

Earnings + ESG = ?

Read this report
www.Earnings + ESG = ?
KYOBO
교보증권

Valuation Method

Earnings + Financial Position = Environment, Social, Governance

Financial Position: P/E, DCF, P/B, EBITDA

Environment, Social, Governance

Illustration: A man in a white shirt and green tie presenting to a group of people sitting on green blocks.

발간일자 2023 / 09 / 18
[지주 / 신재생]
박건영 수석연구원
OK

- File Explorer
... \Documents\FolderH
- File
 - Environmental
 - Social
 - Governance
 - Financial Position
 - P/E
 - P/B
 - DCF
 - EBITDA

CONTENTS

- 3 **Summary**
- 4 **Key Chart**
- 8 **1. 투자자 입장에서 ESG 바라보기**
 - 1-1) Valuation Factor: 실적 +@
 - 1-2) 주주 자본주의 vs 이해관계자 자본주의
- 12 **2. ESG A to Z(주요 Milestone 과 현황)**
 - 2-1) '착한 기업' 등장
 - 2-2) ESG 탄생
 - 2-3) 2020 년 'Blackrock' 전후 상황과 공시 의무화 현황
- 21 **3. 재무적 vs 비재무, 기업가치 상승 요인은?**
 - 3-1) Earnings(실적)과 Sustainability(ESG)의 주가 반영 여부
- 24 **Appendix. 지주회사와 ESG**
 - 1. 지주회사와 ESG
 - 2. Global ESG Index

Summary

ESG 요소는 기업가치 평가 시 도움이 될까?

ESG는 투자 시 기업의 재무적 요소(실적과 재무상황)뿐만 아니라 기업의 '지속가능한' 성장 여부 또한 측정해야 한다는 것을 일깨워준 개념이다. 그러나, 이러한 이상주의적 접근법에 대한 회의적인 관점도 부인할 수 없다. 본 리포트는 "ESG 지표가 투자 시 도움이 될 수 있는가?"에 대한 분석 자료이다. 분석 단계에서 한계점도 존재하지만, ESG 지표는 재무적 지표와 함께 활용되었을 때 충분히 유용한 투자 도구로 발전할 가능성이 높다고 판단된다.

ESG 역사적인 배경부터, 현재 상황까지

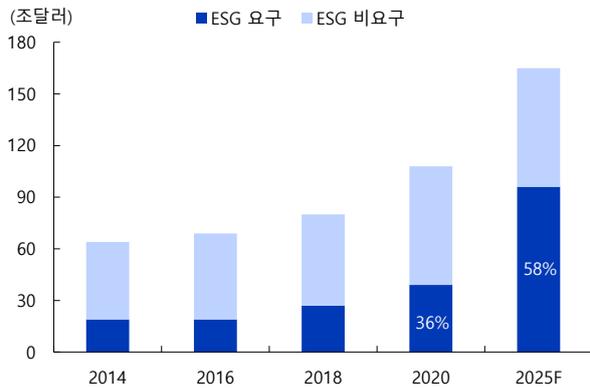
투자자로서 ESG를 더욱 이해하기 위해 ESG관련 주요 이벤트를 시간 순으로 정리 했다. 18세기 '자유주의'와 '보이지 않는 손'부터 시작해 '산업혁명'과 '엔론사태' 등 시대적 배경에 대한 정리는 ESG의 탄생에 대한 이해도를 높여줄 것이다. 더불어 정부, 글로벌 협의체 등에서 기업의 ESG 정보 공시 의무화 추진 상황에 대해 주목해야 한다. 공시 의무화는 ESG 정보의 투명성을 높여줄 것이다.

지주회사를 기준으로 ESG 지표 활용해보기

아직까지 국내 기업들은 ESG 관련 보고서(지속가능경영보고서 등)를 자발적으로 공시를 하고 있는 상황이며, 관련 보고서는 대부분 GRI(Global Reporting Initiative) Standards 2021을 따르고 있다. 우리는 GRI 지표에 대해 어떻게 해석 및 분석해야 하는지, 나아가 투자에 적용할지 고민해볼 필요가 있다. 당사의 지주섹터 내 Coverage 기업 6개(SK, LG, CJ, 한화, 두산, 롯데지주) 기업의 ESG 관련 보고서에 기재된 GRI 지표들을 중 주요 지표를 선정하였고, 선정 이유와 활용 방법에 대해 점검해 봤다.

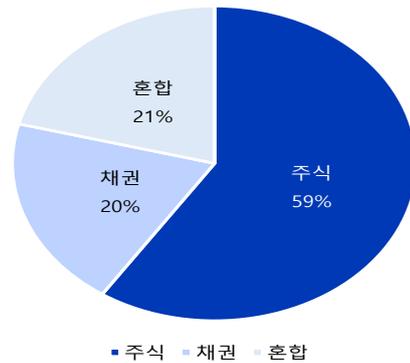
Key Chart

[도표 1] 글로벌 Managed Asset(자산) 중 ESG 요구 자산 비중



자료: Deloitte, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 2020년 기준 ESG 투자 관련 자산 분류



자료: United Nations Conference On Trade and Development, 교보증권 리서치센터

[도표 3] ESG 개념 탄생 Timeline



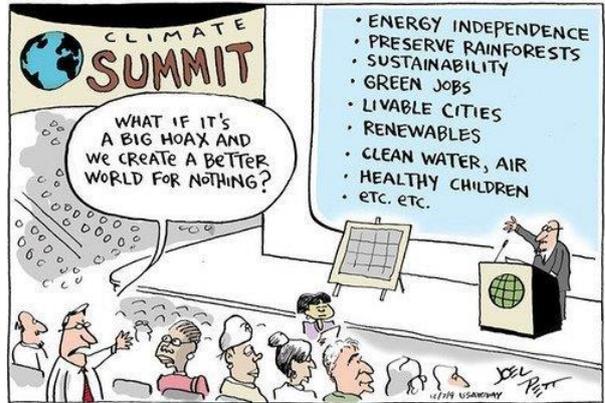
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 극단적 주주 자본주의 몰락 - 엔론 사태 풍자



자료: Google Image, 교보증권 리서치센터

[도표 5] ESG 에 대한 회의 - 이해관계자 자본주의 풍자



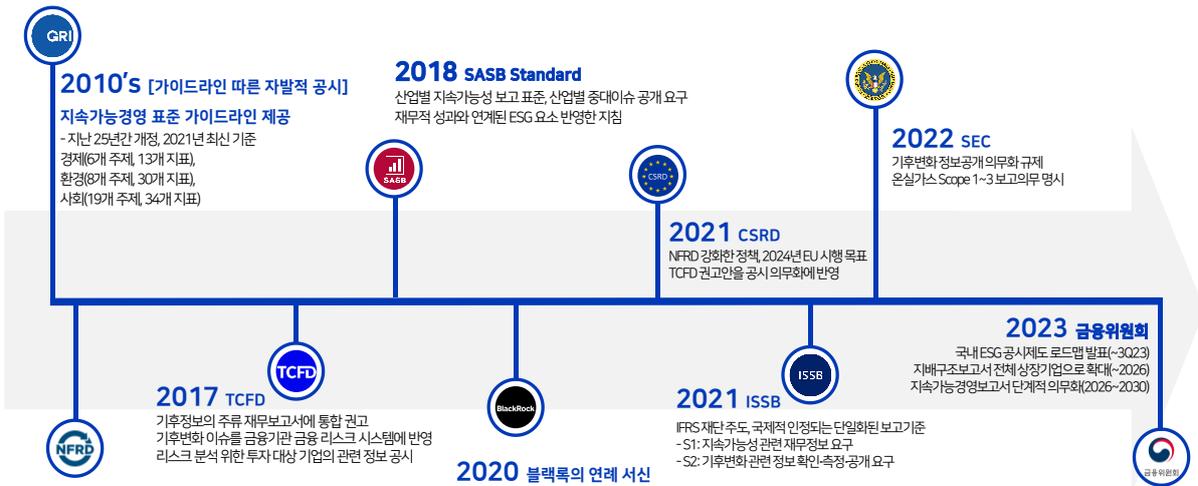
자료: Google Image, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 2021 년~2023 년 래리핑크 연례서한 내 ESG 관련 주요 내용

년도	ESG 관련 주요 내용
2021	- "기후 위기가 투자에 리스크임은 틀림없지만, 역사적인 투자 기회를 제공한다고 믿는다"라고 언급 - TCFD(기후관련 재무정보공개 태스크포스)와 SASB(지속가능성 회계기준위원회)를 공개 지지 - ESG 정보 공개 관련하여 단일 글로벌 표준이 나오길 희망한다 언급
2022	- 단기 실적주의 극복해야 ESG 투자 및 경영 성공 가능, 블랙록 또한 장기투자자로서 포지셔닝 언급 - 이해관계자 자본주의에 대해 확실한 입장 표명, 이해관계자 자본주의 시대의 기업의 목표는 "주주의 장기적 가치 추구" 언급 - 블랙록이 지속가능성에 초점에 맞추는 것은 자신들이 환경론자이기 때문이 아니라 자본가이기 때문이라고 주장
2023	- 지난 3년의 연례서한서와 비교시 ESG 언급 자체 - 다만, S&P 500 에 속한 기업 중 절반 이상이 온실가스 배출 공시 자발적으로 하고 있다고 언급, 기업 활동과 정부 정책 분리 강조 - 정부가 정책을 만들고 정책을 해야 함, 자산운용사가 기업이 환경경찰 노릇을 해선 안된다고 언급

자료: BlackRock 연례 서한 참고, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 2010 년 ~ 현재 ESG 관련 주요 사항



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 8] "ESG 등급 상승이 기업 가치 상승에 영향을 주는가?"에 대한 분석

분석 주제 및 순서	ESG 등급, 시점	모집단 선정
① 모집단 기업 중 ESG 등급 상승이 주가 상승으로 연결되었는가, 주가 상승으로 이어진 기업 비중은 얼마인가 ② 모집단 기업 중 실적 상승이 주가 상승으로 이어진 기업의 비중과 비교 했을 때 어떠한가 ③ 모집단 내 기업 중 'ESG 등급 상승 & 실적 상승→주가 상승'이 일어난 기업과 비교 했을 때 어떠한가	<ul style="list-style-type: none"> ESG 등급은 MSCI 평가 사용 MSCI ESG 평가는 재무적으로 중요한 리스크와 기회 요인을 얼마나 잘 관리하고 있는지에 대해 초점 ESG등급 변화, 실적 변화 기간은 2020년(래리 핑크의 연례 서한)부터 2022년(최근사업연도말)으로 설정 	<ul style="list-style-type: none"> 선진국(미국, 유럽), 한국 기업들을 대상으로 선정 미국, 한국 각 국 증권거래소(NYSE, NASDAQ, KOSPI)에 상장된 기업들 중 시가총액 상위 50개 기업 유럽은 STOXX 600 지수에 포함된 기업 중 상위 50개 기업

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 9] NYSE, Nasdaq '22년 연초 기준 시총 Top 50개 기업 중 ESG 등급 변화(20년~22년) 기업의 주가 상승 여부

NYSE			NASDAQ		
기업명	ESG 등급 변화	주가 상승	기업명	ESG 등급 변화	주가 상승
JPMorgan Chase	BBB→A	X	Amazon Com	BBB→A	X
UnitedHealth Group	BBB→AA	O	Broadcom	B→BBB	O
Johnson & Johnson	BBB→A	O	Adobe	AA→AAA	X
Walmart	BB→BBB	O	Costco Wholesale	BB→A	O
Bank of America	BB→A	X	Comcast Class A	BB→BBB	X
Mastercard Class A	A→AA	O	Intel Corporation	A→AA	X
Pfizer	B→A	O	QUALCOMM	B→A	O
Walt Disney	BBB→A	X	Advanced Micro Devices	BBB→A	O
Accenture Class A	A→AA	O	Texas Instrument	AA→AAA	O
Eli Lilly	A→AA	O	Starbucks	BBB→A	X
Coca-Cola	AA→AAA	O	Intuitive Surgical	BB→A	X
Abbott Laboratories	BB→A	O	Charter Communications Class A	B→BB	O
Oracle	BBB→A	O	Airbnb Class A	B→BB	O
Chevron	BBB→A	O	Micron Technology	BBB→A	O
Danaher	BB→A	O	Lam Research	AA→AAA	O
Verizon Communications	BBB→AA	X	Booking Holdings	BBB→A	X
McDonald's	BB→BBB	O	Moderna	B→BBB	O
Merck & Co	A→AA	O	Mondelez International Class A	BBB→A	X
United Parcel Service Class B	BBB→A	O	Marvell Technology	A→AA	O
AT&T	BB→BBB	X	Regeneron Pharmaceuticals	BBB→A	O
Shopify Subordinate Voting Class A	A→AA	X	KLA	BB→BBB	O
Union Pacific	BBB→A	O	Workday Class A	AA→AAA	O
Royal Bank of Canada	A→AA	O	AutoDesk	AA→AAA	O
Blackstone	B→BB	O	NXP Semiconductors	AA→AAA	O
Toronto Dominion	A→AA	O	Synopsys	BB→AA	O
CVS Health	BBB→A	O			
Bristol Myers Squibb	A→AA	O			
Goldman Sachs Group	BBB→A	O			

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 10] Euro Stoxx 600, KOSPI '22년 연초 기준 시총 Top 50개 기업 중 ESG 등급 변화(20년~22년) 기업의 주가 상승 여부

Euro Stoxx 600			KOSPI		
기업명	ESG 등급 변화	주가 상승	기업명	ESG 등급 변화	주가 상승
Lvmh	A→AA	O	SK하이닉스	BBB→A	X
Novartis	A→AA	X	NAVER	A→AAA	X
Hermes International	BBB→AA	O	카카오	BBB→AA	O
Prosus	A→AA	O	LG화학	BB→BBB	O
Sanofi	BBB→A	O	기아	CCC→B	O
Airbus	BB→BBB	O	KB금융	A→AAA	O
Kering	AA→AAA	O	SK이노베이션	BBB→A	O
Siemens Healthineers	BB→BBB	O	삼성물산	BBB→A	O
Dassault Systemes	AA→AAA	O	SK	AA→AAA	X
Zurich Insurance Group	AA→AAA	O	엔씨소프트	BBB→AA	X
BMW	A→AA	O	삼성전기	BBB→A	O
Banco Santander	BBB→AA	O	삼성생명	BBB→A	X
DSV	A→AA	O	하나금융지주	BBB→AA	O
ING Groep	A→AA	X	SK아이이테크놀로지	BB→A	O
Bayer	BB→A	X	포스코퓨처엠	B→A	O
Muenchener Rueckversicherungs-Gesellschaft N	AA→AAA	O	KT&G	A→AA	X
			대한항공	BB→BBB	O
			고려아연	B→BB	O
			우리금융지주	BBB→AA	O
			LG디스플레이	A→AA	X

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 11] ESG 등급 변화에 따른 주가 상승 여부 분석값

	NYSE	Nasdaq	STOXX 600	KOSPI	평균
실적 상승 & 주가 상승	88.9%	78.4%	78.9%	69.2%	78.9%
등급 상승 & 주가 상승	75.9%	68.0%	62.5%	65.0%	67.8%
등급 상승 & 실적 상승	69.0%	68.0%	81.3%	85.0%	75.8%
등급상승 & 실적 상승 & 주가 상승	85.0%	76.5%	76.9%	76.5%	78.7%

자료: 교보증권 리서치센터

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

전체 리포트는
담당 애널리스트 / 혹은
리서치센터에 문의 바랍니다.

박건영 수석연구원
@iprovest.com
교보증권 리서치센터
research@iprovest.com

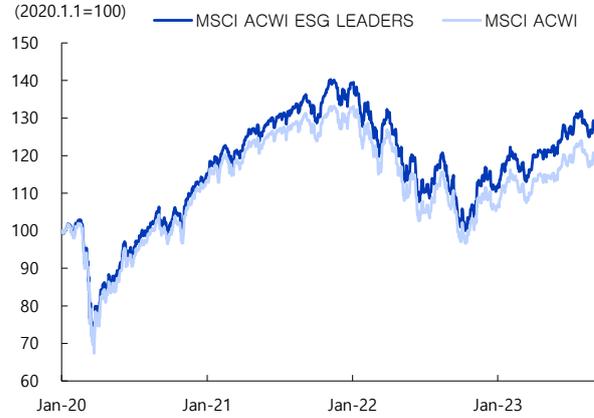
Appendix 2. Global ESG Index

[도표 12] MSCI ACWI ESG Leaders 주가 추이



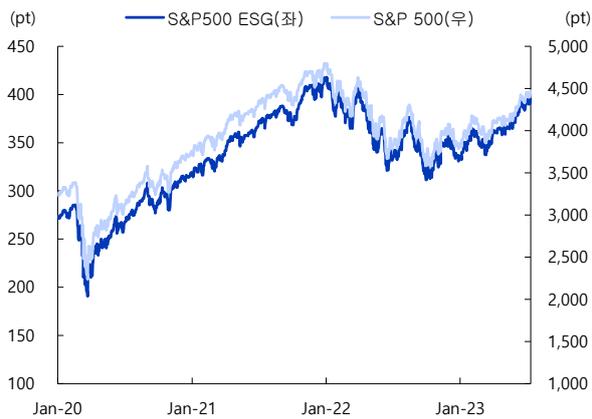
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 13] MSCI ACWI ESG Leaders 상대수익률



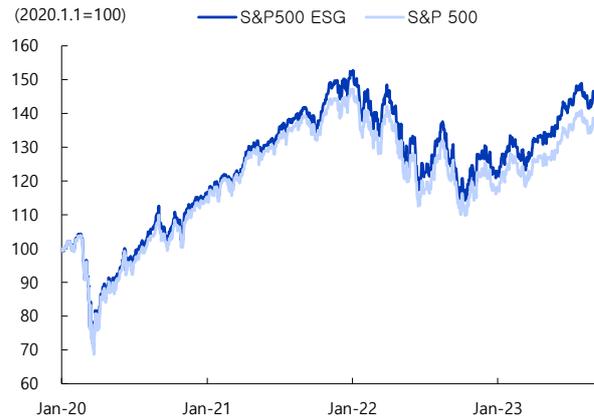
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 14] S&P 500 ESG 주가 추이



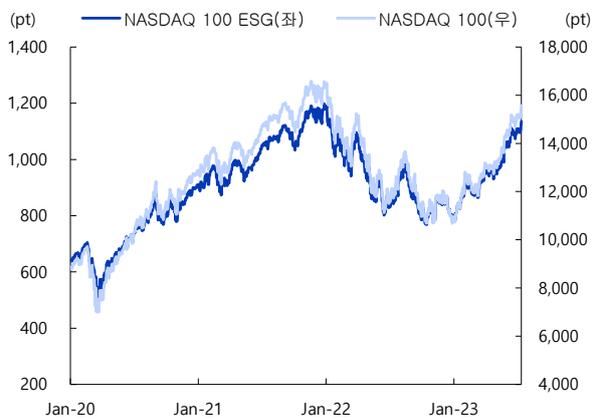
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 15] S&P 500 ESG 상대수익률



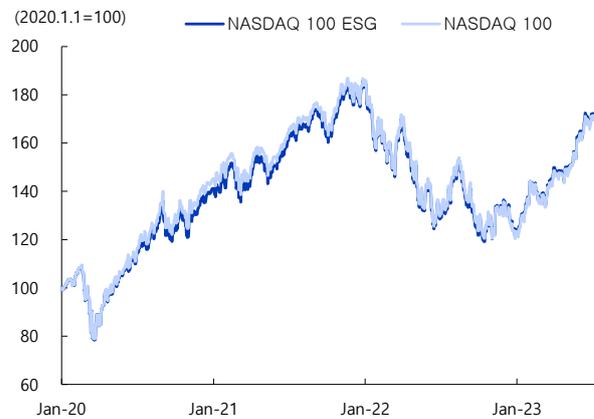
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 16] NASDAQ 100 ESG 주가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 17] NASDAQ 100 ESG 상대수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 18] KRX ESG 사회책임경영지수 증가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 19] KRX ESG 사회책임경영지수 상대수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 20] KRX ESG Leaders 150 증가 추이



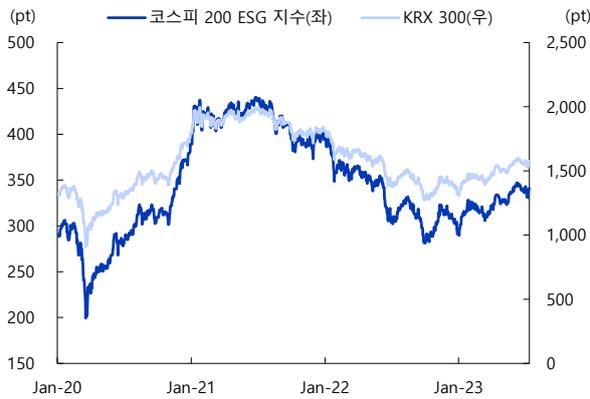
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 21] KRX ESG Leaders 150 상대수익률



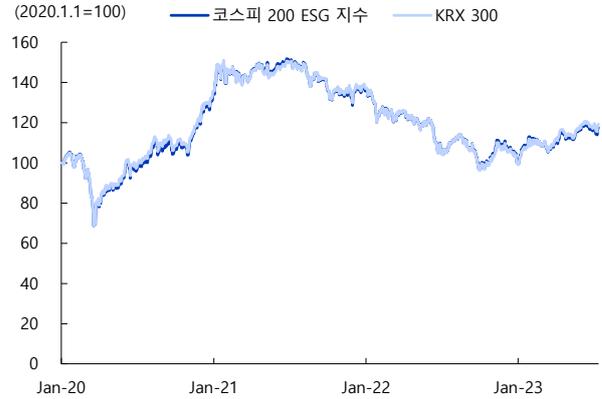
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 22] KOSPI 200 ESG 증가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 23] KOSPI 200 ESG 상대수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.
이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.
당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.