다. 이 중 Iconic ETF는 비트코인 등 암호화폐 관련 ETF 및 ETP 출시를 주된 서비스로 제공할 의사를 표명했고 Waystone ETF는 2022년 말 또는 2023년 1분기 출시를 목표로 한다고 밝혔다.

그림1 유럽 상장 ETF AUM 증가 추이



자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

정리

물론 아직까지 유럽에서의 화이트 라벨링 시장 및 신규 참여자들이 성공하리라는 보장은 없다. 시장 규모가 가장 큰 미국에서조차 RISE, BIGD 등 화이트 라벨링을 통해 출시한 ETF들이 최저 운용 비용을 모집하지 못해 거래가 정지됐다. 이에 더해 유럽 펀더멘탈에 대한 신뢰도 하락, 테마형 ETF의 부진 등을 생각해보면 성공을 장담하기는 어려운 상황이다.

시장 성숙도 및 다양성 측면
긍정적인 사건으로 판단

하지만 화이트 라벨링 시장이 본격적으로 형성되기 시작한다는 것은 유럽 ETF 시장 성숙도 및 다양성 측면에서 긍정적인 현상이라고 평가할 수 있다. 투자자 입장에서 보다 다양한 ETF에 접근할 수 있으며 자산운용사 입장에서 유럽 ETF 시장에 보다 용이하게 진입할 수 있기 때문이다. 화이트 라벨링이 향후 중소형 운용사들의 유럽 ETF 시장 진출의 교두보가 될 수 있을지, Iconic과 Waystone의 ETF 출시를 통해서 가늠해볼 수 있을 것이다.

원문: *European ETF white-label market red hot as Brexit barriers boost demand*