Morning Meeting Notes

2024-07-18

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

건설 산업(OVERWEIGHT) 건설주 상승폭 확대에 대한 의견
AI 산업(OVERWEIGHT) 액체 냉각에 대한 오해와 진실(Feat. 콜드플레이트)
SK이노베이션(BUY/160,000) 천군만마
[자산배분] 한국형 Reference Portfolio 후보는?

New Issue

뉴욕증시, 두 대선 후보의 반도체 규제 발언 반도체 관련주 중심 큰 폭 하락...나스닥 2.77%↓
뉴욕채권, 랠리 후 숨고르기... 美 국채금리 소폭 상승
국제유가, 미 비축유 감소와 달러 약세에 상승...WTI 2.59↑

New Publication

[디스플레이] 중국 DIC 2024 탐방기 - OLED 패널 방향성 재확인(2024-07-10)
[스몰캡] The Coming Big Wave: 미국 학회 참석을 통해 본 반도체 변화의 물결(2024-07-01)
[중국 주식] 중국제조2025, Y-1 Review(2) - 중국제조2035의 시작(2024-06-28)
[반도체] 대만 COMPUTEX 및 기업 방문 후기: 대만 반도체 생태계 존재감 급상승(2024-06-14)
[경제/크레딧] 2024년 하반기 경제크레딧 전망 - Falling Slowly(2024-06-05)
[에너지/화학] AI, 이번에는 에너지다.(2024-06-04)
[투자전략/시황] 6월 증시: 정중동(2024-06-04)
[음식료/화장품] 2024년 하반기 산업 전망 - 2024 하반기에도, 거세게 커져가 Ah Oh Ay!(2024-05-31)
[AI산업] 2024년 하반기 반도체 소부장 전망 - HBM 테스트 공정에 불어오는 변화(2024-05-31)
[자동차/모빌리티] 2024년 하반기 산업 전망 - 여의도통신사의 구라파e-Mobility 견문록(2024-05-30)

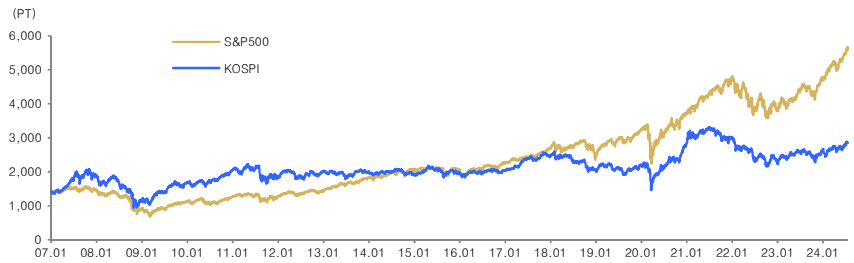
Rating, Target Price Changes

스카이라이프	BUY	7,500 원 ▷	BUY	6,000 원	(2024-07-17)
SNT모티브	BUY	66,000 원 ▷	BUY	60,000 원	(2024-07-16)
한온시스템	BUY	8,500 원 ▷	BUY	6,500 원	(2024-07-16)
한미반도체	BUY	260,000 원 ▷	BUY	300,000 원	(2024-07-16)
SK하이닉스	BUY	270,000 원 ▷	BUY	290,000 원	(2024-07-12)
고려아연	BUY	670,000 원 ▷	BUY	720,000 원	(2024-07-12)
현대글로비스	BUY	270,000 원 ▷	BUY	360,000 원	(2024-07-12)
현대오토에버	BUY	180,000 원 ▷	BUY	205,000 원	(2024-07-12)
컴투스	M.PERFORM	46,000 원 ▷	M.PERFORM	43,000 원	(2024-07-12)
코스맥스	BUY	200,000 원 ▷	BUY	230,000 원	(2024-07-12)
와이지엔터테인먼트	M.PERFORM	49,000 원 ▷	M.PERFORM	44,000 원	(2024-07-11)
하이브	BUY	280,000 원 ▷	BUY	260,000 원	(2024-07-10)
카카오게임즈	BUY	30,000 원 ▷	BUY	24,000 원	(2024-07-10)
엔씨소프트	BUY	250,000 원 ▷	BUY	230,000 원	(2024-07-09)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성중공업	66,472	SK이노베이션	76,487
테크윙	38,999	삼성바이오로직스	66,474
삼성전자	35,902	셀트리온	55,890
셀트리온	32,417	DB하이텍	42,162
SK이노베이션	32,005	아모레퍼시픽	40,305

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-409,261	LG에너지솔루션	-59,859
한미반도체	-97,338	삼성전자	-54,118
LG화학	-35,259	KODEX 코스닥150레버리지	-52,625
LS ELECTRIC	-35,036	삼성SDI	-42,490
HPSP	-17,706	이수페타시스	-35,889

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,843.29	-0.80	+1.64
대형주	2,848.19	-0.88	+2.12
중형주	3,071.52	-0.62	-0.14
소형주	2,378.64	-0.18	-0.84
KOSDAQ	829.41	-1.21	-3.69

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	1,037	-2,566	1,420
누적순매수(D-20)	-48,889	36,021	18,418

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	212,873	199,139	203,482

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	75.45	+2.69	+7.56
금융	471.84	-0.18	+5.11
운수장비	2,793.28	-0.42	-2.00
유통	371.62	-0.06	+2.16
음식료	4,402.88	+0.03	-6.89
의약품	14,509.38	+2.26	+10.10
전기전자	31,004.24	-2.19	+2.23
철강금속	4,993.61	-1.09	-0.95
화학	4,343.33	+0.85	-4.94
유틸리티	697.95	-0.73	-9.19
통신	392.95	+0.06	+1.68

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	5,588.27	-1.39	+1.85
NASDAQ	17,996.93	-2.77	+0.75
일본	41,097.69	-0.43	+6.55
중국	2,962.86	-0.45	-1.83
독일	18,437.30	-0.44	+2.04

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.05	+1.50	-11.20
국고채 (10년)	3.14	+0.20	-9.20
은행채AAA (3년)	3.30	+1.80	-10.90
미국국채 (2년)	4.44	+2.00	-27.65
미국국채 (10년)	4.16	+0.00	-6.45

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,381.50	-0.25	-0.02
원/백 엔	884.51	+1.13	+1.20
원/위안	190.27	-0.14	-0.07
달러/유로	1.09	+0.37	+1.81
위안/달러	7.26	-0.11	+0.05
엔/달러	156.19	-1.36	-1.20
Dollar Index	103.73	-0.49	-1.44

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	82.85	+2.59	+1.57
금 (usd/oz)	2,459.90	-0.32	+4.81
BDI	1,942.00	-2.56	-0.97
천연가스(NYMEX)	2.04	-6.99	-30.04

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.

Industry Note
2024. 07. 18

건설

OVERWEIGHT

건설주 상승폭 확대에 대한 의견

Analyst 신동현
02-3787-2335
dhshin@hmsec.com

하반기의 시작을 알리는 건설주

- 올해 들어서면서 서울 및 수도권 중심으로 주택경기(가격 및 신규분양)가 꾸준히 회복되는 모습을 보이고 있다. 여기에 금리 인하 기대감까지 강해지면서 건설주는 최근 5영업일간 빠른 주가 상승을 시현했다. Valuation Multiple이 낮게 형성되어 있던 GS건설과 DL이앤씨의 상승폭이 상대적으로 컸고(GS건설 +20.0%, DL이앤씨 +10.9%), 그 외 건설사도 8% 넘게 상승(삼성E&A +8.8%, 현대건설 +8.3%, 대우건설 +8.9%)했다.

모멘텀이 확대된 것은 사실이나 건설사 업황 개선을 논하기엔 시간 필요

- 금리 인하 기대감이 확대된 것은 사실이며, 건설업종에 가장 큰 모멘텀 중 하나인 것도 동의한다. 그러나 건설사의 입장에서 '기대감'이 아닌 '업황의 개선'을 논하기에는 아직 시간이 필요하다. 근거는 다음과 같다.
- 1) 분양과 착공물량이 전년동기대비 증가하기는 했지만 21년 호황기 당시만큼의 공격적인 분양 및 착공 확대를 기대하기는 어려운 상황이다.
- 2) 부동산 PF 시장이 충분히 회복되지 못해 주요 브릿지론 현장의 본PF 전환이나 신규 개발사업(자체사업 등) 확대에도 부담이 존재한다.

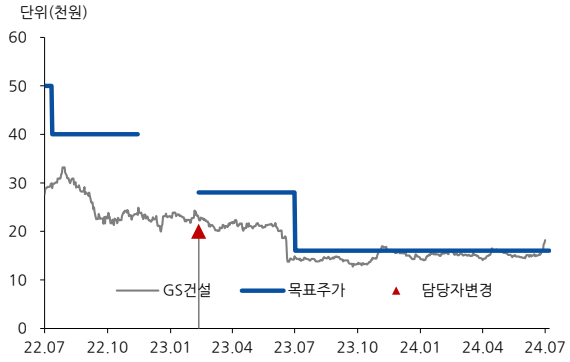
그러나 주가 상승은 시작되었고, 이제는 속도과 지속성이 관건이다,

- 금리 인하 기대감이 커졌다는 점은 향후 건설주 주가의 우상향을 가늠할 수 있는 가장 주효한 요소다. 업황 개선은 아직이지만, 주택경기의 재침체 가능성이 낮고 추가로 나올 부정적 이슈는 적다는 점에서 주택주 비중을 서서히 늘려가기에 적합한 시기라고 판단한다.
- 다만 주가의 상승 속도와 지속성에 대한 불확실성이 불식되기 위해서는 1) 3Q24부터로 기대되는 주택부문 Mix 개선(악성현장 준공에 따른 GPM 상승)이 실제로 확인되어야 하며, 2) 각 건설사의 분양물량 증가가 지속적으로 이어져야 하고, 3) 미분양을 대비한 추가 대손충당금 설정 가능성이 낮아져야 한다.
- 현재 금리 인하 가시화 시점에서의 관심종목(주택 중심):
- 1) 실적 Downside Risk가 적고 Valuation 및 수급 측면에서 부담이 적은 **GS건설**
- 2) 단기적으로 가시적 모멘텀(해외 원전 및 플랜트 수주)을 보유한 **대우건설**
- 3) 주택경기 개선 지속으로 주택 매매거래량 증가의 수혜가 이어질 전망인 **한샘**

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.01.27	BUY	50,000	-22.14	-3.60
2022.07.27	AFTER 6M	50,000		
2022.07.28	BUY	40,000	-34.88	-17.00
2023.02.27	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2023.02.27	BUY	28,000	-26.79	-18.39
2023.07.18	M.PERFORM	16,000	-12.30	-7.25
2023.10.31	BUY	16,000	-4.51	6.06
2024.01.19	M.PERFORM	16,000	-4.87	13.88
2024.07.18	M.PERFORM	16,000		

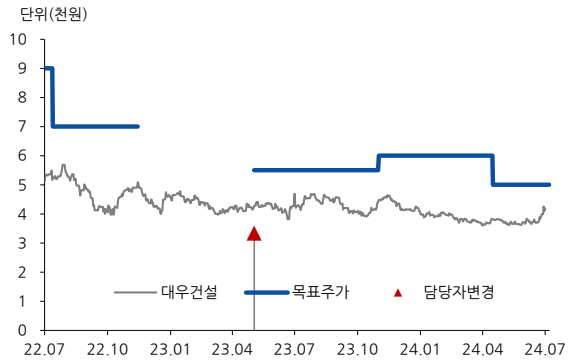
▶ 최근 2년간 GS건설 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.01.28	BUY	9,000	-30.94	-18.67
2022.07.28	AFTER 6M	9,000		
2022.07.29	BUY	7,000	-32.10	-18.86
2023.05.19	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2023.05.19	BUY	5,500	-22.03	-14.64
2023.11.17	BUY	6,000	-33.11	-22.67
2024.05.02	BUY	5,000	-24.87	-14.80
2024.07.18	BUY	5,000		

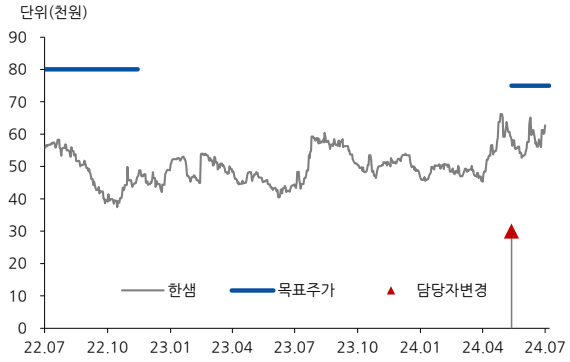
▶ 최근 2년간 대우건설 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.07.13	BUY	80,000	-39.57	-27.13
2024.05.29	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2024.05.29	BUY	75,000	-23.24	-13.20
2024.07.18	BUY	75,000		

▶ 최근 2년간 한샘 주가 및 목표주가



AI 산업

OVERWEIGHT

액체 냉각에 대한 오해와 진실(Feat. 콜드플레이트)

Analyst 박준영
02-3787-2365
1300900@hmsec.com

새로운 표준은 액침냉각이 아닌 DLC(Direct Liquid Cooling)

- 연초 MWC(Mobile World Congress) 2024, 그리고 최근 Computex 2024를 방문하며 데이터센터 냉각 기술에 대한 글로벌 플레이어들의 전략을 엿볼 수 있었다. AI 데이터센터가 빠른 속도로 늘어나기 시작하며 일반 데이터센터 대비해 높은 수준의 발열이 발생하고 있고 이에 따라 공랭식 냉각(Air Cooling)에서 액체 냉각(Liquid Cooling)으로 기술적인 변화가 일어나야 한다는 것에 대해서는 국내외에서 이미 합의가 형성되어 있는 것으로 보인다. 다만 해외에서의 기술 변화 방향성과 다르게 우리나라에서는 액체 냉각의 여러 기술들 중 액침냉각(Immersion Cooling)이 새로운 표준이 될 것이라는 오해가 있는 듯하다. 해외에서는 이미 오래전부터 액체냉각의 여러 하위 기술 중 DLC(Direct Liquid Cooling)가 새로운 표준이 될 것이라는 합의가 있었으며 이에 따라 관련 종목들의 강한 주가 상승이 있었다. Vertiv Holdings Co에 따르면 현재 글로벌 Top 10 슈퍼컴퓨터(일반적인 컴퓨터가 아닌 데이터센터의 형태)는 이미 DLC를 활용해 발열 문제를 해결하고 있으며 이는 평균적인 AI 데이터센터의 발열 대비해 5배~8배가량의 발열을 억제하고 있는 것이다. 또한 금번 Computex 2024의 SMC(Super Micro Computer) Keynote에서 CEO Charles Liang이 DLC로의 대대적인 기술 전환을 명확하게 제시했으며 SMC는 이미 하루에 50대 이상, 월 1,000대 이상의 DLC용 렉타워를 출하하고 있음을 밝혔다. 시장 점유율 기준으로 DLC의 전체 냉각 시장 내 점유율은 현재 1%이지만 향후 12개월간(2024년 6월 기준) 15%, 향후 24개월간 30% 수준에 달할 것으로 전망했다.
- NVIDIA가 3분기부터 B100의 양산에 들어감에 따라 액체 냉각의 필요성이 더욱 중요해질 전망이다. 전작인 H100의 경우 칩당 700W 정도의 전력이 소모되었지만 B100부터는 1KW 수준으로 공랭식 냉각으로는 발열 억제에 한계가 발생할 예정이다. 일반적으로 1KW가 Liquid Cooling이 권장되는 전력소모 수준이며 이제는 그 분기점에 다다른 것이다. 이러한 상황에서 글로벌 기술 변화의 흐름이 어디로 흘러가고 있는지 정확히 파악할 필요가 있다고 판단된다.

DLC(Direct Liquid Cooling)란?

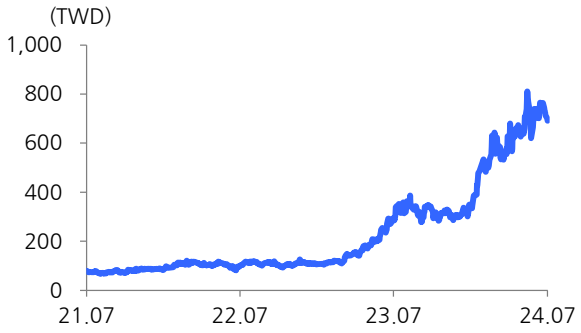
- Direct Liquid Cooling을 설명하기 전 Liquid Cooling에 대해 먼저 정의하려고 한다. Liquid Cooling이란 액체가 발열부품(Heat Generating Components)의, 예를 들어 CPU, GPU, 메모리, 발열을 억제하는 방식을 뜻한다. 이때 사용되는 액체는 두가지 타입으로 구분되는데 물과 냉매이다. 물의 경우 발열부품의 열을 흡수하는 것에 매우 효과적이지만 물이 가지는 전도성 때문에 칩과 직접 접촉하지 않도록 하는 것이 중요하다. 이를 위해 물을 사용하는 Liquid Cooling에서는 구리로 만든 콜드플레이트(Cold Plate)를 사용한다. **콜드플레이트는 물이 발열부품의 발열을 효과적으로 흡수할 수 있도록 설계**되어 있으며 열을 흡수한 물은 렉 외부에서 순환 혹은 방출되도록 설계된다. 이렇게 **물과 콜드플레이트를 이용해 발열을 억제하는 방식이 DLC(D2C라고 부르기도 함) 냉각 방식**이다. 조금 더 구체적으로 AI데이터센터의 발열 억제 과정을 보자면 <그림3>에 있는 콜드플레이트 아래에 GPU가 부착된다. 콜드플레이트는 일반적으로 열 전도성이 뛰어난 구리로 만들어져 있기 때문에 GPU에서 발생하는 열을 효과적으로 흡수하며 GPU를 식혀준다. 다만 이 콜드플레이트가 계속 뜨거워져 있는 상태로 GPU의 발열을 흡수할 수 없기 때문에 콜드플레이트의 설계를 보면 <그림3>과 같이 수로가 내장되어 있다. 펌프를 통해 이 수로에 물을 흘려주면 콜드플레이트의 열도 식게 되고, 다시 뜨거워진 물은 렉타워 아래의 냉각기에서 식혀진 콜드플레이트 내부로 다시 주입된다. 현재 콜드플레이트를 공급하는 메인 플레이어들은 대만의 AVC(Asia Vital Components, 3017. TW)와 Auras Technology(3324. TWO) 등이 있다. 해당 기업들은 2023년 연초부터 엄청난 주가 상승을 보여주며 새로운 냉각 기술의 수혜주임을 확인시켜준 바 있다. 다만 콜드플레이트 생산자가 현재는 충분치 않은 상황이며 이미 콜드플레이트 시장은 숏티지 상황에 직면해 있다.

이에 따라 글로벌 1등 사업자인 AVC 또한 2023년 CAPA 확장을 단행한 바 있다.

액침냉각은 왜 안돼?

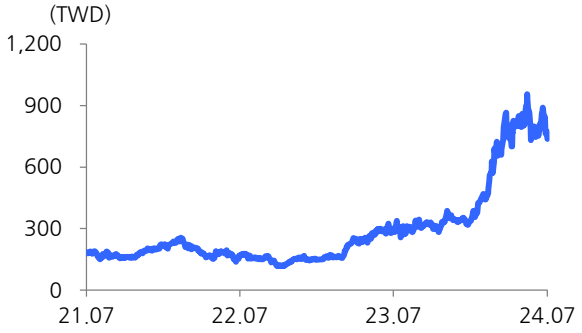
- 반면 냉매를 이용한 방식에는 액침냉각(Immersion Cooling)과 후문냉각(Reardoor Cooling) 방식이 있는데 이번 보고서에서는 액침냉각의 한계를 위주로 설명하도록 하겠다. 해당 내용은 MWC 2024 참석 당시 GIGABYTE의 냉각 시스템 엔지니어와 주고받은 대화를 바탕으로 재구성했다. 냉매는 일반적으로 절연체이기 때문에 발열부품에 직접 접촉이 가능하다. 그렇기에 <그림5>에 있는 액침냉각용 수조(Tank)에 냉매를 가득 담은 후 서버렉(GPU, CPU, 메모리, 수동소자, 기판 등이 탑재된 메탈 케이스)을 수조 안으로 침액(Immerse)시킨다. 이렇게 침액된 서버렉의 여러 구성요소들은 냉매에 직접적으로 노출되며 해당 방식은 우수한 냉각 효과를 보여준다. 다만 이러한 액침냉각은 공간, 비용, 안전성 측면에서 문제를 가진다. 먼저 공간 측면의 문제는 탱크의 부피와 내장할 수 있는 렉의 개수 때문에 발생한다. 현재 공랭식 기준으로 설계되어 있는 데이터센터에서는 길고 좁은 형태의 렉타워(렉을 수평으로 탑재하는 렉 수납 타워)가 사용되며 DLC 방식에서도 동일한 규격의 렉타워에 펌프와 콜드플레이트가 추가되어 사용된다. 반면 액침냉각용 수조의 경우 렉타워 대비 큰 부피를 가지고 있으며 내장할 수 있는 렉의 개수도 일반적으로 기존의 렉타워 대비 적다. 이러한 문제로 공랭식 기반으로 설계된 데이터센터에 액침냉각을 적용하기 위해서는 추가적인 공간이 필요하며 이는 데이터센터 사업자 입장에서 비용 문제로 직결된다. 한가지 더 비용을 증가시키는 요인은 렉을 수직으로 꺼내고 넣어주는 리프트의 추가적인 설치로 인해 발생한다. 일반적으로 빈 렉의 무게는 68kg~113kg 수준인데 기존의 렉타워에는 이러한 렉이 레일에 수평으로 탑재되어 있기에 렉을 꺼내고 넣는 것에 큰 문제가 없다. 하지만 액침냉각용 수조의 경우 이러한 렉을 수직으로 꽂아넣게 되고 이를 다시 꺼내기 위해서는 특수한 리프트를 데이터센터의 천장에 설치해주어야 하기에 추가적인 비용이 발생한다. 마지막으로 액침냉각의 도전과제로는 부식 문제가 있다. 액침냉각에 사용되는 냉매는 반도체나 기판에 직접 접촉하기 때문에 뛰어난 냉각효율을 가지지만 동시에 직접적 접촉으로 인해 부식의 문제도 가지고 있다. 부식으로 인한 손상을 리페어하는 주기는 2년 가량이며 선적이 되어 리페어되는 과정까지는 1주일 이상이 걸린다. 데이터센터에서는 공백이 수 분만 발생한다고 해도 사고로 인식이 되는데 주기적으로 오랜 기간 서버렉을 비워야 하는 방식은 데이터센터 사업자들 입장에서 부담이 될 수밖에 없다. 또한 직접 접촉으로 인한 냉각 효율(PUE 1.02~1.1)도 DLC 방식(PUE 1.05~1.2)과 크게 차이가 나지 않는다.

<그림1> 대만 Asia Vital Components 주가 추이



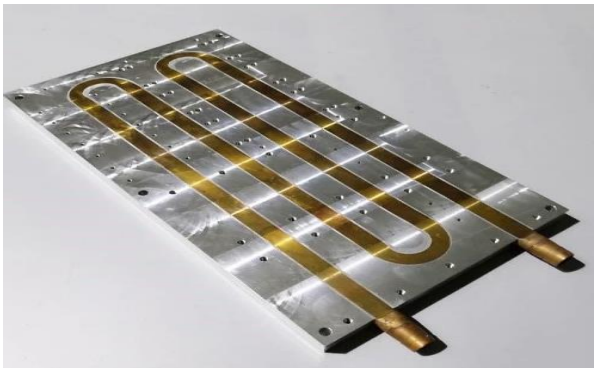
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림2> 대만 Auras Technology 주가 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림3> DLC Cooling의 Cold Plate



자료: SINDA, 현대차증권

<그림4> GIGABYTE의 DLC RACK 내부

자료: GIGABYTE, 현대차증권

<그림5> GIGABYE Immersion Cooling 장비

자료: GIGABYTE, 현대차증권

<그림6> 여러 냉각 방식의 비교

냉각 방식	PUE	필요 공간	구성 부품	도입 비용	유지 보수	냉각 효율
Air Cooling	1.5 - 2.0	적음	팬, 덕트, 공기 필터	낮음	쉬움	중간
Direct Liquid Cooling (DLC)	1.05 - 1.2	적음	콜드 플레이트, 펌프, 열 교환기	중간	중간	높음
Immersion Cooling	1.02 - 1.1	많음	냉각 탱크, 열 교환기	높음	어려움	매우 높음
Rear Door Cooling (RDC)	1.1 - 1.3	중간	열 교환기, 팬, 파이프	중간	중간	높음

자료: 현대차증권

Company Note
2024. 07. 18

SK이노베이션
(096770)

BUY
TP 160,000원

천군만마

Analyst 강동진
02-3787-2228 dongjin.kang@hmsec.com

현재주가 (7/17)	119,700원
상승여력	33.7%
시가총액	11,460십억원
발행주식수	95,736천주
자본금/액면가	510십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	212,534원/100,000원
일평균 거래대금 (60일)	80십억원
외국인지분율	22.32%
주요주주	SK 외 10 인 36.25%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	10.0	14.2	1.5
상대주가(%p)	6.2	3.8	-13.0

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	5,759	18,761	128,000
After	155	14,130	160,000
Consensus	6,559	17,511	154,368
Cons. 차이	-97.6%	-19.3%	3.6%

최근 12개월 주가수익률

자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- SK이노베이션 투자의견 Buy 상향, TP 160,000원으로 상향. 합병 통한 Cash Flow 개선 긍정적
- SK E&S 합병 가치는 향후 RCPS 상환 비용 등을 감안하면 납득 가능한 수준
- SK E&S 연간 EBITDA 2조원 전망. 인도네시아 및 미국 천연가스 직도입 가격은 한국 및 카타르 도입 가격 대비 매우 낮은 수준. 동사 발전 사업 수익성 동종업계내 높은 수준 유지 가능
- SK온과 SK트레이딩 합병으로 연간 EBITDA 6,000억원. 향후 SK온 재무부담 줄어들 것

주요이슈 및 실적전망

- SK이노베이션과 SK E&S 합병비율을 안시 SK E&S EV는 11조원 수준으로 산정된 것으로 추정. 향후 RCPS 상환 관련 비용(현물 또는 현금) 등을 감안했을 때 충분히 합리적인 수준
- SK E&S 사업은 주로 LNG발전과 도시가스 사업. 특히, LNG 발전 사업은 미국 Freeport, 인도네시아 탕구 등으로부터 상대적으로 낮은 가격에 LNG를 직도입 중. 원가 경쟁력 높음. 높은 급전 순위 및 원가 경쟁력으로 동종 업계내 상대적을 높은 수익성 유지 가능 할 것. 연간 EBITDA 2.0조원 창출 전망. Capex를 감안하도 연간 6~7000억원 수준의 FCF 창출 가능. 이를 통한 재무부담 완화, 주주환원 정책, 성장 동력 투자 등 기대. 특히, SK이노베이션이 영위하는 자원개발 사업과 CCS, 재생에너지 등 탄소중립 사업 등 중장기 시너지 기대
- 관건은 SK온. SK온 실적은 전기차 Chasm으로 당분간 전망치가 더욱 낮아짐. 다만, Capex 부담은 올해를 기점으로 크게 낮아질 것. 또한, 7,000억원 수준의 감가상각비, SK트레이딩의 연간 6,000억원 수준의 EBITDA를 감안하면, 향후 흑자전환 시 재무부담은 크게 낮아질 것
- 그럼에도 불구하고 여전히 SK온 지원 부담이 있는 것은 사실. 언론에서 언급된 것처럼 일부 SK E&S 사업을 SK온과 합병하는 시나리오도 생각 가능. 현재 당사 Valuation에는 SK온의 주주가치가 "0"으로 반영되어 있기 때문에 이러한 딜을 통해 SK온이 자체적인 자금 충당이 될 경우 이 가치가 높아질 수 있어 중립적으로 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 (%)
2022	78,057	3,917	1,569	5,710	16,553	437.3	9.2	0.7	5.7	8.5	0.0
2023	77,288	1,904	256	3,934	2,658	-83.9	52.8	0.6	9.8	1.2	0.0
2024F	75,878	1,494	15	4,061	155	-94.2	774.5	0.5	10.5	0.1	0.0
2025F	81,744	3,203	1,353	6,132	14,130	9,042.4	8.5	0.5	7.0	5.7	0.0
2026F	86,059	6,300	3,418	9,340	35,698	152.6	3.4	0.4	4.3	13.2	0.0

*K-IFRS 연결 기준

현대차증권

<표1> 상세실적추이 및 전망

	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
매출액	**77,288**	**75,878**	**81,744**	**19,143**	**18,727**	**19,889**	**19,529**	**18,855**	**18,709**	**19,050**	**19,264**
% QoQ	-	-	-	0.0%	-2.2%	6.2%	-1.8%	-3.5%	-0.8%	1.8%	1.1%
% YoY	-1.0%	-1.8%	7.7%	17.7%	-5.9%	-12.6%	2.1%	-1.5%	-0.1%	-4.2%	-1.4%
석유	47,551	50,919	49,357	11,607	10,743	12,323	12,878	12,855	12,721	12,894	12,449
% QoQ	-	-	-	-4.5%	-7.4%	14.7%	4.5%	-0.2%	-1.0%	1.4%	-3.5%
% YoY	-9.6%	7.1%	-3.1%	9.1%	-23.4%	-21.9%	6.0%	10.8%	18.4%	4.6%	-3.3%
화학	10,744	11,236	10,848	2,535	2,857	2,900	2,452	2,759	2,897	2,836	2,744
% QoQ	-	-	-	4.9%	12.7%	1.5%	-15.4%	12.5%	5.0%	-2.1%	-3.3%
% YoY	-2.6%	4.6%	-3.5%	-9.7%	-1.2%	-0.4%	1.5%	8.8%	1.4%	-2.2%	11.9%
윤활유	4,693	4,548	4,294	1,302	1,110	1,187	1,094	1,137	1,153	1,137	1,121
% QoQ	-	-	-	0.5%	-14.8%	6.9%	-7.8%	3.9%	1.4%	-1.3%	-1.5%
% YoY	-5.8%	-3.1%	-5.6%	24.9%	-9.6%	-16.1%	-15.6%	-12.7%	3.9%	-4.2%	2.4%
배터리	12,897	7,418	15,434	3,305	3,696	3,173	2,723	1,684	1,501	1,733	2,500
% QoQ	-	-	-	14.9%	11.8%	-14.2%	-14.2%	-38.2%	-10.9%	15.5%	44.3%
% YoY	69.3%	-42.5%	108.1%	162.3%	187.0%	44.6%	-5.3%	-49.1%	-59.4%	-45.4%	-8.2%
E&P 및 기타	1,404	1,757	1,812	393	321	307	382	420	438	449	449
% QoQ	-	-	-	-0.6%	-18.3%	-4.3%	24.3%	10.1%	4.1%	2.7%	0.0%
% YoY	-24.1%	25.2%	3.1%	-22.9%	-33.2%	-33.7%	-3.4%	6.9%	36.3%	46.3%	17.7%
영업이익	**1,904**	**1,494**	**3,203**	**375**	**-107**	**1,563**	**73**	**625**	**37**	**451**	**381**
% QoQ	-	-	-	흑전	적전	흑전	-95.4%	760.3%	-94.1%	1134.5%	-15.5%
% YoY	-52.4%	-21.5%	114.4%	-77.3%	적전	122.0%	흑전	66.6%	흑전	-71.1%	425.3%
석유	811	1,113	1,243	275	-411	1,113	-165	591	109	314	99
% QoQ	-	-	-	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-81.6%	188.0%	-68.6%
% YoY	-76.1%	37.2%	11.7%	-81.8%	적전	251.5%	적지	115.1%	흑전	-71.8%	흑전
화학	517	460	478	109	170	237	0	125	106	126	104
% QoQ	-	-	-	흑전	56.3%	39.2%	-99.8%	31025.0%	-15.2%	19.5%	-17.7%
% YoY	306.4%	-10.9%	3.8%	249.0%	123.9%	118.8%	흑전	14.3%	-38.0%	-46.8%	25865.1%
윤활유	998	744	735	259	260	262	217	220	184	171	168
% QoQ	-	-	-	-3.4%	0.3%	0.7%	-17.1%	1.6%	-16.3%	-7.5%	-1.5%
% YoY	-6.9%	-25.5%	-1.1%	22.5%	1.8%	-22.1%	-19.2%	-15.0%	-29.0%	-34.8%	-22.5%
배터리	-581	-1,152	233	-345	-132	-86	-19	-345	-411	-281	-115
% QoQ	-	-	-	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
% YoY	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
E&P 및 기타	160	329	515	77	6	38	39	33	48	121	126
% QoQ	-	-	-	-43.5%	-92.4%	554.4%	2.8%	-14.3%	44.5%	151.0%	4.2%
% YoY	-66.9%	106.4%	56.2%	-55.6%	-93.9%	-51.2%	-71.3%	-56.5%	732.6%	219.4%	223.9%
영업이익률	**2.5%**	**2.0%**	**3.9%**	**2.0%**	**-0.6%**	**7.9%**	**0.4%**	**3.3%**	**0.2%**	**2.4%**	**2.0%**
석유	1.7%	2.2%	2.5%	2.4%	-3.8%	9.0%	-1.3%	4.6%	0.9%	2.4%	0.8%
화학	4.8%	4.1%	4.4%	4.3%	6.0%	8.2%	0.0%	4.5%	3.6%	4.4%	3.8%
윤활유	21.3%	16.3%	17.1%	19.9%	23.4%	22.1%	19.8%	19.4%	16.0%	15.0%	15.0%
배터리	-4.5%	-15.5%	1.5%	-7.2%	-3.1%	-1.4%	0.7%	-14.8%	-18.7%	-7.3%	0.4%
세전이익	**932**	**147**	**2,082**	**156**	**-258**	**1,086**	**-53**	**18**	**-197**	**200**	**126**
% QoQ	-	-	-	흑전	적전	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-36.9%
% YoY	-67.4%	-84.3%	1319.2%	-88.6%	적전	258.0%	적지	-88.4%	적지	-81.6%	흑전
지배지분순이익	**256**	**10**	**1,341**	**-131**	**-222**	**691**	**-82**	**-73**	**-127**	**129**	**81**
% QoQ	-	-	-	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	-36.9%
% YoY	-83.7%	-96.0%	#######	적전	적전	823.8%	적지	적지	적지	-81.4%	흑전

자료: SK이노베이션, 현대차증권

〈표2〉 SK E&S 요약 B/S

(단위: 십억원)

자산총계	19,322	**부채총계**	11,934
*현금 및 현금성 자산	3,212	*총 차입금	6,597
		*순차입금	3,385
		자본총계	7,388

자료 : SK E&S, 현대차증권

〈표3〉 SK E&S 요약 I/S

(단위: 십억원)	2020	2021	2022	2023	1Q24
매출액	5,750	7,960	11,541	11,167	3,569
영업이익	241	724	1,711	1,332	457
OPM	4.2%	9.1%	14.8%	11.9%	12.8%
지배주주순이익	769	344	859	954	228

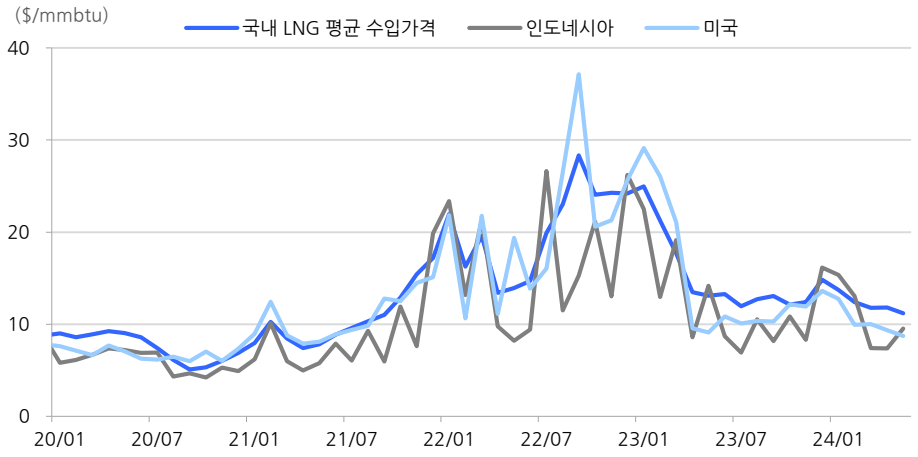
자료 : SK E&S, 현대차증권

〈표4〉 STOP Valuation

	단위	내 용	비고
정유/화학/ 윤활기유	(십억 원)	20,793	정유/화학/윤할기유 사업가치: S-Oil 과 비교 30% 할인(SK 엔무브 지분율 감안) S-Oil 당사 목표주가 110,000 원, 예상순차입금 4.3 조원 기준 동사 사업가치 동사 24 조원 (정제처리량 기준 120 만 B/D, 66.9 만 B/D 비교)
배터리사업 가치	(십억 원)	13,876	당사추정 EV 15.5 조원 기준 (**순차입금 15.5 조원 감안시 시가총액 기준 0**) 지분율 89.52%
E&P 사업 가치	(십억 원)	3,433	E&P 사업 EBITDA 6,870 억원. Target P/B 5.0X
SK E&S 사업 가치	(십억 원)	10,453	'24 EBITDA 전망치 2.0 조원 Target Multiple 6.8x (Peer Valuation: 한국전력, SGC 에너지, SK 가스) 30% 할인 이는 향후 RCPS 전환 등을 감안
SKIET 가치	(십억 원)	683	SKIET 시가총액 상장후 지분율 61% 지주사 할인율 60%
순차입금	(십억 원)	25,491	2024 년 예상 연결 순차입금. SK E&S 합병 순차입금 3.4 조원 포함
EV	(십억 원)	49,238	
추정 시가총액	(십억 원)	23,747	
보통주 주식수	(천 주)	151,035	신주 55,299,186 발행 반영
우선주 주식수	(천 주)	1,248	
보통주 적정주가	**(원)**	**155,937**	**목표주가 160,000 원**

자료: SK이노베이션, 현대차증권

<그림1> 미국 / 인도네시아 천연가스 도입 가격 국내 평균 도입 가격 대비 낮음



자료 : SK E&S, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	78,057	77,288	75,878	81,744	86,059
증가율 (%)	66.6	-1.0	-1.8	7.7	5.3
매출원가	71,030	72,274	70,572	74,392	75,391
매출원가율 (%)	91.0	93.5	93.0	91.0	87.6
매출총이익	7,027	5,014	5,306	7,352	10,668
매출이익률 (%)	9.0	6.5	7.0	9.0	12.4
증가율 (%)	68.1	-28.6	5.8	38.6	45.1
판매관리비	3,110	3,727	3,851	4,149	4,368
판관비율(%)	4.0	4.8	5.1	5.1	5.1
EBITDA	5,710	3,934	4,061	6,132	9,340
EBITDA 이익률 (%)	7.3	5.1	5.4	7.5	10.9
증가율 (%)	75.4	-31.1	3.2	51.0	52.3
영업이익	3,917	1,904	1,494	3,203	6,300
영업이익률 (%)	5.0	2.5	2.0	3.9	7.3
증가율 (%)	124.9	-51.4	-21.5	114.4	96.7
영업외손익	-1,060	-1,105	-1,366	-1,202	-1,094
금융수익	7,097	5,243	1,503	421	568
금융비용	8,107	6,178	2,844	1,623	1,662
기타영업외손익	-50	-170	-25	0	0
종속/관계기업관련손익	2	133	26	100	100
세전계속사업이익	2,860	932	154	2,101	5,307
세전계속사업이익률	3.7	1.2	0.2	2.6	6.2
증가율 (%)	249.6	-67.4	-83.5	1,264.3	152.6
법인세비용	965	377	157	630	1,592
계속사업이익	1,895	555	-3	1,470	3,715
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,895	555	-3	1,470	3,715
당기순이익률 (%)	2.4	0.7	-0.0	1.8	4.3
증가율 (%)	287.5	-70.7	적전	흑전	152.7
지배주주지분 순이익	1,569	256	15	1,353	3,418
비지배주주지분 순이익	326	299	-17	118	297
기타포괄이익	171	99	948	0	0
총포괄이익	2,066	654	946	1,470	3,715

(단위:십억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	31,967	33,280	31,097	37,179	40,521
현금성자산	9,479	13,074	10,863	14,942	17,857
단기투자자산	1,680	447	348	348	0
매출채권	6,279	5,929	5,544	6,169	6,388
재고자산	11,858	11,123	11,008	12,250	12,684
기타유동자산	2,670	2,702	3,333	3,468	3,591
비유동자산	35,252	47,556	55,665	57,490	58,714
유형자산	25,111	35,843	43,697	45,052	46,251
무형자산	2,078	2,302	2,120	1,836	1,598
투자자산	5,518	6,730	7,167	7,921	8,184
기타비유동자산	2,545	2,681	2,681	2,681	2,681
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	67,219	80,836	86,762	94,669	99,235
유동부채	27,557	29,399	31,135	33,711	34,437
단기차입금	7,559	8,185	10,113	10,613	10,613
매입채무	9,146	8,534	9,237	10,279	10,643
유동성장기부채	4,839	3,435	2,619	2,619	2,619
기타유동부채	6,013	9,245	9,166	10,200	10,562
비유동부채	16,419	21,416	24,200	28,060	28,186
사채	8,420	10,004	11,440	12,940	12,940
장기차입금	4,984	7,711	9,137	11,137	11,137
장기금융부채	145	497	430	430	430
기타비유동부채	2,870	3,204	3,193	3,553	3,679
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	43,977	50,816	55,335	61,771	62,623
지배주주지분	19,651	22,203	22,916	24,269	27,686
자본금	469	510	510	510	510
자본잉여금	8,198	10,396	10,396	10,396	10,396
자본조정 등	-1,323	-833	-26	-26	-26
기타포괄이익누계액	728	878	1,543	1,543	1,543
이익잉여금	11,580	11,253	10,493	11,846	15,264
비지배주주지분	3,591	7,817	8,511	8,629	8,926
자본총계	23,242	30,020	31,427	32,898	36,612

(단위:십억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	407	5,368	2,394	4,731	6,729
당기순이익	1,895	555	-3	1,470	3,715
유형자산 상각비	1,616	1,821	2,237	2,645	2,801
무형자산 상각비	177	209	330	283	239
외환손익	-376	-195	67	0	0
운전자본의 감소(증가)	-4,270	3,766	-278	432	75
기타	1,365	-788	41	-99	-101
투자활동으로인한현금흐름	-5,123	-11,244	-8,559	-4,653	-3,815
투자자산의 감소(증가)	-563	-1,013	-46	-653	-163
유형자산의 감소	67	21	8	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,777	-11,238	-8,174	-4,000	-4,000
기타	2,150	986	-347	0	348
재무활동으로인한현금흐름	10,507	9,490	3,769	4,002	1
차입금의 증가(감소)	1,816	3,080	1,359	2,000	0
사채의증가(감소)	-1,686	1,584	1,436	1,500	0
자본의 증가	500	2,239	0	0	0
배당금	-217	-314	0	0	0
기타	10,094	2,901	974	502	1
기타현금흐름	265	-19	184	0	0
현금의증가(감소)	6,055	3,595	-2,212	4,079	2,915
기초현금	3,424	9,479	13,074	10,863	14,942
기말현금	9,479	13,074	10,863	14,942	17,857

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	19,994	5,755	-26	15,359	38,802
EPS(지배순이익 기준)	16,553	2,658	155	14,130	35,698
BPS(자본총계 기준)	242,030	294,591	324,045	339,206	377,508
BPS(지배지분 기준)	204,639	217,879	236,288	250,236	285,474
DPS	-	-	-	-	-
P/E(당기순이익 기준)	7.6	24.4	-4,596.5	7.8	3.1
P/E(지배순이익 기준)	9.2	52.8	774.5	8.5	3.4
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(Reported)	5.7	9.8	10.5	7.0	4.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	288.0	-71.2	적전	흑전	152.6
EPS(지배순이익 기준)	437.3	-83.9	-94.2	9,042.4	152.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.8	2.1	-0.0	4.6	10.7
ROE(지배순이익 기준)	8.5	1.2	0.1	5.7	13.2
ROA	3.2	0.7	-0.0	1.6	3.8
안정성 (%)					
부채비율	189.2	169.3	176.1	187.8	171.0
순차입금비율	63.8	54.4	71.7	68.3	54.4
이자보상배율	6.1	1.7	1.1	2.0	3.8

** K-IFRS 연결 기준*

HYUNDAI MOTOR GROUP

2024.07.18

자산배분 전략 : 한국형 Reference Portfolio 후보는?

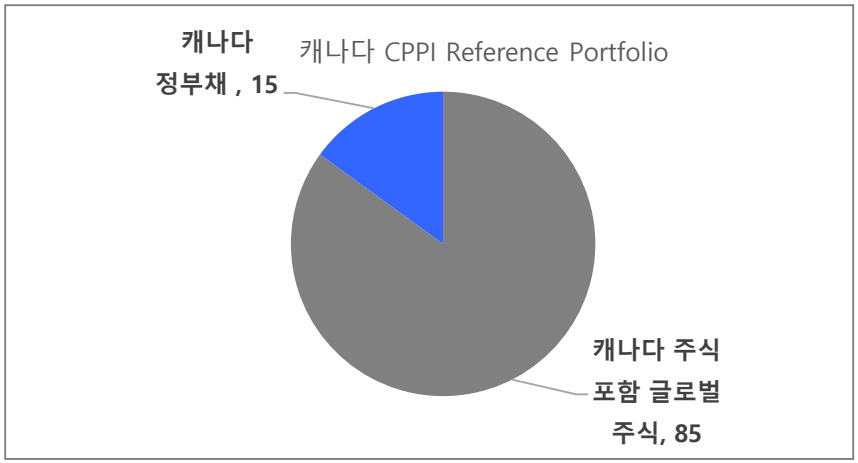
자산배분/스타일전략 김중원
02) 3787-2290
simon@hmsec.com

내일의 차이 현대차증권

글로벌 연기금의 Reference Portfolio는

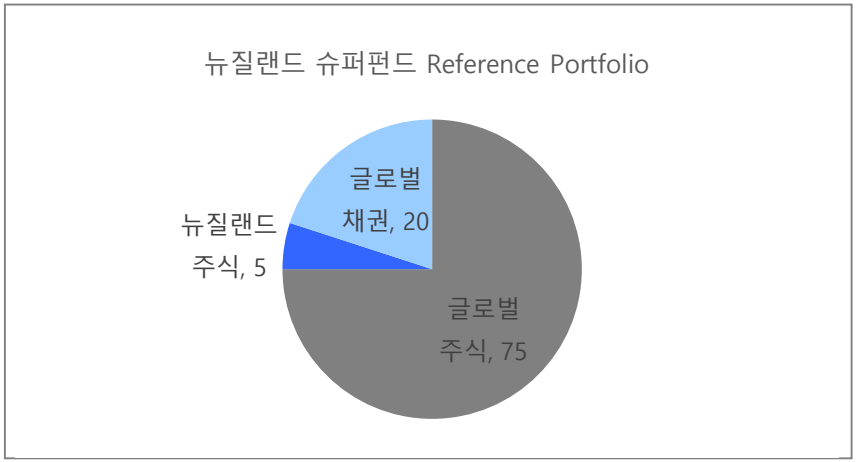
- 글로벌 연기금의 Reference Portfolio는 기금의 투자 성과를 평가하고 자산배분의 기준
- 또한, Reference Portfolio 투자시계는 10년 이상 초장기 자산배분의 가이드라인으로 기금이 장기적으로 감내해야 할 위험 수준을 의미
- 따라서, Reference Portfolio는 기금의 장기 위험선호 수준을 의미함과 동시에 기금 운용 성과평가 핵심 지표
- 이러한 이유로 캐나다 국민연금 CPP Investments와 NZ Super Fund 등 글로벌 주요 연기금 자산배분에 Reference Portfolio가 존재

캐나다, CPP Investments 레퍼런스 포트폴리오



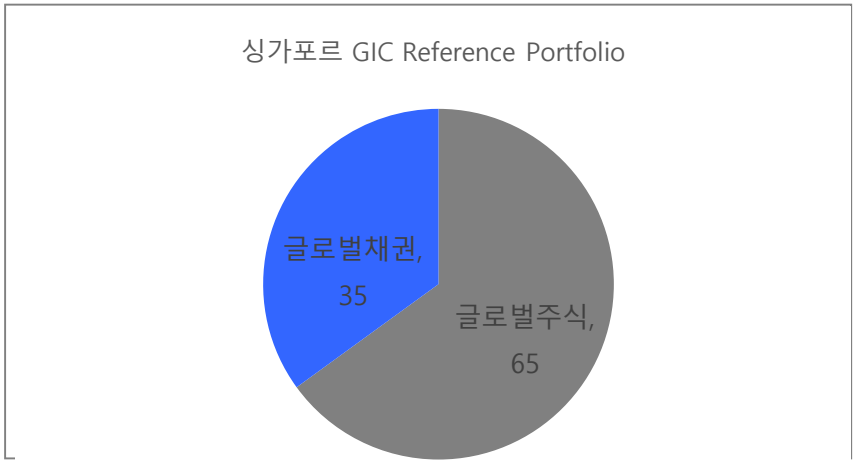
자료: CPP Investments, 현대차증권

뉴질랜드 Super Fund 레퍼런스 포트폴리오



자료 New Zealand Super Fund, 현대차증권

싱가폴, GIC 레퍼런스 포트폴리오

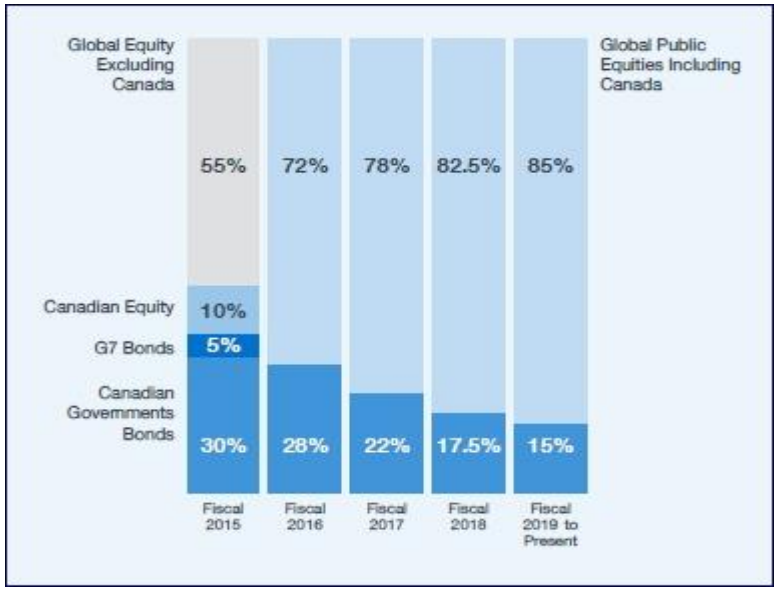


자료 Singapore GIC, 현대차증권

캐나다 CPP Investmetns의 Reference Portfolio는

- 2015년 도입된 CPP Investments의 Reference Portfolio는 현재는 주식과 채권을 각각 85%와 15% 배분을 목표
- CPP Investment의 성과평가는 5년 평균 수익률 기준으로 1. 목표 수익률(6.5%) 대비 및 2. Reference Portfolio 수익률 대비 상대 성과를 기준으로 평가
- 캐나다 CPP Investments의 Reference Portfolio의 투자시계는 20년이며 매 3년 단위로 CPP Investments 기금운용회가 검토

CPP Investments Reference Portfolio 변화



자료 CPP Investments Annual Report, 현대차증권

Reference Portfolio와 전체 펀드 수익률 및 상대 수익률

회계년/(%)	Reference Portfolio	Total Fund	Value Added
'18-19	6.70	8.90	2.20
'19~20	-3.10	3.10	6.20
'20~21	30.40	20.40	-10.00
'21~22	1.70	6.80	5.10
'22~23	0.10	1.30	1.20
5년 평균	7.16	8.10	0.94

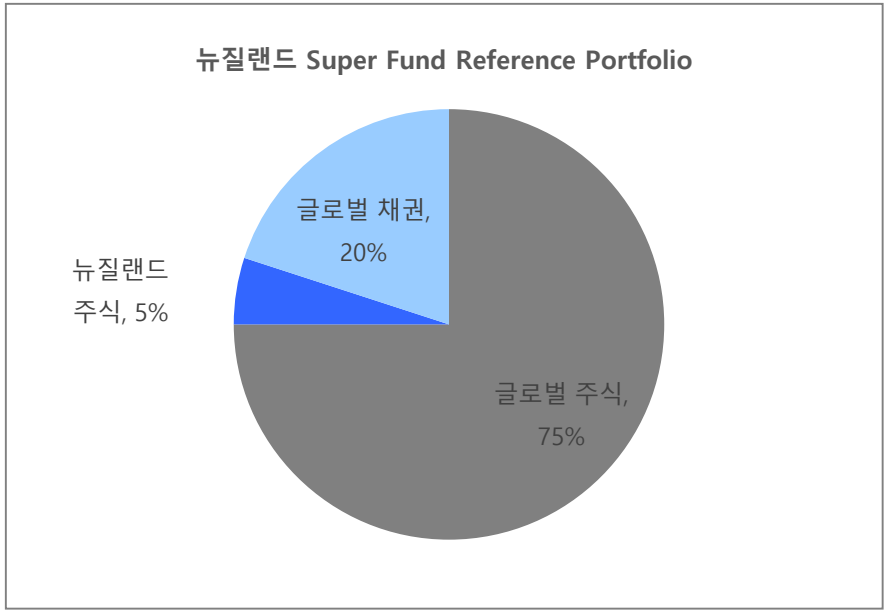
주: Value Added는 Reference Portfolio 대비 Total Fund 상대 수익률

자료 CPP Investments Annual Report, 현대차증권

NZ 노령연금기금(Super Fund)

- 2010년 도입된 뉴질랜드 Super Fund의 Reference Portfolio는 글로벌 주식, 뉴질랜드 주식과 글로벌 채권으로 구성된 저비용 패시브 벤치마크
- 한편 NZ Super Fund의 Actual Portfolio에는 크게 2개 벤치마크가 존재하며 벤치마크 기반으로 수익률을 평가
- 첫번째 벤치마크로는 무위험수익률인 뉴질랜드 T-Bill 수익률 대비 Actual Portfolio의 수익률 평가 (T-bill 대비 최대 4%p 이상을 최대 목표
- 두번째 벤치마크로 저비용 패시브 벤치마크인 Reference Portfolio 대비 0.75%p 이상의 수익률을 목표

뉴질랜드 Super Fund의 Reference Portfolio



자료 New Zealand Super Fund, 현대차증권

Reference Portfolio 대비 NZ Super Fund 투자성과 비교

회계년/(%)	Reference Portfolio	NZ Super Fund	Value Added
'18~19	6.36	7.02	0.66
'19~20	3.82	1.73	-2.09
'20~21	27.9	20.63	-7.27
'21~22	-14.24	-6.99	7.25
'22~23	12.03	11.87	-0.16
5년 평균	7.17	6.85	-0.32

주: Value Added는 Reference Portfolio 대비 Actual Portfolio의 상대 수익률

자료 New Zealand Super Fund, 현대차증권

싱가포르 GIC 레퍼런스 포트폴리오

- 싱가포르 GIC Reference Portfolio는 글로벌 주식과 글로벌 채권 각각 65%와 35% 배분된 포트폴리오
- CPP Investments와 NZ Super Fund와 달리 GIC의 Reference Portfolio는 GIC Portfolio의 수익률 벤치마크는 아니며 다만, GIC가 목표로 하는 장기 위험 수준의 기준이 됨
- Reference Portfolio는 GIC Portfolio의 위험 수준을 판단하는 기준이되며 하기와 같이 2개 자산으로 구성된 Reference Portfolio 대비 다양한 자산으로 구성된 GIC Portfolio의 변동성이 상대적으로 크게 낮은 것을 확인할 수 있음

Reference Portfolio 수익률과 GIC Portfolio 5년 수익률 비교

회계년/(%)	Reference Portfolio	GIC 5년 평균 수익률
'18~19	+0.22	4.9
'19~20	-6.99	3.9
'20~21	+35.57	8.8
'21~22	+1.45	7.7
'22~23	-8.74	3.7

자료 Singapore GIC Annaul Report, 현대차증권

Reference Portfolio와 GIC 포트폴리오 장기 성과 비교

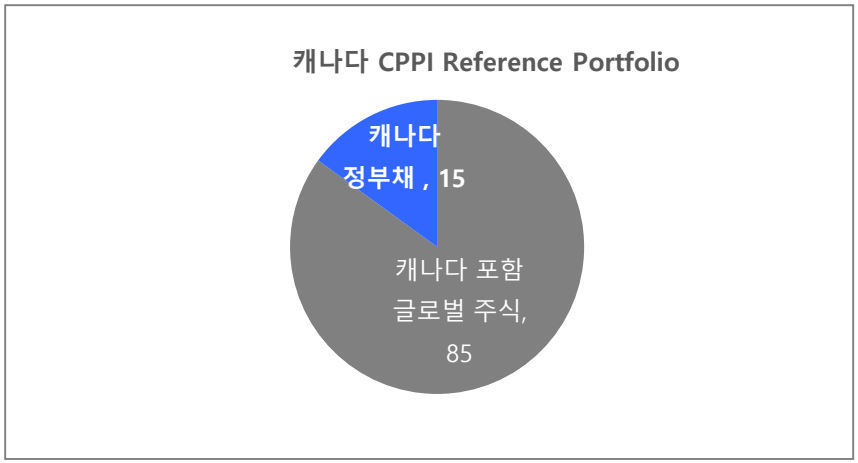
구분/(%)	5년 평균 수익률	5년 평균 변동성	Sharpe Ratio
Reference Portfolio	4.4	12.9	0.34
GIC Portfolio	3.7	7.9	0.47

자료 Singapore GIC Annaul Report, 현대차증권

CPPI Reference Portfolio는

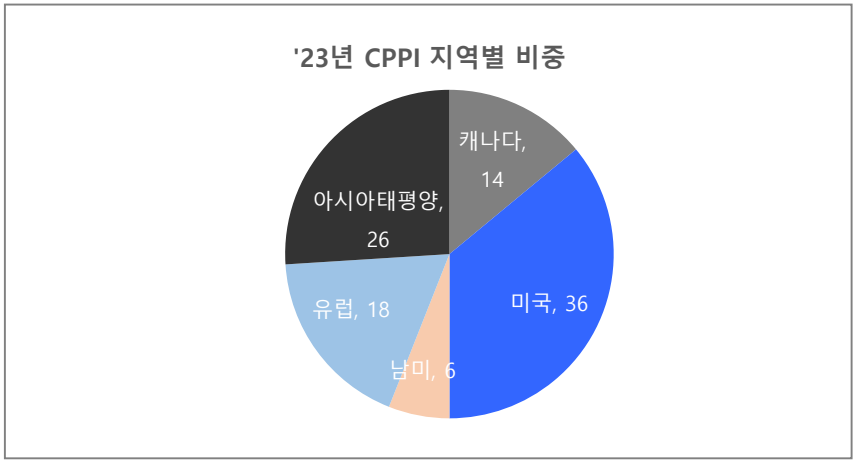
- 캐나다 CPP Investments의 Reference Portfolio는 캐나다 포함 글로벌 주식과(85%) 캐나다 정부채로(15%) 구성됨
- 캐나다 CPP Investments 자산배분 프로세스는 20년 투자시계 기준의 Reference Portfolio로 장기 자산배분으로 시작해 5년 단위 중기 전략적 자산배분에 (S.A.A) Strategic Portfolio 그리고 1년 단위 전술적 자산배분의(T.A.A) Target Portfolio로 이루어짐
- CPP Investments 채권투자는 캐나다 달러의 모두 캐나다 정부채인데 2023년 기준 채권 투자 비중이 12%이고 캐나다 투자비중이 14%인 점을 고려하면 실제 캐나다 주식 투자는 벤치마크와 같은 1~2% 수준으로 판단됨

CPPI Reference Portfolio 자산군 비중



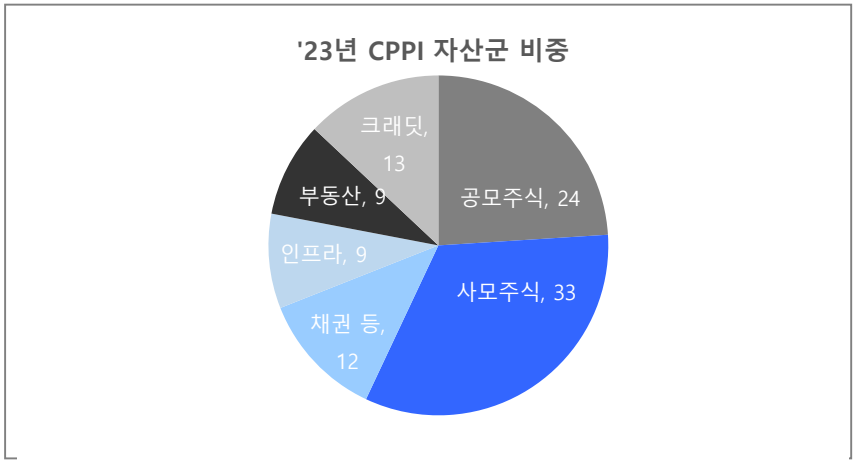
자료 CPP Investments, 현대차증권

2023년 기준 CPPI 투자 지역별 비교



자료 CPP Investments 2023년 Annual Report, 현대차증권

2023년 기준 CPPI 자산배분 비중 추이

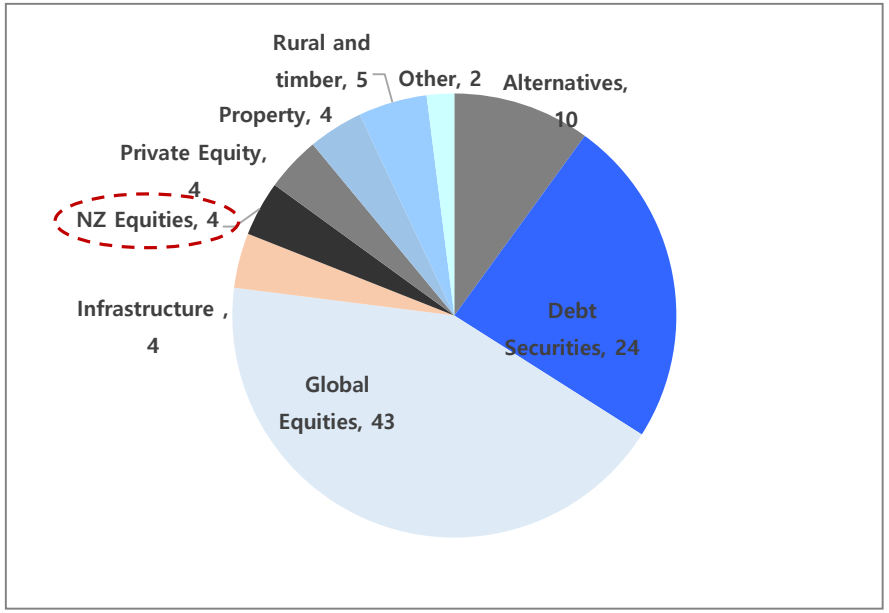


자료 CPP Investments 2023년 Annual Report, 현대차증권

NZ Super Fund의 Reference Portfolio는

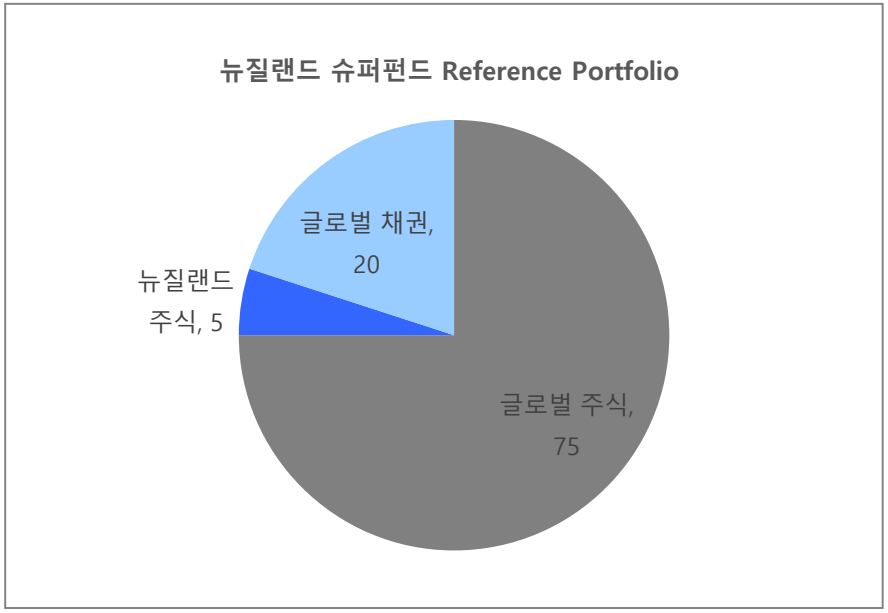
- NZ Super Fund는 Reference Portfolio는 글로벌 주식: 70%, 뉴질랜드 주식 5%와 글로벌 채권: 20%로 구성된 단순 저비용, 패시브 포트폴리오이며 기금의 장기 위험선호도를 표방함
- NZ Super Fund의 자산배분 프로세스는 장기 위험선호에 따른 투자 관점에 Reference Portfolio로 시작해 Value-Adding Activities를 거쳐 Actual Portfolio가 결정되며 Actual Portfolio는 다양한 매우 자산군으로 구성됨
- 2023년 기준 Actual Portfolio의 주식 비중을 비교하면 글로벌 주식과(45%)와 함께 뉴질랜드 주식에 4%가 배분되어 글로벌 주식시장 벤치마크 대비 높은 뉴질랜드 주식 투자 비중이 높음
- 따라서, NZ Reference Portfolio는 글로벌 주식 75%와 함께 뉴질랜드 주식 5%의 비중 배분이 따로 존재하는 것으로 해석됨

2023년 기준 Actual Portfolio 자산군 비중 비교



자료 NZ Super Fund 2023년 Annual Report, 현대차증권

NZ Super Fund Reference Portfolio



자료 New Zealand Super Fund, 현대차증권

Reference Portfolio의 위험자산 비중은?

- Reference Portfolio는 기금의 장기 위험선호도를 반영하며 Actual Portfolio의 벤치마크로 수익률 평가에 기준
- 따라서, Reference Portfolio의 위험자산 비중은 기금의 장기 목표수익과 위험선호 수준을 반영하며 결정되어야 함
- 따라서, 하기와 같은 주식과 채권 기대수익률과 변동성을 기준으로 할 때 주식과 채권이 각각 65%와 35% 배분된 포트폴리오의 기대수익률과 변동성은 각각 6.3%와 9.6%임
- 한편, 주식과 채권이 각각 75%와 25%로 배분된 포트폴리오의 기대수익률과 변동성은 각각 6.8%와 11.1%

글로벌 주식과 채권의 기대수익률과 변동성

자산군	기대수익률	변동성
주식	8.0%	15.0%
채권	3.0%	3.0%

글로벌 주식과 채권의 상관계수

자산군	주식	채권
주식	1.00	0.58
채권	0.58	1.00

자산군	기대수익률	변동성	비중
	단위: %		
주식	8.0	15.0	65.0
채권	3.0	3.0	35.0
총자산	6.3	9.6	100.0
조건 부 손실금액(1년, 5%)	-14.8%		
조건 부 손실금액(1년, 5%)	-9.6%		

자료: Bloomberg, 현대차증권

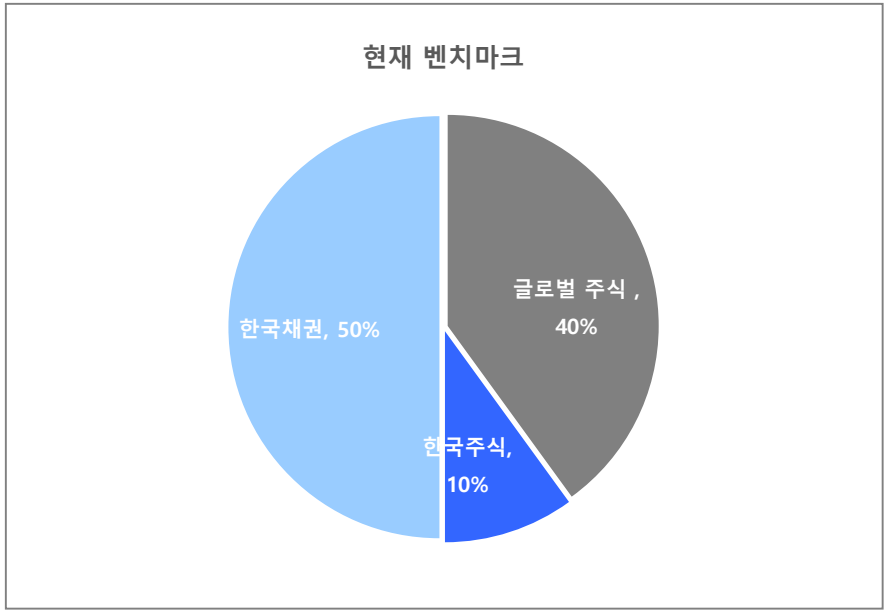
자산군	기대수익률	변동성	비중
	단위: %		
주식	8.0	15.0	75.0
채권	3.0	3.0	25.0
총자산	6.8	11.1	100.0
조건 부 손실금액(1년, 5%)	-15.8%		
조건 부 손실금액(1년, 5%)	-11.2%		

자료: Bloomberg, 현대차증권

현재 기준: 벤치마크 대비 국내 연기금 최근 성과는?

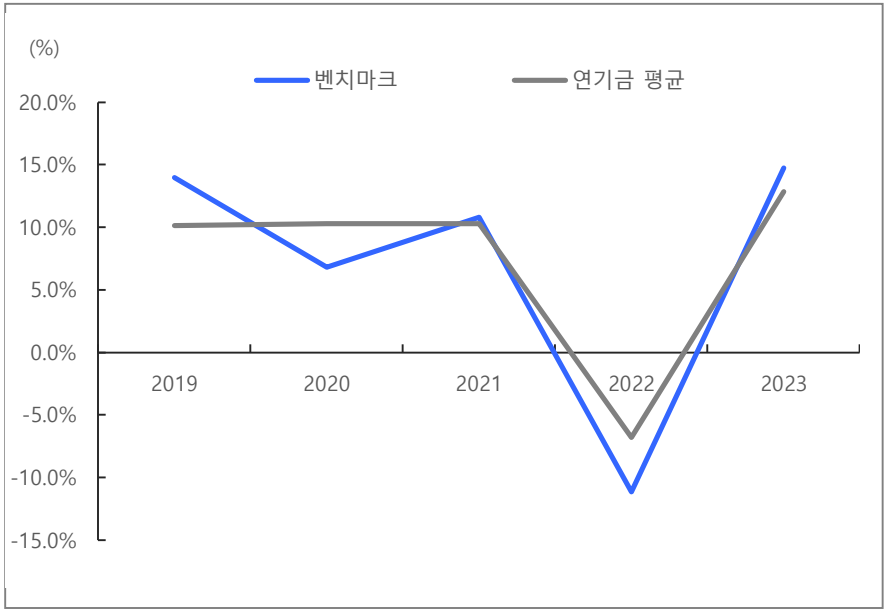
- 먼저, 현재 국내 연기금의 벤치마크를 주식과 채권을 각각 50%와 50%로 배분된 포트폴리오를 가정했음
- 2019년부터 2023년까지 최근 5년 동안 국내 연기금의 연도별 평균 수익률을 벤치마크 수익률과 비교
- 2019년부터 2023년까지 국내 연기금과 벤치마크 연 평균 수익률은 각각 7.3%와 7.0%를 기록
- 한편, 위험 대비 수익률인 Sharpe 비율을 비교하면 국내 연기금과 벤치마크는 각각 0.9와 0.7로 현재 다양한 자산에 투자하는 국내 연기금의 Sharpe 비율이 상대적으로 높은 것으로 나타남

현재 연기금의 벤치마크 자산군 비중



자료: 현대차증권

2019년부터 2023년까지 벤치마크와 연기금 평균 수익률 추이



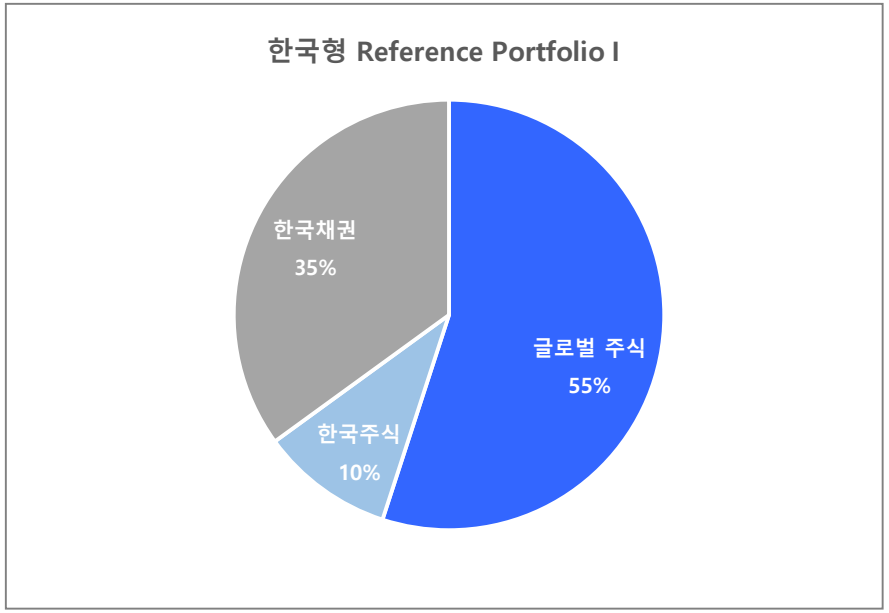
주: 연기금 평균은 2019년부터 2023년까지 국민연금, 공무원연금과 사학연금 수익률의 산술평균

자료: Bloomberg, 국민연금, 공무원연금, 사학연금, 현대차증권

한국형 Reference Portfolio I

- 한국형 Reference Portfolio I은 글로벌 주식과 한국 주식 각각 55%와 10% 그리고 한국 채권에 35%를 배분한 포트폴리오로 가정했음, 또한 해외주식은 환오픈 투자를 가정하고 수익률을 산출
- 상기와 같은 가정을 바탕으로 2019년부터 2023년까지 한국형 Reference Portfolio I 벤치마크로 국내 연기금의 성과를 평가
- 분석 기간 한국형 Reference Portfolio의 연 평균수익률은 9.0%을 기록해 연기금 평균 수익률을(7.3%) 평균 1.7%p 상회했음
- 반면, 한국형 Reference Portfolio와 국내 연기금 평균 변동성은 각각 8.0%와 12.7%를 기록해 위험 대비 수익률인 Sharpe 비율은 다양한 자산군에 투자하는 국내 연기금이 여전히 높은 것으로 나타남

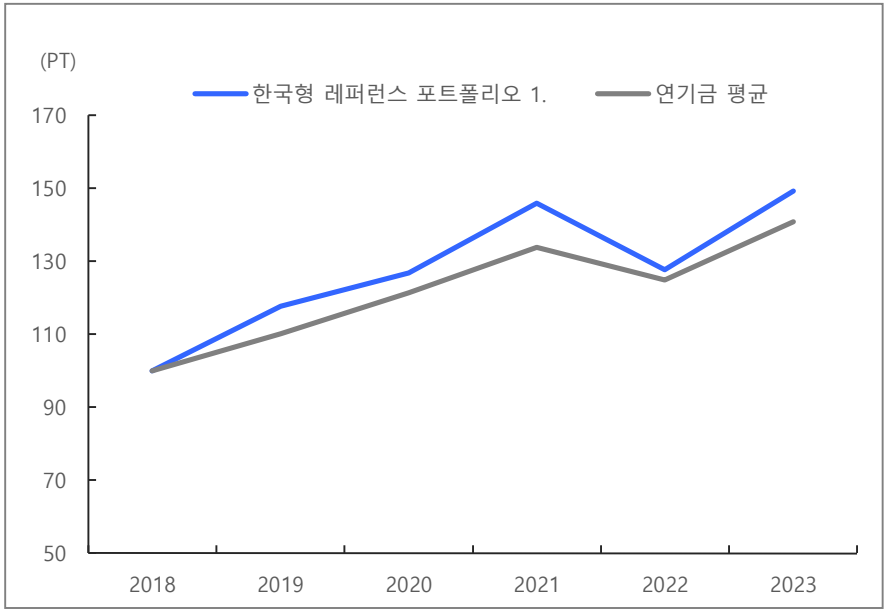
한국형 Reference Portfolio I 주식과 채권 비중



주: 한국채권 지수 벤치마크는 KIS종합채권지수, 한국 주식 벤치마크는 KOSPI

자료: 현대차증권

한국형 Reference Portfolio I과 국내 연기금 수익률 비교



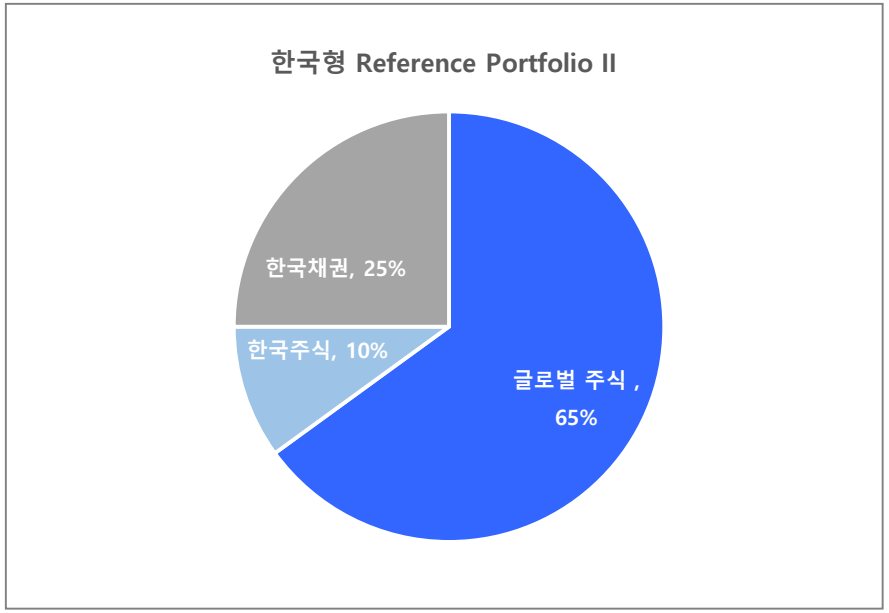
주: 연기금 평균은 2019년부터 2023년까지 국민연금, 공무원연금과 사학연금 수익률의 산술평균

자료: Bloomberg, 국민연금, 공무원연금, 사학연금, 현대차증권

한국형 Reference Portfolio II

- 한국형 Reference Portfolio를 글로벌 주식과 한국 주식 각각 65%와 10% 그리고 한국채권에 25%를 배분한 포트폴리오로 가정했음, 또한 해외주식은 환오픈 투자를 가정하고 수익률을 산출
- 상기와 같은 가정을 바탕으로 2019년부터 2023년까지 한국형 Reference Portfolio II를 벤치마크로 국내 연기금의 수익률을 비교한 결과 한국형 Reference Portfolio II의 연 평균수익률은 10.3%을 기록해 연기금 평균 수익률을(7.3%) 평균 3.0%p 상회했음
- 반면, 한국형 Reference Portfolio와 국내 연기금 평균 변동성은 각각 14.1%와 8.0%를 기록해 위험 대비 수익률인 Sharpe 비율은 연기금이 여전히 높은 것으로 나타남

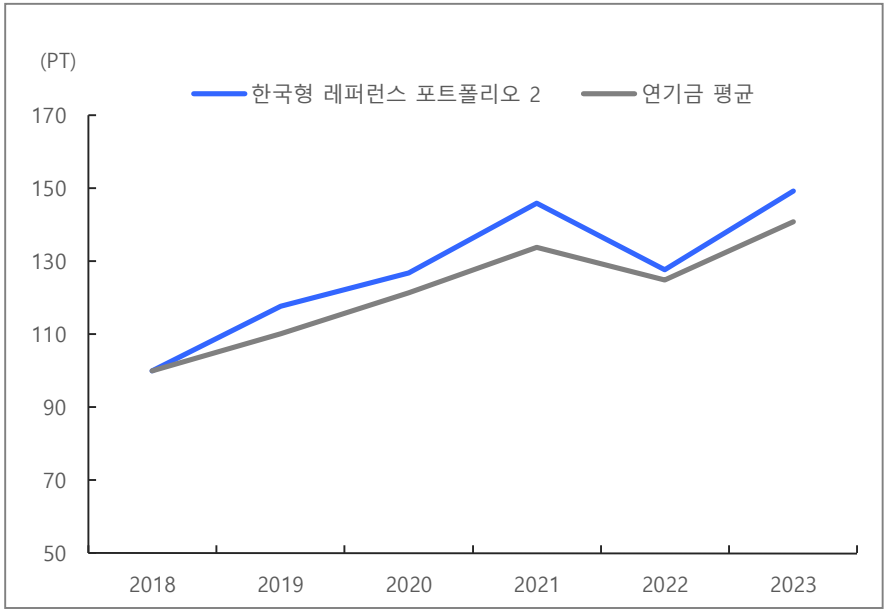
한국형 Reference Portfolio II 주식과 채권 비중



주: 한국채권 지수 벤치마크는 KIS종합채권지수, 한국 주식 벤치마크는 KOSPI

자료: 현대차증권

한국형 Reference Portfolio II와 국내 연기금 수익률 비교



주: 연기금 평균은 2019년부터 2023년까지 국민연금, 공무원연금과 사학연금 수익률의 산술평균

자료: Bloomberg, 국민연금, 공무원연금, 사학연금, 현대차증권

한국형 Reference Portfolio는?

- Reference Portfolio는 기금의 장기 목표 수익과 위험선호 수준을 의미한다는 점에서 연환산 기준으로 현재 벤치마크 (위험자산 50%), 한국형 Reference Portfolio I과 II 모두 위험 대비 수익률을 의미하는 Sharpe 비율은 모두 동일
- 더불어 한국형 Reference Portfolio I과 II의 최근 5년 해외 주요 연기금의 Reference Portfolio 성과와 비교하여 유사하거나 양호한 것으로 판단됨
- 만일 국내 연기금이 현재 대비 1.0%p 수익률 제고를 목표로 하고 있다면 한국형 Reference Portfolio I이 양호한 후보로 판단됨

구분/(%)	수익률(연간)	변동성(연간)	Sharpe 비율
CPP Investments Reference Portfolio	9.8	14.6	0.7
NZ Super Fund Reference Portfolio	7.2	15.2	0.5
Singapore GIC Reference Portfolio	4.4	12.9	0.4
벤치마크	7.0	10.6	0.7
한국형 Reference Portfolio I	9.0	12.7	0.7
한국형 Reference Portfolio II	10.3	14.1	0.7
국내 연기금 평균	7.3	8.0	0.9

주1: 각사 회계년도 2019년부터 2023년까지 CPP Investments, NZ Super Fund와 Singapore GIC 연기금의 Reference Portfolio 성과

주2: 국내연기금과 한국형 Reference Portfolio 성과는 '19년1월부터 23년12월까지 성과 비교

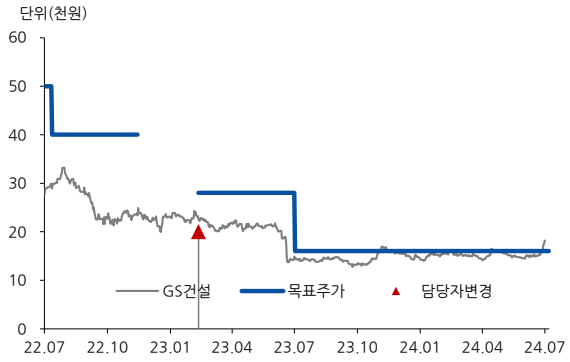
자료: 각사, 현대차증권

감사합니다.

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.01.27	BUY	50,000	-22.14	-3.60
2022.07.27	AFTER 6M	50,000		
2022.07.28	BUY	40,000	-34.88	-17.00
2023.02.27	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2023.02.27	BUY	28,000	-26.79	-18.39
2023.07.18	M.PERFORM	16,000	-12.30	-7.25
2023.10.31	BUY	16,000	-4.51	6.06
2024.01.19	M.PERFORM	16,000	-4.87	13.88
2024.07.18	M.PERFORM	16,000		

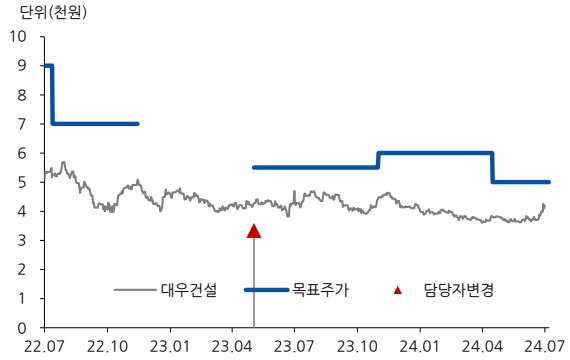
▶ 최근 2년간 GS건설 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.01.28	BUY	9,000	-30.94	-18.67
2022.07.28	AFTER 6M	9,000		
2022.07.29	BUY	7,000	-32.10	-18.86
2023.05.19	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2023.05.19	BUY	5,500	-22.03	-14.64
2023.11.17	BUY	6,000	-33.11	-22.67
2024.05.02	BUY	5,000	-24.87	-14.80
2024.07.18	BUY	5,000		

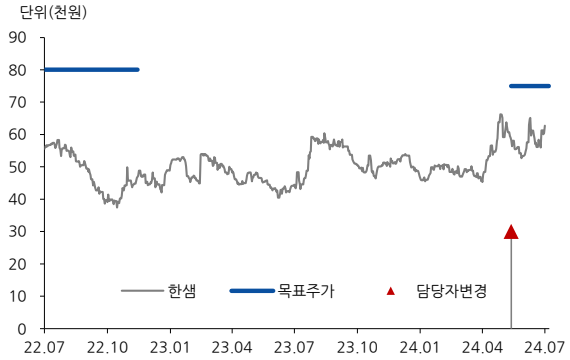
▶ 최근 2년간 대우건설 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.07.13	BUY	80,000	-39.57	-27.13
2024.05.29	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2024.05.29	BUY	75,000	-23.24	-13.20
2024.07.18	BUY	75,000		

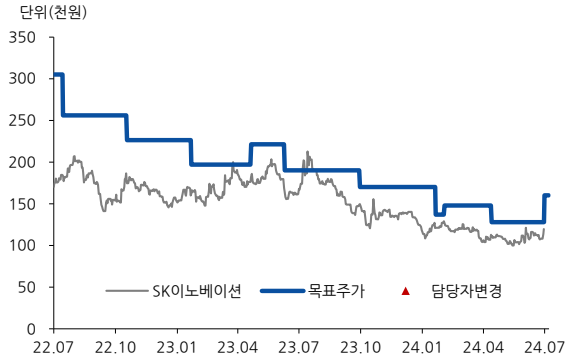
▶ 최근 2년간 한샘 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.02.03	BUY	305,025	-34.17	-21.29
2022.08.01	BUY	255,827	-31.74	-19.04
2022.11.04	BUY	226,309	-27.72	-19.57
2023.02.08	BUY	196,790	-14.07	1.50
2023.05.08	BUY	221,389	-16.79	-8.22
2023.06.27	M.PERFORM	189,903	-10.14	11.92
2023.10.17	M.PERFORM	170,000	-22.30	-8.53
2024.02.07	M.PERFORM	137,000	-9.45	-5.91
2024.02.20	M.PERFORM	148,000	-21.34	-15.14
2024.04.30	M.PERFORM	128,000	-15.16	-5.47
2024.07.18	BUY	160,000		

▶ 최근 2년간 SK이노베이션 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 (2023.07.01~2024.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156건	91.2%
보유	15건	8.8%
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.