Morning Meeting Notes

2023-05-18

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

KT&G(BUY/110,000) 핵심 성장 사업에 집중하자
[자산배분] 스태그플레이션 시기의 자산배분 전략

New Issue

뉴욕증시, 美부채한도 증액에 대한 기대감과 지역은행 불안 가라앉으며...나스닥 1.28%↑
뉴욕채권, 바이든·의회 지도부 美부채한도 협상에 대한 의지 확고...미 국채가 급락
국제유가, 원유재고 증가에도 휘발유 재고 감소하며 원유 수요 유지 확인...WTI 2.78%↑

New Publication

[퀀트/글로벌 ETF] 2023년 하반기 퀀트/글로벌 ETF 전망 - 꿈은 이루어진다(2023-05-04)
[글로벌] 韓中美 - ETF 삼국지 (2023-05-03)
[ESG] ESG 리서치 통합 보고서: 2023 ESG 동향 그리고 기업분석(2023-04-19)
[자산배분] 레버리지 시대 자산배분 전략 (2023-04-13)
[미디어/엔터] 이번에는 K-ANI다 (2023-04-10)
[채권전략] 채권금리 이해 및 장/단기 채권투자 전략 (2023-04-05)

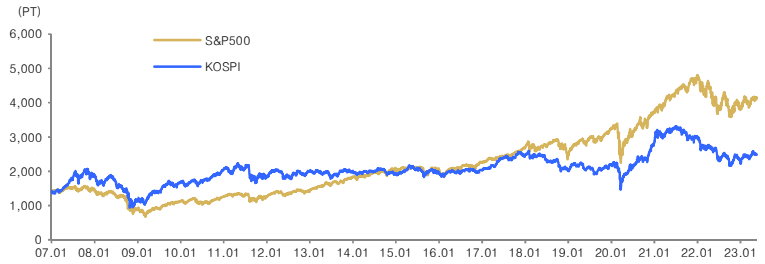
Rating, Target Price Changes

KT&G	INITIATION		▷	BUY	110,000원 (2023-05-18)
JYP Ent.	BUY	66,000원	▷	BUY	110,000원 (2023-05-16)
하이트진로	BUY	29,000원	▷	BUY	30,000원 (2023-05-15)
와이지엔터테인먼트	BUY	70,000원	▷	BUY	90,000원 (2023-05-15)
웹젠	BUY	22,000원	▷	BUY	18,000원 (2023-05-15)
넷마블	BUY	72,000원	▷	M.PERFORM	68,000원 (2023-05-12)
에스엠	M.PERFORM	120,000 원	▷	BUY	135,000 원 (2023-05-12)
KT	BUY	52,000 원	▷	BUY	43,000 원 (2023-05-12)
CJ프레시웨이	INITIATION		▷	BUY	46,000 원 (2023-05-11)
엘앤에프	BUY	330,000 원	▷	BUY	295,000 원 (2023-05-11)
스카이라이프	BUY	12,000 원	▷	BUY	10,400 원 (2023-05-11)
크래프톤	BUY	260,000 원	▷	BUY	280,000 원 (2023-05-10)
SK이노베이션	BUY	200,000 원	▷	BUY	225,000 원 (2023-05-08)
CJ ENM	BUY	136,000 원	▷	BUY	100,000 원 (2023-05-08)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
SK하이닉스	103,465	카카오	78,009
KODEX 200TR	68,659	LG이노텍	38,389
한화솔루션	27,860	신한지주	36,620
와이지엔터테인먼트	23,836	NAVER	33,645
삼성SDI	23,168	DB하이텍	30,015

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
삼성전자	-30,548	KODEX 200TR	-68,700
POSCO홀딩스	-25,017	SK하이닉스	-35,154
에코프로	-21,990	트루엔	-27,417
신한지주	-20,320	KODEX 200선물인버스2X	-21,362
포스코퓨처엠	-18,625	KODEX 코스닥150선물인버스	-18,658

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,494.66	+0.58	-3.12
대형주	2,484.65	+0.64	-2.33
중형주	2,699.39	+0.14	-7.52
소형주	2,334.97	+0.78	-4.80
KOSDAQ	834.19	+2.14	-8.25

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-3,318	1,640	1,574
누적순매수(D-20)	-10,003	17,592	-6,850

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	161,324	176,473	304,823

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	75.87	-0.77	-2.77
금융	353.85	-0.19	-1.60
운수장비	2,137.38	+0.75	+1.33
유통	330.37	+0.21	-2.55
음식료	3,737.83	-1.54	-0.09
의약품	13,495.00	+0.47	-0.33
전기전자	25,456.38	+0.84	-1.98
철강금속	5,173.12	-0.27	-11.27
화학	5,549.44	+1.24	-9.07
유틸리티	624.05	-1.31	-19.53
통신	367.32	-0.34	+0.63

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	4,158.77	+1.19	+0.10
NASDAQ	12,500.57	+1.28	+2.82
일본	30,093.59	+0.84	+5.20
중국	3,284.23	-0.21	-2.55
독일	15,951.30	+0.34	+0.35

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.27	+3.20	-6.30
국고채 (10년)	3.32	+1.60	-5.10
은행채AAA (3년)	3.80	+4.00	-4.90
미국국채 (2년)	4.16	+8.88	-7.70
미국국채 (10년)	3.57	+2.64	-2.49

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,337.20	-0.10	+0.87
원/백 엔	971.17	-1.05	-1.31
원/위안	191.07	-0.39	-0.77
달러/유로	1.08	-0.21	-1.06
위안/달러	7.00	+0.28	+1.65
엔/달러	137.69	+0.96	+2.20
Dollar Index	102.87	+0.26	+0.90

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	72.83	+2.78	-8.00
금 (usd/oz)	1,984.90	-0.41	-1.12
BDI	1,476.00	-3.02	+7.89
천연가스(NYMEX)	2.37	-0.46	+6.44

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Company Note
2023. 05. 18

KT&G (033780)

BUY
TP 110,000원

Coverage Initiation

핵심 성장 사업에 집중하자

Analyst 하희지
02-3787-2574 1300691@hmsec.com

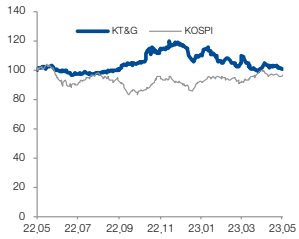
현재주가 (5/17)	84,000원
상승여력	31.0%
시가총액	11,533십억원
발행주식수	137,292천주
자본금/액면가	955십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	99,900원/80,100원
일평균 거래대금 (60일)	27십억원
외국인지분율	44.40%
주요주주	First Eagle Investment Management, LLC 7.12%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-0.4	-3.6	-11.3
상대주가(%p)	2.9	-5.2	-13.1

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	N/A	N/A	130,000
After	6,868	7,184	110,000
Consensus	6,738	7,116	110,800
Cons. 차이	1.9%	1.0%	-0.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 1Q23 연결기준 매출액은 1조 3,957억원(-0.5%yoy), 영업이익은 3,165억원(-5.0%yoy, OPM 22.7%)을 기록. 지난 4분기부터 반영된 담배 원자재 가격 인상과 부동산 개발 사업 외형 및 이익 감소에도 불구하고 해외 궐련, NGP, 건기식 실적 기여도가 증가하며 이익 감소분 일부 상쇄
- **투자의견 BUY, 목표주가 110,000원으로 커버리지 개시**

주요이슈 및 실적전망

- **1. 담배**: 1) 내수 담배 +4.8%yoy, 일반 궐련 총 시장은 매년 조금씩 역성장 하고 있다. 1Q23 국내 총시장 수요는 -0.7%yoy 감소했다. KT&G 궐련 판매량은 M/S 65.7%를 유지하며 판매량은 -0.6%yoy 감소했지만, 고단가 면세 판매량 증가하며 ASP 개선에 따른 소폭 외형 성장 기록. 이와 반대로, 국내 NGP 침투율은 지속해서 상승 중이며(1Q23 기준 19.2%), KT&G의 스틱 M/S도 48.4%(+3.3%p yoy)로 상승하며 판매량이 +19.2%yoy 증가했다

  2) 수출 담배 -10.4%yoy, NGP 수출 판매량이 +64.9%yoy 증가하며 고성장을 지속하였다. 이는 작년 디바이스 판매 확대로 스틱 판매량 확대 위한 기반이 구축됨에 기인. 스틱 판매량 확대 따른 이익 기여도는 지속적으로 상승할 것으로 판단되나, 디바이스 매출이 다소 감소하며 판매량 성장률 대비 매출 성장률은 낮을 것으로 판단

  3) 해외 법인: 인도네시아 및 CIS 지역 중심의 직접 사업 권역 지속적인 증가, 담배 수량 고성장 지속(1Q23 기준 +59.9%yoy)될 것으로 전망

  4) 이익: 올해 KT&G 별도 기준 부동산 개발 실적 감소 및 지난 4분기부터 인상된 담배 원자재 가격 반영되며 이익 감소 불가피한 상황. 현재 담배 원재료 가격 지속적으로 높은 레벨 유지 중. 이에 따라 원가 부담 당분간 지속될 것으로 판단. 다만, NGP 중심의 고성장 지속 및 이익 기여도 지속해서 상승하고 있다는 점 긍정적일 것으로 판단
- **2. 건기식:** 1Q23 KGC 별도 기준 매출 -3.2%yoy, 영업이익 +46.5%yoy. 면세 채널 일부 회복에도 명절 시점 차이로 인해 매출 다소 감소. 영업이익은 국내 가격 인상 효과와 해외 수익성 개선으로 개선. 향후, 면세 출입국객 증가에 의해 점진적인 매출 회복 및 해외 매출 상승하며 이익 기여도 상승할 것으로 전망

주가전망 및 Valuation

- 올해 부동산 실적 감소와 담배 사업부문 원재료비 상승에 따라 전년대비 수익성 감소는 불가피한 상황. 하지만, 여전히 핵심 성장 사업인 NGP 사업, 해외 담배 사업, KGC 중심으로 중장기적 외형 및 안정적인 실적 개선, 지속적인 주주 환원 정책에 대한 기대감은 유효하다고 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	5,228	1,338	977	1,556	7,118	-16.6	11.1	1.2	5.6	10.7	6.1
2022	5,851	1,268	1,016	1,493	7,399	3.9	12.4	1.3	7.2	11.0	5.5
2023F	5,958	1,210	943	1,451	6,868	-7.2	12.2	1.2	6.5	9.9	6.2
2024F	6,247	1,276	986	1,515	7,184	4.6	11.7	1.1	6.1	10.0	6.2
2025F	6,461	1,331	1,031	1,565	7,510	4.5	11.2	1.1	5.7	10.0	6.2

** K-IFRS 연결 기준*

〈표1〉 KT&G 목표 주가 산정

	내용	비고
A) 영업가치 (십억 원)	**10,571**	- Target EV/EBITDA * 2023F EBITDA
EBITDA (십억 원)	1,125	- 2023F EBITDA 추정치
Target EV/EBITDA (배)	9.4	- 글로벌 Peer 2023F EV/EBITDA multiple 평균
B) 비영업가치 (십 억원)	**245**	투자부동산 장부가액 50% 할인
C) 순차입금 (십 억원)	**2,155**	
D) 총 기업 가치 (A+B-C)	**12,972**	
주식 수 (천 주)	113,280	- KT&G 2023F 유통주식 수(자사주 매입 가정)
적정 주가(원)	114,512	- 총 기업 가치/ 주식 수
목표 주가(원)	**110,000**	
전일 종가(원)	84,000	2023.05.17 종가
상승여력(%)	31.0	
투자의견	**BUY**	

자료: 현대차증권
주: 글로벌 Peer는 Philip Morris International, Japan Tobacco International 선정

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	**1,402.6**	**1,417.5**	**1,624.6**	**1,406.7**	**1,395.7**	**1,465.5**	**1,658.9**	**1,437.6**	**5,851.4**	**5,957.7**	**6,247.0**
YoY(%)	***16.1%***	***10.9%***	***8.7%***	***12.8%***	***-0.5%***	***3.4%***	***2.1%***	***2.2%***	***11.9%***	***1.8%***	***4.9%***
1.KT&G(별도)	844.8	966.3	970.4	912.7	821.0	963.0	949.7	891.7	3,694.3	3,625.4	3,710.2
YoY(%)	*11.5%*	*1.6%*	*4.3%*	*7.2%*	*-2.8%*	*-0.3%*	*-2.1%*	*-2.3%*	*5.8%*	*-1.9%*	*2.3%*
1) 내수 담배	493.7	552.1	570.3	509.2	517.6	578.0	597.9	545.2	2,125.3	2,238.7	2,271.5
YoY(%)	*7.7%*	*14.7%*	*6.5%*	*4.1%*	*4.8%*	*4.7%*	*4.8%*	*7.1%*	*8.2%*	*5.3%*	*1.5%*
2) 수출 담배	236.6	258.6	239.5	228.1	212.1	267.4	243.7	237.4	962.8	960.5	1,030.5
YoY(%)	*30.6%*	*16.5%*	*34.6%*	*10.4%*	*-10.4%*	*3.4%*	*1.7%*	*4.1%*	*22.3%*	*-0.2%*	*7.3%*
3) 부동산 및 기타	114.5	155.7	160.6	175.4	91.3	117.6	108.1	109.1	606.2	426.2	408.2
YoY(%)	*-3.1%*	*-37.1%*	*-25.9%*	*12.5%*	*-20.3%*	*-24.4%*	*-32.7%*	*-37.8%*	*-17.9%*	*-29.7%*	*-4.2%*
2. KGC(별도)	374.1	246.4	429.0	256.4	362.3	257.0	450.1	269.5	1,305.9	1,338.8	1,397.8
YoY(%)	*-1.6%*	*-5.0%*	*2.7%*	*8.8%*	*-3.2%*	*4.3%*	*4.9%*	*5.1%*	*1.0%*	*2.5%*	*4.4%*
3. 기타	183.6	204.8	225.1	237.6	212.4	245.5	259.1	276.5	851.1	993.5	1139.0
YoY(%)	*162.3%*	*201.2%*	*53.6%*	*48.0%*	*15.7%*	*19.9%*	*15.1%*	*16.4%*	*91.2%*	*16.7%*	*14.6%*
영업이익	**333.0**	**327.6**	**405.6**	**201.6**	**316.5**	**299.3**	**390.0**	**204.6**	**1,267.8**	**1,210.4**	**1,275.7**
OPM(%)	***23.7%***	***23.1%***	***25.0%***	***14.3%***	***22.7%***	***20.4%***	***23.5%***	***14.2%***	***21.7%***	***20.3%***	***20.4%***
YoY(%)	***6.3%***	***1.0%***	***-2.7%***	***-23.9%***	***-5.0%***	***-8.6%***	***-3.8%***	***1.5%***	***-3.9%***	***-4.5%***	***5.4%***
1.KT&G	272.6	312.7	307.8	227.3	230.3	272.5	281.1	215.8	1,120.3	999.7	1,034.9
OPM(%)	*32.3%*	*32.4%*	*31.7%*	*24.9%*	*28.0%*	*28.3%*	*29.6%*	*24.2%*	*30.3%*	*27.6%*	*27.9%*
2. KGC	34.2	3.0	74.8	-27.3	50.1	5.9	79.7	-15.6	84.7	120.0	132.8
OPM(%)	*9.1%*	*1.2%*	*17.4%*	*-10.6%*	*13.8%*	*2.3%*	*17.7%*	*-5.8%*	*6.5%*	*9.0%*	*9.5%*
3. 기타	26.2	12.0	23.0	2.7	36.1	20.9	29.3	4.4	64.0	90.7	108.0
세전이익	**391.8**	**478.6**	**647.8**	**-97.3**	**396.3**	**351.8**	**453.1**	**196.0**	**1,420.9**	**1,397.2**	**1,465.8**
세전이익(%)	*27.9%*	*33.8%*	*39.9%*	*-6.9%*	*28.4%*	*24.0%*	*27.3%*	*13.6%*	*24.3%*	*23.5%*	*23.5%*
YoY(%)	*1.2%*	*-26.5%*	*-30.1%*	*-301.5%*	*-1.6%*	*14.5%*	*4.5%*	*1.8%*	*2.4%*	*-1.7%*	*4.9%*
지배주주순이익	**270.5**	**238.2**	**304.3**	**130.0**	**264.0**	**270.8**	**317.6**	**133.9**	**1,015.8**	**942.9**	**986.3**
순이익(%)	*19.3%*	*16.8%*	*18.7%*	*9.2%*	*18.9%*	*18.5%*	*19.1%*	*9.3%*	*17.4%*	*15.8%*	*15.8%*
% YoY	*2.4%*	*-29.9%*	*-34.4%*	*-350.3%*	*-2.4%*	*13.7%*	*4.4%*	*3.0%*	*3.9%*	*-7.2%*	*4.6%*

자료: KT&G, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	5,228	5,851	5,958	6,247	6,461
증가율 (%)	3.4	11.9	1.8	4.9	3.4
매출원가	2,350	2,891	3,007	3,146	3,243
매출원가율 (%)	45.0	49.4	50.5	50.4	50.2
매출총이익	2,878	2,960	2,951	3,101	3,218
매출이익률 (%)	55.0	50.6	49.5	49.6	49.8
증가율 (%)	-1.7	2.8	-0.3	5.1	3.8
판매관리비	1,540	1,693	1,741	1,825	1,887
판관비율(%)	29.5	28.9	29.2	29.2	29.2
EBITDA	1,556	1,493	1,451	1,515	1,565
EBITDA 이익률 (%)	29.8	25.5	24.4	24.3	24.2
증가율 (%)	-7.2	-4.0	-2.8	4.4	3.3
영업이익	1,338	1,268	1,210	1,276	1,331
영업이익률 (%)	25.6	21.7	20.3	20.4	20.6
증가율 (%)	-9.2	-5.2	-4.6	5.5	4.3
영업외손익	90	132	186	190	203
금융수익	79	131	117	115	117
금융비용	32	88	72	67	61
기타영업외손익	43	89	141	142	147
종속/관계기업관련손익	11	29	0	0	0
세전계속사업이익	1,440	1,430	1,397	1,466	1,534
세전계속사업이익률	27.5	24.4	23.4	23.5	23.7
증가율 (%)	-10.3	-0.7	-2.3	4.9	4.6
법인세비용	415	416	436	466	489
계속사업이익	1,024	1,014	956	1,000	1,045
중단사업이익	-52	-9	0	0	0
당기순이익	972	1,005	956	1,000	1,045
당기순이익률 (%)	18.6	17.2	16.0	16.0	16.2
증가율 (%)	-17.1	3.4	-4.9	4.6	4.5
지배주주지분 순이익	977	1,016	943	986	1,031
비지배주주지분 순이익	-5	-10	13	14	14
기타포괄이익	89	77	0	0	0
총포괄이익	1,061	1,083	956	1,000	1,045

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,256	6,510	6,924	7,353	7,831
현금성자산	947	1,401	1,711	1,908	2,213
단기투자자산	474	243	249	261	270
매출채권	905	1,367	1,397	1,464	1,514
재고자산	2,375	2,576	2,632	2,760	2,854
기타유동자산	589	530	541	568	587
비유동자산	5,381	5,792	5,811	5,897	5,960
유형자산	1,741	1,837	1,844	1,865	1,882
무형자산	146	168	141	118	100
투자자산	2,097	2,334	2,373	2,460	2,525
기타비유동자산	1,397	1,453	1,453	1,454	1,453
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	11,637	12,302	12,734	13,250	13,792
유동부채	2,064	2,527	2,579	2,694	2,784
단기차입금	75	73	71	71	71
매입채무	60	221	226	237	245
유동성장기부채	19	21	21	16	16
기타유동부채	1,910	2,212	2,261	2,370	2,452
비유동부채	364	416	423	428	439
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	53	79	79	69	69
장기금융부채	18	28	28	28	28
기타비유동부채	293	309	316	331	342
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,428	2,943	3,001	3,122	3,223
지배주주지분	9,159	9,316	9,677	10,059	10,485
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	533	533	533	533	533
자본조정 등	-880	-1,237	-1,237	-1,237	-1,237
기타포괄이익누계액	-88	-67	-67	-67	-67
이익잉여금	8,638	9,131	9,493	9,874	10,301
비지배주주지분	50	43	56	69	84
자본총계	9,209	9,359	9,733	10,128	10,569

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	1,420	888	1,125	1,102	1,155
당기순이익	972	1,005	956	1,000	1,045
유형자산 상각비	203	203	213	217	215
무형자산 상각비	14	22	27	23	19
외환손익	-96	-50	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	222	-321	-38	-85	-64
기타	105	29	-33	-53	-60
투자활동으로인한현금흐름	-798	548	-191	-246	-208
투자자산의 감소(증가)	-474	-203	-39	-87	-65
유형자산의 감소	5	4	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-224	-241	-220	-238	-232
기타	-105	988	68	79	89
재무활동으로인한현금흐름	-948	-932	-624	-660	-642
차입금의 증가(감소)	16	35	0	-10	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-596	-576	-581	-605	-605
기타	-368	-391	-43	-45	-37
기타현금흐름	18	-49	0	0	0
현금의증가(감소)	-307	454	310	197	305
기초현금	1,254	947	1,401	1,711	1,908
기말현금	947	1,401	1,711	1,908	2,213

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	7,078	7,323	6,962	7,282	7,613
EPS(지배순이익 기준)	7,118	7,399	6,868	7,184	7,510
BPS(자본총계 기준)	67,075	68,165	70,893	73,771	76,980
BPS(지배지분 기준)	66,710	67,853	70,486	73,265	76,371
DPS	4,800	5,000	5,200	5,200	5,200
P/E(당기순이익 기준)	11.2	12.5	12.1	11.5	11.0
P/E(지배순이익 기준)	11.1	12.4	12.2	11.7	11.2
P/B(자본총계 기준)	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1
P/B(지배지분 기준)	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA(Reported)	5.6	7.2	6.5	6.1	5.7
배당수익률	6.1	5.5	6.2	6.2	6.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-17.1	3.5	-4.9	4.6	4.5
EPS(지배순이익 기준)	-16.6	3.9	-7.2	4.6	4.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.6	10.8	10.0	10.1	10.1
ROE(지배순이익 기준)	10.7	11.0	9.9	10.0	10.0
ROA	8.4	8.4	7.6	7.7	7.7
안정성 (%)					
부채비율	26.4	31.4	30.8	30.8	30.5
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	75.0	36.5	30.1	31.9	35.2

** K-IFRS 연결 기준*

HYUNDAI MOTOR GROUP

2023.05.18

부릉부릉 자산배분 :

스태그플레이션 시기의 자산배분 전략

투자전략 팀장 김중원
02) 3787-2290
simon@hmsec.com

RA 남수정
02) 3787-2238
nsj@hmsec.com

내일의 차이 현대차증권

스태그플레이션 시기의 자산배분 전략

스태그플레이션 시기의 자산배분 전략

- 2022년 주식과 채권 등 포트폴리오 내 전통자산이 모두 마이너스 수익률을 기록해 상반기 주요 글로벌 연기금의 운용수익률은 마이너스 수익률을 기록했음
- 2022년 국내 및 글로벌 연기금 중 교직원공제회와 행정공제회가 가장 양호한 수익률을 기록했는데 이는 지난 수년간 단순히 대체투자 비중을 확대한 것을 넘어 다양한 자산군에 분산투자한 점이 스태그플레이션에도 높은 수익률을 기록할 수 있었던 좋은 사례로 판단됨

스태그플레이션 이전 국내외 연기금 동향

- 2022년 스태그플레이션 이전 국내외 연기금은 자국 투자 비중을(주로 국내 주식) 축소하고 투자자산을 다각화하는데 노력해왔음
- 캐나다, CPPIB는 레퍼런스 포트폴리오에 맞춰 캐나다 주식 비중을 장기적으로 글로벌 벤치마크 수준까지 축소할 계획이며 공무원연금과 사학연금도 국내주식 비중을 축소하고 각각 해외주식과 대체투자 비중을 확대해왔음
- 캐나다 CPPIB는 위험자산 투자비중을 85%까지 확대할 계획이며 위험자산인 자본투자를 단순히 공모 주식이 아니라 사모펀드, 부동산, 인프라, 절대수익과 원자재 등 주로 대체투자 비중을 확대했음
- 스태그플레이션 이전 국내 공제회는 주식과 채권 등 전통투자에서 벗어나 대체투자 자산군 분류를 개편하며 투자자산을 다각화해 대체투자 비중을 성공적으로 확대했고 그 결과 스태그플레이션에도 양호한 수익률을 기록

스태그플레이션 이후 국내외 연기금 동향

- 2023년 국내 사학연금과 교직원공제회 등 국내채권과 국내주식을 확대하고 있는데 이는 전술적 자산배분 차원과 포트폴리오 비중 조정으로 구분되는 것으로 판단됨
- CalPERS는 지난해 7월 인플레이션 시대를 대비하는 새로운 자산배분 전략을 공개하고 레버리지 투자를 승인 및 사모사채 자산군을 신설

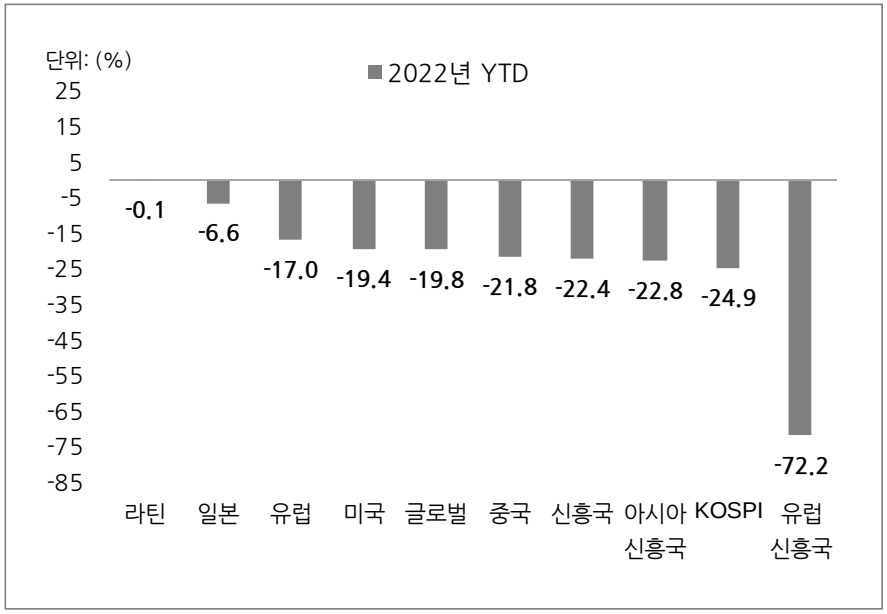
자산배분 한계 극복

- 현재 전략적 자산배분의 위험한도가 자산의 손실확률 중심으로 관리되면서 국내 연기금 등은 자산배분 내 채권비중이 과도하게 높은 문제가 발생
- 전략적 자산배분 위험한도로 포트폴리오의 상관계수 임계치를 추가하는 것이 필요하며 더불어 자산군 분류 방식 개편을 통해 위험관리 효율성을 높이면서 대체투자 비중을 확대할 필요가 있다 판단

2022년 스태그플레이션으로 주식과 채권 동반 급락

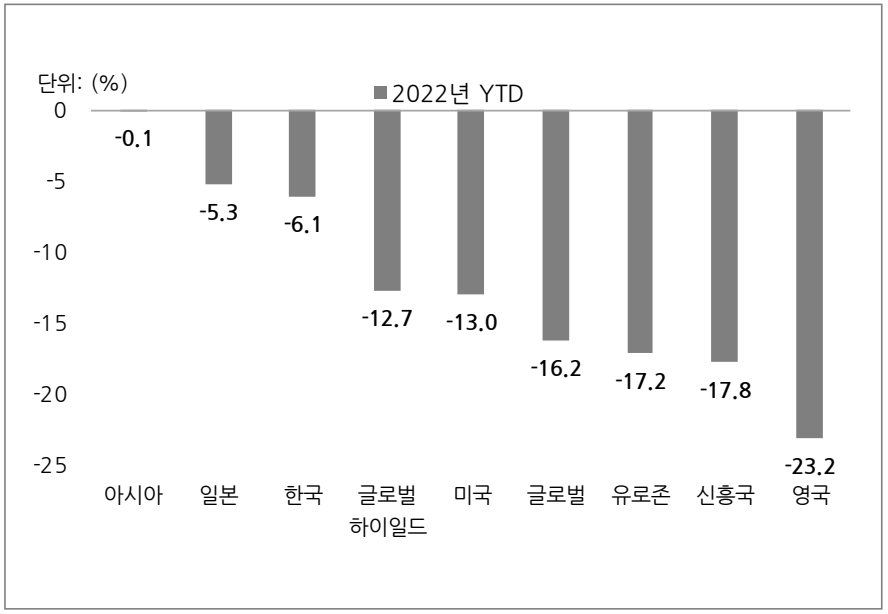
- 2022년 코로나에 따른 공급망 교란과 러시아-우크라이나 전쟁 발발에 따른 상품가격 급등으로 50년만에 스태그플레이션 상황이 발생하며 글로벌 주식시장과 채권시장이 동반 급락을 기록
- 자산배분은 위험자산과 안전자산에 동시에 투자해 포트폴리오 효과로 절대수익을 추구를 목표. 즉, 경기호황에 따라 주식시장이 높은 수익률을 기록할 때는 채권시장이 약세를 기록하지만 경기침체 등으로 주식시장이 약세를 기록해도 통화정책 기대로 채권시장은 강세를 기록할 수 있어 주식과 채권의 역의 상관계수에 따라 포트폴리오 효과를 기대되기 때문
- 하지만, 물가 상승 속 경기침체 우려가 부각되는 스태그플레이션 상황으로 주식과 채권이 동반 약세를 기록할 수 있어 주식과 채권 중심의 전략적 자산배분 한계가 존재한다 판단

2022년 글로벌 주요 증시지수 수익률



자료: Bloomberg, 현대차증권

2022년 주요 채권지수 수익률

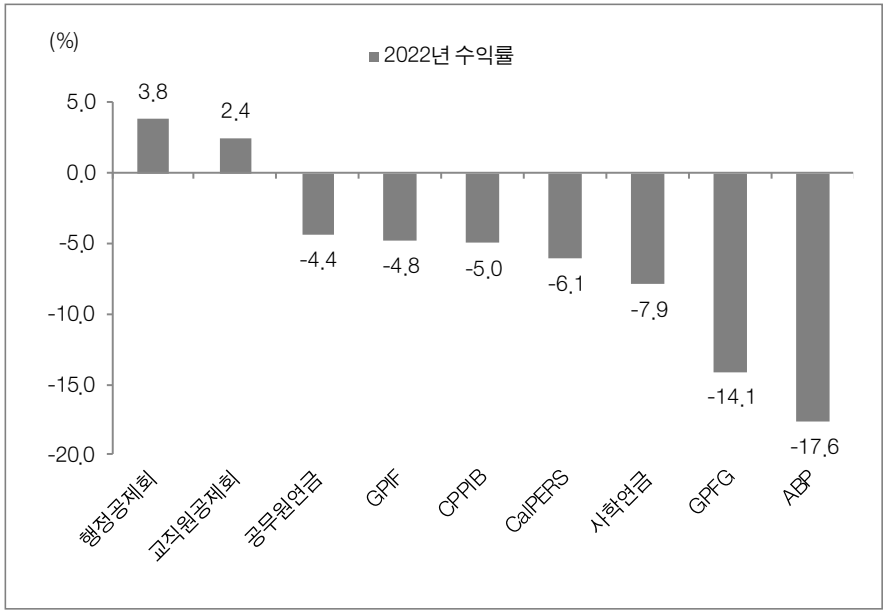


자료: Bloomberg, 현대차증권

작년 주요 연기금 마이너스 수익률 기록

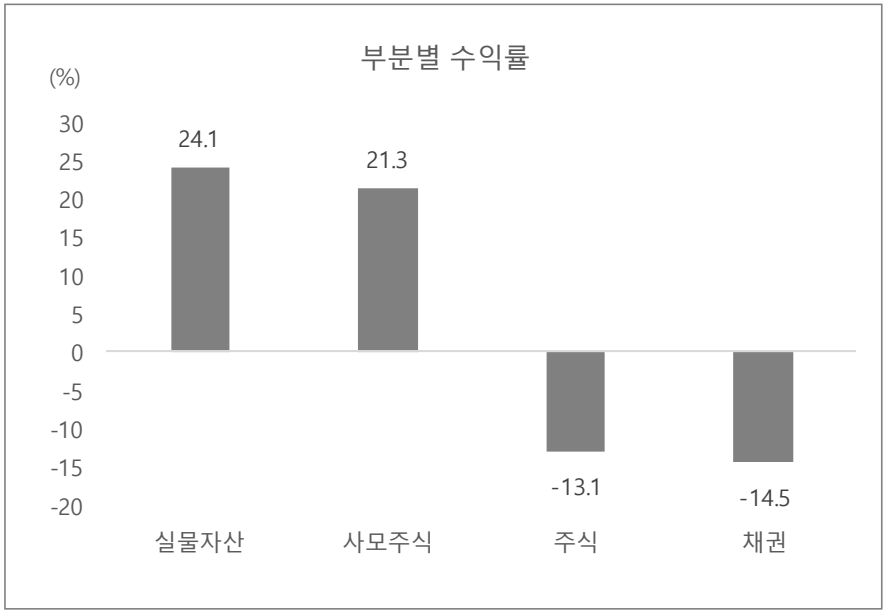
- 2022년 주식과 채권 등 포트폴리오 내 전통자산이 모두 마이너스 수익률을 기록해 상반기 주요 글로벌 연기금의 운용수익률은 마이너스 수익률을 기록했음
- 2022년 미국 CalPER의 부분별 수익률을 분석하면 대체 투자만 플러스 수익률을 기록했는데 작년 국내외 주요 연기금 중 행정공제회와 교직원공제회가 가장 양호한 수익률을 기록
- 지난 수년간 행정공제회와 교직원공제회는 단순히 대체투자 비중을 확대한 것이 아니라 기존 주식과 채권을 넘어 다양한 자산군에 분산투자한 점이 스태그플레이션 상황 수익률 안정성을 높일 수 있었던 좋은 사례로 판단되는 부분

2022년 주요 연기금 수익률 비교



자료:각 연기금, 현대차증권

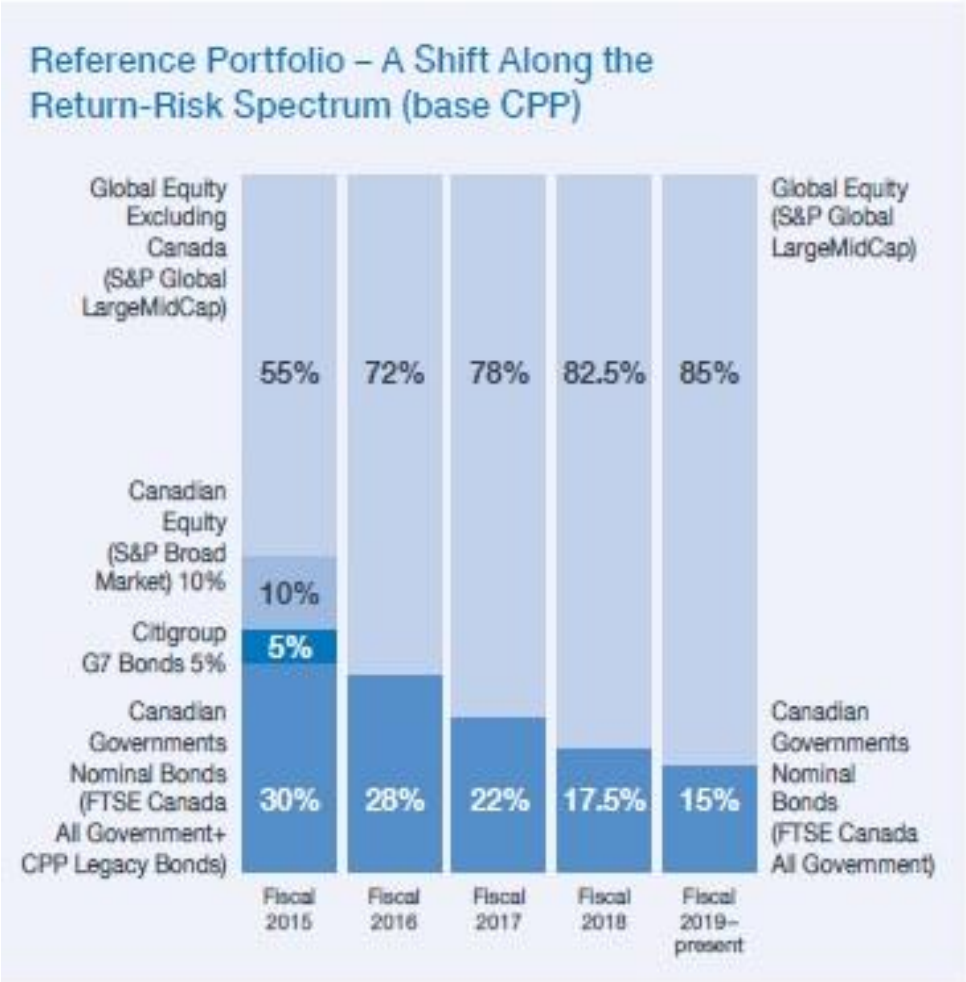
2022년 CalPERS 부분별 수익률



자료: CalPERS, 현대차증권

스태그플레이션 이전:
I. 자국 투자비중 축소

자산배분 동향 1: 자국 투자비중 축소



자료 : CPPIB Annual Report

해외연기금, 캐나다 CPPIB

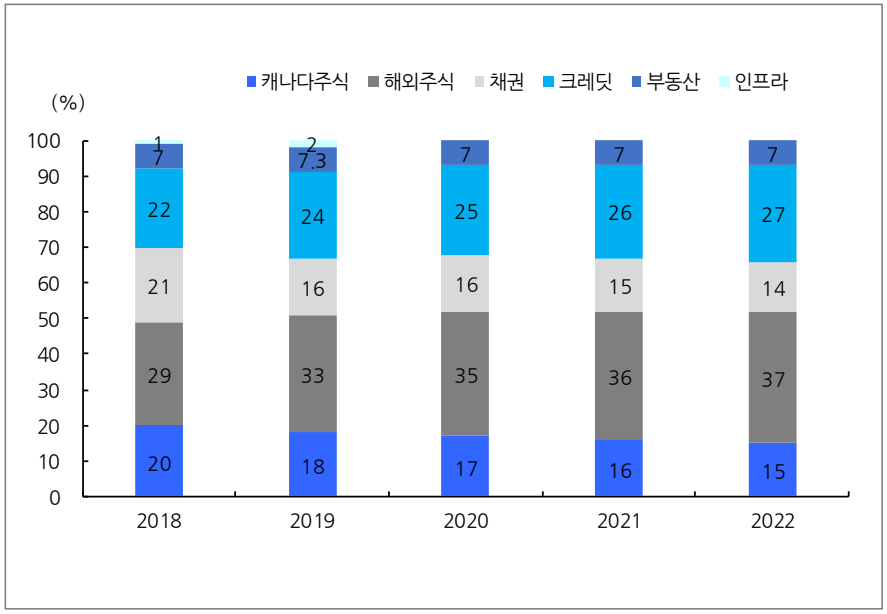
- 국내외 주요 연기금들의 자산배분 내 공통적 변화 중 하나는 자국 주식 비중을 축소하는 것임
- 국내 및 글로벌 연기금이 국내투자 비중을 축소하는 이유는 연금의 적립기금 확대에 따라 부각될 수 있는 home-bias 부작용 때문
- 해외 연기금 중 캐나다 공적연금인 CPPIB가 대표적 사례를 보여줌. 캐나다 연기금은 연금 행정을 담당하는 CPP와 운용을 담당하는 CPPIB로 분리되었음
- CPP의 재정상태에 영향을 줄 수 있는 요인들과 지속적인 급여 지급 능력을 고려해 손실 위험을 낮추고 수익률을 극대화하고자 장기적 관점에서 Reference Portfolio를(기준 포트폴리오) 제시하고 있음
- CPP의 Reference Portfolio에 따르면 채권은 캐나다 채권 중심으로 투자하나 주식은 해외주식을 선호.
- 더불어 자국 주식인 캐나다 주식 비중은 글로벌 주식 벤치마크 비중 수준에서 제한적으로 투자하는 방향을 목표로 하고 있음

캐나다 주식, 글로벌 벤치마크 수준까지 축소 목표

캐나다, CPPIB-자국 투자비중 축소 흐름

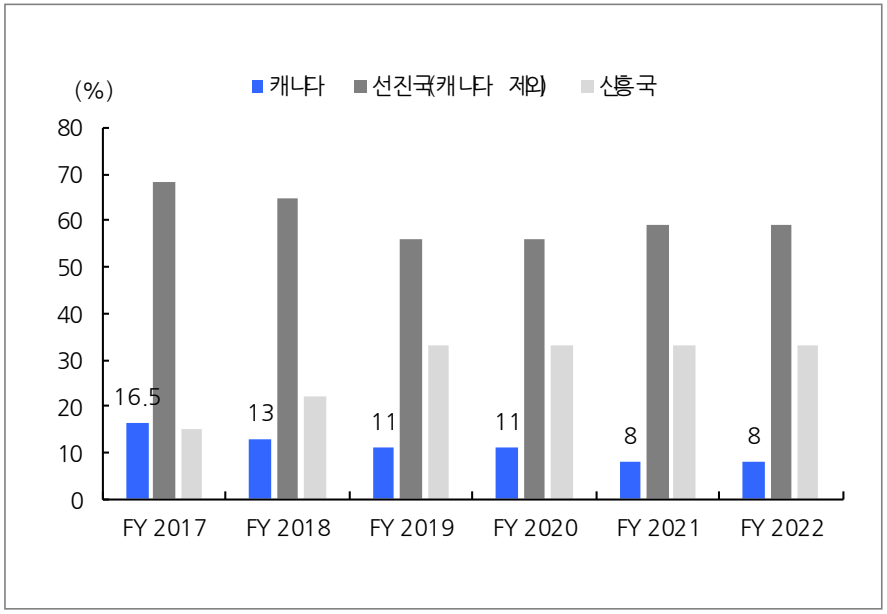
- Reference Portfolio 도입 이후 CPPIB 자산배분 내 캐나다 주식 비중은 꾸준히 축소된 반면 해외주식 비중은 확대되었음
- 2018년 20% 수준이던 캐나다 주식비중은 2022년 15%까지 축소되었음
- 향후 CPPIB 자산배분 내 캐나다 주식비중을 글로벌 벤치마크 수준인 10%까지 축소하는 것을 목표로 하고 있음

CPPIB 자산배분 추이



자료:CPPIB, 현대차증권

CPPIB 지역별 자산배분 추이

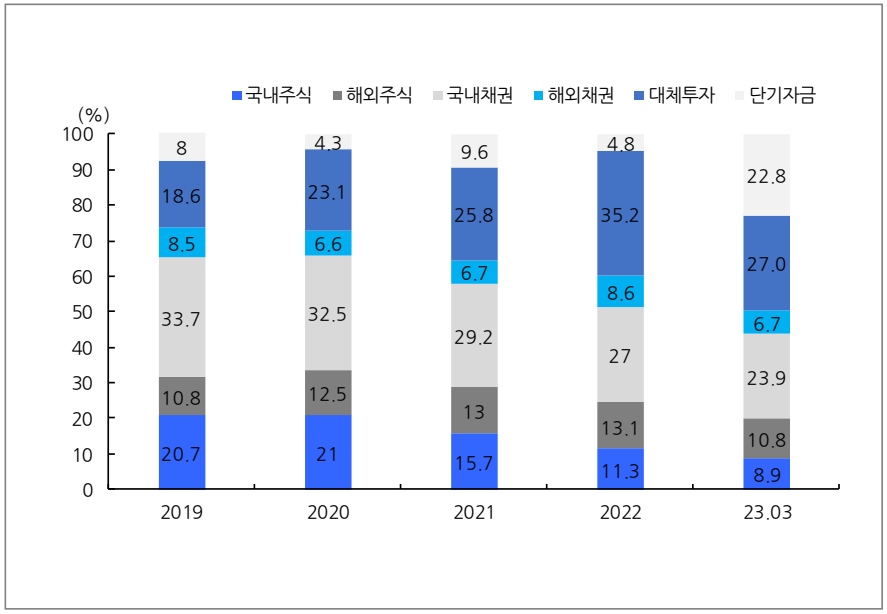


자료: CPPIB, 현대차증권

국내 공무원연금과 사학연금

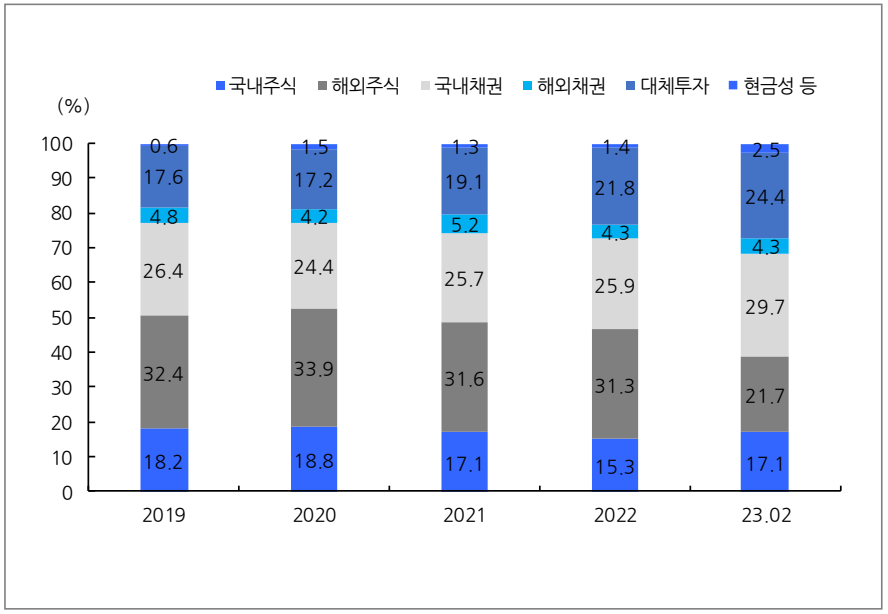
- 최근 5년 동안 공무원연금의 자산배분 중 국내주식 비중은 꾸준히 축소된 반면 해외주식 비중은 확대되어 왔음
- 2019년 공무원연금 국내주식 비중은 20.7%였으나 2022년에는 11.3%로 -9.4%p 축소되었고 반면 2019년10.8%였던 해외주식 비중은 2022년에는 13.1%로 +2.3%p 증가했음
- 2019년 사학연금의 국내주식 비중은 18.2%였으나 2022년에는 15.3%로 -2.9%p 축소되었는데 동기간 사학연금의 대체투자 비중은 17.6%에서 21.8%로 +4.2%p 확대되었음

공무원연금 자산배분 추이



자료:공무원연금, 현대차증권

사학연금 자산배분 추이



자료: 사학연금, 현대차증권

스태그플레이션 이전:
II. 투자자산 다각화

자산배분 동향 2: CPPIB 사례

캐나다, CPPIB 자본투자 다각화

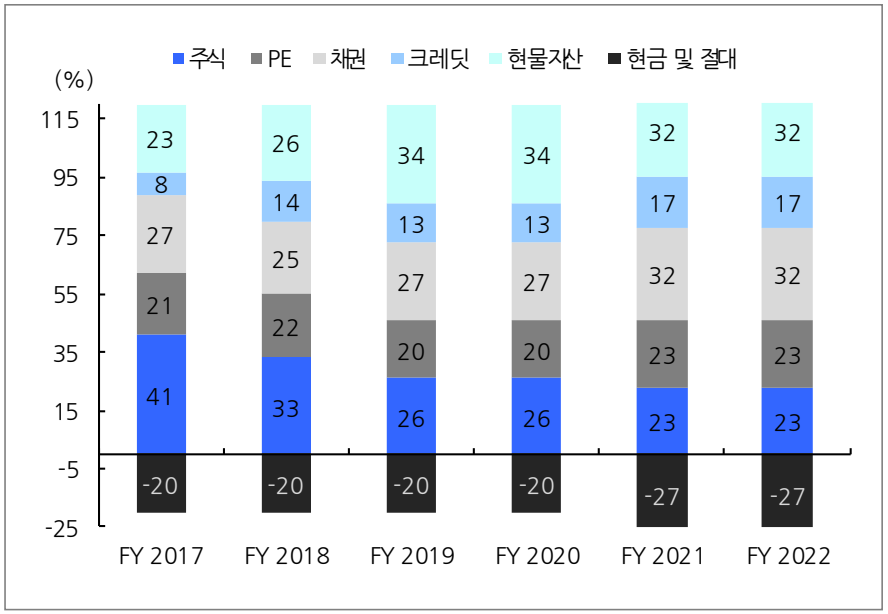
- CPP의 Reference Portfolio는 따르면 자본관련 투자 비중을 85%까지 확대하는데 실제 주식 자산의 투자를 직접적으로 증가하는 것이 아닌 대체투자 형태의 자본투자 비중을 증가시키는 계획을 의미함
- 대체투자 자산으로 사모펀드, 부동산, 인프라, 절대수익과 원자재 관련 등과 같은 자본투자 확대를 의미
- 즉, CPP의 Reference Portfolio는 위험자산 다각화를 통해 자본투자 비중을 확대하는 것을 목표로 함

코로나 펜데믹 이후 CPPIB(캐나다) 자산배분 비중 추이

(%)	2019	2020	2021	2022
캐나다주식	18	17	16	15
해외주식	33	35	36	37
캐나다채권	16	16	15	14
해외채권	24	25	26	27
부동산 및 대체	8	7	7	7
인프라	1	1	1	1
수익률	16.5	3.1	25.8	6.8

주 : 단위(%)
자료: CPPIB, 현대차증권

CPPIB 사모주식,크레딧,현물자산 등 위험자산 다각화



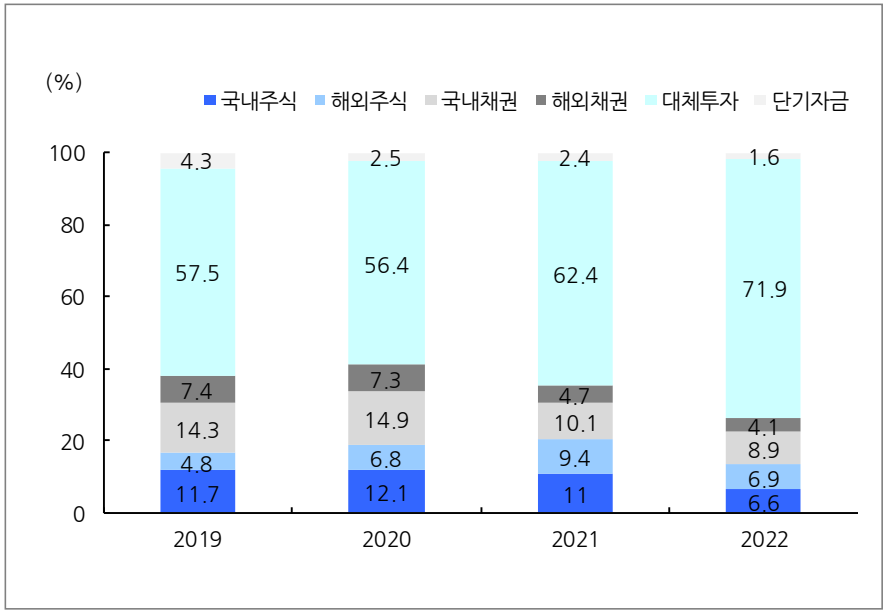
주:CPPIB는 3월말 까지의 기간을 회계기간으로 함
자료: CPPIB, 현대차증권

자산배분 동향 2: 국내 공제회 사례

국내 공제회 투자자산 다각화

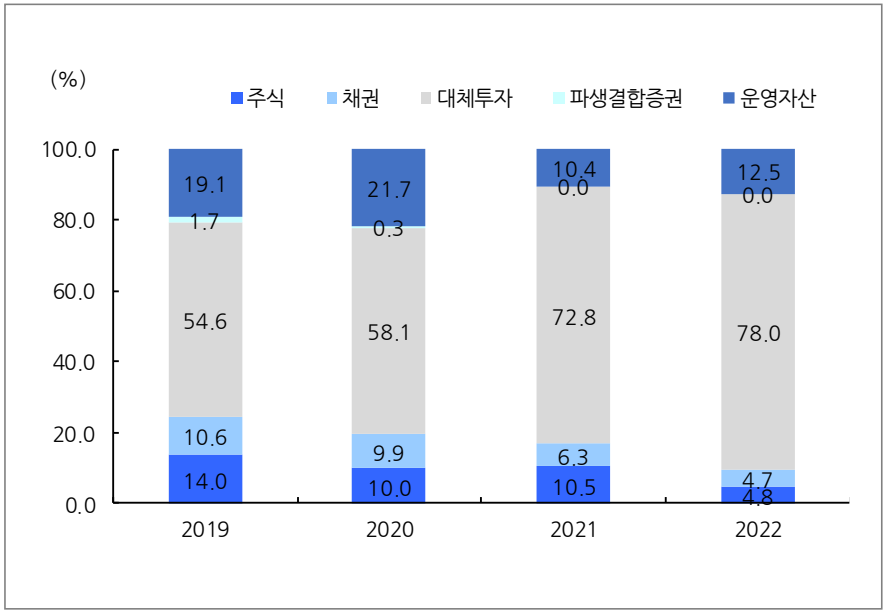
- 2019년 기준 교직원공제회와 행정공제회의 국내주식 비중은 각각 11.7%와 14.0%였으나 2022년에는 각각 6.6%로 4.77%로 크게 축소되었는데 동기간 교직원공제회의 대체투자 비중은 57.5%에서 71.9%로 14.4%p 확대
- 2019년 기준 행정공제회의 국내주식 비중은 14.0%였으나 2022년에는 4.8%로 -9.2%p 축소 되었는데 동기간 대체투자 비중은 54.6%에서 77.9%로 +23.3%p 확대되었음

교직원공제회 자산배분 추이



자료: 교직원공제회, 현대차증권

행정공제회 자산배분 추이



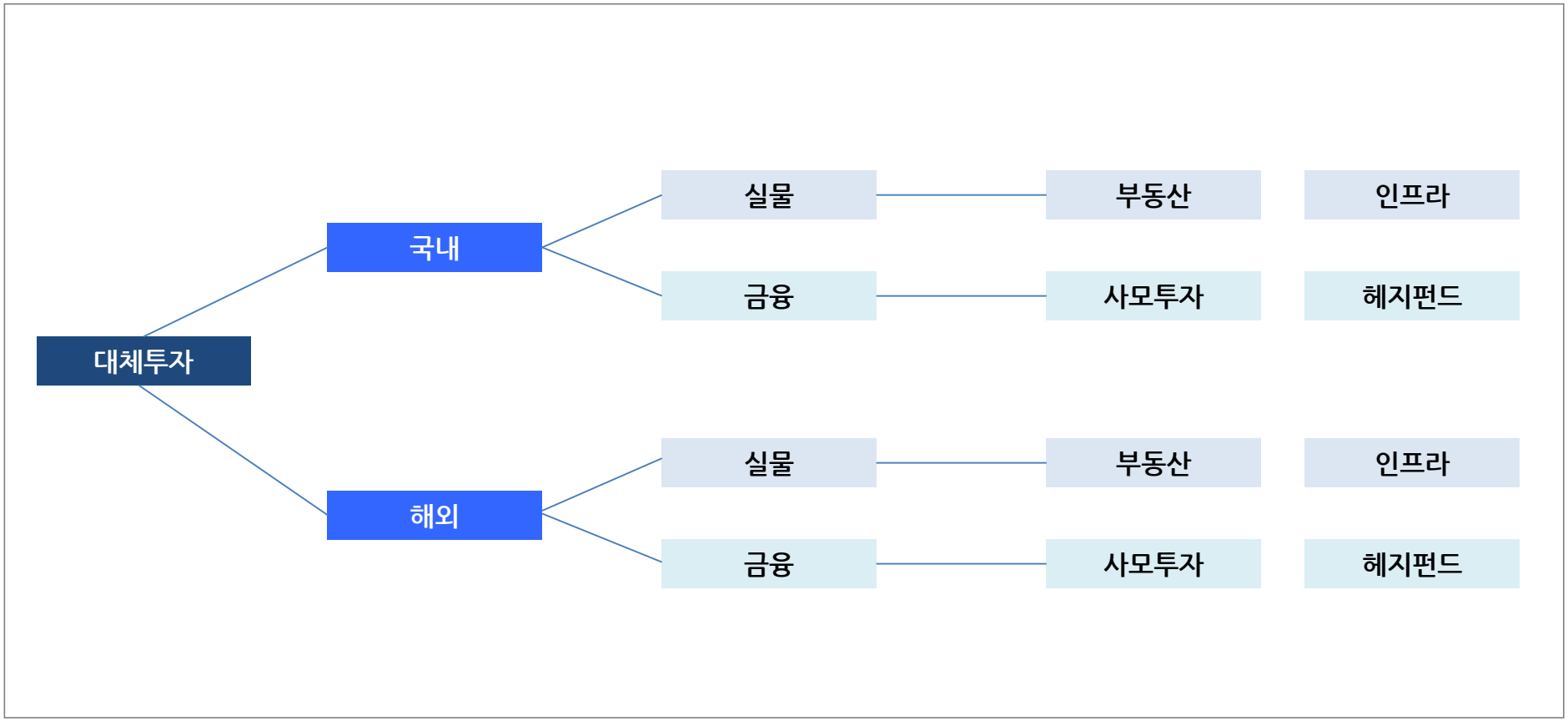
자료: 행정공제회, 현대차증권

주: 운영자산은 회원 대여금과 기타자산 등을 의미

국내 공제회: 교직원공제회 대체투자 자산군 분류 확대

- 교직원공제회는 대체투자를 국내 · 해외로 우선 분류한 후, 그 안에서 실물 및 금융자산으로 2차 분류를 진행
- 실물자산에는 대표적으로 인프라, 부동산 등의 자산이 포함되며 금융자산에는 사모투자, 헤지펀드 등이 포함되는 방식으로 대체투자 자산군 확대

교원공제회 자산군별 벤치마크

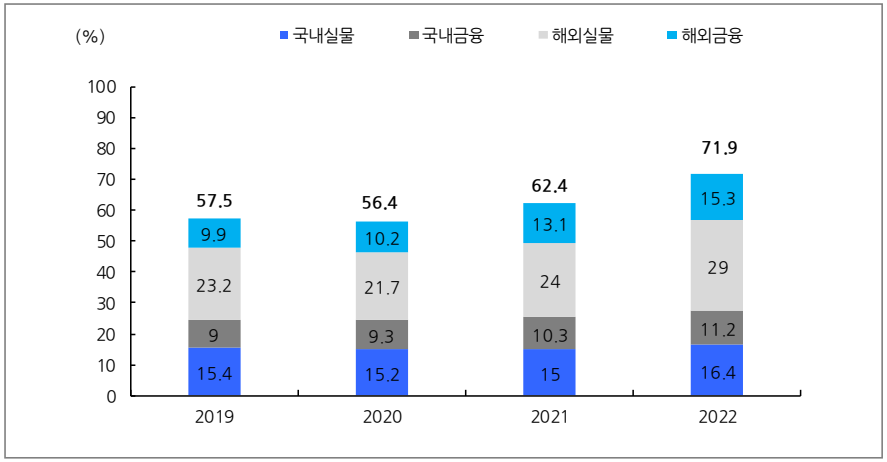


자료: 교직원공제회, 현대차증권

교직원공제회 자산배분 계획 – 대체투자 비중 추이

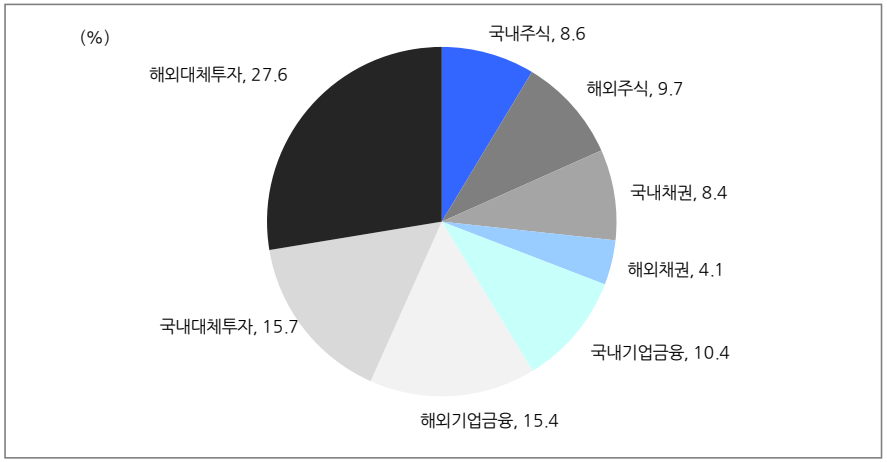
- 교직원공제회는 자산배분 계획에서 약 70% 가량의 비중을 대체투자에 할당하며 전통자산 대비 대체투자 비중 확대하는 전략 채택
- 특히 대체투자 비중은 2019년 57.5%에서 2022년 71.9%까지 14.4%p 증가되며 두드러진 비중 확장이 나타남
- 세부적인 투자 비중으로는 국내 대체투자 비중 축소 및 해외 대체투자 비중 확대가 나타나고 있음

교직원공제회 대체투자 비중 추이



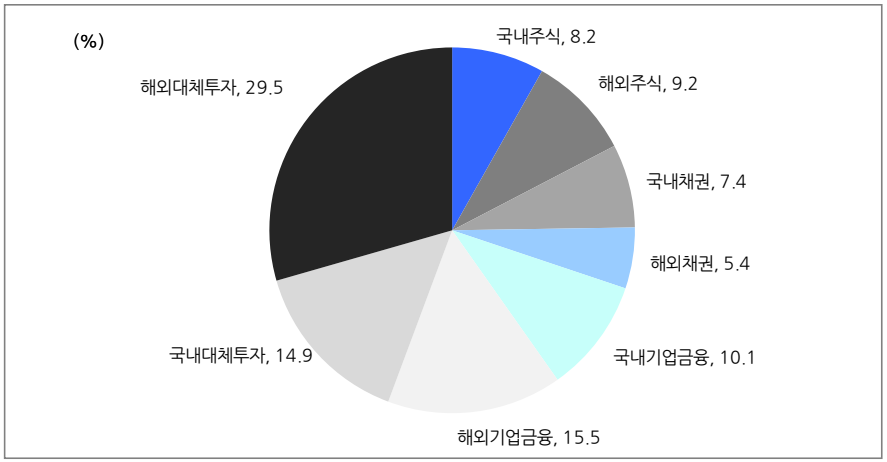
자료: 교직원공제회, 현대차증권

교직원공제회 2023년 자산배분 계획



자료: 교직원공제회, 현대차증권

교직원공제회 중장기(2027년) 자산배분 계획



자료: 교직원공제회, 현대차증권

행정공제회 대체투자 자산 분류

- 행정공제회는 운용자산의 78.0%(2022년 기준)를 대체투자에 투자하며 전통자산 대비 높은 대체투자 비중을 보이고 있음
- 2023년 연간 자산배분 계획에서도 81.1%(기회자산 포함 비중)를 대체투자 비중으로 두며 비중 확대 전략을 지속
- 행정공제회는 대체자산을 사모투자, 부동산, 인프라, 헤지펀드 등 전통자산에 포함되지 않는 자산으로 정의하며 대체투자를 통해 안정성과 수익성을 균형적으로 추구하고자 함
- 자산배분 계획에서는 크게 **사모주식, 사모신용, 헤지펀드, 실물자산(부동산 · 인프라 등), 기회자산으로 구분**하고 있으며, 세부 자산운용 계획은 비공개 원칙으로 운용

행정공제회 대체자산 주요 투자사업 내역

〈실물자산〉

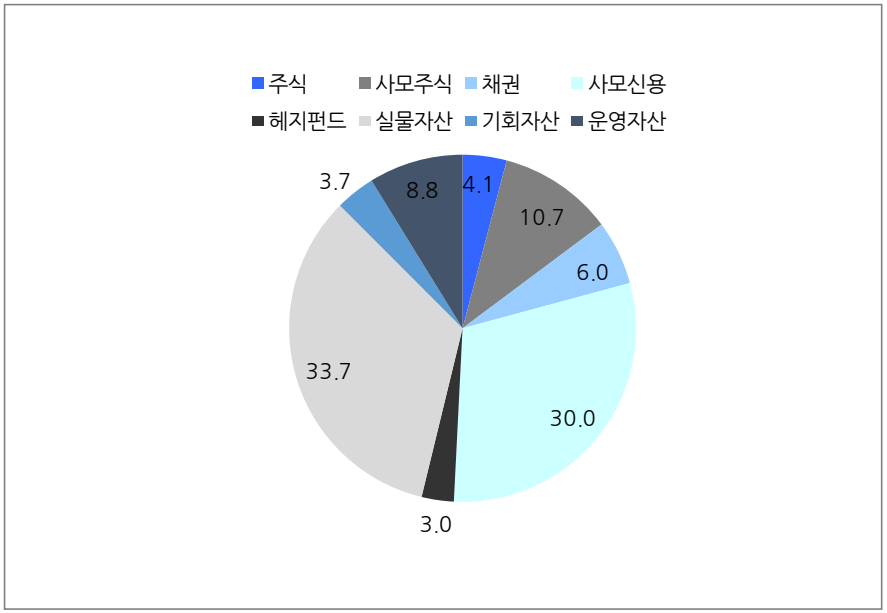
사업명	기간	금액
판교 6-1 블록	’17.12~’27.12	2,145억원
CalSTRS 미국 JV 멀티패밀리 펀드 II	‘22.02~’34.02	2,400억원
종로 센트러폴리스	‘18.07~’48.07	1,000억원
英 Whiteside Hill 육상풍력	‘18.09~’28.09	587억원

〈기업투자〉

사업명	기간	금액	내용
IMM 로즈골드 3호 PEF	‘15.03~’25.01	250억원	주요 지분투자 및 바이아웃 전략의 국내 블라인드 PEF
MKOF5-1호 PEF	‘20.04~’28.02	500억원	LG CNS 인수를 위한 투자
에이티넘성장투자조합 (2020)	‘20.12~’30.12	200억원	사업다각화 등이 필요한 중소, 중견기업 M&A 에 투자하는 VC
보고KKR13북미바이아웃	‘21.08~’26.08	805억원	글로벌 대체투자 운용사 KKT 운용하는 북미 바이아웃 투자 목적의 블라인드 PEF
한화유럽크레딧7호PEF	‘18.09~’25.09	780억원	Ares mng.가 운용하는 Ares capital Europe IV 펀드에 재간접 투자하는 해외 블라인드 PEF

자료: 행정공제회, 현대차증권

행정공제회 2023년 자산배분 계획

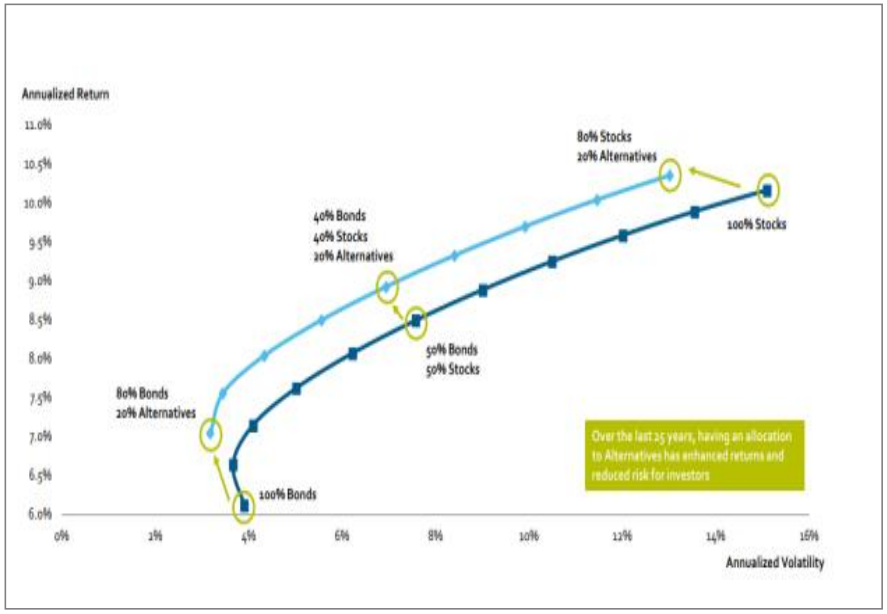


주: 운영자산은 회원대여, 기타자산으로 구성되며 기회자산은 단기자금 및 전략투자를 목적으로 운용하는 자산을 의미함
전략투자는 중장기적 수익률 제고를 위해 다양한 자산군에 투자할 수 있는 자금을 의미
자료: 행정공제회, 현대차증권

대체자산 등 투자자산 다각화는 수익성 안정으로 연결

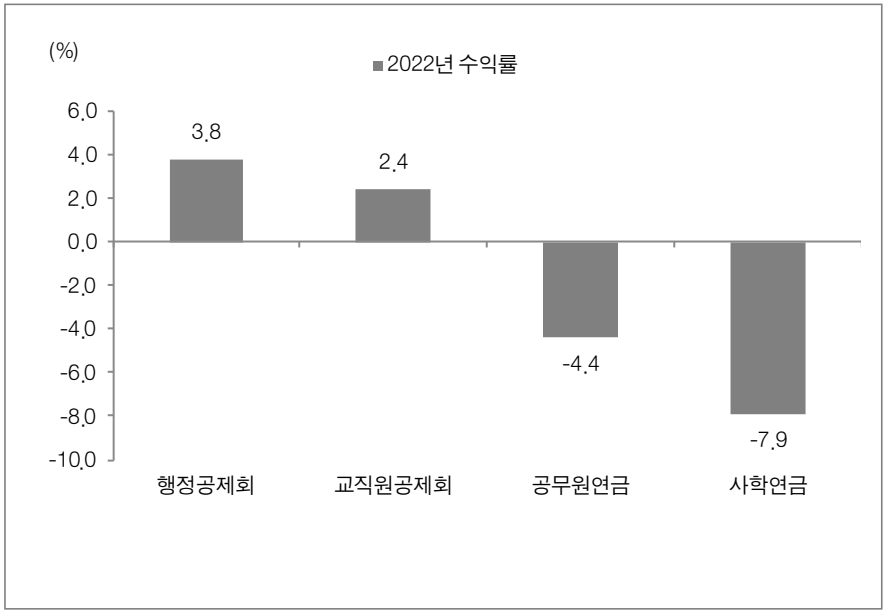
- 이러한 국내 연기금의 대체투자 비중 확대는 자산군간의 상관관계를 최소화하고 포트폴리오를 다각화하기 위함
- 다양한 자산에 분산투자해 자산군간 상관관계를 최소화할 경우 자산배분의 수익률 변동성을 축소할 수 있는 장점이 존재
- 더불어 2022년과 같이 주식과 채권이라는 전통자산 시장이 모두 하락할 경우에도 기금 수익률의 안정성을 높일 수 있음
- 이러한 적극적인 투자자산 다각화 노력으로 국내 및 해외 주요 연기금들이 스태그플레이션으로 인해 대부분 마이너스 수익률을 기록했던 2022년에도 교직원공제회와 행정공제회는 각각 2.4%와 3.8%의 높은 수익률을 기록할 수 있었음

대체투자 자산의 포트폴리오 편입 시 효율적 투자선의 변화



자료: 모건스탠리, 현대차증권

2022년 국내 연기금 수익률 비교



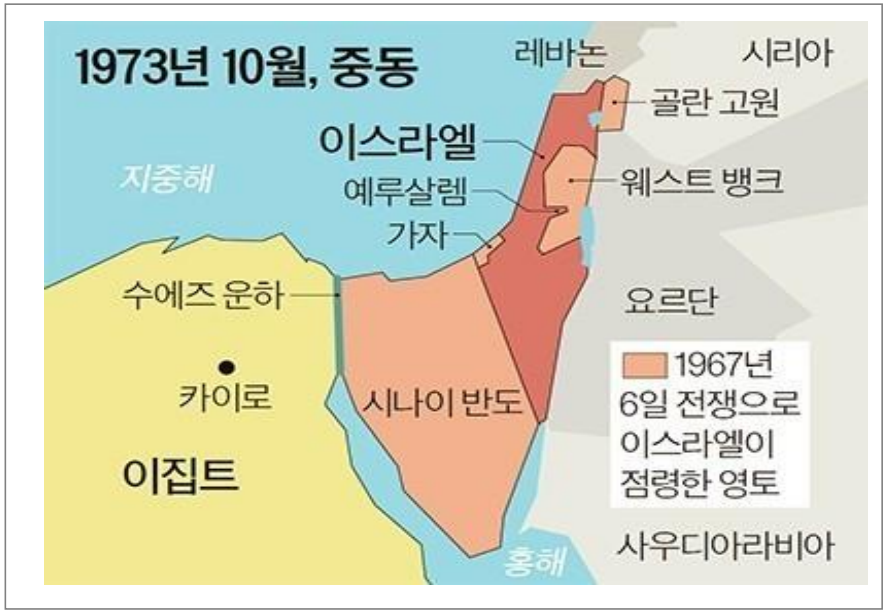
자료: 각사, 현대차증권

과거 인플레와 디스인플레이션

1,2차 오일쇼크와 인플레이션

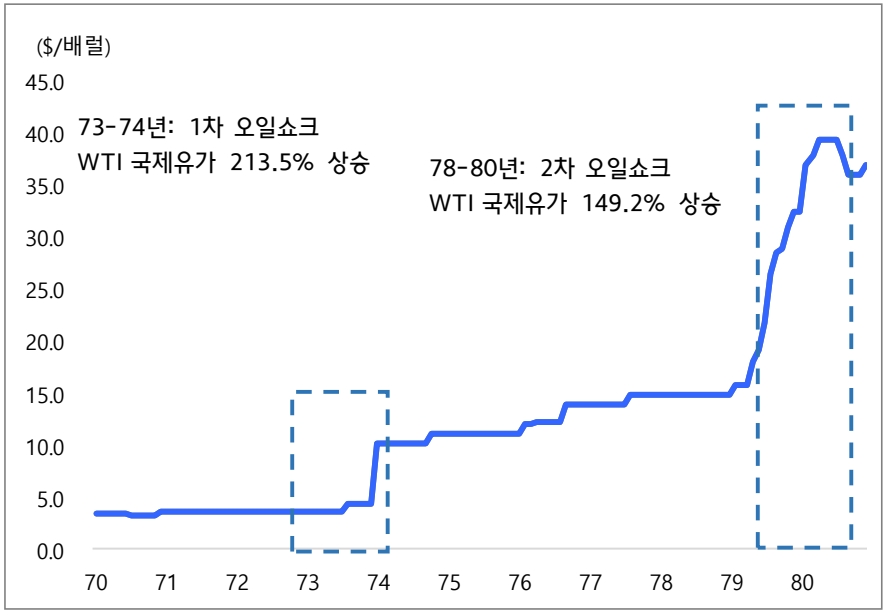
- 70년대 오일쇼크는 중동 전쟁 영향으로 미국에 중동 영향력이 약화되며 석유수출국 모임인 OPEC은 국제유가 인상 및 원유 생산 감산 정책으로 원유가격을 좌지우지하며 발생
- 73년 1차 오일 쇼크로 국제유가는 무려 213.5% 상승했고 80년 2차 오일쇼크 때 국제유가는 149.2% 상승
- 1948년부터 1973년까지 이스라엘과 중동국가들 사이에 중동전쟁이 지속되며 미국은 중동지역에 영향력이 약화되었음

중동 전쟁과 OPEC 탄생, 국제유가 불안



자료: 언론보도, 현대차증권

1, 2차 오일 쇼크로 국제유가 급등

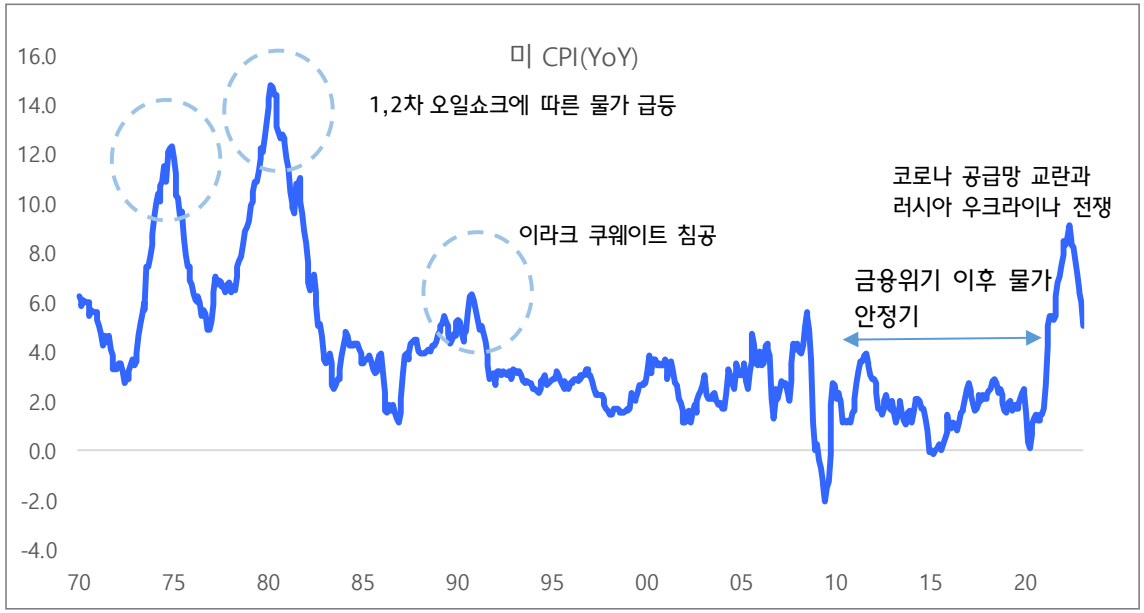


자료: Bloomberg, 현대차증권

과거 인플레 장기 동향

- 미국 소비자 물가는 1973년과 1980년 1차와 2차 오일쇼크로 급등했고 이후 이라크 쿠웨이트 침공으로 일시적으로 급등했으나 다국적군이 전쟁을 조기 마무리하며 빠르게 안정되었음
- 금융위기 이후 미국 소비자 물가는 코로나 이전까지 장기간 안정된 모습을 기록했음
- 하지만, 코로나에 따른 공급망 교란과 러시아 우크라이나 전쟁에 따른 상품가격 급등으로 1,2차 오일쇼크 이후 50년만에 스태그플레이션 상황이 도래됨

미 CPI 장기 추이



자료: Bloomberg,현대차증권

과거 디스인플레이션 국면 – 기준금리 인하 시점 정리

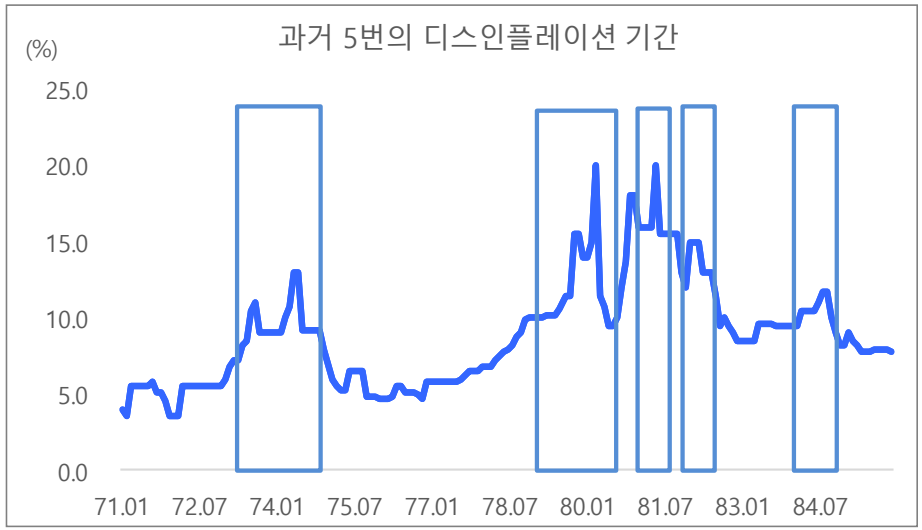
자료: Bloomberg, 현대차증권

과거 디스인플레이션 국면

시기	내용
1. 1974년 5월	1차 오일쇼크 이후 경기 침체 및 타격으로 인한 경기 회복 측면에서의 금리 인하. 당시 정책금리를 13.00%에서 9.25%로 3.75%p 인하함. 이후 1975년 5월 5.25%까지 점진적으로 금리 인하
2. 1980년 3월	2차 오일쇼크로 높아진 물가 상승률을 잡기 위해 기준금리 큰 폭으로 인상하며 기준금리 20.00% 기록. 낮아진 인플레이션 압력으로 서민 경제 불안정을 원인으로 카터 대통령의 재선을 위한 정치적 압력 영향으로 금리 8.5%p 인하 단행하였으며 이후 두차례에 걸쳐 금리를 추가 인하하며 7월 9.50% 수준까지 낮춤
3. 1981년 5월	카터 대통령 재선 실패 / 레이건 당선 이후 지속되는 인플레이션 압력으로 폴 볼커 의장은 기준금리를 다시 20.0%까지 인상. 이에 물가가 빠른 속도로 하락함에 따라 기준금리 81년 말까지 12%로 점진적 금리 인하 시행
4. 1982년 1월	1982년까지 15.0%의 높은 기준금리 수준을 유지하면서 고금리 긴축 정책 효과로 물가 점차 하향 안정화. 이에 연준은 기준금리 점차 인하하며 기준금리 1월 15.0%의 기준금리는 9월 9.5%로 10.0% 미만으로 떨어짐
5. 1984년 8월	미 경기회복과 실업률 하락 등의 체질개선을 위해 83년5월부터 84년 8월까지 금리 인상 진행하며 재차 10%를 넘는 11.75%의 기준금리 기록. 이후 물가상승세가 빨라지다가 둔화되던 시점에 예방적 금리 인하 조치를 시행하며 금리 인하를 시작하여 이후 지속 10.0% 미만의 기준 금리 유지

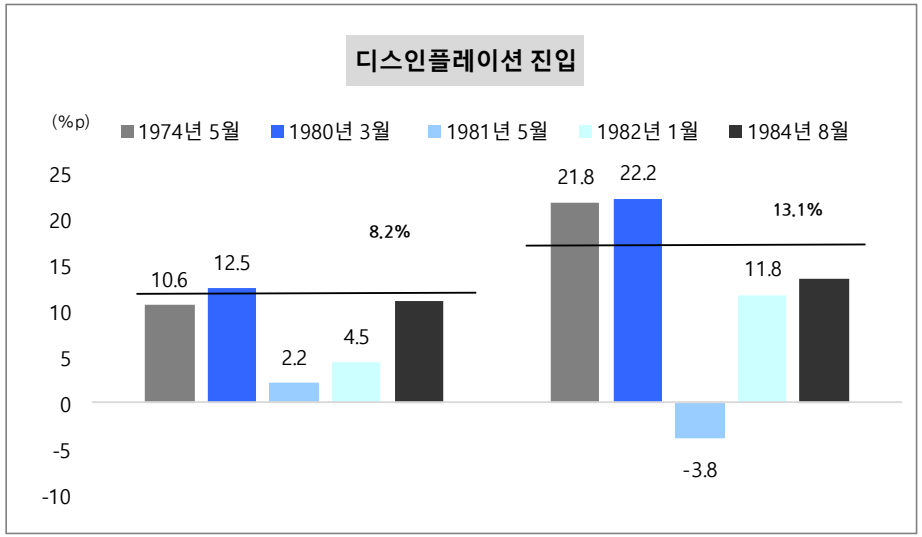
과거 디스인플레이션 기간 금융시장은?

과거 인플레 국면 5번의 디스인플레이션 기간

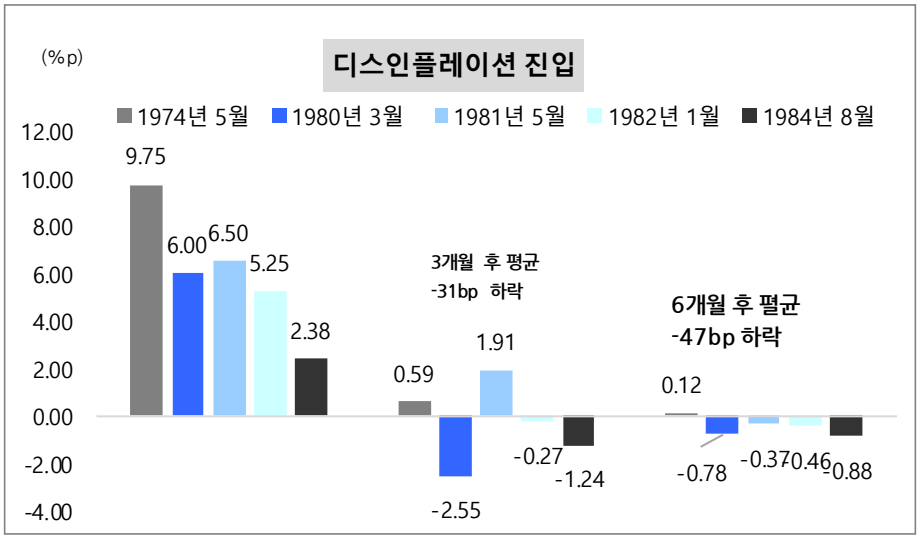


- 과거 오일쇼크로 미 연준은 정책금리를 크게 인상했었고 이후 금리 인상이 종료되면서 금융시장은 디스인플레이션 기간에 진입할 수 있었음
- 5번의 디스인플레이션 기간은 1. 1974년5월, 2.1980년3월, 3. 1981년5월, 4. 1982년1월, 5. 1984년8월부터 시작해 이후 3개월과 6개월 이후 기간으로 정의
- 5번의 디스인플레이션 진입 3개월 후 S&P500 지수는 평균 8.2% 상승, 미 국채10년금리는 평균 31bp 하락했음
- 디스인플레이션 진입 6개월 후 S&P500 지수는 평균 13.1% 상승했고 미 국채 10년 금리는 평균 47bp 하락했음

과거 디스인플레이션 기간 미국 주식시장 수익률



과거 디스인플레이션 기간 미 국채10년물 금리 변화



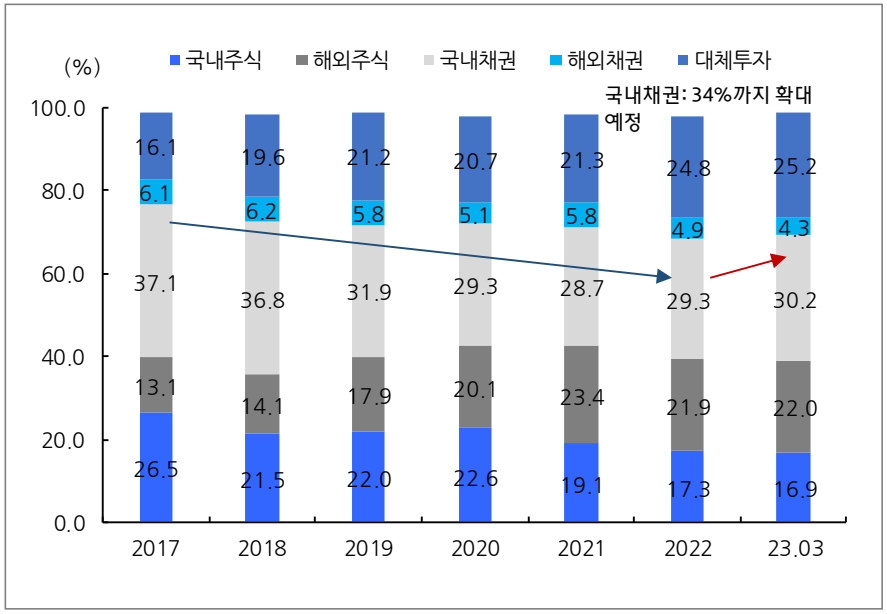
자료 : Bloomberg, 현대차증권

스태그플레이션 이후
국내외 연기금 동향

국내 : Local 비중 확대 –사학연금

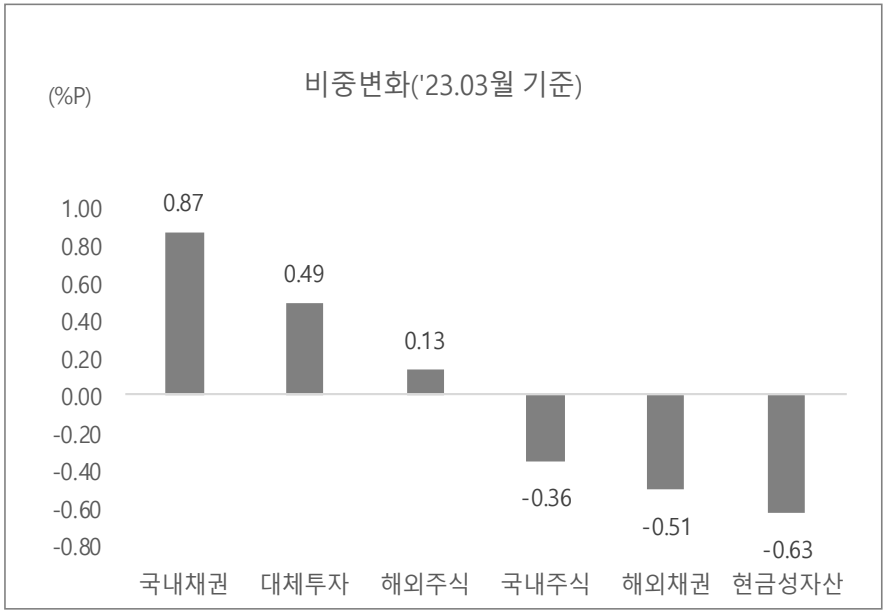
- 2022년 스태그플레이션 충격 이후 국내 연기금과 공제회의 자산배분은 다시 국내비중이 증가하고 있음
- 2023년3월 기준 사학연금의 자산군별 비중은 전년말 대비 국내채권과(0.87%p) 대체투자(0.49%p) 비중이 크게 증가했음
- 지난해 11월말 사학연금의 중기 전략적 자산배분안에 (2023년~2027년) 따르면 국내채권 목표 비중을 현재보다 4%p 확대할 것으로 결정했음
- 2022년 원달러 환율 급등으로 그동안 비중을 확대했던 해외채권 등 해외자산을 매각해 환차익을 누리고 달러화를 원화로 바꿔 금리가 급등한 국내채권에 투입해 수익의 안정을 높이기 위한 방침이란 설명

2017년 이후 사학연금 자산배분 동향



자료: 사학연금, 현대차증권

'23.03월 기준 전년말 대비 사학연금 자산군 비중 변화

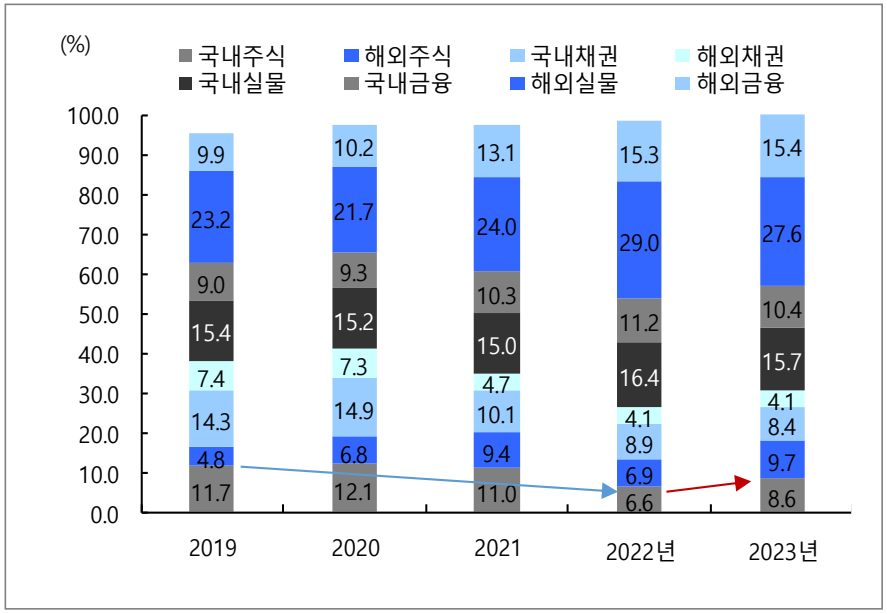


자료: 사학연금, 현대차증권

국내 : Local 비중 확대 –교직원공제회

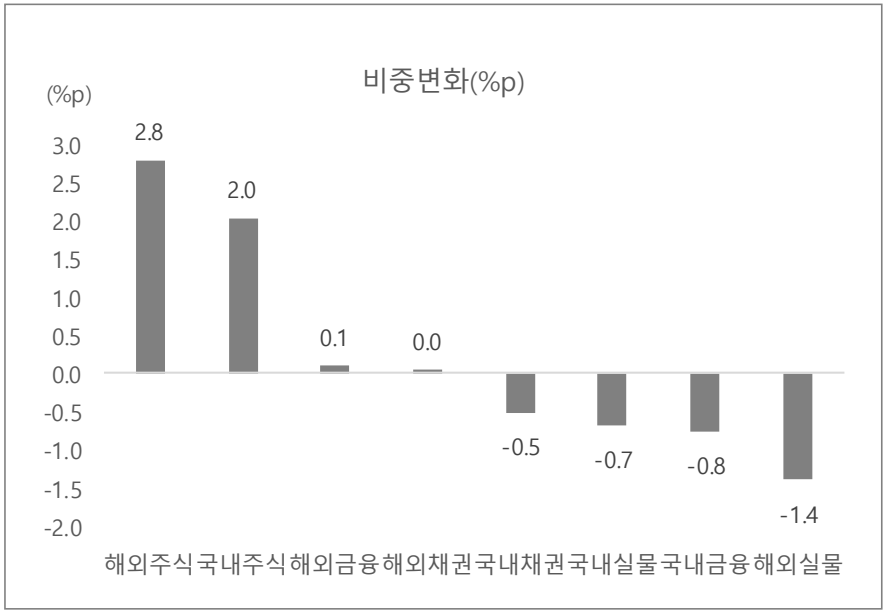
- 2023년 교직원공제회의 자산군별 비중은 2022년말 대비 해외주식과(+2.8%p) 국내주식(2.0%p) 순으로 크게 증가할 것으로 목표로하고 있음
- 반면, 작년 높은 수익률을 기록했던 해외실물(-1.4%p), 국내금융과(-0.8%p) 국내실물(-0.7%p) 등 주로 대체투자 비중을 축소할 예정
- 2022년 대체투자 부분에서 국내실물은 16.2%의 매우 높은 수익률을 기록했고 해외실물과 국내금융에서도 각각 10.1%와 7.5%의 양호한 수익률을 기록
- 작년 스태그플레이션 영향으로 주식과 채권 등 전통자산 수익률이 부진한 결과 자산배분 내 주식(해외와 국내 모두) 비중이 과도하게 축소된 영향으로 해석됨

2019년 이후 교직원공제회 자산배분 동향 및 계획



자료: 교직원공제회, 현대차증권

교직원공제회 자산배분, 전년말 대비 '23년 계획 비중 변화

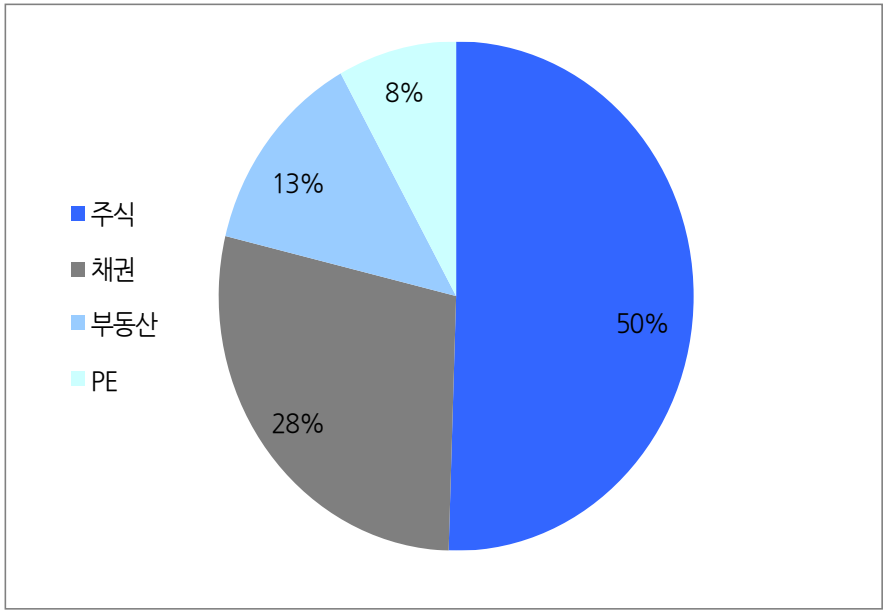


자료: 교직원공제회, 현대차증권

CalPERS의 포트폴리오 전략 변경 – 대체 비중 증가

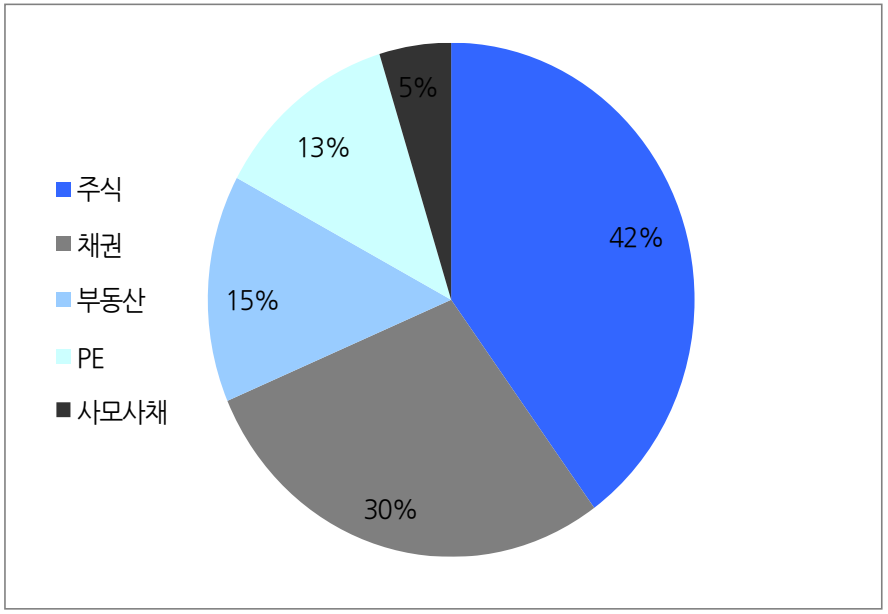
- ‘22년 7월 1일 미국 최대 공적 연기금 CalPERS는 향후 몇 년간의 수익률 저하에 대응하기 위한 포트폴리오 전략 변경을 발표
- CalPERS의 중기 자산배분계획에 따르면 목표수익률은 현재의 6.8%를 유지하고 포트폴리오 다양성 촉진을 위해 5%의 레버리지 사용 승인, 이를 통해 경기 침체 시 심각한 하락의 영향을 막겠다는 입장
- 새로운 자산배분 전략에 따르면 ‘25년까지 주식은 50%에서 42%로 포트폴리오 내 절반 이하로 줄이고 전체 운용기금의 12%가 대체투자 부문으로 신규로 배정
- 다양한 대체투자 자산을 신규로 편입하고 주식과 채권 외 비중을 크게 늘리는 것은 CalPERS 자산배분 전략이 멀티에셋 전략으로 변화하는 것을 의미

2021년 연말 기준 CalPERS 자산군별 비중



자료: CalPERS, 현대차증권

22년 7/1일 발효된 CalPERS 중기 자산배분 목표비중

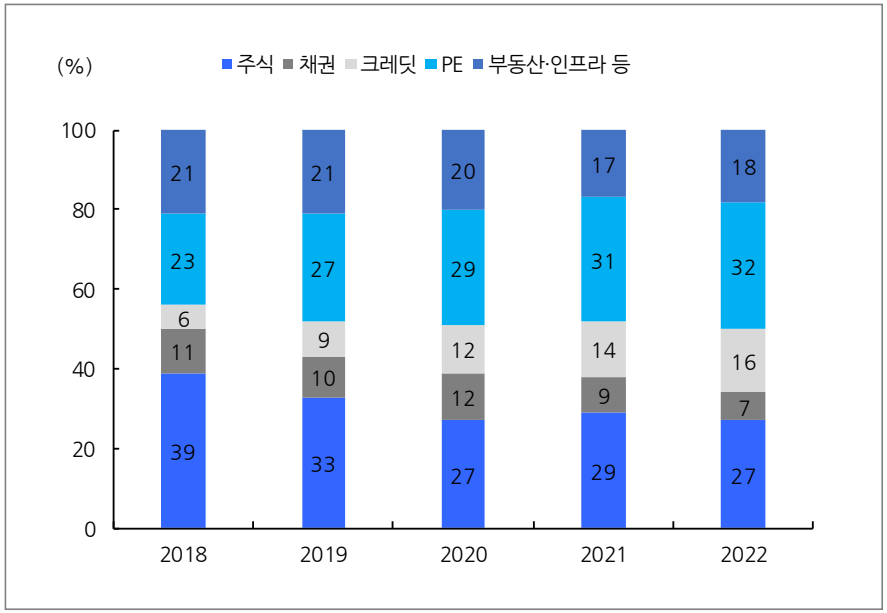


자료: CalPERS, 현대차증권

캐나다 CPPIB 포트폴리오 동향

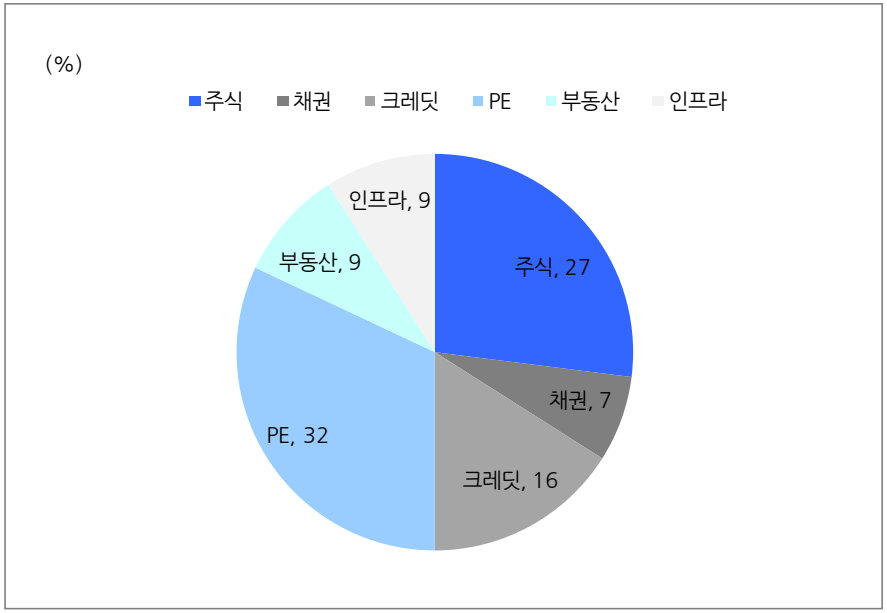
- 캐나다 CPPIB는 Reference Portfolio의 장기 투자 스펙트럼에 맞추어 캐내다 주식 비중 축소, 자본관련 투자 85%까지 확대, 부채관련 투자 15%까지 축소 흐름을 지속하고 있음
- 따라서, 미국 CalPERS와 국내 사학연금 등 연기금과 달리 작년 스태그플레이션에도 불구 전략적 자산배분 변화가 부재
- CPPIB는 자본관련 대체투자 비중을 확대하며 포트폴리오의 절반 가량을 대체투자가 차지하고 있어 주요 연기금 중 자본관련 투자 다각화에 가장 적극적인 행보를 보이고 있음

CPPIB 자산배분 추이



자료 : CPPIB, 현대차증권

2022년말 CPPIB 자산배분



자료 : CPPIB, 현대차증권

자산배분 한계 극복 I
상관계수 최소화

전략적 자산배분: 목표수익률과 허용위험한도

- 국내 연기금과 공제회의 전략적 자산배분의 핵심은 목표수익률과 허용위험한도
- 연기금과 공제회의 목표수익률 차이는 크게 재정방식 차이에 따라 발생되며 위험한도의 경우 기획재정부에 기금운용 가이드라인에 따라 Shortfall Risk로 설정하고 있음
- Shortfall Risk는 크게 기금운용에 있어 운용자산의 손실확률을 임계치 이내로 제약하는 방법으로 자산군 비중 조정으로 손실확률을 제약함
- 현재 국내연기금 및 공제회는 운용자산의 손실확률을 임계치로 Shortfall Risk를 관리하나 해외연기금 보다 다양한 방법으로 Shortfall Risk를 관리
- CalPERS의 경우 적립비율의(Funding Ratio) 임계치로 캐내다 CPPIB는 Reference Portfolio의 비중 차이로 Shortfall Risk를 관리

국내 주요 연기금 재정방식 별 목표수익률과 위험한도 비교

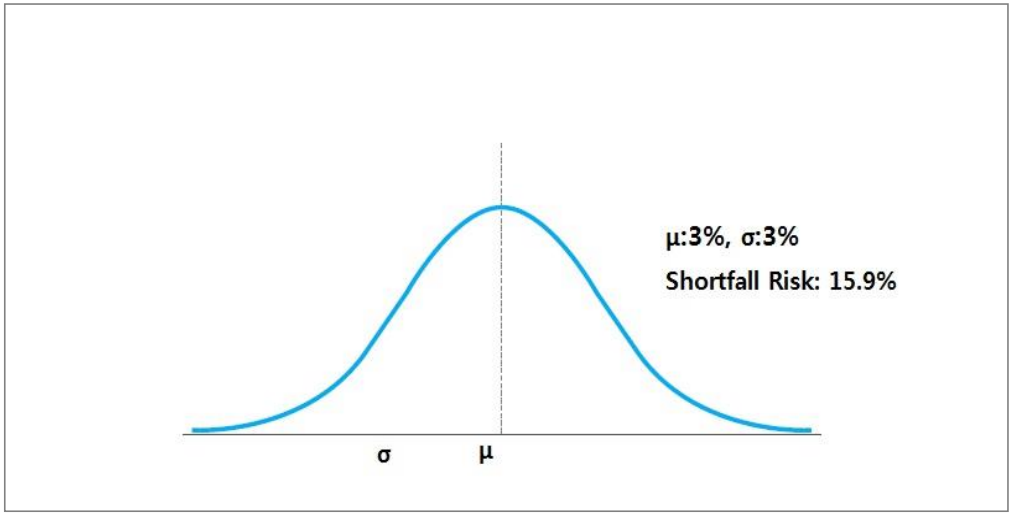
구분	국민연금	공무원연금	교원공제회	사학연금	군인공제회
목표수익률	실질경제성장률 ± 성장률± 조정치	실질경제성장률 ± 성장률± 조정치	급여율 + 운영경비율 + 목표 책임준비율 달성을 위한 추가 수익률	장기 재정추계에 근거한 자산부채종합관리(ALM)기반 수익률	조달원가, 업무원가, 초과이익을 고려하여 장기 안정적 재무구조 건정성을 확보할 수 있는 수준
위험한도	Shortfall Risk 15% 이내	Shortfall Risk 15% 이내	Shortfall Risk 10% 이내	Shortfall Risk 15% 이내	Shortfall Risk 10% 이내
재정방식	부분적립방식	부과방식	부과방식	부분적립방식	부과방식

자료: 각 연기금, 현대차증권

손실확률 중심의 위험관리 한계

- 일반적으로 운용자산의 손실확률을 기간 및 확률 임계값(최소 기준값)으로 관리하는데 자산중심(Asset Only) 전략적 자산배분 기준으로는 임계값은 자산 수익률이 '0' 이하로 마이너스 수익률을 기록하는 경우
- 만일 포트폴리오의 기대수익률과 변동성이 각각 3%일 때 1년 Shortfall Risk는(손실확률) 15.9%이며 전략적 자산배분의 위험한도가 1년 Shortfall Risk : 13%라 가정하면 채권과 같이 낮은 변동성 자산의 비중을 높여 포트폴리오 변동성을 3.0%-> 2.7%로 이하로 낮춰야 함
- 따라서, 자산배분의 손실확률값은 포트폴리오의 변동성에 따라 좌우되는데 안전자산인 채권의(국내채권과 해외채권) 변동성은 일반적 2~5% 이내인 반면 대체투자는 8% 이상이며 주식은 15~25% 내외 모두 채권 대비 크게 높음
- 결국, 기관의 위험목표인 자산배분의 손실확률값을 준수하기 위해서는 채권의 비중을 높여야 하는데 채권비중이 과도하게 높아질 경우 분산투자 원칙에 위배되는 위험이 발생할 수 있음

손실확률 예

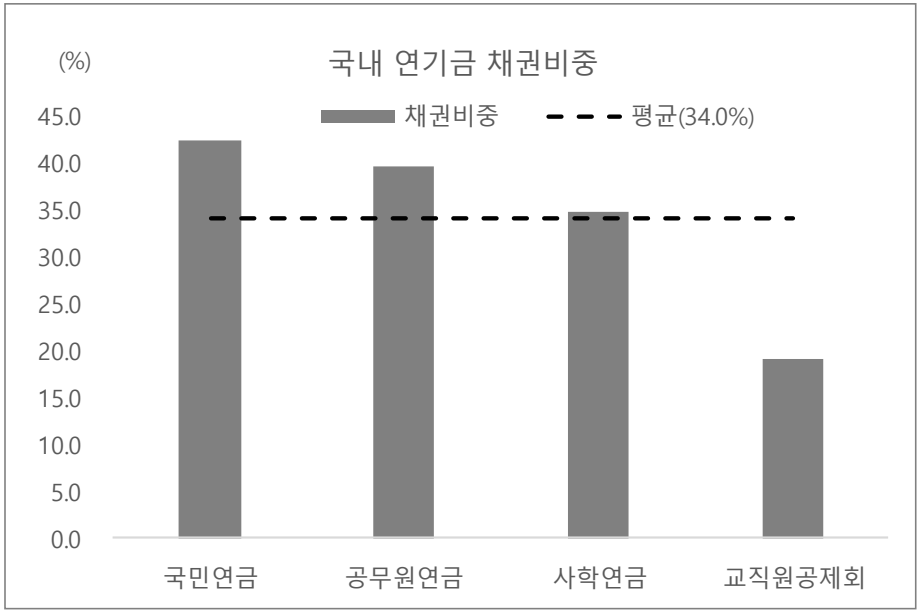


자료: 현대차증권

국내 연기금 높은 채권비중 이유는?

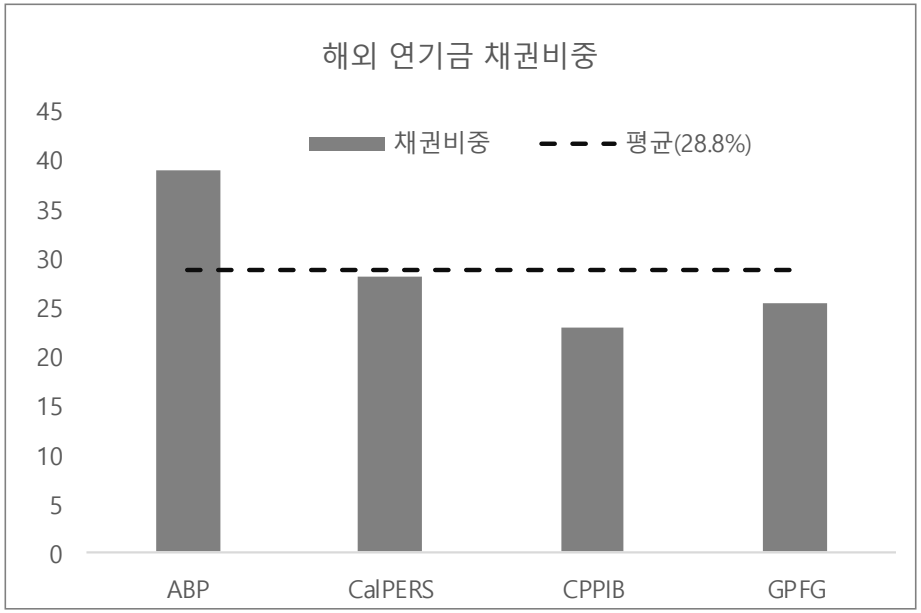
- 국내 연기금과 해외연기금의 보유 채권 비중을 비교할 경우 해외 연기금 대비 국내 연기금의 채권비중이 높은 것으로 나타남
- 해외 연기금의 채권비중이 해외 대비 높은 이유는 위험한도를 Shortfall Risk 기준으로 설정하고 있어 포트폴리오 변동성을 낮추기 위함
- 우려되는 부분은 포트폴리오 효과는 다양한 분산투자로 발생되나 Shortfall Risk 기준에 따라 채권에 자산이 집중되면 분산투자 효과를 약화될 수 있음
- 실제 2022년 스태그플레이션 당시에도 과도하게 높은 채권 비중으로 자산배분 수익률 악화로 연결되었음

국내 주요 연기금 전체 채권 비중



자료 : 각 연기금, 현대차증권
주: 채권비중은 국내채권과 해외채권을 합한 비중, 2021년말 기준

해외 연기금 전체 채권 비중

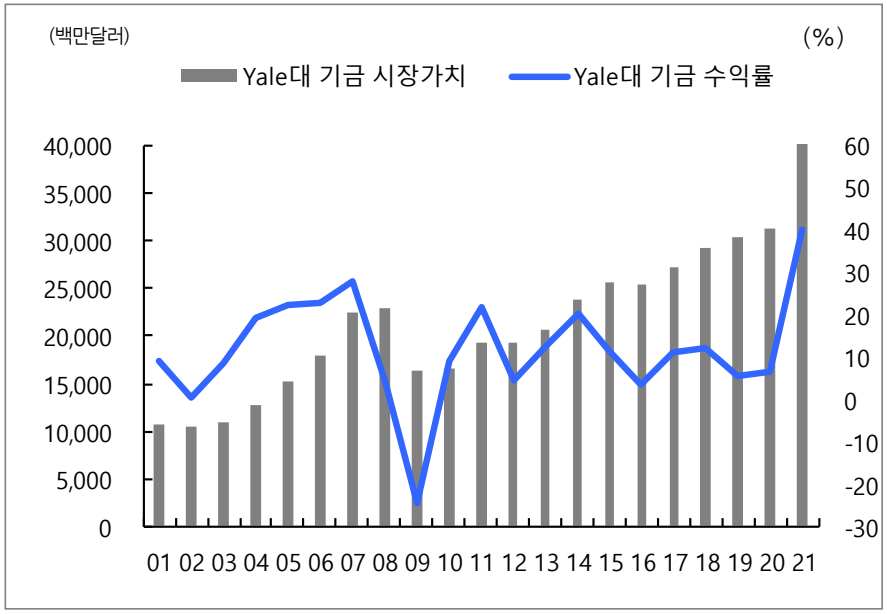


자료: 각 연기금, 현대차증권
주: 채권비중은 국내채권과 해외채권을 합한 비중 ,2021년말 기준

편입자산군 확대-Yale대 기금운용 사례

- 1985년부터 2021년까지 Yale대 기금운용은 연평균 13.7% 높은 수익률을 기록해 거의 매년 타 교육기관의 기금과 주요지표를 뛰어넘는 운용성과를 달성.
- 이는 무엇보다 Yale대 기금운용 CIO로 유명한 스웬슨의 영향이 높다 판단되며 그에 철학에 따라 Yale대 기금운용은 '사모펀드, 절대수익형, 실물자산' 등 다양한 자산군에 적극적인 분산투자를 통해 포트폴리오의 상관계수를 최소화할 수 있었기 때문으로 판단됨
- 국내외 주요 연기금의 자산군이 크게 주식, 채권과 대체투자의 3가지 분류를 추종하지만 Yale대 기금은 적극적으로 편입자산군을 확대하며 분산투자 효과를 높여 투자 포트폴리오의 상관계수를 최소화할 수 있었음

Yale대 기금의 시장 가치와 수익률 추이



자료: 예일대투자처, 현대차증권

Yale대 기금 자산별 투자비중 추이 표

(%)	2016	2017	2018	2019	2020
국내주식(1)	4.0	3.9	3.5	2.7	2.3
해외주식(2)	14.9	15.2	15.3	13.7	11.4
사모펀드(3)	30.9	31.3	33.1	37.0	38.4
절대수익(4)	22.1	25.1	26.1	23.2	21.6
천연자원(5)	7.9	7.8	7.0	4.9	3.9
부동산(6)	13.0	10.9	10.3	10.1	8.6
채권 및 현금(7)	7.2	5.8	4.7	8.4	13.7
합계	100	100	100	100	100

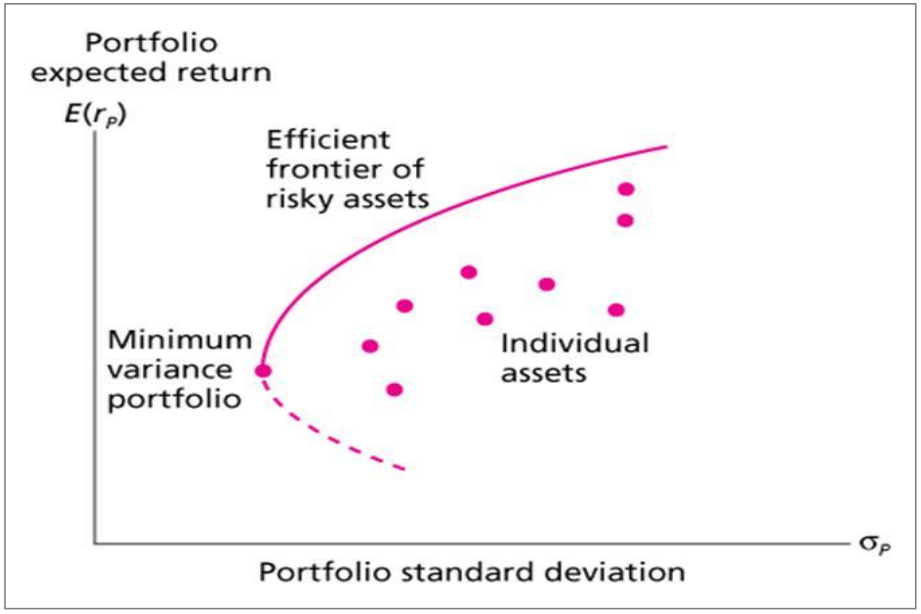
자료: 예일대투자처, 현대차증권

자산배분 한계 극복 II
자산군 분류 방식 변경

자산군 분류체계: 전통적 자산배분 방식

- 전통 자산군 분류 방식은 자산배분을 주식과 채권으로 구분하고 주식과 채권을 제외한 모든 투자 대상을 '대체투자'로 분류
- 자산군 분류가 단순하며 우선 벤치마크(기초지수)를 설정이 용이하고 풍부한 시장 데이터를 통해 자산간 상관계수 파악이 용이해 전략적 자산배분의 핵심관리 사항이 되는 손실확률 산출에 용이
- 전통 자산군 분류는 자산배분에서 가장 보편적으로 사용되는 평균-분산 모형을 통해 자산군 별로 위험/수익률을 최적화(Optimization) 하는 방식에 용이한 장점이 존재

위험 분산으로 효율적 위험/수익률 자산배분치 도출



자료 : Callan, 현대차증권

자산배분 상관계수 분석

	국내채권	해외채권	국내주식	해외주식	대체투자
국내채권	1.00	0.45	-0.26	-0.16	-0.01
해외채권	0.45	1.00	-0.03	-0.04	0.09
국내주식	-0.26	-0.03	1.00	0.57	0.05
해외주식	-0.16	-0.04	0.57	1.00	-0.01
대체투자	-0.01	0.09	0.05	-0.01	1.00

주: 국내주식: KOSPI, 해외주식: AC World Inderx, 국내채권: KIS종합채권 지수, 해외채권: Barclay Global Bond Index, 대체투자: 자체 지수
자료: Bloomberg, Bondweb, 현대차증권 리서치센터

전통적 자산군 분류 방식의 한계

- 하지만, 운용 방식 차이를 반영한 대응에 어려운 한계가 있는데 무엇보다 자산군 간 위험요소가 분리되지 않는 경우, 전략적 배분의 효용성 무력화 되는 단점
- 연기금에 요구되는 ALM 자산배분 위험 요인에는 1) 시장, 경제적 위험-경기변동, 금융위기 등 거시경제 환경변화에 따른 자산가격 변동 위험과 경기악화에 따른 수익구조 악화에 따른 채무불이행 등 거래상대방위험 2) 유동성위험-환율 변동에 따른 환리스크 및 비유동적 자산 관련 대응에 따라 발생 3) 이자 위험-기준금리 변동에 따른 채권 자산가격 변동이나 시장 금리 변동으로 인한 이자손익 변동이 존재
- 이러한 ALM 자산배분 위험 요인에는 대응하는데 기존 자산군 분류 방식으로는 한계가 존재

ALM Risk 요인

위험요소	세부설명
시장, 경제적위험	-경기변동, 금융위기 등 거시경제 환경변화에 따른 자산가격 변동 위험 -경기악화에 따른 수익구조 악화에 따른 채무불이행 등 거래상대방위험
유동성위험	-환율 변동에 따른 환리스크 -비유동적 자산 관련 대응 제한
이자 위험	-기준금리 변동에 따른 채권 자산가격 변동성 -시장금리 변동으로 이자손익 변동

자료: 현대차증권

국내 연기금 자산배분 포트폴리오

자산군	사학연금	공무원연금	교직원공제회	행정공제회
국내주식	19.12%	15.67%	11.00%	10.60%
해외주식	23.49%	12.97%	10.10%	
국내채권	28.79%	29.16%	9.40%	4.60%
해외채권	5.78%	6.66%	4.70%	
대체자산	21.33%	25.80%	(국내) 25.3%	(사모주식) 8.7%
				(사모신용) 27.6%
			(해외) 37.1%	(실물자산 및 기타) 38.3%
현금성 등 기타	1.49%	9.75%	2.40%	10.1%

주: 동 비중은 21년말 또는 22년 상반기 기준임, 행정공제회는 2022년 자산운용 계획에 기반함

자료: 각 연기금 경영공시, 현대차증권

CalPERS 자산군별 벤치마크 및 비중

CalPERS의 자산군 분류 및 벤치마크 설정

- 2010년 CalPERS는 금융위기의 경험으로 전통적 자산군 체계에(공모주식, 사모펀드, 채권, 부동산, 현금) 한계를 인식하고 자산의 근본 성향에 따른 위험 기반 자산군 체계로 변경하게 됨

CalPERS의 자산군 분류 및 벤치마크

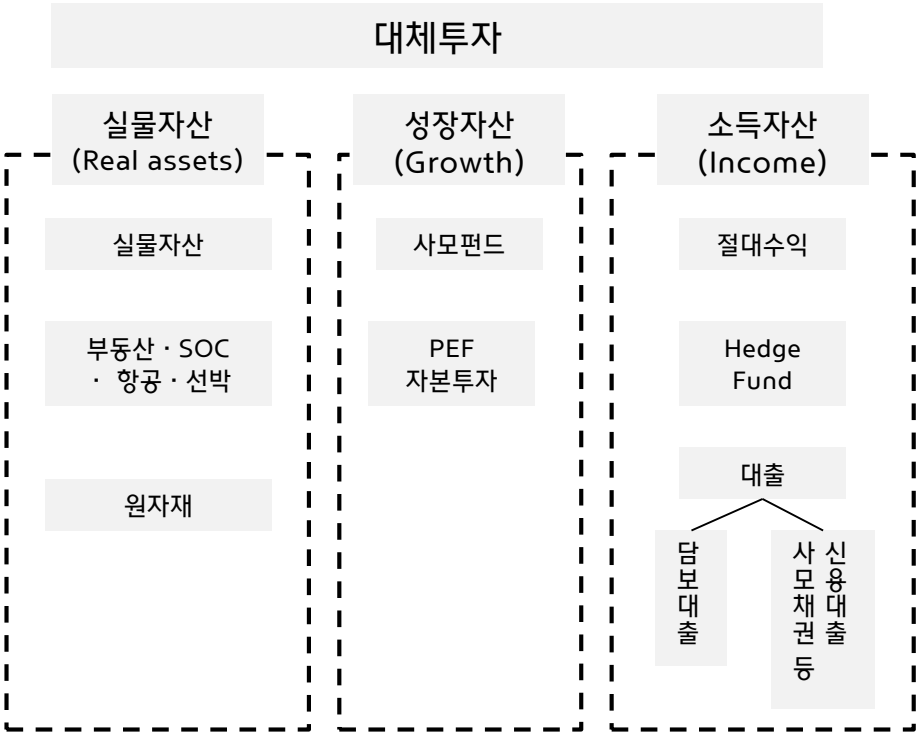
자산군	벤치마크	정책비중
성장자산 (Growth)	84% 공모주식 자체 벤치마크 + 16% 사모펀드 자체 벤치마크	59%
소득자산 (Income)	90% Barclays Long Liabilites 지수 + 10% Barclays International Fixed Income GDP Weighed ex-US 지수	19%
물가연동자산 (Inflation)	75% ILB 지수 + 25% 원자재 지수	6%
실물자산 (Real Assets)	83% 부동산 자체 벤치마크 + 8.5% 인프라 벤치마크 + 8.5% 녹지(Forestland) 벤치마크	12%
현금(유동성) (Liquidity)	미국 91-Day Treasury Bill	2%

자료 : CalPERS, 현대차증권

한국 기준 대체투자 유형에 따른 새로운 자산군 분류

- 주식, 채권과 대체의 전통적 자산군 분류에서 벗어나 '안전자산, 준안전자산, 성장자산과 실물자산' 등 자산군의 고유위험을 고려해 재분류
- 예를 들어 대체투자도 사모사채와 같은 부채관련 대체투자 (Debt Investment) 사모주식과 같은 자본관련 대체투자는(Equity Investment) 기대 수익과 위험 등 자산 성격의 큰 차이가 존재해 이를 구분할 경우 포트폴리오 효율성을 높일 수 있음
- 아래와 같이 자산군 분류를 재조정할 경우 위험관리 효율성을 높이면서 대체투자 비중 또한 높일 수 있는 장점이 존재

한국 기준 대체투자 유형에 따른 자산군 분류



새로운 자산군 대분류 및 소분류

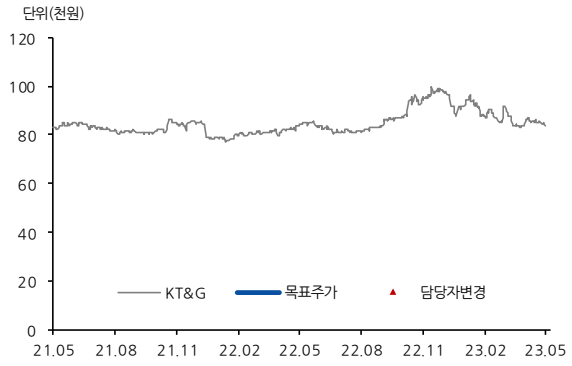
자산군 대분류	자산군 소분류
안전자산	국내채권, 선진국 채권
준안전자산	Credit채권, 신흥국 채권, 소득형 대체투자
성장자산	국내주식, 해외주식, 성장형 대체투자(사모펀드 등)
실물자산	부동산/인프라투자, 원자재

자료: 현대차증권 리서치센터

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.05.18	BUY	110,000		

▶ 최근 2년간 KT&G 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.04.01~2023.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160건	91.4%
보유	15건	8.6%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.