

20180129

S K
I N D U S T R Y
A N A L Y S I S

The Big One

아람코 상장, 유동성 충격, 그리고 스마트시티에 대한 고찰

자산전략. 김효진, 3773-9956

에너지·화학·Commodity. 손지우, 3773-8827





Analyst

김효진

hyokim@sk.com
02-3773-9956



Analyst

손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827



R.A

김수정

soojungkim@sk.com
02-3773-8893

The Big One

2018-01-29

아람코 상장, 유동성 충격, 그리고 스마트시티에 대한 고찰

‘Aramco’라는 알파벳 6 개로 이루어진 이 단어는 2018년 경제, 유가, 주식, 지정학적 리스크 등 모든 것을 관통하는 하나의 키워드가 될 것이다. 이번 자료에는 이와 관련 한 많은 이야기가 담겨있다. 글로벌 유동성과 버블이 붕괴하는 트리거부터, 누구도 시도하지 못했던 사우디 아람코의 valuation, IPO의 이유와 유가의 중요성, 그리고 미래의 스마트시티가 왜 아람코라는 big one 하나로 엮이는지 설명해보자 한다

Why now, Aramco?

사우디 아람코를 분석하는 이유는 세가지다. ① 글로벌 경기는 이제 막 확장국면에 들어섰고, 경기 사이클의 끝은 늘 스태그플레이션이다. 아람코가 좌우할 유가는 경기의 끝을 결정할 것이다. ② 유동성만큼이나 주가에 영향을 주는 것은 위험자산의 공급, 즉 IPO이다. 올해 상당 규모의 IPO가 예정되어 있고, 그 중 단연 대어는 아람코다. ③ 크다는 이유만으로도 분석가치는 충분하다. 석유 매장량, 향후 운용할 금융자산 규모, 네옴에 투자될 막대한 금액 등 아람코는 그야말로 The Big One이다.

Saudi Aramco valuation: \$2 trillion

The Big One의 사이즈를 가늠하기 위해 재무제표를 한번도 공개한 적이 없는 아람코의 쉽지 않은 valuation 을 시도했다. 많은 데이터와 가정들은 투입하여 DCF Valuation 을 구사했는데, \$65/bbl 의 유가를 가정한다면 시가총액은 \$1.9 조(2,000조원)으로 산출된다. 흥미로운 건 \$2 조는 IPO 를 밀어붙이고 있는 Mr. everything MBS 가 원하는 시가총액과 거의 유사하다는 것이다. 즉 그들은 IPO 이전까지 다양한 이슈를 통해 유가 강세를 끌어갈 가능성이 높다. 즉, 위기 전에 버블이 먼저다.

노르웨이가 사우디에 보여준 로드맵

정확한 시총에 대해서는 IPO 직전까지 의견이 분분할 것이나, 사우디의 향후 발전 로드맵은 의외로 분명하다. ‘자원의 저주’라고 불릴 정도로 자원수출국들 중 성공 사례는 드문데, 아마도 사우디는 노르웨이 모델을 따를 것이다. 이들은 원유로 축적한 자금을 통해 세계 최대의 국부펀드 GPGF 를 만들었고, 1 인당 GDP 는 \$7 만을 훌쩍 뛰어넘었다. 사우디 역시 IPO 로 창출한 자금을 국부펀드 PIF 에 투입할 것이며, 자원 이외 분야에 상당 규모 투자할 것이다. 그 결론이 스마트시티(smart city)다.

사우디가 노리는 스마트시티, NEOM

사우디는 560 조원을 투자할 NEOM 건설 계획을 이미 발표했다. NEOM 을 세계 최대의 스마트시티로 건설하는 것이 사우디의 밑그림이다. “전세계 어디에서 출발하든 8 시간 안에 도착”을 모토로 한 만큼 당장 인프라 투자 급증이 필연적이다. 스마트시티는 슬로건에 지나지 않을 수도 있다. 하지만 노르웨이 역시 원유 이외 부문에 투자를 계속하고 있다. 사우디 역시 탈석유를 위해 다양한 분야에 막대한 자금을 투자할 것이다. 본 보고서는 사우디가 사막에서 세계로 나오는 긴 이야기의 시작이다.

Investment Summary

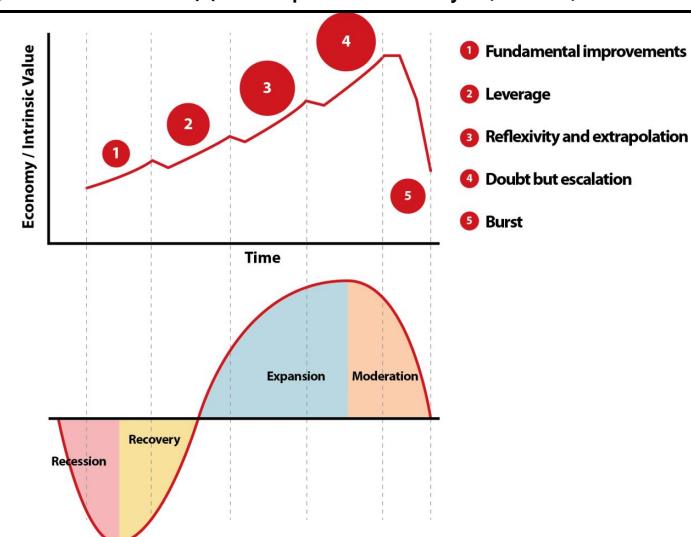
Part 1. Why now, Aramco?

① 아람코를 분석하는 세 가지 이유

경기 사이클 및 금융변수들은 위험자산이 마지막 상승 단계에 진입하고 있음을 가리키고 있습니다. 하지만 지금부터 두려워할 필요는 없습니다. 상승폭은 4 단계에서 통상 가장 크기 때문이죠. 실제, 투자은행들은 트레이딩 확대를 위해 총알을 늘리고 있습니다.

올해 Best Performance는 누구이며, 하락 Trigger는 무엇일까요.

아람코를 키워드로 유동성과 버블, 붕괴의 트리거, 경기, 물가, 유가 등 다양한 이야기를 풀어보았습니다.



자료 : Spellman, Kindleberger and Aliber, Manias, Panics and Crashes(2005)

장단기 스프레드 역전 이후 경기 위축은 위험자산 입장에서 Doubt But Escalating 이 남았음을 의미



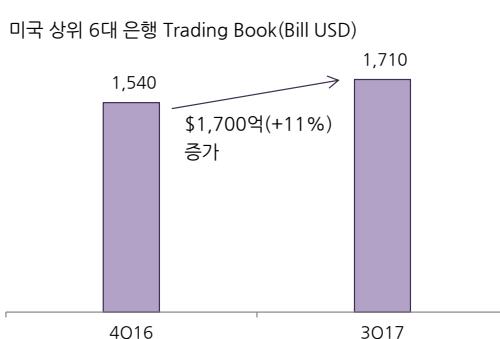
자료 : 노르웨이통계청(ssb), SK 증권

그간 투자은행들은 매년 스트레스 테스트 받으며 공격적 투자 못함



자료 : Bloomberg, SK 증권

올해 이후 미국 상위 6대 은행은 트레이딩 규모를 빠르게 늘려왔음

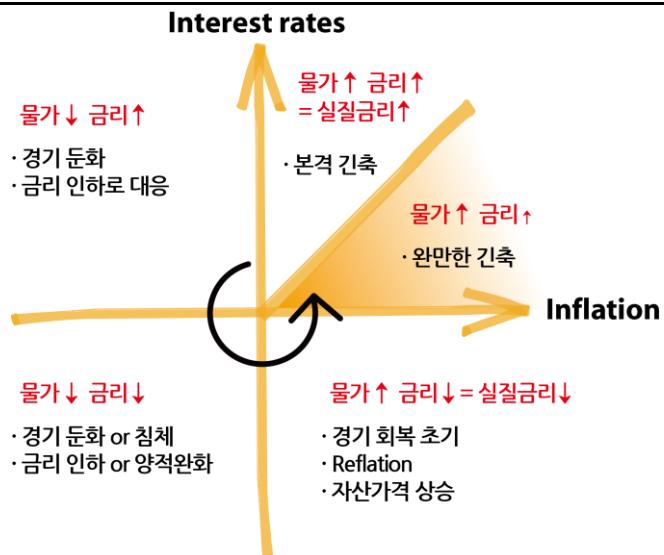


자료 : Bloomberg, SK 증권

올해를 관통하는 키워드는 단연 아람코입니다. 이유는 세가지인데, 첫번째는 바로 아람코가 유가와 경기를 좌우하기 때문이죠.

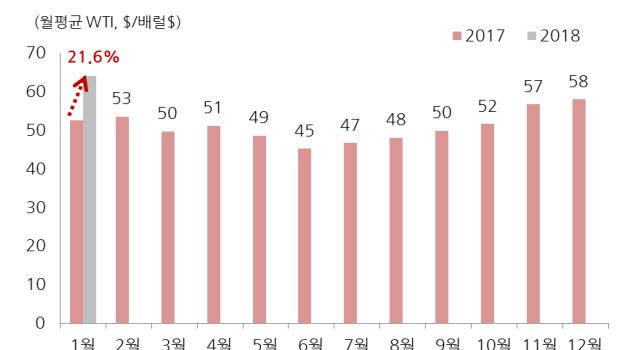
글로벌 경기는 확장국면에 진입했고, 확장국면의 마무리는 언제나 스태그플레이션 이었습니다. 물가를 상당부분 좌우하는 것이 바로 유가죠. 기승전-아람코인 이유입니다.

경기 확장국면의 끝은 스태그플레이션이다. 한번도 순서가 어긋난 적은 없다.



자료 : SK증권

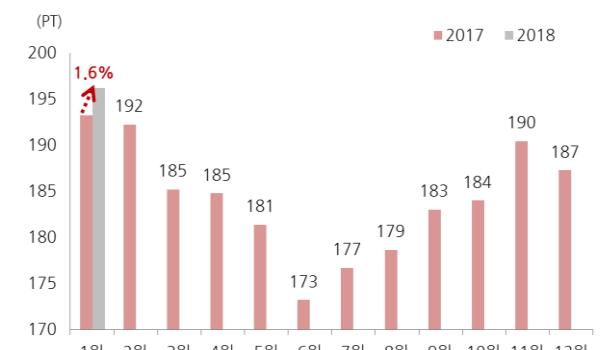
현재 유가는 전년대비 22% 이미 높아져있다.



자료 : Bloomberg, SK 증권

주. 2018년 1월 (1월 22일 기준)

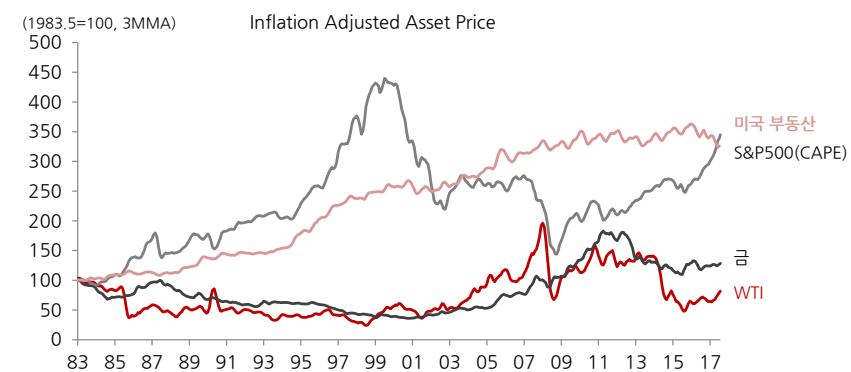
지난 해 6월을 저점으로 곡물가는 상승세가 지속되고 있다.



자료 : Bloomberg, SK 증권

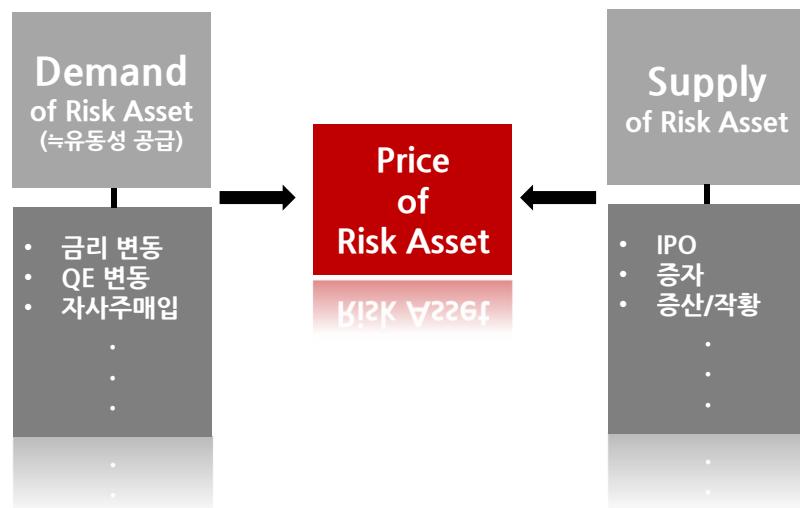
주. 2018년 1월 (1월 22일 기준)

각 주요 자산가격을 물가로 나눠 보면, 유가가 제일 낮은 위치에 놓여있다.



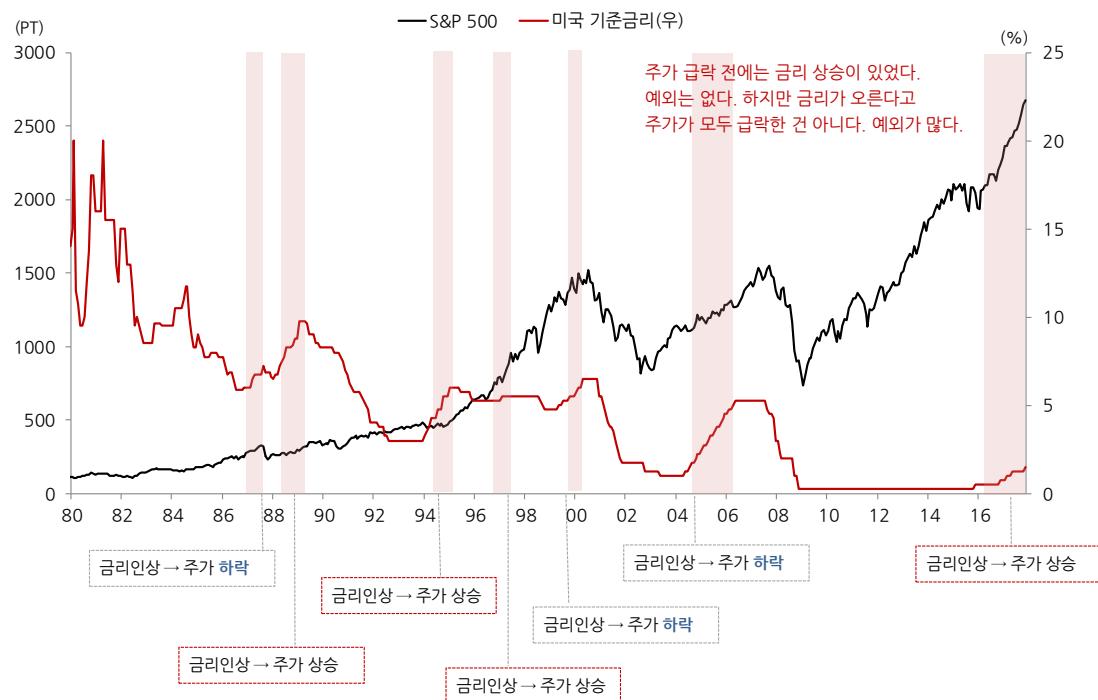
자료 : Bloomberg, Shiller-PE-Cape-Ratio-Calculator, SK 증권 주 : 1983.5=100

수요와 공급의 법칙으로 본 위험자산의 가격. 이제부터 주목해야 할 것은 위험자산의 공급이다.



자료 : SK 증권

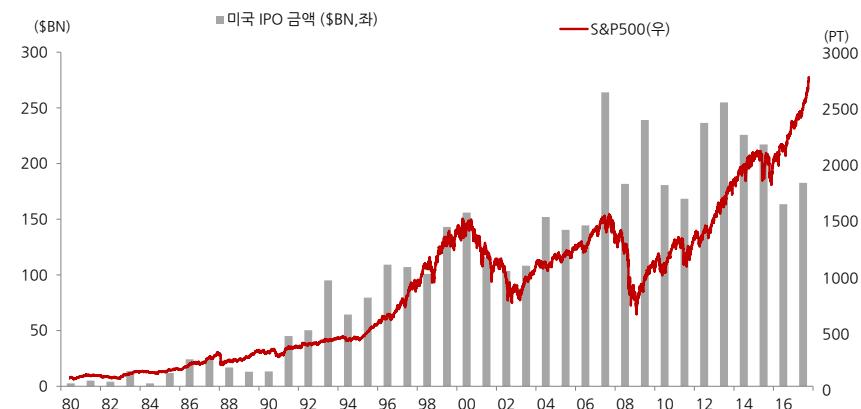
금리를 꽤나 많이 올렸을 때도 주가가 상승했던 적이 있는가 하면, 금리를 별로 올리지 않아도 주가 급락이 나타나기도 한다.



자료 : Bloomberg, SK 증권

두번째, 아람코 IPO 는 곧 위험자산의 공급을 의미합니다. 아시는 것처럼 가격은 수요와 공급이 만나는 지점에서 결정되죠. 실제로, 주가가 급락했던 1987년, 2000년, 2007년은 금리가 폭이 인상되었던 시기들이기도 하지만 IPO를 통해 주식의 공급이 크게 늘어났던 시점이기도 했죠. 2016~2017년 미국의 강세장도 IPO, 즉 위험자산 공급의 위축으로 설명됩니다.

금리만 오른다고 주가가 빠지는게 아니다. 주식 공급이 함께 늘어야 주가는 하락 전환하게 된다.



자료 : Bloomberg, SK 증권

| 시기 | 결과 S&P 500 | 수요 미국 기준금리 | 공급 미국 IPO 금액 |
|-------|--|--|---|
| | | | |
| 1987년 | 87.8월 329.8pt → 87.11월 230.3pt 하락폭 (-99.5pt), 하락률(-30.16%) | 86.11월 5.88% → 87.09월 7.25% +1.37%pt 인상 | 86년과 87년의 IPO 금액 평균은 84년과 85년의 평균치 대비 +93.5% 증가 |
| 2000년 | 00.8월 1517.68pt → 02.9월 815.28pt 하락폭 (-702.4pt), 하락률(-46.28%) | 99.5월 4.75% → 00.5월 6.5% +1.75%pt 인상 | 00년과 99년의 IPO 금액 평균은 97년과 98년의 평균치 대비 +43.9% 증가 |
| 2007년 | 07.10월 1549.38pt → 09.2월 753.09pt 하락폭 (-814.29pt), 하락률(-52.6%) | 04.5월 1% → 06.6 5.25% +4.25%pt 인상 | 2007년 IPO 금액은 2006년 대비 +82.7% 증가 |
| 2017년 | 아직 하락은 도래하지 않음 | 15.11월 0.25% → 17.12월 1.5% +1.25% 인상 | 2017년의 IPO 금액은 2016년 대비 아직 +11.7% 밖에 증가 안함. 2018년 IPO 금액의 예상치를 본다면 IPO 금액 증가폭은 많이 존재하는 상황 |

2015.12 월 연준은 거의 10년만에 금리를 올렸다. 하지만 주가는 오히려 금리 인상 이후 상승하는 흐름을 보였다.

2016년 IPO는 전년대비 25% 감소한 수준이었다. 이는 유럽 재정위기로 IPO 시장이 얼어붙어 있던 2011년과 비슷한 수준이다.



자료: Bloomberg, SK 증권



자료: Bloomberg, SK 증권

그리스 국채 금리는 유럽 재정위기 이전 수준으로 낮아졌다.



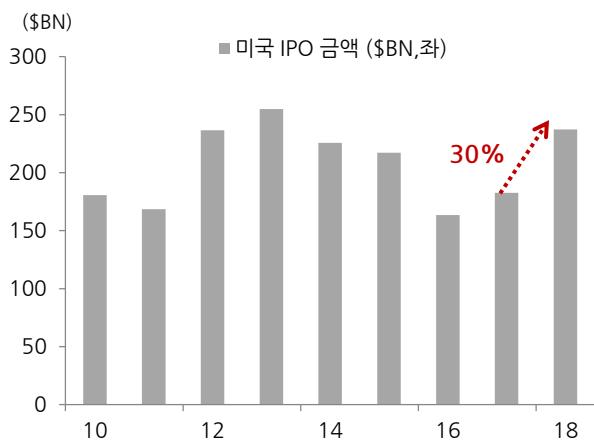
자료 : Bloomberg, SK 증권

BOJ 마저 국채 매입규모를 줄이고 있다.



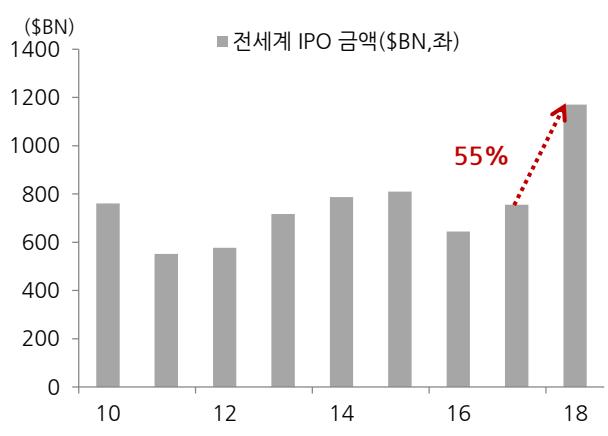
자료 : Bloomberg, SK 증권

2018년 미국 IPO는 2017년 대비 30% 늘어날 가능성이 높다.



자료 : Bloomberg, BDO, SK 증권

2018년 글로벌 IPO는 2017년 대비 55% 늘어날 가능성이 높다.



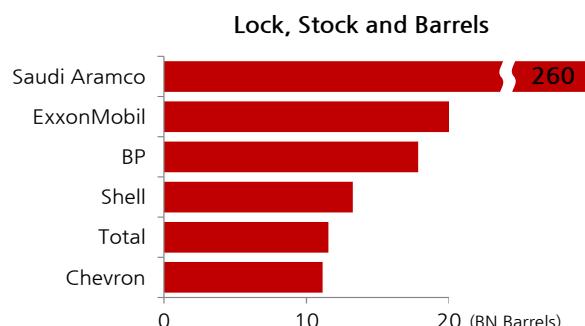
자료 : Bloomberg, Bakermckenzie Law Firm, Deloitte, SK 증권

2018년은 금리 인상과 IPO 확대의 조합입니다. 반면, 글로벌 IPO는 올해 50% 이상 늘어날 전망입니다.

올해 예정돼 있는 많은 IPO 중 the Big One은 단연 아람코입니다.

아람코 IPO 결과가 곧 글로벌 증시 랠리의 끝을 결정할 수도 있다는 얘기입니다.

사우디의 매장량은 2위인 엑손 모빌의 13배에 달한다.

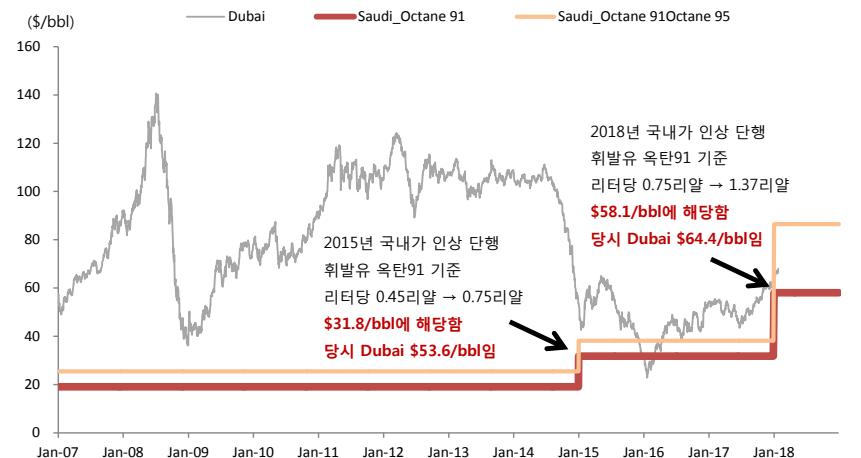


자료 : Economist, SK 증권

② Saudi Aramco valuation: \$2trillion

“그래서 도대체 아람코의 시총은 얼마냐?” 이 것이 궁금 하실 텐데, 사실 valuation이 쉽지 않습니다. 재무제표가 미공개이기 때문에 어떻게 보자면 불가능에 가까운 작업이죠. 하지만 SK 증권 리서치센터는 최대한도로 가능한 가정/데이터들을 이용해 FCFE를 구한 뒤 DCF valuation을 해봤습니다

Dubai 유와 사우디 내수 휘발유 판매가격의 차이는 사실상 사라졌음



자료 : Petronet, Aramco, SK 증권

| 순서 | 항목 | 가정설명 |
|----|-------|---|
| ① | 매출원가 | 매출원가는 사우디의 통상적인 생산 원가로 알려져 있는 \$10/bbl 을 적용해 생산량에 곱했다. 월스트리트저널은 사우디의 원가에 대해 \$8.98/bbl 이라고 2017년 보도한 바 있었다. 그렇게 본다면 \$10/bbl 이 조금 더 높을 수 있지만, 큰 차이는 아닌데다가 보수적 적용이라는 관점에서 그렇게 적용했다. |
| ② | 판관비 | 판관비는 5 대 오일메이저인 ExxonMobil, Chevron, Royal Dutch Shell, BP, Total의 2016년 판관비율(판관비/매출액) 평균인 24.41%를 차용했다. 아마도 아람코는 이들보다는 마케팅 등의 비용이 적게 들 것이기 때문에 어느 정도의 discount를 부여해도 되지만, 역시 보수적 관점의 원리를 적용했다. |
| ③ | 로열티 | 독특한 점이 있다면 아람코는 국영석유기업인만큼 영업이익의 20%를 Royalty 명목으로 국부펀드에 납입하기 때문에 이 부분을 영업이익에서 차감해야 한다. |
| ④ | 세율 | 세율은 기존에 80%였으나 아람코의 기업가치를 훼손한다는 것을 이유로 사우디 정부가 최근에 파격적으로 50%까지 낮췄다. 따라서 추정 영업이익에 50%를 곱해 2017년도 NOPAT을 추정했다. |
| ⑤ | FCFF | DCF Valuation을 위해서는 결국 FCFF를 구해야 한다. 이 부분은 재무제표가 없는 상황에서 투자, 운전비용, 감가상각비 등에 대한 추정이 불가능하기 때문에, NOPAT에서 20%를 적용한 금액이 FCFF라고 임의적 가정을 했다. |
| ⑥ | 영구성장률 | 영구성장률은 물가상승률 수준인 2.5%를 부여했다. |
| ⑦ | WACC | WACC은 5 대 오일메이저의 WACC 수준이 6%~13% 이지만 아람코가 국영석유 기업인만큼 자기자본 및 부채 조달 비용이 쌀 수밖에 없다. 따라서 그들의 최저수준인 6%로 적용했다. |

유가 65\$/bbl, WACC 6% 시나리오 DCF Valuation Table

| | 2017F | 2018F | 2019F | 2020F | 2021F | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 원유 매출액 | 301.0 | 309.2 | 317.7 | 326.3 | 335.2 | 344.4 | 353.8 | 363.5 | 373.4 | 383.6 | 394.1 | 404.8 |
| 원유 생산량 | 12,687 | 13,033 | 13,389 | 13,755 | 14,130 | 14,516 | 14,913 | 15,320 | 15,739 | 16,168 | 16,610 | 17,064 |
| 가스 매출액 | 37.8 | 38.8 | 39.8 | 40.9 | 42.1 | 43.2 | 44.4 | 45.6 | 46.8 | 48.1 | 49.4 | 50.8 |
| 가스 수출 | 24.4 | 25.1 | 25.8 | 26.5 | 27.2 | 27.9 | 28.7 | 29.5 | 30.3 | 31.1 | 32.0 | 32.8 |
| 가스 내수 | 13.3 | 13.7 | 14.1 | 14.5 | 14.9 | 15.3 | 15.7 | 16.1 | 16.6 | 17.0 | 17.5 | 18.0 |
| 전체 매출액 | 338.7 | 348.0 | 357.5 | 367.3 | 377.3 | 387.6 | 398.2 | 409.1 | 420.2 | 431.7 | 443.5 | 455.6 |
| 매출원가 | 45.2 | 46.4 | 47.7 | 49.0 | 50.3 | 51.7 | 53.1 | 54.5 | 56.0 | 57.6 | 59.1 | 60.7 |
| 판관비 | 57.9 | 59.5 | 61.1 | 62.8 | 64.5 | 66.2 | 68.1 | 69.9 | 71.8 | 73.8 | 75.8 | 77.9 |
| Royalty | 67.7 | 69.6 | 71.5 | 73.5 | 75.5 | 77.5 | 79.6 | 81.8 | 84.0 | 86.3 | 88.7 | 91.1 |
| 영업이익 | 167.9 | 172.5 | 177.2 | 182.1 | 187.1 | 192.2 | 197.4 | 202.8 | 208.3 | 214.0 | 219.9 | 225.9 |
| NOPAT | 84.0 | 86.3 | 88.6 | 91.0 | 93.5 | 96.1 | 98.7 | 101.4 | 104.2 | 107.0 | 109.9 | 112.9 |
| FCFF | 67.2 | 69.0 | 70.9 | 72.8 | 74.8 | 76.9 | 79.0 | 81.1 | 83.3 | 85.6 | 88.0 | 90.4 |
| PV | 67.2 | 65.1 | 63.1 | 61.2 | 59.3 | 57.4 | 55.7 | 53.9 | 52.3 | 50.7 | 49.1 | 47.6 |
| 기업가치 | 1,928 | | | | | | | | | | | |

주: 원유 생산량의 단위는 1,000b/d이며 나머지의 단위는 십억달러임

유가와 WACC 변동에 따른 아람코의 Valuation Table

| | 4.0% | 4.5% | 5.0% | 5.5% | 6.0% | 6.5% | 7.0% | 7.5% | 8.0% |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 30\$ | 1,480 | 1,107 | 883 | 734 | 628 | 549 | 487 | 438 | 398 |
| 35\$ | 1,917 | 1,434 | 1,144 | 951 | 814 | 711 | 631 | 567 | 515 |
| 40\$ | 2,354 | 1,761 | 1,405 | 1,168 | 999 | 873 | 775 | 697 | 633 |
| 45\$ | 2,792 | 2,088 | 1,666 | 1,385 | 1,185 | 1,035 | 919 | 826 | 750 |
| 50\$ | 3,229 | 2,415 | 1,927 | 1,602 | 1,371 | 1,197 | 1,063 | 955 | 868 |
| 55\$ | 3,666 | 2,742 | 2,188 | 1,819 | 1,556 | 1,360 | 1,207 | 1,085 | 985 |
| 60\$ | 4,104 | 3,069 | 2,449 | 2,036 | 1,742 | 1,522 | 1,351 | 1,214 | 1,103 |
| 65\$ | 4,541 | 3,396 | 2,710 | 2,253 | 1,928 | 1,684 | 1,495 | 1,343 | 1,220 |
| 70\$ | 4,978 | 3,723 | 2,971 | 2,470 | 2,113 | 1,846 | 1,639 | 1,473 | 1,338 |
| 75\$ | 5,416 | 4,050 | 3,232 | 2,687 | 2,299 | 2,008 | 1,782 | 1,602 | 1,455 |
| 80\$ | 5,853 | 4,377 | 3,493 | 2,904 | 2,485 | 2,170 | 1,926 | 1,732 | 1,573 |
| 85\$ | 6,290 | 4,704 | 3,754 | 3,121 | 2,670 | 2,332 | 2,070 | 1,861 | 1,690 |
| 90\$ | 6,728 | 5,031 | 4,015 | 3,338 | 2,856 | 2,495 | 2,214 | 1,990 | 1,808 |
| 95\$ | 7,165 | 5,358 | 4,276 | 3,555 | 3,041 | 2,657 | 2,358 | 2,120 | 1,925 |
| 100\$ | 7,602 | 5,685 | 4,537 | 3,772 | 3,227 | 2,819 | 2,502 | 2,249 | 2,043 |

주: 단위는 십억달러

결론은 유가 \$65/bbl 가정일 때 \$1.9 조, 즉 약 2,000 조 원의 금액이 계산되네요. 세계 최대 시가총액이 맞죠. 흥미로운 부분은 MBS 가 거론했던 기업가치가 \$2 조였는데요. 제 valuation 은 유가 \$65/bbl 이라는 가정하에 산출된 것입니다. 즉 이 정도 유가는 되어야 한다는 것 이죠

“Mr. Everything” Mohammed bin Salman(MBS)에 대한 간략 요약

| 시간 | 주요내용 | 비고 |
|--------------|---------------------------|---|
| 1985년 8월 31일 | Mohammed bin Salman | 탄생 이하 MBS로 통칭 |
| 2015년 1월 23일 | 실만왕조 시작 | 보수 강경파라는 이미지가 강했음 국왕 살만 빈 압둘아지즈 알 사우드의 아들이 MBS임 |
| 즉위 직후 | 국방장관 MBS | MBS는 아버지의 기존 직위인 국방장관 물려받음 시아파 공격 단행하며 수니파 리더 이미지 축적 |
| | CEDA 위원장 MBS | 경제 부분에 대한 장악력도 군사와 함께 갖춤 |
| 2016년 4월 25일 | Vision 2030 | 사우디 경제의 탈석유를 MBS가 직접 주장함 NEOM 신도시에 대해서 처음 발표(\$5,000 억 투자) |
| 2016년 5월 27일 | 석유장관에 오른 팔 칼리드 알 팔리 임명 | 21년간 집권한 기존 석유장관 알 나이미 사실상 해임 오른 팔 칼리드 알 팔리 에너지산업광물부 장관 임명 동시에 알 팔리는 아람코의 CEO에서 의장으로 승격 아람코의 IPO도 직접 진행함 |
| | 국부펀드 PIF를 MBS 직속으로 | 기존 재무부 관할이었던 국부펀드 PIF를 CEDA 직속으로 변경함. 사실상 MBS 관할이 됨 참고로 아람코 IPO 대금은 PIF로 유입이 되며 NEOM 프로젝트도 PIF가 직접 주도함 |
| 2017년 6월 21일 | 왕위 계승서열 1위 등극 | 왕위의 형제상속 원칙 깨고 부자상속을 단행 왕위계승서열 2위의 MBS가 1위로 변경 기존 왕세자는 MBS 친위부대에 의해 가택 연금 |
| | 반부패처결위원회 위원장도 MBS | 잠재적 경쟁자라 할 수 있는 왕자들 대규모 체포 이후 부정축재 혐의 조사 후 별금 징수 총 \$1,000 억에 이르는데 사우디 왕정으로 편입됨 |

자료 : 각종언론, SK증권

“Mr. Everything” MBS 의 한 마디, “유가를 지지하기 위한 모든 일을 하겠다.”

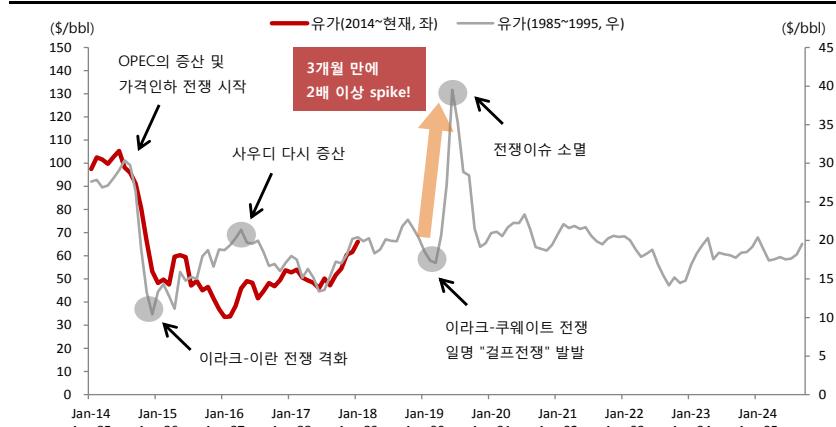
그렇기 때문에 MBS는 공식 석상에서 유가를 지지하기 위한 모든 행동(whatever it takes)을 하겠다고 밀한 것 일지도 모릅니다. 단기 유가는 MBS의 영향력이라면 충분히 움직일 수 있죠. 실제 사우디는 열심히 OSP를 올리는 중입니다.

SK 증권 리서치센터는 아랍 코 IPO 이전인 상반기 중에는 유가강세 의견을 지속 주장 중에 있습니다. 상기에 설명 드렸던 상반기 주식시장 rally에는 분명 도움이 될 것입니다

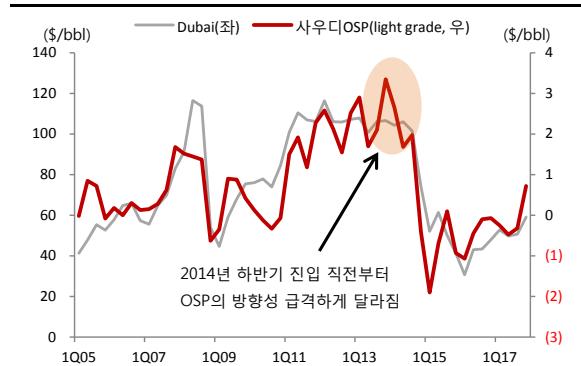


The comments themselves are of the Saudi garden variety, and include a) a stale reassurance that the Aramco initial public offering is still on track for its scheduled takeoff in the second half of 2018; b) a vague pledge to do whatever it takes to support oil prices; and c) a vow to quit its oil dependency and move beyond fossil fuels at some point.

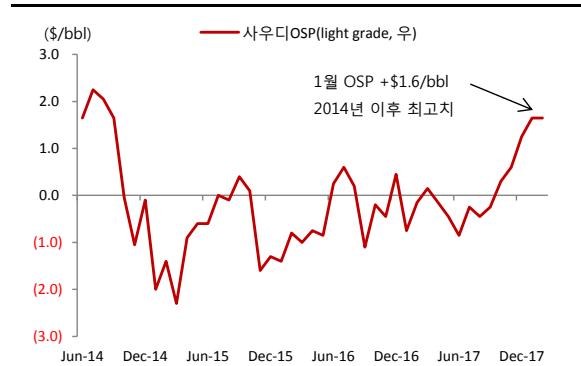
자료 Oilprice(2017년 10월 27일 뉴스 발췌), SK 증권

1985년 이후 유가와 현재 유가 방향성 비교·유사한 움직임

자료 : Bloomberg, SK 증권

사우디 OSP는 훌륭한 유가의 단기 선행지표임

자료 : Bloomberg, Petronet, SK 증권

“Mr. Everything”的 유가지지 천명 이후 OSP 급등 발표

자료 : Bloomberg, SK 증권

① 2001년 노르웨이에서
2018년 사우디를 읽어낸다

Part II. 노르웨이가 사우디에 보여준 로드맵, the NEOM



사우디 MBS 왕세자' 국부펀드

3년내 두 배로...456 조원 규모

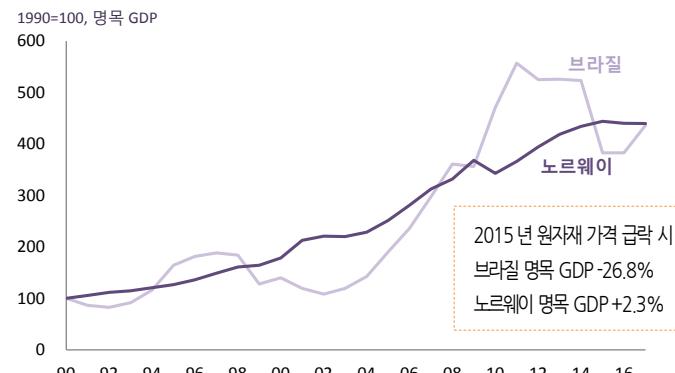
사우디아라비아의 국영 공공투자펀드(PIF)가 2020년까지 덩치를 두 배로 키운다. 사우디는 국가 주요 프로젝트에 이 자금을 투입해 경제 성장을 이끌고 석유 의존형 경제구조에서 탈피한다는 계획이다. PIF는 25일(현지시간) 2018~2020년 3년간의 종합운영

계획을 담은 성명을 발표하면서 2020년까지 자산 규모를 현재 2300 억 달러(한화 약 225 조원)의 배인 4000 억 달러(456 조원)으로 늘리겠다고 25일(현지시간) 밝혔다. 내년 진행할 예정인 국영 석유회사 아람코의 기업공개(IPO)로 유입될 자금, 펀드 운용 수익 등으로 1700 억 달러를 충당할 계획이라고 야시르 빙오트 만 알루마이얀 PIF 사장은 설명했다. 이어 "(투자를 통해) 2020년까지 국내 일자리 2만개와 건설 관련 일자리 25만 6000개를 창출하겠다"며 "사우디의 국내총생산(GDP)에서 차지하는 PIF의 비중도 현재 4.4%에서 6.3%로 늘어날 것"이라고 기대했다.

- 2017. 10. 27, 에너지 경제 -

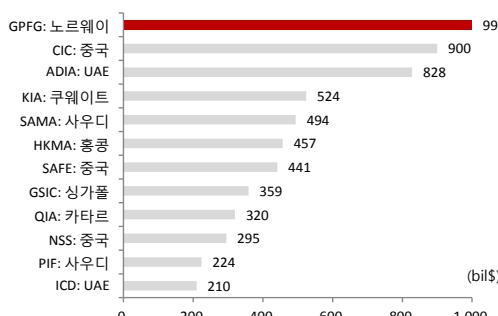
그렇다면 다음 질문도 이어집니다. \$2 조원의 시총으로 IPO에 성공하면, 도대체 그 돈으로 뭐를 할까? 저희는 이를 조사해 보기 위해 01년 노르웨이 스타토일 IPO와 국부펀드 GPFG의 변화에 대해 조사 해보았습니다. GPFG는 노르웨이가 석유로 얻은 이득으로 만들어낸 세계 최대 국부펀드입니다.

공교롭게도 1990년 이후 브라질과 노르웨이, 두 나라의 성장세는 같다. 그런데 변동성은 매우 다르다.



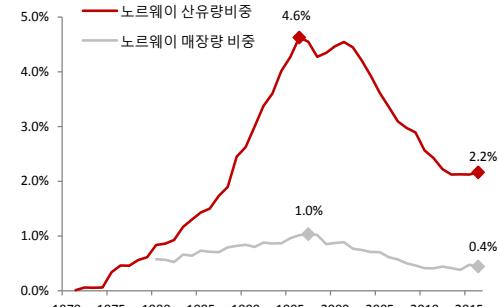
자료 : CEIC, SK 증권

2018년 1월 기준 전 세계 국부펀드 랭킹



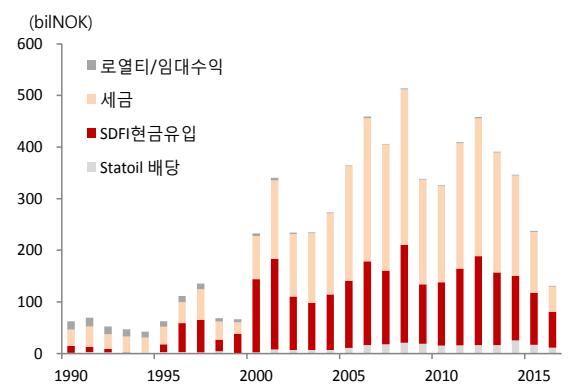
자료 : SWFI, SK 증권

노르웨이의 산유량은 2000년 부근에서 전 세계의 4.6%까지 상승



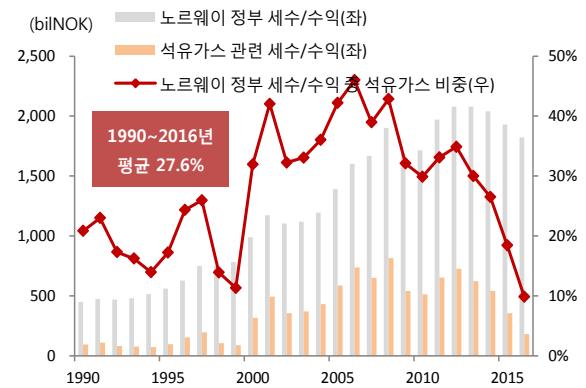
자료 : BP, SK 증권

노르웨이 정부 징수하는 석유관련 이득



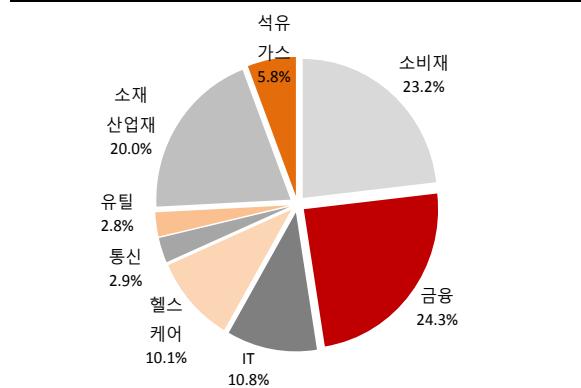
자료 : 노르웨이통계청(ssb), SK증권

노르웨이 정부 세수/수익에서 석유관련 비중은 평균 27.6%임



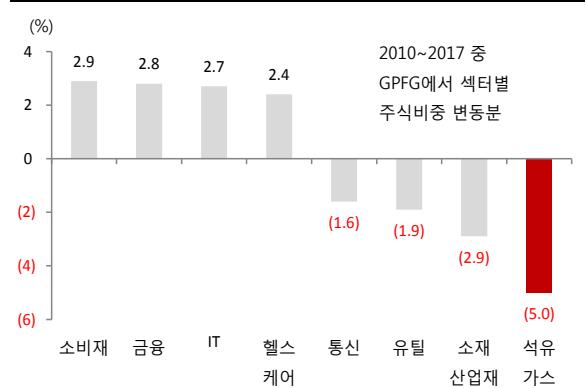
자료 : 노르웨이통계청(ssb), SK증권

섹터별 비중에서 대다수는 B2B 임. 석유/가스는 5.8%에 불과함



자료 : 노르웨이은행(nbim), SK증권

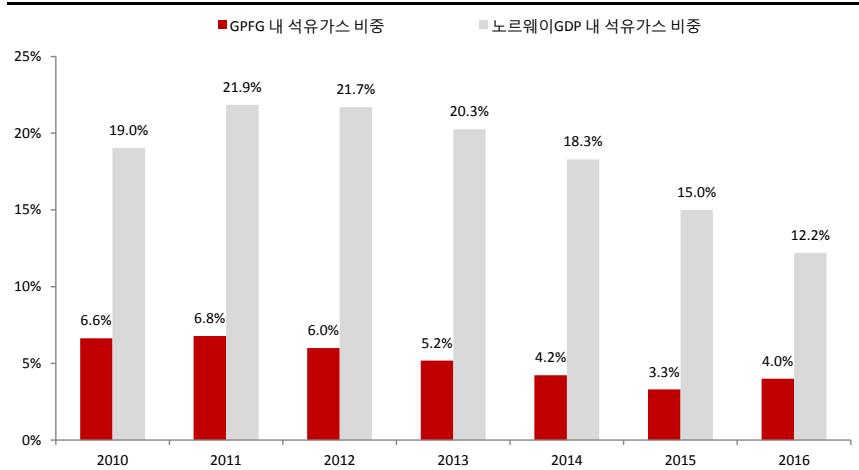
그나마도 2010년 대비로 가장 많은 비중축소 된 섹터가 석유/가스임



자료 : 노르웨이은행(nbim), SK증권

흥미로운 부분이 있다면, 노르웨이는 철저하게 GPFG를 비석유가스 분야로 투자하고 있다는 것이지요. 미래를 생각한다면 석유에 의존할 것이 아니라 탈석유를 진행해야 한다는 큰 그림에서 나온 방식인데, 이것이 노르웨이가 기타 개발도상국과 달리 ‘자원의 저주’에 걸리지 않은 이유이기도 하죠. 사우디도 이 방향을 따를 겁니다

노르웨이 GDP에서 석유/가스가 차지하는 비중 대비 GPFG에서 그것의 비중은 현저히 낮음

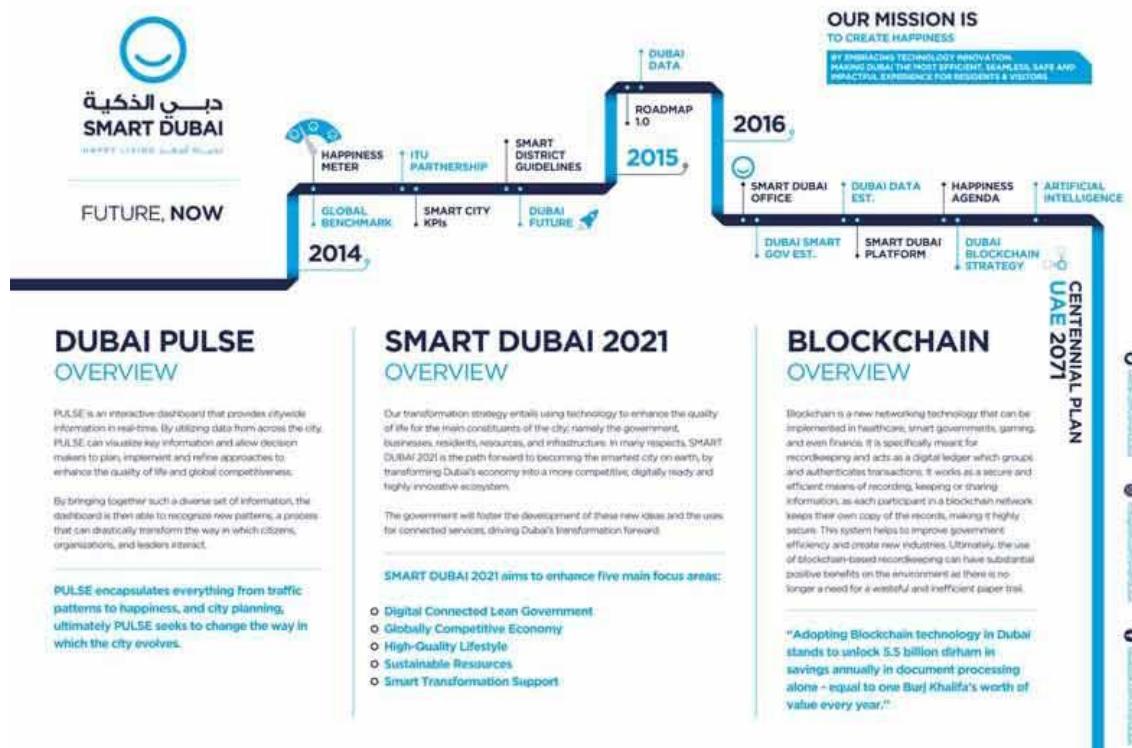


자료 : 노르웨이통계청(ssb), 노르웨이은행(nbim), SK증권

② 사우디가 노리는

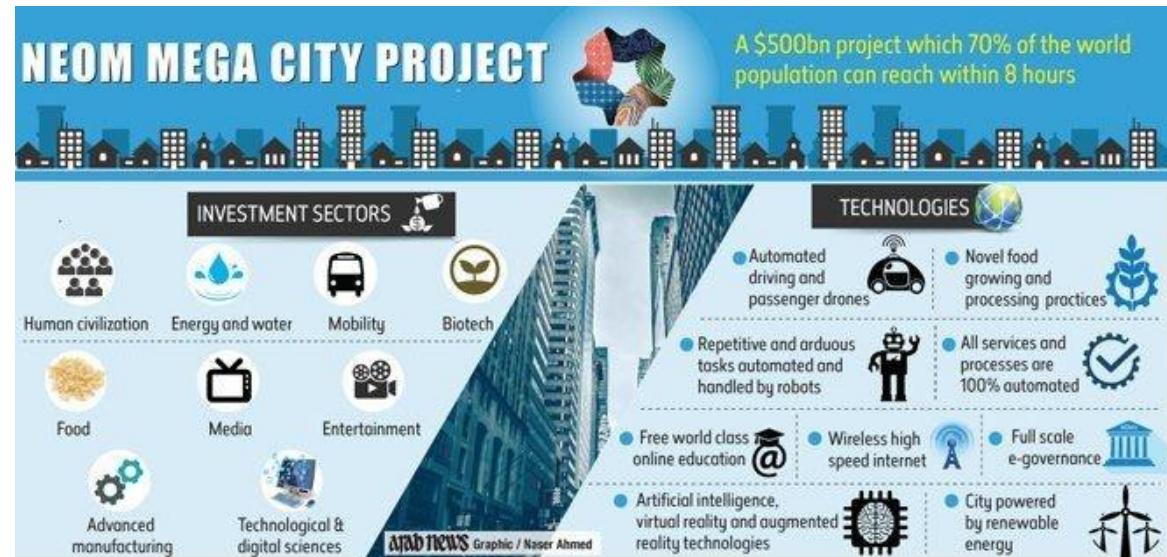
스마트시티(smart city), NEOM

‘스마트 두바이’라는 슬로건을 내걸고 투자에 적극적인 UAE



자료 :

[사우디 아랍뉴스\(arab news\)가 공개한 NEOM 프로젝트에 대한 개괄](https://www.google.co.kr/search?q=SMART+DUBAI&rlz=1C1NHXL_koKR766KR766&source=lms&tbs=isch&sa=X&ved=0ahUKEwjdyLdgPXYAhWJUpQKhffIA9oQ_AUICigB&biw=1920&bih=949#imgrc=mLOt3qf3uBNM; SK 증권</p>
</div>
<div data-bbox=)



자료 : arab news, SK 증권

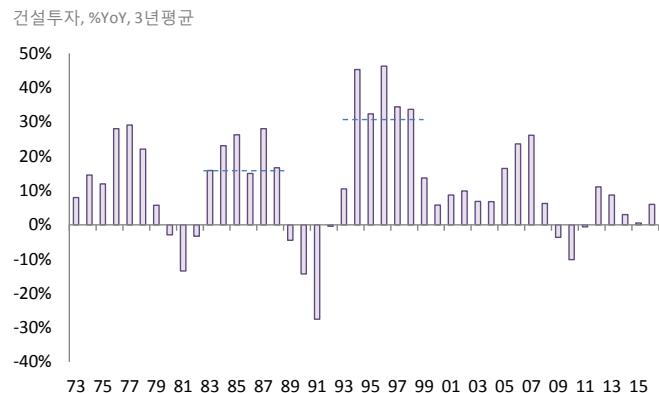
아람코는 NEOM 을 세계최대 스마트시티로 건설한다는 야심찬 계획을 이미 발표했죠.

단기적으로는 인프라 투자의 급증이 필연적입니다.

스마트시티가 단순 슬로건에 지나지 않더라도, 사우디는 노르웨이와 마찬가지로 탈석유를 위해 다양한 분야에 대한 자금을 투자할 겁니다.

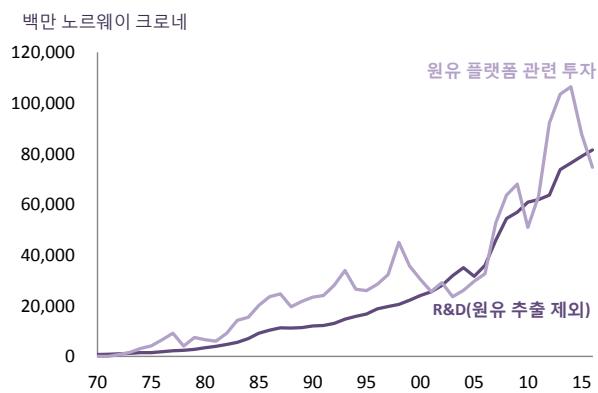
사우디가 사막에서 세계로 나오는 긴 이야기의 시작을 함께 보시죠.

오일쇼크로 번 돈 80년대에 건설투자 열심히 하고, 주춤했다가 90년대 다시 더 많이 건설투자



자료 : CEIC, SK 증권

노르웨이의 신성장 산업에 대한 R&D 투자는 원유 관련 투자 금액을 추월할 정도로 높아지고 있다.



자료 : CEIC, SK 증권



Behind the veil of Saudi Aramco

이코노미스트지는 사우디 아람코를 사우디 아라비아라는 왕국 속에 또 다른 왕국이라고 지칭했다. 그만큼 아람코는 선진화 되어 있다는 뜻이다. 우선 최첨단 보안 시스템을 거쳐 입장문 하면 아랍어보다 영어가 더 많이 들린다. 그리고 여성 직원들이 허접을 쓰지 않은 모습으로 남성들을 리드하는 모습까지도 볼 수 있다.

실질적으로 더욱 아람코라는 기업을 들여다 보면 사우디 아라비아와의 거리감은 더해진다. 몇몇 CEO들은 아람코를 세계적인 석유 기업들의 “신경계의 주축”이라고 부른다. 그 만큼 최첨단 컴퓨터 시스템으로 방대한 데이터를 분석하고 트래킹하기 때문이다. 단적인 예로 약 100,000 개의 센서가 사우디 아라비아에서 생산되는 기름 한 방울, 아주 소량의 가스라도 놓치지 않고 모든 정제 과정에 모니터링 및 트래킹 한다. 사막 한 가운데, 세계적으로 최첨단 시설과 선진화된 회사 분위기를 가진 아람코라는 왕국이 하나 더 있는 것이다.

– The Economist 기사 “Behind the veil of Saudi Aramco” 중 주요내용 요약, 2017.9.21 –

Part I . Why now, Aramco?

① 아람코를 분석하는 세가지 이유

올해 위험자산 가격은 지난 해에 이어 높은 상승률을 기록할 것을 예상한다. 위험자산의 추이를 4 개의 상승단계와 하락으로 구분했을 때, 경기 사이클 및 금융변수들은 위험자산이 마지막 상승단계에 진입하고 있음을 가리키고 있다. 상승폭은 4 단계에서 통상 가장 크다.

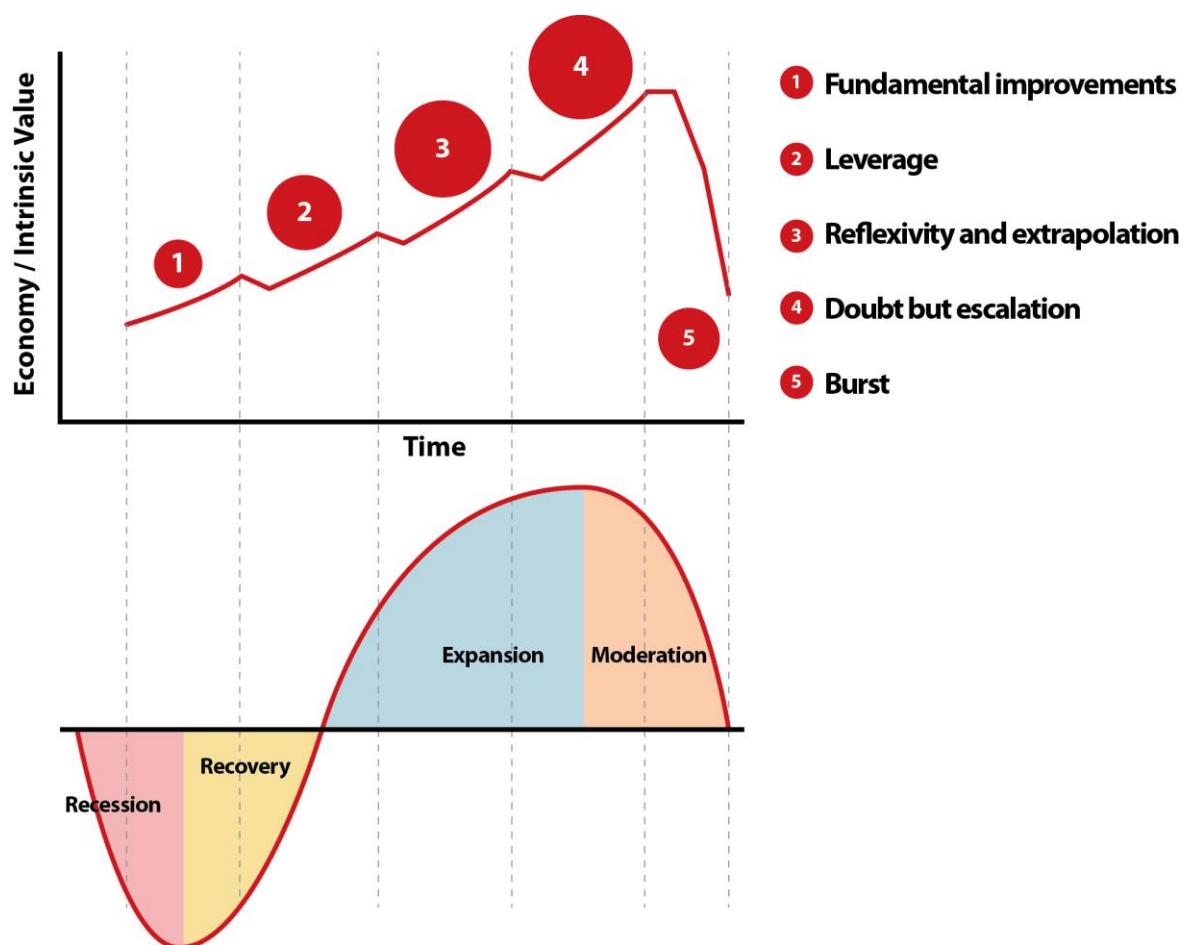
그렇다면 고민의 초점은 (늘 그렇지만) 어느 자산이 가장 높은 수익률을 올릴 수 있을지와 동시에, 위험자산의 랠리를 멈추게 할 트리거와 조건이다. 글로벌 유동성, 경제, 유가 등 여러 요인을 관통하는 키워드는 바로 ‘아람코’이다.

1. **유가** : 글로벌 경기는 확장국면에 진입했고, 확장국면의 마무리는 언제나 스태그플레이션이었다. 물가에 가장 많은 영향을 미치는 것이 유가임을 감안할 때, 올해 유가는 중요한 변수임에 틀림 없다. 유가는 그간의 물가 상승률을 감안했을 때, 다른 자산에 비해 낮은 국면에 위치해 있고, 아람코 상장을 둘러싼 여러 요인들이 유가의 상승압력과 변동성 확대를 만들어낼 것이다.
2. **위험자산의 공급** : 과연 금리가 어느 정도 올라가면 주식의 랠리가 멈추게 될까를 고민하지만, 이것은 반쪽 짜리 질문이다. 가격은 수요(유동성)와 공급 (IPO, 증산 등)이 만나는 지점에서 형성된다. 실제로, 주가가 급락했던 1987년, 2000년, 2007년은 금리가 꽤나 인상되었던 시기들이기도 하지만 IPO를 통해 주식의 공급이 크게 늘어났던 시점이기도 했다. 올해 샤오미 등 다수 기업의 IPO 가 예정되어 있으며, 홍콩 및 런던 등 거래소간 경쟁은 IPO 확대를 더욱 부추기고 있다. 아람코는 이제까지 사상 최대 규모의 IPO 가 될 것이다.
3. **The Big One** : 단순히 크다는 이유 만으로도 분석 가치는 충분하다. 아람코의 보유 매장량은 두번째로 많은 매장량을 보유하고 있는 ExxonMobil 의 13 배에 달한다. Statoil 을 상장한 자금을 시작으로 노르웨이는 국부펀드를 만들었고, 노르웨이 국부펀드는 1 조 달리를 넘어서며 글로벌 금융시장의 큰손이 되었다. 사우디 역시 향후 금융시장의 큰 손이 될 것이다. 아울러 사우디는 네옴이라는 이름의 신도시를 계획 중인데, 투자 금액은 560 조원에 달한다.

2018년은 Doubt but escalation 이다.

Kindleberger는 자산가격의 흐름을 4개의 상승 국면과 하락, 총 5단계로 구분했다. 이 5단계와 경기 사이클을 더해보면 현재 위험자산은 4번, 즉 의구심은 들지만 상승세를 이어가는 국면에 진입했다. 의심할만한 요소들은 많지만 가격 상승세가 이어지는 4번째 국면은, 경기가 확장국면에 진입한 이후 시작되며, 경기가 정점을 통과한 이후에도 얼마간 지속된다.

2018년은 Doubt but escalation이다. The steps to the end of a cycle (or bubble) share commonalities

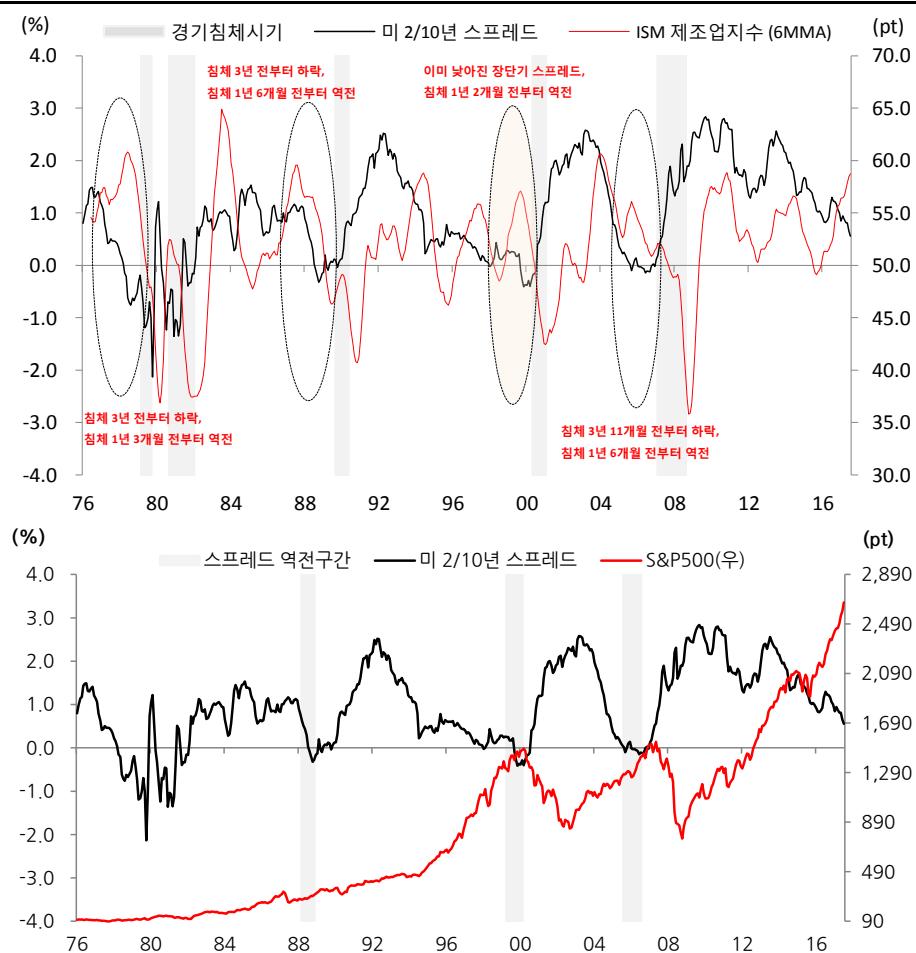


자료 : Spellman, Kindleberger and Aliber, Manias, Panics and Crashes(2005)

장단기 금리차 축소는 Bearish 보다는 Bullish Call에 가깝다.

장단기 금리차 역시 현재가 4 번째 국면에 이제 막 진입했음을 가리키고 있다. 최근 장기금리차가 축소되며 향후 경기 위축에 대한 가능성은 반영하고 있다. 장단기 금리차는 경제전망에 좋은 시그널이었던 만큼 금리차 축소를 우려하는 시각도 상당하다. 다만 두 가지 측면에서 장단기 금리차 축소는 bearish call 보다는 bullish call에 가까울 수도 있다. ① 실제 장단기금리차가 축소되고 나서도 1년~1년반 뒤 경기는 실제 침체에 접어들었다. ② 장단기 금리차가 '0'에 근접하는 수준으로 축소될 때에도, 오히려 역전되었을 때에도 주가는 가파른 상승세를 지속한 경우를 찾기 어렵지 않다. 2018년이 Doubt but Escalation, 즉 의심되는 부분은 많지만 위험자산 가격이 가파르게 상승할 것이라고 전망하는 이유이다.

장단기 축소는 경기 위축을 예고해왔다. 다만 장단기 스프레드가 역전되고 1~1년 반 후 실제 경기가 위축되었다는 점은 위험자산 입장에서 Doubt but Escalation이 남아있음을 의미하는 부분이다.



자료 : Bloomberg, SK 증권

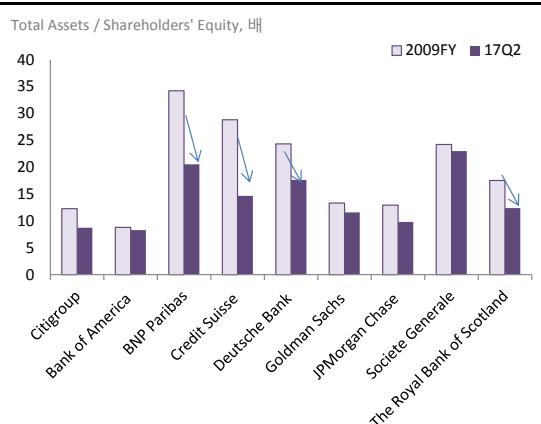
미국 투자은행들이 Escalation을 이끌어낼 것

경기 판단을 보수적으로 해온 ECB 마저 지금 경기는 확장국면에 진입했다고 밝혔다. IMF는 올해 세계 경제성장률을 3.9%로 상향 조정했다. 실제로 오랜만에 4%에 근접한 성장률을 보게 될 가능성이 높아졌다. 경기 회복 자신감에 더해 레버리지를 활용한 금융투자가 이루어질 가능성이 높은데, 그 주체는 투자은행이 될 가능성에 무게를 둔다.

2008년 금융위기 이후 글로벌 유동성은 전적으로 중앙은행에 의해서 공급되었다. 최근 중앙은행들의 움직임을 보면 글로벌 유동성 공급은 확실히 축소되고 있다. 경기 회복을 바탕으로 내년 미국의 금리 인상 횟수가 늘어날 가능성도 엿보이지만, 금융규제 완화가 금리 인상 영향을 일정부분 상쇄할 것이다. 지금까지 중앙은행이 글로벌 유동성의 주인공이었다면, 앞으로는 글로벌 투자은행들의 유동성 공급 속도가 위험자산의 가격 결정에 중요한 영향을 미칠 것이기 때문이다.

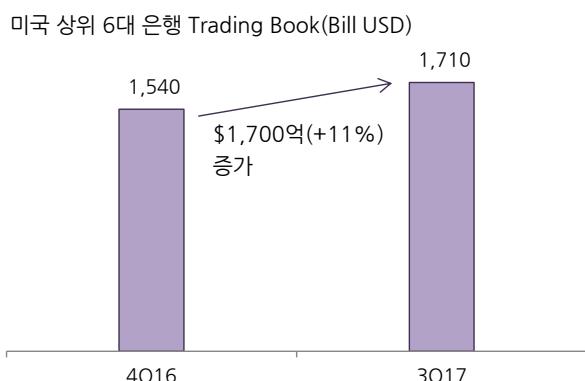
경기 침체 이후 미국 정부는 위기에 빠진 은행들을 상당수 구제해줬으며, 그 결과로 미국 은행들은 매년 스트레스 테스트 등 엄격한 규제를 받아왔다. 2009년 위기 당시에 비해 주요 투자은행들의 레버리지 비율은 훨씬 낮은 수준에 머물러 있다. 바꾸어 말하면, 증시 및 부동산 호황에도 글로벌 투자은행들은 소극적 투자를 할 수 밖에 없는 환경이었다. 최근 금융규제 완화 기대감이 높아지며 미국 상위 6대 은행은 실제로 Trading 규모를 \$1.5조에서 \$1.7조로 빠르게 늘려왔다. 미국 투자 은행을 중심으로 위험자산에 대해 좀 더 공격적인 투자가 이루어질 가능성이 높아졌다.

그동안 투자은행들은 매년 스트레스 테스트를 받으며 공격적인 투자를 하지 못했었다.



자료 : Bloomberg, SK 증권

올해 이후 미국 상위 6대 은행은 트레이딩 규모를 빠르게 늘려왔다.



자료 : Bloomberg

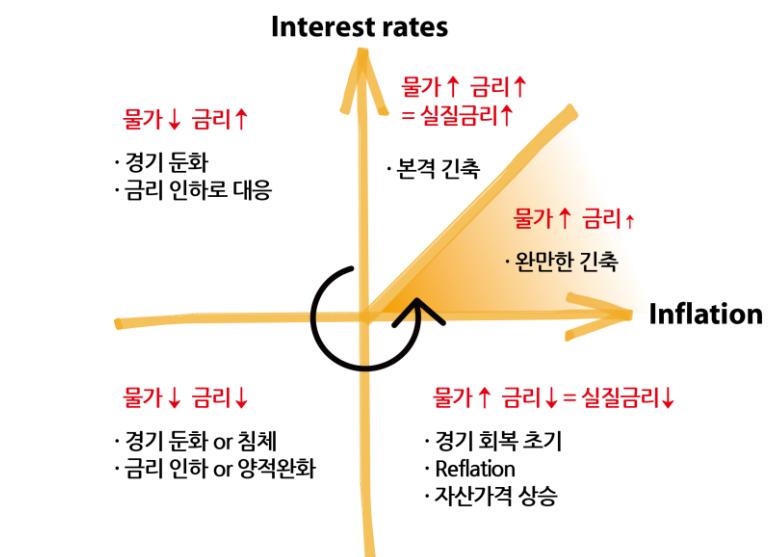
주 : 상위 6대 은행은 JPMorgan Chase, BoA, Wells Fargo, Citigroup, Goldman Sachs, Morgan Stanley

Why Aramco (1)

경기 확장국면의 끝은 유가가 결정한다. 유가는 아람코가 좌우한다.

이제 막 들어선 경기 확장국면의 끝은 물가가 결정한다. 오랫동안 저물가에 익숙해진 만큼 스태그플레이션'이라는 단어가 생겨졌지만, 확장국면의 마무리는 경기 회복을 바탕으로 한 물가 상승과, 그로 인한 금리 인상이 결정하는 경우가 대부분이다. 순서가 바뀐 적은 거의 없었다.

경기 확장국면의 끝은 스태그플레이션이다. 한번도 순서가 어긋난 적은 없다.

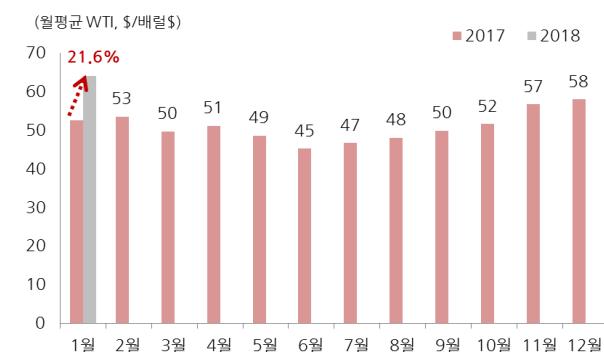


자료 : SK증권

임금 정체, 파괴적 혁신(Amazoned) 등 저물가를 설명하는 여러 요인들이 등장했지만, 올해 물가는 지난 해에 비해 눈높이를 높여야 할 가능성이 높아졌다. 임금 정체와 파괴적 혁신 등의 영향은 점차 반감되는 가운데, 유가는 이제 1 월이지만 이미 꽤나 많이 올라왔기 때문이다.

지난해 평균 유가인 배럴당 \$51 대비 현재 유가는 25.4% 상승했으며, 지난 해 1 월에 비해서도 21.6% 상승했다. 단기적으로 유가 등 원자재 가격이 물가에 즉각적인 영향을 줬던 것을 감안하면 유가를 비롯한 원자재 가격 상승은 가볍게 볼 부분이 아니다. 지금 까지의 저물가보다는 앞으로의 원자재 가격에 주목할 필요가 있다. 지난 해 물가 안정에 기여했던 곡물가의 하락세가 멈쳤으며, 향후 라니나로 곡물가 상승 압력이 높아지고 있는 점 역시 감안할 부분이다.

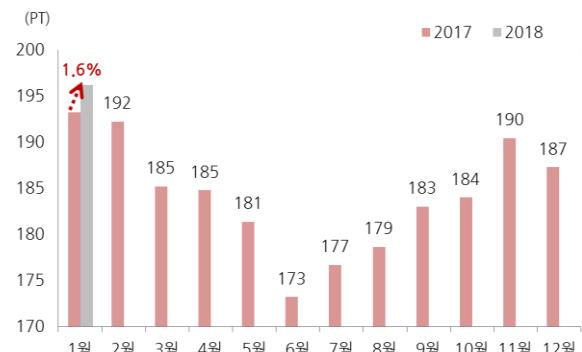
현재 유가는 전년대비 22% 이미 높아져있다.



자료 : Bloomberg, SK 증권

주. 2018년 1월 (1월 22일 기준)

지난 해 6월을 저점으로 곡물가는 상승세가 지속되고 있다.

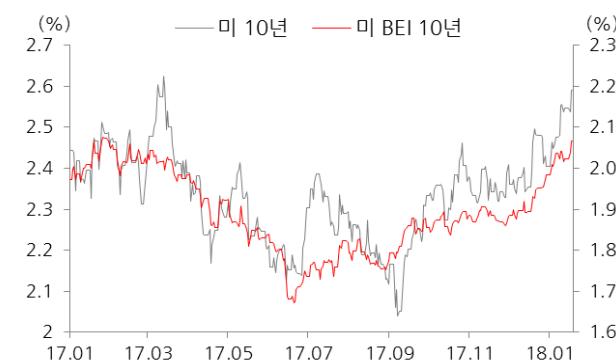


자료 : Bloomberg, SK 증권

주. 2018년 1월 (1월 22일 기준)

실제 최근 미국 BEI(Break Even Inflation)는 꽤나 가파른 상승세를 지속 중이며, BEI는 유가와 연동되어 움직이고 있다. 유가를 전적으로 아람코가 결정할 수는 없지만, 여전히 유가에 미치는 사우디의 영향력은 상당한 수준이다. 사우디의 움직임 및 아람코 상장 흐름에 따라 유가가 변동할 수 있음을 감안하면, 올해 유가와 물가, 전체 경기 사이클의 길이를 결정하는데 아람코가 중요한 키 팩터임은 분명하다.

연고점에 도달한 미 10년물 금리와 10년 BEI



자료 : Bloomberg, SK 증권

BEI는 유가와 연동되어 움직이고 있다.



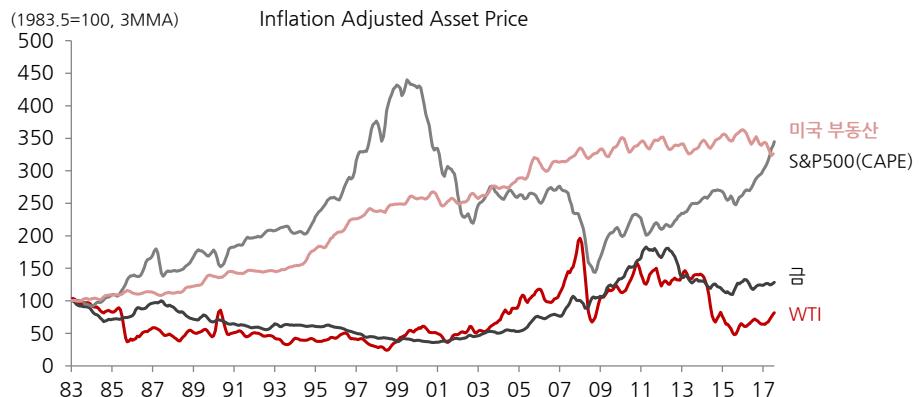
자료 : Bloomberg, SK 증권

주식과 부동산에 비해 유가는 싸다.

내가 월가의 투자은행이라면 어디에 가장 공격적으로 투자의 기회를 노릴까. 주식, 채권, 부동산 등 대부분 자산군이 역사상 최고치 수준에 이른 상황에서 알파를 만들기는 쉽지 않다. 각 주요 자산가격을 물가로 나눠 보면, 원유를 포함한 원자재 시장의 변동성이 확대될 가능성이 높아 보인다. 물가 대비 가장 낮은 수준에 위치해 있는 자산이 바로 원유이기 때문이다.

물론 세일 오일이 원유 시장 자체를 독점 시장으로 경쟁 시장으로 바꾸어놓았다. 하지만 이를 감안하더라도 주식, 부동산에 비해 유가를 포함한 원자재 가격이 낮은 수준에 머물러 있는 것은 투자은행 입장에서는 노려볼만한 부분이라는 판단이다. 더욱이 아람코 상장을 앞두고 사우디 정부는 감산 연장, OSP 상승 등으로 유가 상승 압력을 높이고 있다. 실제로 원자재 시장은 지난해 이후 변동성을 높이며 다양한 트레이딩 기회를 만들어주고 있다.

각 주요 자산가격을 물가로 나눠 보면, 유가가 제일 낮은 위치에 놓여있다.



자료 : Bloomberg, Shiller-PE-Cape-Ratio-Calculator, SK 증권
주 : 1983.5=100

물론 기준시점을 어디에 잡느냐에 따라 물가 대비 높은지 낮은지는 달라질 수 있다. 어울러 자산마다 특성을 감안하면 누가 더 고평가 되어 있는지, 저평가 되어 있는지를 단언하기 어려운 것도 사실이다. 그럼에도 불구하고 경기 회복을 바탕으로 부동산과 주가가 상승한 상황에서, 실물 경기에 어찌 보면 더 맞닿아 있는 원자재 가격의 상승 폭이 적다는 것은 눈여겨 볼 만한 부분이 될 것이다.

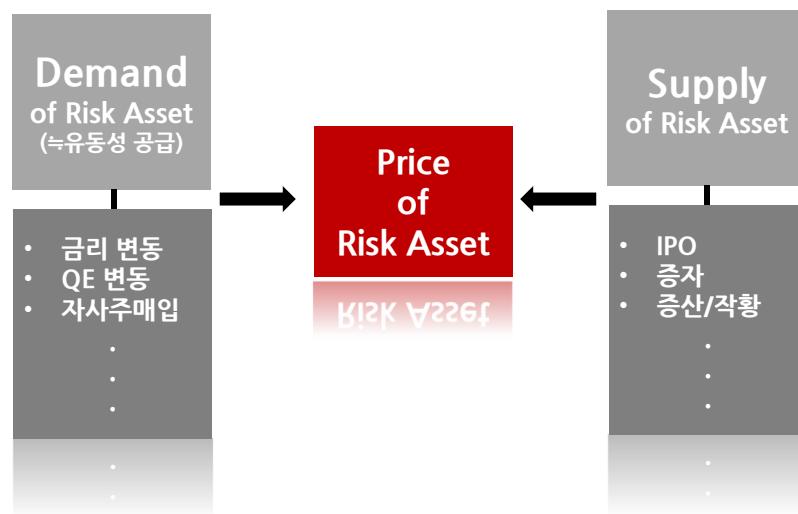
Why Aramco (2)

이제까지 위험자산의 수요에 집중했다면, 지금부터는 공급을 함께 보자

‘중앙은행들이 거의 무제한으로 공급해주는 유동성이 자산가격의 상승으로 이어졌다.’ 가 거의 모든 사람들이 받아들이는 지금까지의 이야기이다. 미국의 금리 인상 속도를 전망해보고, ECB와 BOJ의 Tapering 스케줄을 가늠해보는 것 역시 유동성 공급의 속도를 측정하고 싶기 때문이다.

가격은 수요와 공급이 만나는 지점에서 형성된다. 때로는 한 자산가격에 버블이 끼기도 하고, 저평가 되어 있기도 하지만 길게 놓고 보면 수요-공급 법칙에 예외는 없었다. 위험자산의 가격 역시 위험자산의 수요(유동성 공급)와 위험자산의 공급(M&A, IPO, 증산 등)이 만나는 지점에서 결정될 것이다. 지금까지 유동성 공급, 즉 위험자산의 수요에만 너무 집중했던 것이 아닌가 하는 질문이 이번 보고서의 출발이자 아람코를 분석하는 이유이기도 하다.

수요와 공급의 법칙으로 본 위험자산의 가격. 이제부터 주목해야 할 것은 위험자산의 공급이다.



자료 : SK 증권

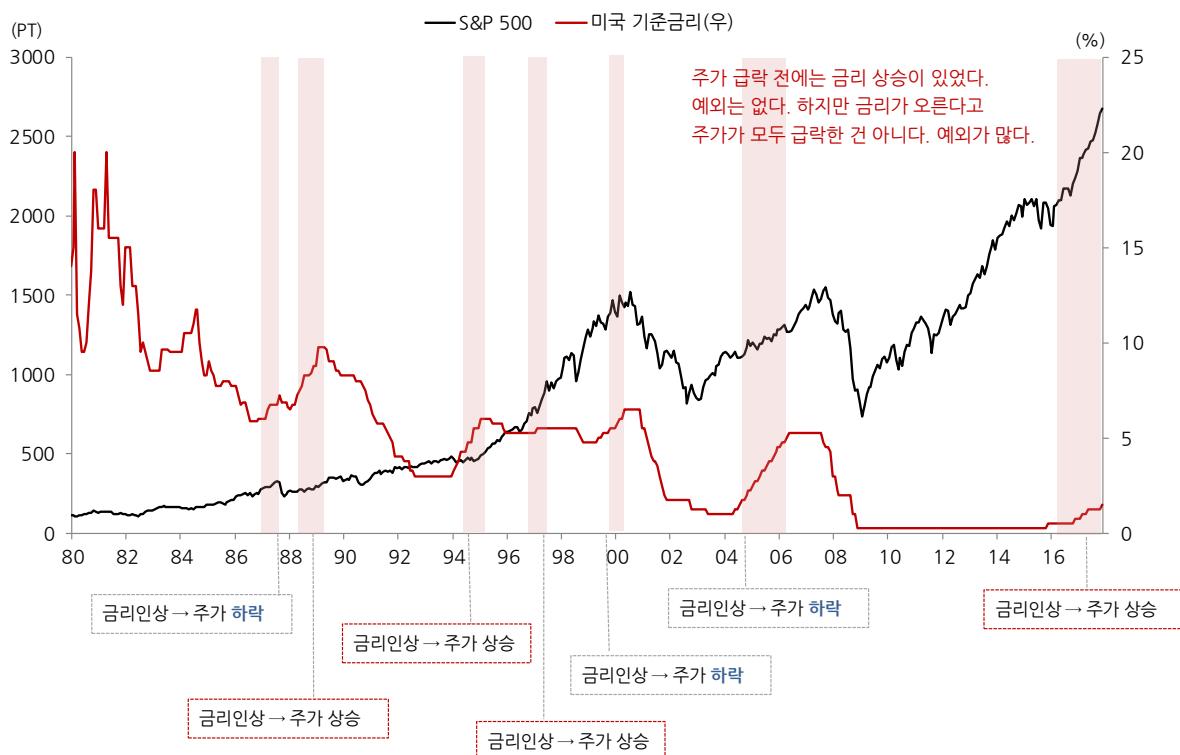
1987년, 2000년, 2007년의 공통점

금리가 얼마나 오르면 주식이 부담스러울까? 는 반쪽 짜리 질문이다.

연준의 점도표에 따르면 올해 미국은 기준금리를 세 번 인상할 가능성이 높다. 연준 위원 중 금리를 네 번 올려야 한다고 주장하는 사람도 나타났다. 기준금리가 어느 정도 올라가야 주식이 부담스러울까를 많은 사람이 고민하는 것도 무리는 아니다.

하지만 명확한 답을 내려줄 수 있는 사람은 많지 않다. 왜냐하면 ①정상화 과정에 있다 고는 하나 여전히 한번도 보지 못했던 역사상 저금리 수준이며, ②기준금리를 인상할 때 주가가 하락하는 경우가 50%라면, 나머지 50%는 오히려 주가가 상승했기 때문이 다. 특히 80년대 후반에는 기준금리가 상당 폭 올라갔음에도 주가는 완만한 상승세를 이어갔고, 94년 역시 금리 인상이 꽤나 오랫동안 지속되었지만 주가 역시 큰 폭으로 상승했음을 감안하면, 금리가 많이 인상되었다고 주가가 하락 혹은 급락하는 것도 아니 었다. 즉, 금리가 얼마나 올라가야 주식이 부담스러울까는 반쪽 짜리 질문인 셈이다.

금리를 꽤나 많이 올렸을 때도 주가가 상승했던 적이 있는가 하면, 금리를 별로 올리지 않아도 주가 급락이 나타나기도 한다.



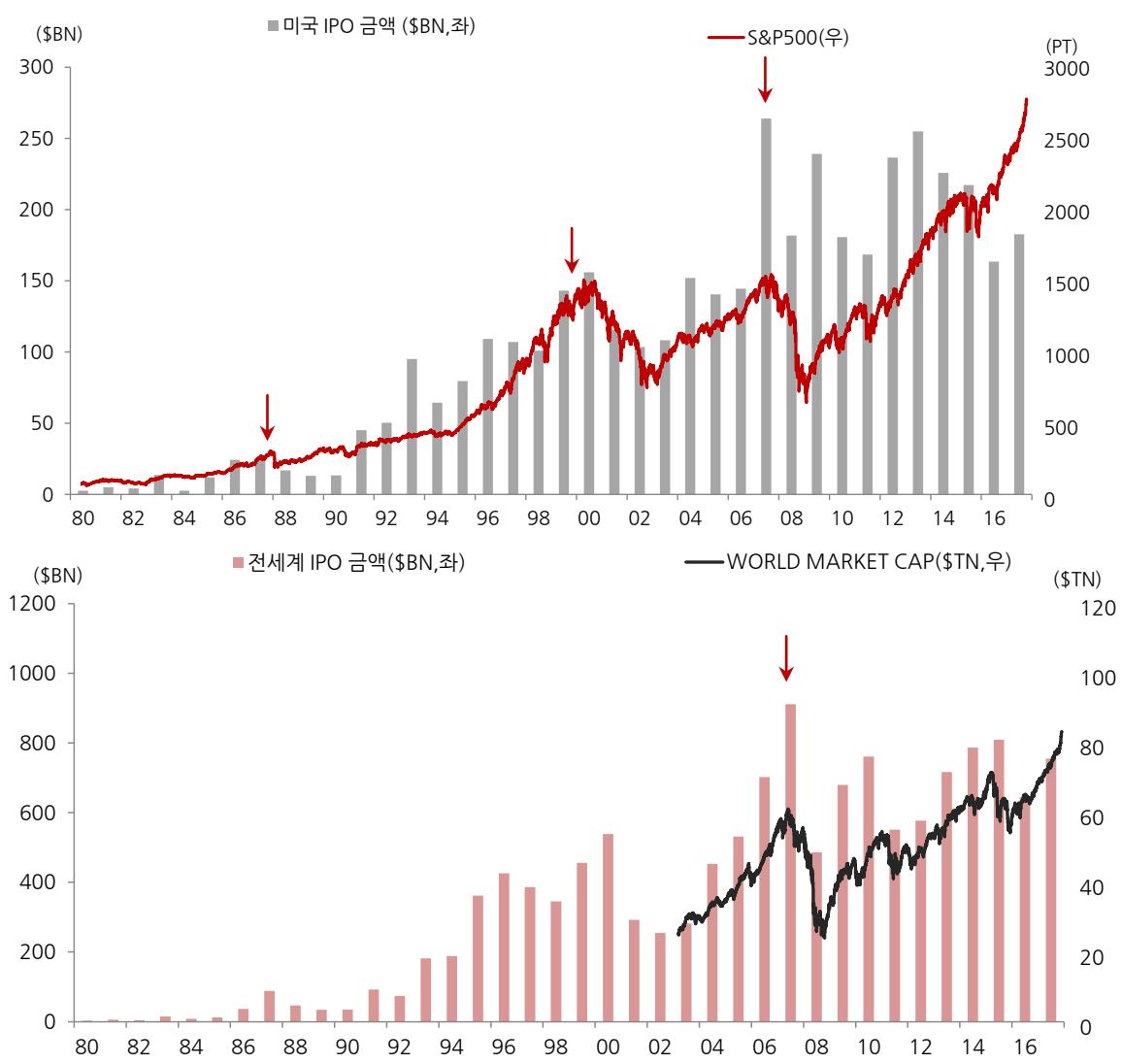
자료 : Bloomberg, SK 증권

주식(위험자산)의 공급이 늘어나야 급락의 필요충분조건이 충족된다.

금리인상은 주가가 하락추세로 반전되기 위한 필요조건이다. 주식(위험자산)의 공급이 늘어나야 필요충분조건이 충족된다. 주식 입장에서 IPO는 ‘공급’이다.

실제로 미국 및 전세계 IPO 와 주가를 비교해보면 주가가 급락하는 시점에는 주식 공급이 크게 늘어났다. IPO 가 직전 2 개연도 대비 40% 이상 늘어났는데 주가가 하락하지 않은 적은 93 년이 거의 유일하다. 당시 미국은 기준금리를 당시 역사상 최저 수준에서 2 년여 가량 동결하고 있었다.

금리만 오른다고 주가가 빠지는게 아니다. 주식 공급이 함께 늘어나야 주가는 하락 전환하게 된다.



자료 : Bloomberg, SK증권

2016년 이후 강세장의 이면에도 IPO 가 있다.

2016년과 2017년의 강세장 역시 수요와 공급으로 일정부분 이해 가능하다. 2015년 12월 미국 연준은 2006년 이후 거의 10년만에 기준금리를 인상한다. 기준금리 인상에 대한 우려로 미국 주가는 횡보했지만, 뚜렷한 하락세는 나타나지 않았다. 기준금리 인상이 선반영 된 결과라는 해석이 지배적이었지만, IPO 까지 더해보면 주식이 상승한 이유가 드러난다. 미국 시장의 IPO 는 2013년 이후 감소세를 지속했으며, 특히 2016년 IPO 는 전년대비 25% 가량 감소한, 유럽 재정위기로 IPO 시장이 열어붙어 있던 2011년과 비슷한 수준이었다.

| 시기 | 결과 | 수요 | 공급 |
|-------|--|--|---|
| | S&P 500 | 미국 기준금리 | 미국 IPO 금액 |
| 1987년 | 87.8월 329.8pt → 87.11월 230.3pt 하락폭 (-99.5pt), 하락률(-30.16%) | 86.11월 5.88% → 87.09월 7.25% +1.37%pt 인상 | 86년과 87년의 IPO 금액 평균은 84년과 85년의 평균치 대비 +93.5% 증가 |
| 2000년 | 00.8월 1517.68pt → 02.9월 815.28pt 하락폭 (-702.4pt), 하락률(-46.28%) | 99.5월 4.75% → 00.5월 6.5% +1.75%pt 인상 | 00년과 99년의 IPO 금액 평균은 97년과 98년의 평균치 대비 +43.9% 증가 |
| 2007년 | 07.10월 1549.38pt → 09.2월 753.09pt 하락폭 (-814.29pt), 하락률(-52.6%) | 04.5월 1% → 06.6 5.25% +4.25%pt 인상 | 2007년 IPO 금액은 2006년 대비 +82.7% 증가 |
| 2017년 | 아직 하락은 도래하지 않음 | 15.11월 0.25% → 17.12월 1.5% +1.25% 인상 | 2017년의 IPO 금액은 2016년 대비 아직 +11.7% 밖에 증가 안함. 2018년 IPO 금액의 예상치를 본다면 IPO 금액 증가폭은 많이 존재하는 상황 |

2015.12월 연준은 거의 10년만에 금리를 올렸다. 하지만 주가는 오히려 금리 인상 이후 상승하는 흐름을 보였다.



자료: Bloomberg, SK 증권

2016년 IPO 는 전년대비 25% 감소한 수준이었다. 이는 유럽 재정위기로 IPO 시장이 열어붙어 있던 2011년과 비슷한 수준이다.

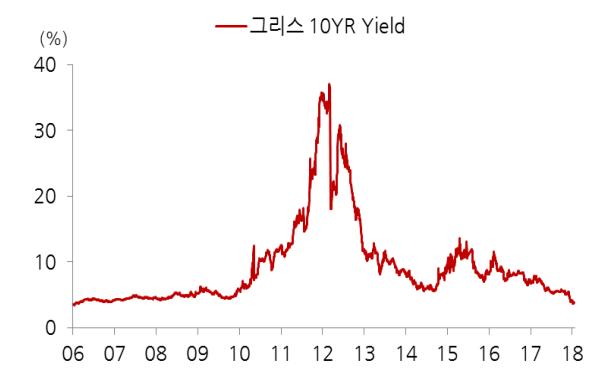


자료: Bloomberg, SK 증권

2018년은 금리 상승과 IPO 증가의 조합

연준이 금리를 빠르게 올리지 않아도 글로벌 금리가 더 낮아지기는 어렵다. 단적으로 그리스 국채 금리가 유럽 재정위기 이전 수준으로 낮아졌다. 테이퍼링에 가장 늦게 나설 것으로 점쳐졌던 일본 BOJ도 국채 매입 규모를 줄이고 있다. 가파른 반등까지는 모른다 하더라도 글로벌 금리는 이제 저점을 확인한 셈이다.

그리스 국채 금리는 유럽 재정위기 이전 수준으로 낮아졌다.



자료 : Bloomberg, SK 증권

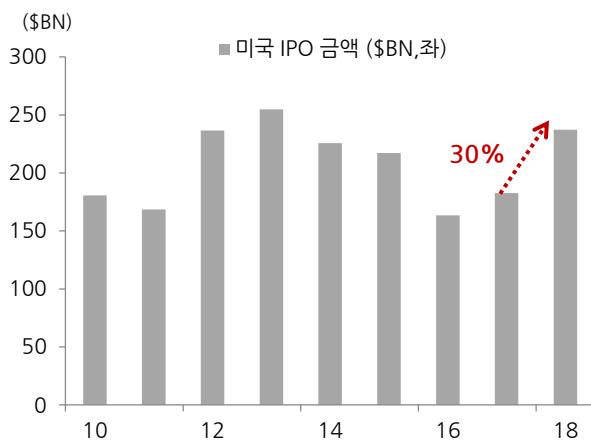
BOJ 마저 국채 매입규모를 줄이고 있다.



자료 : Bloomberg, SK 증권

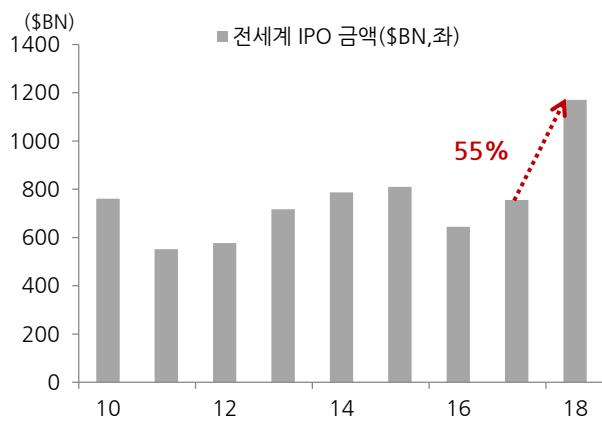
금리보다 눈에 들어오는 건 IPO 가 늘어나는 부분이다. Bakermckenzie Law Firm, Deloitte 등은 2018년 미국 시장의 IPO 가 2017년 대비 30% 늘어날 것으로, 글로벌로는 2017년대비 55% 늘어난다고 전망하고 있다.

2018년 미국 IPO는 2017년 대비 30% 늘어날 가능성이 높다.



자료 : Bloomberg, BDO, SK 증권

2018년 글로벌 IPO는 2017년 대비 55% 늘어날 가능성이 높다.



자료 : Bloomberg, Bakermckenzie Law Firm, Deloitte, SK 증권

샤오미, 소프트뱅크…그리고 아람코. 그 뒤에는 거래소간 경쟁이 있다.

2018년에는 많은 기업들의 IPO가 예정되어 있다. 가장 많은 관심을 받는 기업들은 샤오미, 소프트뱅크, 그리고 이번 자료의 주인공 아람코이다.

우선 중국의 기업들이 심상치 않다. 중국의 스마트폰 기업인 샤오미는 IT 기업 중 가장 큰 IPO 규모를 기록할 것으로 예상된다. 중국의 우버라고 불리지만 실제 미국의 우버보다 더 승승장구하고 있는 Didi Chuxing 또한 2018년에는 꼭 IPO를 진행할 것이라는 소식이 들려온다. 이와 더불어 중국의 넷플릭스라고 칭해지는 iQiyi 역시 2018년 1월 16일(현지시간) 미국에 IPO 신청서를 제출한 것으로 알려졌다. 사업적인 측면에서 경쟁구도를 그리고 있는 Tencent Music과 미국의 Spotify의 IPO 또한 재미있는 시장 이벤트가 아닌가 생각한다.

미국의 유니콘(실리콘밸리에서 10억 달러 이상의 가치를 지닌 신생 기업)들도 2018년을 기점으로 큰 도약을 준비하고 있다. 이름만 들었을 때는 이 기업이 아직도 상장 안됐어?라는 의문을 품을 만큼 강력한 브랜드 파워를 가지고 있는 Airbnb가 2018년 IPO를 앞두고 있다. 생각의 전환으로 전세계 경영학계에서 호평을 받았던 사무실 렌탈 플랫폼 제공업체 WeWork 또한 2018년 IPO를 진행할 것으로 알려져 있다. 일본 역시 거대한 IPO를 앞두고 있다. 소프트뱅크가 모바일 산업 부분을 IPO 한다는 소식은 1987년 ¥2.2 Trillion 규모로 역대급 IPO를 성공했던 Nippon Telegraph and Telephone Corp에게 견줄만한 사건이라고 시장의 평가를 받고 있다.

그리고 마지막으로 이번 자료의 주인공인 아람코가 2018년 상장을 앞두고 있다.

[그림] 2018년 아람코 외 예상 IPO 기업들

| 2018년 IPO 대상 기업 | 주요 사업 | 기업가치(\$bn) | 예상 상장 거래소 | 예상 상장 시기 |
|------------------|------------------|------------|----------------|-----------|
| Xiaomi | 휴대폰 관련 생산 | \$100 | 홍콩 거래소 | 2018 하반기 |
| Didi Chuxing | 교통 서비스 플랫폼 | \$50 | 홍콩 거래소, 뉴욕 거래소 | 2018년 |
| Tencent Music | 음악 스트리밍 플랫폼 | \$10 | 홍콩 거래소, 뉴욕 거래소 | 2018년 |
| Meituan-Dianping | 음식 배달, 식당 예약 플랫폼 | \$30 | 홍콩 거래소, 뉴욕 거래소 | 2018년 상반기 |
| iQiyi | 미디어 플랫폼 제공 | \$10 | 홍콩 거래소, 뉴욕 거래소 | 2018 1Q |
| Lufax | 핀테크 | \$60 | 홍콩 거래소 | 2018 4월 |
| Spotify | 음악 스트리밍 플랫폼 | \$20 | 뉴욕 거래소 | 2018 1Q |
| Lyft | 교통 서비스 플랫폼 | \$11.5 | 뉴욕 거래소 | 2018 하반기 |
| Airbnb | 숙박 공유 플랫폼 | \$30 | 뉴욕 거래소 | 2018년 |
| WeWork | 사무실 렌트 | \$20 | 뉴욕 거래소 | 2018년 하반기 |
| Softbank Mobile | 모바일 산업 | \$18 | 도쿄 거래소, 런던 거래소 | 2018 하반기 |
| Dropbox | 클라우드 컴퓨팅 서비스 제공 | \$10 | 뉴욕 거래소 | 2018년 상반기 |

자료 : Bloomberg, Forbes, Fortune, WSJ, Reuters, Fortune, CNBC, SK 증권

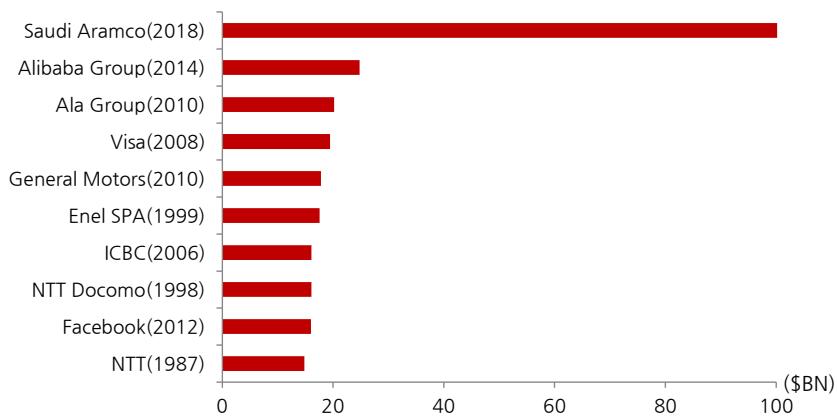
거래소들 간의 경쟁도 최근 IPO 확대에 일조하고 있다. 홍콩은 2017년 글로벌 IPO 경쟁에서 3위를 기록했다. 이는 처음으로 상하이 거래소에 진 결과이다. 또한 3년 동안 IPO 경쟁에서 1위를 놓친 적이 없는 홍콩의 거래소에게는 쇼크였던 한 해였다. 최근 홍콩 거래소는 2018년의 화려한 컴백을 위해 Mainland 중국의 투자자들이 손쉽게 홍콩 IPO 기업에 투자할 수 있는 “Primary Connect”를 진행하겠다는 포부를 밝혔다. 뉴욕 거래소 이외 중국 자본의 수혜를 가장 크게 입을 수 있는 곳은 홍콩 거래소라는 것을 강조하기 위함이다. 이러한 홍콩의 장점을 누리기 위해 현재 약 160개의 기업들이 홍콩 거래소에 IPO 신청서를 넣었고 그 중 최소 5개가 소위 말하는 Mega-Offering 일 가능성이 높다. 예를 들어 위에서 언급한 샤오미의 경우 알리바바의 두 배 규모의 IPO 금액을 자랑하며 IT 기업으로써 가장 큰 규모의 상장을 홍콩 거래소에서 진행 할 것이다.

샤오미를 시작으로 홍콩 거래소는 중국의 대표 IT 기업들(Didi Chuxing, Toutiao, Tencent Music, Meitua-Dianping, iQiyi) 또한 전세계적으로 각광 받는 미국 대표 유니콘들(Spotify, Lyft, Airbnb, WeWork, Dropbox)의 IPO를 위해 뉴욕 거래소와 전면 전을 펼칠 것으로 예상된다.

미국과 양대 산맥을 이루는 런던 거래소 역시 2018년에도 총력전을 펼칠 것으로 예상된다. 하드 브렉시트 가능성에 여전히 남아있는 런던 거래소는 그야말로 사활을 걸 가능성이 높다. 런던 거래소는 2017년 IPO 건수를 2016년 대비 54% 증가시키며 100건 이상을 진행시켰다. 더욱이 주목해야 할 점은 10개 중 9개의 Mega-Offering이 영국의 기업들이 아닌 글로벌 기업들이었다는 점이다. 이러한 상황에서 2018년에도 런던 거래소는 글로벌 기업들의 IPO를 유치하기 위해 최선을 다할 것이다.

Aramco, The Biggest IPO ever

사우디 아람코는 세계에서 가장 큰 IPO를 준비하고 있다



자료 : Bloomberg, SK 증권

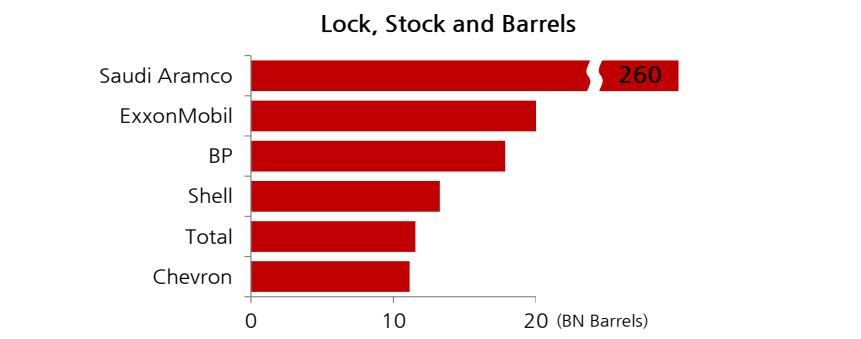
Why Aramco(3)

크다는 이유 하나만으로도 분석 가치는 사실 충분하다.

단순하게 들릴 지 모르겠지만 크다는 이유 하나만으로도 사실 분석 가치는 충분하다. 아람코가 보유한 매장량은 두 번째로 많은 ExxonMobil 대비 13 배에 달한다. 유가 결정력은 약화되었을 지라도 아람코라는 기업 자체가 가지는 무게는 그만큼 크다.

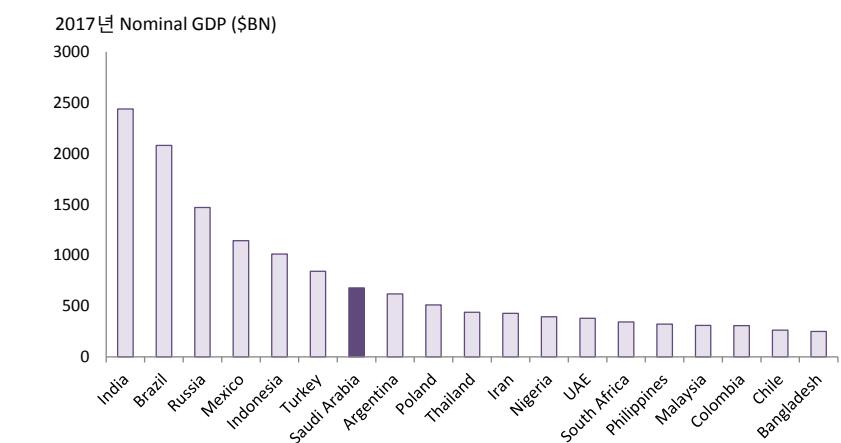
아울러 사우디는 향후 금융시장의 큰 손이 될 것이다. 사우디 최대 증시인 Tadawul은 2015년에 외국인에 증시를 처음으로 개방할 정도로 지금은 발전 상태가 높지 않다. 다만, 향후 사우디는 막강한 자금력을 바탕으로 금융시장의 큰 손이 될 가능성성이 높다. 스타토일을 상장한 자금을 시작으로 노르웨이는 국부펀드를 만들었고, 노르웨이 국부펀드는 1조 달러를 넘어서며 글로벌 금융시장의 큰손이 되었다.

사우디의 매장량은 2위인 엑손 모빌의 13 배에 달한다.



자료 : Economist, SK 증권

중국 제외할 경우, 사우디 아라비아는 신흥국 중 7 번째 큰 나라



자료 : IMF, SK 증권

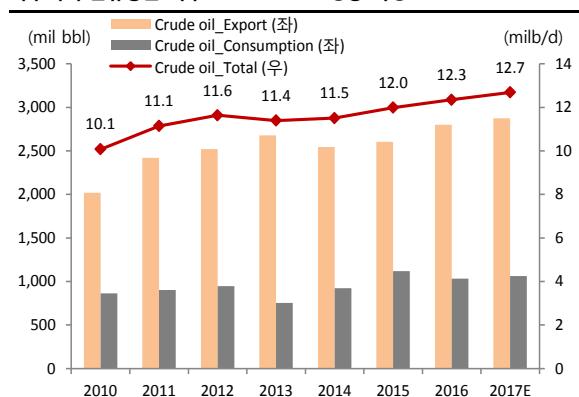
② Saudi Aramco valuation: \$2 trillion

아마 본 보고서의 서론을 읽어오면서 “도대체 얼마나 시가총액이 크길래 이렇게 난리 냐?”라는 질문이 자연스럽게 나오게 될 것이다. 하지만 그 대답이 쉽지 만은 않다. 왜냐하면 아람코의 valuation은 사실 현실성이 떨어지는 작업이기 때문이다. 당황스럽게도 이들은 기본적으로 재무제표를 공개한 적이 한 번도 없다. 매우 기본적인 영업이익과 순이익 같은 수치마저도 공개되지 않고 있다. 따라서 PER, PBR 등 통상적인 valuation tool로서 기업가치를 산출하는 것이 불가능하다. 그래서 현재 언론 상으로 언급되는 시가총액 규모도 적계는 \$1 조(1,000 조원)에서 많게는 \$10 조(1 경원)까지 매우 넓은 range가 어렵듯이 제시되고 있을 뿐이다.

하지만 그래도 궁금한 것이 아람코의 valuation이다. 어찌되었든 세계최대의 시가총액이 될 것만큼은 확실하고, 앞서서 언급한 바 전 세계 유동성과 경제에 미치는 파급력 또한 매우 클 것이니 말이다. 그래서 최대한도로 가능한 작업을 끌어내기 위해서 SK증권 리서치센터는 DCF valuation을 선택했다. 비록 많은 가정과 불분명성이 섞여 있지만 현 시점에서는 그나마 가장 나은 방식이라고 판단했다. 지금부터는 그 valuation 과정을 서술해보고자 한다.

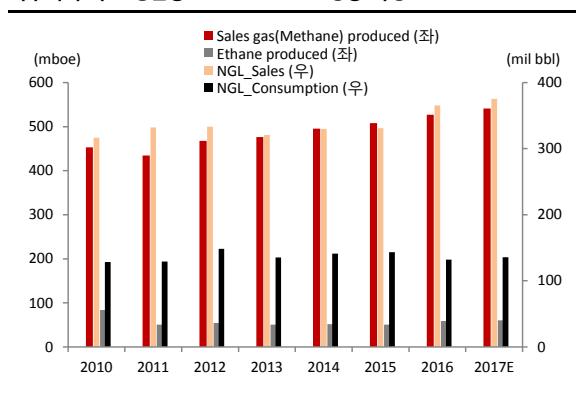
먼저 아람코가 직접 발간하는 연간보고서를 통해 원유 생산량 중 수출량과 내수소비량, 가스 생산량 중 수출량과 내수소비량을 파악할 수 있다. 이를 토대로 매출액을 추정했다. DCF valuation을 구현하기 위해서는 차후 추정치가 필요한 만큼 SK증권 리서치센터는 10년 추정을 기준으로 삼았다. 일단 10년간 원유와 가스 물량은 연간 2.73% 늘어난다고 단순하게 가정했다. 지난 3년 간의 평균치다.

사우디의 산유량은 차후 YoY 2.73%로 성장 가정



자료 : Aramco, SK증권

사우디의 가스 생산량도 YoY 2.73%로 성장 가정



자료 : Aramco, SK증권

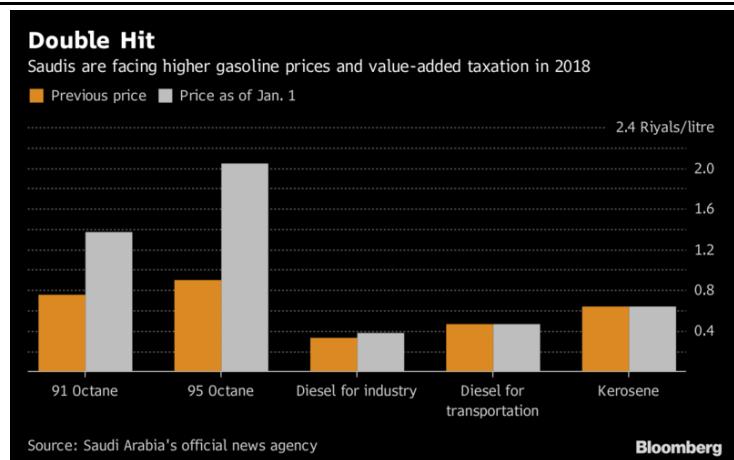
최대 관건은 가격이다. 수출이야 그렇다 치더라도, 자국 내 판매가격은 상당히 저가에 제공되는 것으로 알려져 있기 때문이다. 하지만 조사결과 원유의 경우는 수출과 내수 가격이 거의 같은 것으로 파악이 되었다. 정확히는 원래 자국 내 판매가격이 저가에 제공이 되고 있는 것이 사실이었는데, 사우디는 2018년 들어서면서 휘발유 국내가격을 무려 127%나 인상을 단행하면서 사실상 국제 수준과 유사하게 가격을 형성시켰다.

자국 내 가격 인상에 대한 이야기는 이전부터 있었다. 2017년에는 조만간 가격인상이 있을 것이라는 컨센서스가 형성되기도 하였다. 다만 설사 인상을 하더라도 휘발유 기준으로 80% 수준으로 예상되었고, 어찌되었든 국제시장가격에는 미치지는 못할 것으로 알려졌다.

그러나 예상보다 인상폭은 훨씬 컸다. 연말부터 있었던 유가 상승 때문이었을 수도 있지만 자세한 이유는 공개되지 않았다. 그리고 항공유 같은 경우는 아예 국제가격에 연동시키는 것으로 결정되었다. 이로 인해서 사우디 중앙은행은 2018년 자국의 인플레이션이 +5.7%에 이를 것으로 추정하기도 했다. 꽤나 부담되는 수준이다.

사우디 재무부는 보조금 재편 프로그램(subsidy reform program)을 현재 진행 중에 있다. 살만 왕조가 들어선 2015년에는 처음으로 국내 가격을 인상하기도 했는데, 2020년에는 보조금 자체가 완전히 없어질 것이라고 밝히기도 했다. 이는 사우디의 왕위 계승서열 1위 왕세자 모하메드 빈 살만(Mohammed bin Salman)의 Vision 2030 계획에도 있는 안건인데, 모하메드 빈 살만, 통칭 MBS라는 인물에 대해서는 차후 조금 더 자세히 알아보기로 한다.

“Gasoline Prices Just Jumped 127% in Saudi Arabia” : Bloomberg

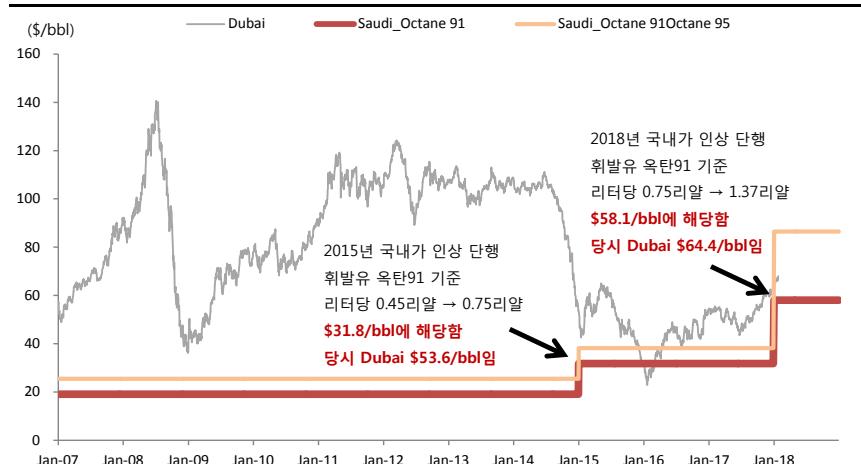


자료 : Bloomberg, SK 증권

127%라는 놀라운 인상률에 의해서 휘발유 가격은 옥탄가 91(보통휘발유)의 경우에는 리터당 1.37 리얄, 옥탄가 95(고급휘발유)의 경우에는 리터당 2.04 리얄이 되었다. 이것을 우리가 익숙한 배럴 단위로 환산을 하면 옥탄가 91 이 58.1 달러, 95 가 86.5 달러가 된다. 현재 국제가격과 거의 유사한 수준 임을 알 수 있다. 아직 가스가격에 대해서는 인상 발표가 없다. 여전히 메탄(가스의 대다수임. 대표적인 것이 도시가스)가격은 \$1.25/mmbtu, 그리고 에탄 가격은 \$1.75/mmbtu 다. 배럴로 환산할 경우 \$10/bbl 수준에 불과하니 사실상 원가라고 봐도 무방하다. 다만 NGL(대다수 LPG)의 경우에는 거의 전량 수출 하기 때문에 역시 국제가격을 적용했다.

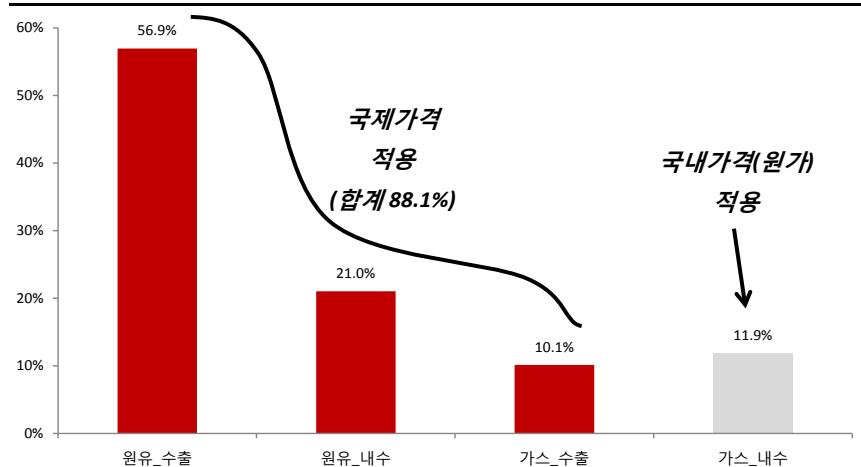
결론적으로 전체 물량의 88.1%(수출원유 + 내수원유 + 수출가스)에 대해서는 국제가격을 적용하기 위해 현재 수준인 \$65/bbl 을 기준으로 계산했다. 나머지 내수ガ스 11.9%에 대해서는 원가(\$10/bbl 수준)을 적용해서 매출액을 산출했다.

Dubai 유와 사우디 내수 휘발유 판매가격의 차이는 사실상 사라졌다



자료 : Petronet, Aramco, SK 증권

사우디 전체 원유+가스 물량의 88.1%에 대해서는 국제가격, 12.1%에 대해서는 국내가격(원가) 적용



자료 : Aramco, SK 증권

The Assumptions

| 순서 | 항목 | 가정설명 |
|----|-------|---|
| ① | 매출원가 | 매출원가는 사우디의 통상적인 생산 원가로 알려져 있는 \$10/bbl 을 적용해 생산량에 곱했다. 월스트리트저널은 사우디의 원가에 대해 \$8.98/bbl 이라고 2017년 보도한 바 있었다. 그렇게 본다면 \$10/bbl 이 조금 더 높을 수 있지만, 큰 차이는 아닌데다가 보수적 적용이라는 관점에서 그렇게 적용했다. |
| ② | 판관비 | 판관비는 5 대 오일메이저인 ExxonMobil, Chevron, Royal Dutch Shell, BP, Total 의 2016년 판관비율(판관비/매출액) 평균인 24.41%를 차용했다. 아마도 아람코는 이들보다는 마케팅 등의 비용이 적게 들 것이기 때문에 어느 정도의 discount 를 부여해도 되지만, 역시 보수적 관점의 원리를 적용했다. |
| ③ | 로열티 | 독특한 점이 있다면 아람코는 국영석유기업인만큼 영업이익의 20%를 Royalty 명목으로 국부펀드에 납입하기 때문에 이 부분을 영업이익에서 차감해야 한다. |
| ④ | 세율 | 세율은 기준에 80%였으나 아람코의 기업가치를 훼손한다는 것을 이유로 사우디 정부가 최근에 파격적으로 50%까지 낮췄다. 따라서 추정 영업이익에 50%를 곱해 2017년도 NOPAT 을 추정했다. |
| ⑤ | FCFF | DCF Valuation 을 위해서는 결국 FCFF 를 구해야 한다. 이 부분은 재무제표가 없는 상황에서 투자, 운전비용, 감가상각비 등에 대한 추정이 불가능하기 때문에, NOPAT 에서 20%를 적용한 금액이 FCFF 라고 임의적 가정을 했다. |
| ⑥ | 영구성장률 | 영구성장률은 물가상승률 수준인 2.5%를 부여했다. |
| ⑦ | WACC | WACC 은 5 대 오일메이저의 WACC 수준이 6%~13% 이지만 아람코가 국영석유 기업인만큼 자기자본 및 부채 조달 비용이 쌀 수밖에 없다. 따라서 그들의 최저수준인 6%로 적용했다. |

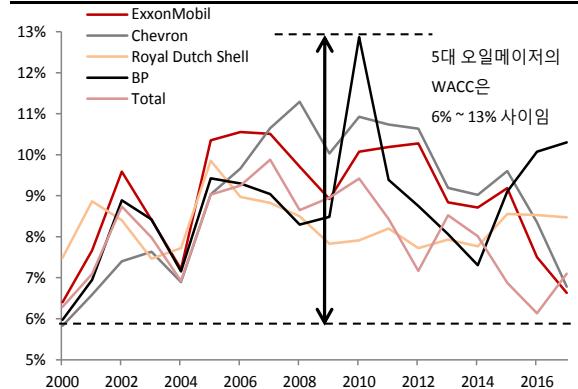
5 대 오일메이저의 평균 판관비율 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 5 대 오일메이저는 ExxonMobil, Chevron, Royal Dutch Shell, BP, Total

5 대 오일메이저의 WACC 은 6% ~ 13% 수준



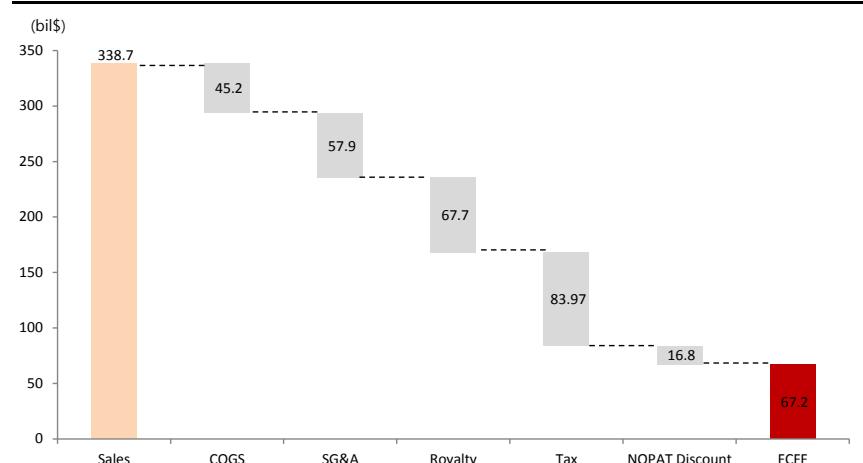
자료: Bloomberg, SK 증권

주: 5 대 오일메이저는 ExxonMobil, Chevron, Royal Dutch Shell, BP, Total

이런 가정들을 토대로 계산되는 2017년 연간의 FCFF는 \$672 억이다. 참고로 NOPAT은 \$840 억이다. 블룸버그가 추정하는 현재 세계 시가총액 랭킹 1위 애플의 2017년 NOPAT이 \$463 억이니, 단순하게 2배 가까운 이익 수준으로 보면 된다.

이런 이익 추정치를 토대로 DCF valuation을 적용하면 산출되는 시가총액이 \$1.9조이다. 한화로 약 2,000조 원에 해당하는 금액이다. \$65/bbl의 유가 가정과 6%의 WACC은 상황에 따라 달라질 수 있기 때문에 sensitivity table도 같이 기재하였다.

2017년 Aramco의 FCFF 추정 결과물



자료 : Aramco, SK증권

유가 65\$/bbl, WACC 6% 시나리오 DCF Valuation Table

| | 2017F | 2018F | 2019F | 2020F | 2021F | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 원유 매출액 | 301.0 | 309.2 | 317.7 | 326.3 | 335.2 | 344.4 | 353.8 | 363.5 | 373.4 | 383.6 | 394.1 | 404.8 |
| 원유 생산량 | 12,687 | 13,033 | 13,389 | 13,755 | 14,130 | 14,516 | 14,913 | 15,320 | 15,739 | 16,168 | 16,610 | 17,064 |
| 가스 매출액 | 37.8 | 38.8 | 39.8 | 40.9 | 42.1 | 43.2 | 44.4 | 45.6 | 46.8 | 48.1 | 49.4 | 50.8 |
| 가스 수출 | 24.4 | 25.1 | 25.8 | 26.5 | 27.2 | 27.9 | 28.7 | 29.5 | 30.3 | 31.1 | 32.0 | 32.8 |
| 가스 내수 | 13.3 | 13.7 | 14.1 | 14.5 | 14.9 | 15.3 | 15.7 | 16.1 | 16.6 | 17.0 | 17.5 | 18.0 |
| 전체 매출액 | 338.7 | 348.0 | 357.5 | 367.3 | 377.3 | 387.6 | 398.2 | 409.1 | 420.2 | 431.7 | 443.5 | 455.6 |
| 매출원가 | 45.2 | 46.4 | 47.7 | 49.0 | 50.3 | 51.7 | 53.1 | 54.5 | 56.0 | 57.6 | 59.1 | 60.7 |
| 판관비 | 57.9 | 59.5 | 61.1 | 62.8 | 64.5 | 66.2 | 68.1 | 69.9 | 71.8 | 73.8 | 75.8 | 77.9 |
| Royalty | 67.7 | 69.6 | 71.5 | 73.5 | 75.5 | 77.5 | 79.6 | 81.8 | 84.0 | 86.3 | 88.7 | 91.1 |
| 영업이익 | 167.9 | 172.5 | 177.2 | 182.1 | 187.1 | 192.2 | 197.4 | 202.8 | 208.3 | 214.0 | 219.9 | 225.9 |
| NOPAT | 84.0 | 86.3 | 88.6 | 91.0 | 93.5 | 96.1 | 98.7 | 101.4 | 104.2 | 107.0 | 109.9 | 112.9 |
| FCFF | 67.2 | 69.0 | 70.9 | 72.8 | 74.8 | 76.9 | 79.0 | 81.1 | 83.3 | 85.6 | 88.0 | 90.4 |
| PV | 67.2 | 65.1 | 63.1 | 61.2 | 59.3 | 57.4 | 55.7 | 53.9 | 52.3 | 50.7 | 49.1 | 47.6 |
| 기업가치 | 1,928 | | | | | | | | | | | |

주: 원유 생산량의 단위는 1,000b/d이며 나머지의 단위는 십억달러임

유가와 WACC 변동에 따른 아람코의 Valuation Table

| | 4.0% | 4.5% | 5.0% | 5.5% | 6.0% | 6.5% | 7.0% | 7.5% | 8.0% |
|--------------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 30\$ | 1,480 | 1,107 | 883 | 734 | 628 | 549 | 487 | 438 | 398 |
| 35\$ | 1,917 | 1,434 | 1,144 | 951 | 814 | 711 | 631 | 567 | 515 |
| 40\$ | 2,354 | 1,761 | 1,405 | 1,168 | 999 | 873 | 775 | 697 | 633 |
| 45\$ | 2,792 | 2,088 | 1,666 | 1,385 | 1,185 | 1,035 | 919 | 826 | 750 |
| 50\$ | 3,229 | 2,415 | 1,927 | 1,602 | 1,371 | 1,197 | 1,063 | 955 | 868 |
| 55\$ | 3,666 | 2,742 | 2,188 | 1,819 | 1,556 | 1,360 | 1,207 | 1,085 | 985 |
| 60\$ | 4,104 | 3,069 | 2,449 | 2,036 | 1,742 | 1,522 | 1,351 | 1,214 | 1,103 |
| 65\$ | 4,541 | 3,396 | 2,710 | 2,253 | 1,928 | 1,684 | 1,495 | 1,343 | 1,220 |
| 70\$ | 4,978 | 3,723 | 2,971 | 2,470 | 2,113 | 1,846 | 1,639 | 1,473 | 1,338 |
| 75\$ | 5,416 | 4,050 | 3,232 | 2,687 | 2,299 | 2,008 | 1,782 | 1,602 | 1,455 |
| 80\$ | 5,853 | 4,377 | 3,493 | 2,904 | 2,485 | 2,170 | 1,926 | 1,732 | 1,573 |
| 85\$ | 6,290 | 4,704 | 3,754 | 3,121 | 2,670 | 2,332 | 2,070 | 1,861 | 1,690 |
| 90\$ | 6,728 | 5,031 | 4,015 | 3,338 | 2,856 | 2,495 | 2,214 | 1,990 | 1,808 |
| 95\$ | 7,165 | 5,358 | 4,276 | 3,555 | 3,041 | 2,657 | 2,358 | 2,120 | 1,925 |
| 100\$ | 7,602 | 5,685 | 4,537 | 3,772 | 3,227 | 2,819 | 2,502 | 2,249 | 2,043 |

주: 단위는 십억달러

이 valuation 결과에서 흥미로운 부분이 한 가지 있다. \$65/bbl과 WACC 6%를 토대로 산출한 아람코의 기업가치 \$2 조는, 이번에 상장을 직접 추진한 MBS 가 원하는 시가총액 규모와 거의 유사하다는 것이다. 그는 \$2 조원의 시가총액이 평가될 경우 5%의 구주매출을 발생시켜 \$1,000 억원에 이르는 현금을 확보한 뒤, 이를 국부펀드에 편입시키겠다는 구체적인 계획을 공개한 바 있다. (이에 대한 자세한 이야기는 뒤에 다룬다)

이 와중에 가장 중요한 것은 역시 유가다. \$65/bbl 기준으로 \$2 조 가량의 시가총액이 평가된다면, 단순하게 \$40/bbl 까지 하락한다면 그 가치는 \$1 조까지 동반 하락하게 된다. 물론 반대로 \$80/bbl 까지 상승한다면 \$2.5 조까지 그 가치는 급증한다. 그렇기 때문에 MBS 입장에서는 현 상황에서 유가가 중요할 수밖에 없고, 그렇기 때문에 유가상세를 끌어내기 위한 많은 행동을 지난 해 연말부터 보여왔다.

이 상황에서 당연히 궁금해지는 부분이 있을 것이다. 도대체 MBS 가 어떤 인물이길래, 이 거대한 프로젝트들마다 이름을 올리고 또 유가까지 건드린다고 할 수 있는 것일까? 일단 그 궁금증에 대한 답을 풀어야 뒤로 전개되는 이야기들 또한 납득이 될 것 같다. 그의 별칭은 “Mr. Everything”. 최근 글로벌 경제에 엄청난 영향력을 행사하고 있는 인물에 대해 간략하게나마 소개하고자 한다.

“Mr. Everything”, Mohammed bin Salman(MBS)

모하메드 빈 살만(Mohammed bin Salman, 이하 MBS)은 1985년 8월 31일생이다. 현재 2018년 기준으로 본다면 한국 나이로 34세, 만으로는 32세 밖에 안 되는 젊은 나이다. 그렇지만 그는 사우디 살만 왕조의 왕위계승서열 1 위의 왕세자이자, 국왕인 살만 빙 압둘아지즈 알사우드의 친 아들이라는 막강한 권위를 지니고 있다.

살만 왕조가 사우디 왕권을 잡게 된 것은 2015년 1월 23일이다. 그의 아버지 살만 빙 압둘아지즈 알사우드가 국왕 자리에 오르게 되자, MBS는 아버지가 이전까지 맡고 있던 국방장관의 자리를 즉시 물려받게 된다. 살만 왕조는 집권 이전부터 주요 외신으로부터 보수 강경파라는 이미지가 부각되었었는데, 정작 이러한 면모를 대대적으로 보여준 것은 아버지가 아니라 아들인 MBS였다. 그는 시리아 내전에 개입해 수니반군을 지원함과 동시에, 예멘에서는 시아반군에 대해서 대대적인 공격을 가하기도 한다. 이를 통해서 MBS는 시작부터 수니파의 강한 리더로서의 이미지를 쌓아가기 시작한다.

[글로벌 인사이트] 사우디를 다 가진 32 세 사내... 개혁군주냐 전쟁광이냐

(중략)

빈살만 왕세자는 왕세자로 책봉되기 전이었던 2015년 1월 국방장관에 임명됐다. 살만 국왕 즉위 직후다. 그는 국방장관이 된 직후 시리아 내전에서 반군 지원을 결정했다. 바샤르 알아사드 대통령이 지휘하는 시리아 정부군이 이란과 레바논의 친이란 무장단체 헤즈볼라의 지원을 받는다는 이유에서였다. 사우디와 미국 주도의 국제 연합군을 등에 업은 반군의 공세가 강해지자, 알아사드 대통령에게 우호적인 러시아도 시리아 내전에 뛰어들었다. 이후 반군을 지원했던 미국이 발을 빼면서 시리아 내전은 사실상 알아사드 정권의 승리로 끝나고 있다.

빈살만 당시 국방장관은 시리아 내전이 한창이었던 2015년 3월, 이란이 조종하는 예멘 시아파 후티 반군을 몰아내겠다며 예멘 공습을 강행했다. 동시에 두 개의 전쟁에 뛰어든 것이다. 빈살만 당시 국방장관은 수개월 내에 전쟁을 끝낼 것으로 예상했던 것으로 전해진다. 그러나 후티 반군의 저항이 거셌다. 예멘 내전은 지금까지도 지지부진하다. 예멘 반군과 유엔에 따르면 사우디 개입 이후 예멘에서 약 9000명이 사망했고 5만명 이상이 부상당했다. 사망자 중 60%가 민간인으로 추산된다.

빈살만 왕세자는 지난 6월 카타르 봉쇄를 명령하기도 했다. 사우디와 아랍에미리트, 바레인, 이집트 등 수니파 4개국은 카타르가 이란과 우호적인 관계를 유지하고, 알카에다 등 테러조직을 지원했다면서 카타르와 단교했다. 빈살만 왕세자는 카타르가 머리를 조아리기를 바랐다. 하지만 카타르는 이란, 터키와 교역을 확대하면서 지금까지도 버티고 있다. 가디언은 “빈살만 왕세자는 협기왕성하고 경험이 부족하며 전쟁을 두려워하지 않는 남자”라면서 “최근 사태에서 그의 외교적 미숙함과 성급함이 적나라하게 드러났다”고 평했다.

(중략)

- 서울경제, 2017. 12. 26 -

MBS의 개입은 단순히 군사에만 그치지 않는다. 또 하나의 중요 부문인 경제 역시 장악력을 갖춰가기 시작한다. 이미 2015년 중 경제개발위원회(CEDA, Council of Economic and Development Affairs) 위원장을 맡게 된 그는, 2016년 4월 25일에 선포되었던 “Vision 2030”을 통해서 본격적인 움직임을 시작한다. Vision 2030은 사우디가 탈석유시대를 본격화하겠다는 신호탄으로 이해하면 되는데, 이 때 NEOM 신도시에 대한 발표를 하는 등 구체적인 그의 경제계획들이 공개된 바 있다. 이에 대한 자세한 내용은 차후에 다루도록 한다.

이와 동시에 파격적인 발표도 나오게 된다. 2016년 5월 7일 무려 21년 간 사우디 석유장관을 역임했던 알리 알 나이미를 사실상 강제 해임시키고, 그 자리에 본인의 오른팔로 잘 알려진 칼리드 알 팔리를 임명하게 된다. 동시에 칼리드에게는 막강한 권한이 주어진다. 일단 원래 그의 보직이었던 아람코 CEO 자리에서 이사회 의장으로 한 단계 격상되고, 동시에 사우디 석유부의 명칭은 에너지산업광물부로 확대 개명된다. 이로써 사우디의 경제와 석유에 대한 권한까지도 사실상 MBS의 수중에 들어가게 된다.

이 자료의 주된 주제인 아람코의 IPO도 이 때 결정이 된다. 사실상 MBS의 주도라고 봐도 무방한데, 간단히 요약하자면 아람코 IPO로 유입되는 자금을 국부펀드인 PIF로 투입하고, 이를 통해서 Vision 2030의 NEOM 신도시 프로젝트를 달성시키는 계획을 세우게 된 것이다. 첨언하자면, 국부펀드 PIF는 이전까지 재무부 산하였지만 이 때부터 경제개발위원회(CEDA) 산하로 변경된다. PIF도 MBS의 손아귀라 봐도 무방하다.

사우디 석유장관 된 알 팔리 아람코 회장, 왕실 참견 신호탄?

세계 최대 석유회사 수장이 ‘석유황제’로 탈바꿈했다. 21년간 사우디아라비아 석유장관을 역임했던 알리 알 나이미가 내려놓은 왕관을 보건장관 겸 국영석유회사 아람코 회장을 맡아오던 칼리드 알-팔리(56)가 맡게된 것이다.



사우디 석유장관은 한 나라의 각료 이상의 역할을 한다. 아랍권 맏형으로 석유수출국기구(OPEC)를 좌지우지하는 사우디는 세계 최대 석유 생산국이자 수출국으로 생산을 조절해 유가를 조정한다. 사우디 석유장관이 ‘석유 황제’로 불리는 이유다.

사우디 석유장관 자리는 왕실이 욕심을 부려 석유산업을 망치는 것을 막기 위해 지난 60년간 계속해서 민간 전문가가 요직을 맡아왔다. 그러나 최근 사우디 제 2 왕위계승자인 무함마드 빈살만 부왕세자가 사우디의 탈석유화 시대를 선언하고 사업을 다각화하면서 분위기는 급변했다.

알 팔리 신임 장관은 왕족 일가로 무함마드 부왕세자의 측근이다. 이번 개각으로 석유산업에 국왕의 장악력이 커질 것이라는 분석이다. 최근 저유가 시대에 고전해오던 사우디의 핵심 자원인 석유에 왕실의 권력이 더욱 개입될 것으로 평가된다.

- 2016. 05. 18, 브릿지 경제 -

이 것이 끝이 아니다. 2017년 6월 21일에는 기어이 왕위 계승서열 1위까지 올라가게 된다. 사우디는 원래 형제상속이라는 원칙을 세워오고 있었기 때문에 이 선택은 상당히 이례적인 것으로 받아들여졌다. 당시 MBS는 본인의 친위부대를 보내 기존 왕세자를 가택에 연금시킨 뒤 폐위했다고 하니, 꽤나 과격한 과정을 거쳤던 것으로 이해된다.

그 직후 벌어지게 된 일들이 최근까지 크게 이슈가 되는 왕자들에 대한 체포-구금-벌금형이다. 이는 반부패척결위원회가 주도를 했는데, 이 곳의 위원장 역시 MBS다. 그는 잠재적 경쟁자라 할 수 있는 왕자들을 대규모 체포한 뒤 그간의 부정축재 혐의에 대해 조사하기 시작한다. 흥미로운 것은 이 왕자들을 통해 걷어낸 벌금이 무려 \$1,000 억에 달한다는 부분인데, 이에 대해서도 역시 차후 단락에서 조금 더 상세히 다룬다.

이쯤 되면 추가 설명이 필요 없을 것 같다. 도대체 그의 별칭이 왜 “Mr. Everything”인지에 대해서 말이다. 사우디에서 새 왕조가 들어선 뒤 몇 년 간 있었던 군사, 경제, 사법 등 모든 긁직한 이벤트 들에서 빠지지 않는 이름이 바로 MBS다. 그렇기 때문에 현 시점에서는 그의 움직임을 ‘지정학적 리스크’ 이상의 변수로서 받아들일 수밖에 없다.

그런 MBS가 지난 해 말부터 주력하고 있는 작업이 하나 있다. 바로 유가의 상승이다.

사우디 왕세자 권력강화...

'반대파' 왕자·前장관 무더기 체포



사우디아라비아 정부는 반(反)부패위원회 구성 직후 부패 척결을 명분으로 내세워 왕자 10 명과 전직 장관 수십 명을 체포했다고 AFP 통신이 4 일(현지시간) 사우디 국영 TV 보도를 인용했다.

또 사우디 국가방위부 장관과 해군 수뇌부를 일련의 고위직 파면 과정에서 물갈이했다. 이번 대규모 체포와 물갈이는 지난 6월 고령의 사촌에게서 왕세자 직을 넘겨받은 모하메드 빈살만(32) 왕세자가 9월 국내 반대파를 억누르며 권력 강화에 나선 것의 연장선에 있다.

최령으로 출범한 반부패위는 현재 빈살만 왕세자가 이끌고 있다.

사우디 현지 뉴스 웹사이트는 이날 붙잡힌 것으로 알려진 인물 중에는 '억만장자' 알왈리드 빈탈랄 왕자도 있다고 전했다. 빈탈랄 왕자는 살만(81) 사우디 국왕 사촌으로 세계 부호 순위에서 아랍권 최대 부자로 꼽힌다. 그가 소유한 킹덤홀딩스는 디즈니, 21세기 폭스, 애플, GM 등 글로벌 기업들의 상당 지분을 보유한 것으로 알려졌다. 이에 따라 빈탈랄 왕자가 체포된 것이 사실이라면 국내외에 미칠 충격파가 상당할 것으로 보인다. 한 소식통은 이날 무더기 체포 경위를 전하면서 사우디 안보당국이 고위 인사들의 국외 도주를 막으려고 홍해 연안도시 제다에 있는 자가용 제트기들을 이륙하지 못하게끔 했다고 전했다.

전문가들은 걸프 이웃국 카타르를 거부하는 것을 포함한 빈살만 왕세자의 외교노선과 국내 개혁정책에 반대하는 이들이 표적이 되고 있다고 분석했다. 권력 강화에 나선 빈살만은 국유자산 민영화, 국가보조금 축소, 여성운전 허용 등 인권 신장 같은 개혁 대안을 지향한다.

- 2017. 11. 05, 연합뉴스 -

“Mr. Everything” Mohammed bin Salman(MBS)에 대한 간략 요약

| 시간 | 주요내용 | 비고 |
|--------------|---------------------------|---|
| 1985년 8월 31일 | Mohammed bin Salman | 탄생 이하 MBS로 통칭 |
| 2015년 1월 23일 | 살만왕조 시작 | 보수 강경파라는 이미지가 강했음 국왕 살만 빈 압둘아지즈 알 사우드의 아들이 MBS임 |
| 즉위 직후 | 국방장관 MBS | MBS는 아버지의 기존 직위인 국방장관 물려받음 시아파 공격 단행하며 수니파 리더 이미지 축적 |
| | CEDA 위원장 MBS | 경제 부분에 대한 장악력도 군사와 함께 갖춤 |
| 2016년 4월 25일 | Vision 2030 | 사우디 경제의 텔석유를 MBS가 직접 주장함 NEOM 신도시에 대해서 처음 발표(\$5,000 억 투자) |
| 2016년 5월 27일 | 석유장관에 오른 팔 칼리드 알 팔리 임명 | 21년 간 집권한 기존 석유장관 알 나이미 사실상 해임 오른 팔 칼리드 알 팔리 에너지산업광물부 장관 임명 동시에 알 팔리는 아람코의 CEO에서 의장으로 승격 아람코의 IPO 도 직접 진행함 |
| | 국부펀드 PIF를 MBS 직속으로 | 기존 재무부 관할이었던 국부펀드 PIF를 CEDA 직속으로 변경함. 사실상 MBS 관할이 됨 참고로 아람코 IPO 대금은 PIF로 유입이 되며 NEOM 프로젝트도 PIF가 직접 주도함 |
| 2017년 6월 21일 | 왕위 계승서열 1위 등극 | 왕위의 형제상속 원칙 깨고 부자상속을 단행 왕위계승서열 2위의 MBS가 1위로 변경 기존 왕세자는 MBS 친위부대에 의해 가택 연금 |
| | 반부패체결위원회 위원장도 MBS | 잠재적 경쟁자라 할 수 있는 왕자들 대규모 체포 이후 부정축재 혐의 조사 후 별금 징수 총 \$1,000 억에 이르는데 사우디 왕정으로 편입됨 |

자료 : 각종언론, SK증권

“Mr. Everything”께서 말씀하시길: 유가 강세

SK 증권 리서치센터는 2014년 하반기 이후 장기 저유가를 지속 주장하고 있었다. 장기적으로는 \$40/bbl 내외에서 움직이게 될 것이라는 의견인데, 다만 지난 2017년 11월 소재/산업재 파트의 “Cyclical Bulletin Release 4: 넷이 함께 바라본 2018년의 소재/산업재” 자료 6page의 요약을 통해 다음과 같은 의견을 제시한 바 있었다.

“저희가 제시 드린 view(2018년 역시 underperform)에서 가장 큰 risk factor가 될 수 있는 것은 바로 “유가”입니다. 물론 지난 3년 반 동안 주장해온 “10년 장기 저유가”라는 기존 의견은 유효합니다. 다만 단기적인 반등은 내년 충분히 있을 수 있는데, 아람코 상장을 앞둔 사우디의 움직임이 심상치 않기 때문입니다”

2018년 상반기에서 유가 반등이 발생할 수 있음을 지적한 것이었다. 그 이유는 아주 단순했는데, 앞에서 긴 단락을 통해 설명한 MBS의 한 마디 때문이었다. 그는 유가 상승을 지지하기 위한 모든 행동(whatever it takes)을 하겠다고 공식적으로 언급했다. 그리고 그와 함께 동시에 한 이야기도 주목해야 한다. 논란이 많이 발생했던 아람코의 IPO는 예정대로 2018년 하반기에 진행한다는 것이었다.

앞선 valuation에서 분석한 바와 같이, MBS의 big plan이 이뤄지기 위해서는 무엇보다 아람코의 성공적 IPO 이후 현금이 유입되어야 하고, 특히 원하는 시가총액 \$2조를 달성하기 위해서는 \$65/bbl 수준의 유가가 반드시 필요한 상황이었다. 이렇게 해석해 본다면 왜 그가 유가 상승을 그렇게 필요로 했는지 쉽게 이해될 수 있다.

“Mr. Everything” MBS의 한 마디, “유가를 지지하기 위한 모든 일을 하겠다.”



The comments themselves are of the Saudi garden variety, and include a) a stale reassurance that the Aramco initial public offering is still on track for its scheduled takeoff in the second half of 2018; b) a vague pledge to do whatever it takes to support oil prices; and c) a vow to quit its oil dependency and move beyond fossil fuels at some point.

자료 Oilprice(2017년 10월 27일 뉴스 발췌), SK 증권

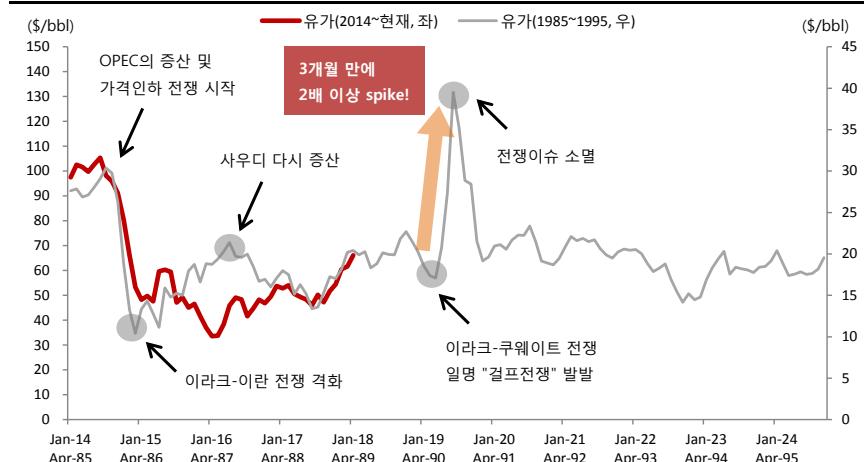
“아무리 MBS 라고 하더라도 유가의 상승을 혼자 힘으로 이룰 수 있겠느냐?”라고 반문 할 수 있지만, 석유의 오랜 역사를 공부해 보면 충분히 가능하다는 것을 알 수 있다. 장기적으로 유가는 fundamental로 인해 결정된다. Cycle의 습성을 본연적으로 지닌 만큼 당시 사람들의 심리와 capex의 방향성이 매우 중요한데, 이는 지난 몇 년 간 유가 자료를 통해 수차례 분석/공개 한 만큼 이 보고서에서는 더 언급하지 않도록 한다.

단, 이 것은 어디까지나 장기적인 이야기다. 단기적으로 유가는 다른 많은 변수들에 의해서 영향을 받게 된다. 그 중에서도 가장 돌발적이고 예측하기 어려운 것이 ‘중동의 지정학적 리스크’라는 부분이다.

1985년 이후 1995년까지 이어졌던 장기 저유가 차트를 그리고(물론 저유가 국면은 1998년 \$10/bbl을 깨고 panic 수준에 빠질 때까지 15년 가량 이어진다), 그와 함께 2014년 이후 현재 유가를 같이 그려보면 흥미로운 양상이 나타난다. 꽤나 유사한 가격 흐름이 나타난다는 것이다. 그런데 과거 사례에서 눈여겨 봐야 할 부분이 하나 있으니, 1990년 걸프전쟁의 발발 이후 유가 급등 사례다. 당시 유가는 3개월 만에 2배 이상 급등을 하게 된다. 물론 3개월 이후 거짓말 같이 제 자리로 돌아오긴 하지만, 약 반년간 유가와 관련한 모든 금융/경제 기관들은 큰 혼란을 겪게 된다. 그 때도 지금처럼 “새로운 고유가 시대 혹은 저유가 시대의 지속”에 관해서 격론이 벌어지게 된다.

우리한테 중요한 것은 이 부분이다. 중동의 지정학적 이슈가 장기적으로는 모르지만, 약 6개월 가량의 단기 이슈로서는 분명히 작용할 수 있다는 것이다. 혹시 걸프전쟁이라는 이슈에 MBS는 부족하다고 생각하는가? 그가 만들어낸 모든 이슈들과 전쟁 대치 상황 들이 부족해 보이는가? 그렇지 않다. MBS는 단기 유가 상승 정도는 충분히 만들 수 있는 파급력을 지닌 인물이다.

1985년 이후 유가와 현재 유가 방향성 비교: 유사한 움직임



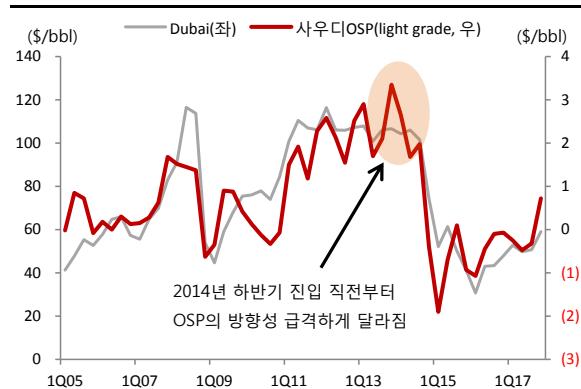
자료 : Bloomberg, SK증권

게다가 사우디는 단기 유가의 향방을 지배할 수 있는 훌륭한 지표를 하나 보유하고 있다. 바로 OSP(Official Selling Price)다. OSP는 사우디가 매월 공개하는 현재 시장 유가 대비 할증 혹은 할인 지표로서, SK 증권 리서치센터는 단기 방향성을 가늠하는데 있어서는 이만큼 좋은 지표가 없다고 오래 전부터 거론한 바 있다. 게다가 이는 1개월 가량의 선행지표다. 즉 2월 초에는 3월 OSP가 발표되기 때문에 방향성을 미리 볼 수 있다는 장점 또한 있다. 실제 2014년 하반기 유가급락 사태 이전 OSP가 먼저 급락하는 현상이 발생하기도 했었다.

그런데 2014년 이후 낮은 수준이 유지되던 OSP의 변동이 갑자기 발생하기 시작했다. MBS의 지난 해 11월 인터뷰를 전후로 해서 OSP의 급등발표가 이어진 것이었다. 또한 공교롭게도 유가의 단기 rally가 이 때부터 시작되었는데, 2017년 2월 OSP는 Light 기준 +\$1.6/bbl, 2014년 이후로는 최고 수준이 유지되고 있다.

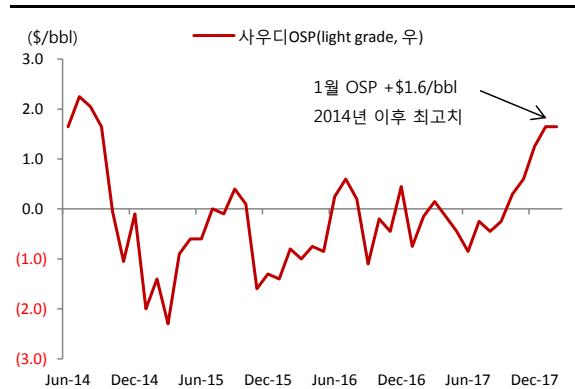
이 두 가지 요인의 방향성만 살펴보더라도 단기적인 유가 강세는 이어질 가능성이 높음을 알 수 있다. 아마도 아람코의 시가총액 \$2조라는 목표를 위해서는 Dubai 기준 \$65 이상의 유가를 유지하기 위한 사우디의 노력이 지속될 것임을 알 수 있는데, 아람코의 IPO가 하반기로 예정된 만큼 모르긴 몰라도 상반기까지는 이런 강세 영역이 지속될 가능성이 높아 보인다.

사우디 OSP는 훌륭한 유가의 단기 선행지표임



자료 : Bloomberg, Petronet, SK 증권

"Mr. Everything"의 유가지지 천명 이후 OSP 급등 발표



자료 : Bloomberg, SK 증권

사실 이제는 아람코가 정말 상장이 가능할지, 전체가 아닌 부분 상장으로 갈지 등등에 대한 의혹들은 많이 소멸된 상황이다. 아람코 IPO는 MBS가 2018년 하반기로 확정 발표했을 뿐만 아니라, 에너지산업광물부 장관이자 아람코의 의장인 칼리드 알 팔리, 연초에는 아람코의 CEO인 아민 나세르까지도 2018년 하반기 IPO에 대해서 확정 발표를 했다. 외신들마저도 이제는 의혹을 제기하는 수준이 덜 해지고 있다.

결정적인 이벤트도 하나 있었다. 2018년 초 사우디는 하반기 아람코 IPO를 위해 기업 형태를 변경한다는 내각령(cabinet decree)를 발표했다. 이제부터 아람코는 국영석유사가 아니라 주식회사(joint stock company)로 전환한다는 것이 큰 골자였다. 11명으로 구성되는 이사회 중 6명은 사우디가 직접 지명을 하고, 0.1% 이상의 지분을 보유한 투자는 이사 추천권을 보유한다는 것이 골자였다.

아직 확정되지 않은 부분이라면 상장 지역이 결정되지 않았다는 것이다. 워낙 큰 규모인 만큼 사우디 주식시장에서만 소화하기는 어려움이 많이 있기에, 현재 그들은 미국, 영국, 홍콩, 일본 등 기타 지역의 상장 가능성에 대해 검토 중에 있다. 하반기에 다가설 수록 이런 부분들은 구체화될 것으로 예상된다.

Saudi Arabia converts Aramco into joint-stock company ahead of historic IPO

Saudi Arabia has changed the status of its national oil giant Aramco to a joint-stock company as of Jan. 1, in a key step for an initial public offering (IPO) planned for later this year. The sale of up to 5 percent of Saudi Aramco, expected to go ahead in the second half of 2018, is a centerpiece of Vision 2030, an ambitious reform plan to reduce the dependence of the Saudi economy on oil. The plan is championed by Saudi crown Prince Mohammad bin Salman.

The change, which was published in a cabinet decree in the kingdom's official bulletin on Friday, is a requirement for local companies in Saudi Arabia ahead of listing, a senior Aramco source, who declined to be named, told Reuters. "As a customary step in the preparation process for a Saudi IPO, Saudi Aramco has converted to a joint stock company," the source said. "This establishes the framework to allow future investors to hold shares in the company alongside its shareholder, the government."

(중략) The firm's board will have 11 members and the power to list the company in domestic and international markets, it said. The government will propose 6 members of Aramco's board, but shareholders with a more than 0.1 percent stake will have the right to propose a member to the general assembly.

- Reuters, 2018. 1. 5 -

결국 앞선 생각들을 정리해보자. 전 세계 금융시장은 역사적으로 늘 IPO 와 같은 대규모 유동성이 개입되는 순간에서 위기를 맞이했었다. 특히 버블이 발생한 국면에서는 그런 흐름이 더욱 명확하게 발생했는데, 그런 측면에서 볼 때 세계 최대 시가총액이 확실해 보이는 아람코의 IPO 는 우리가 반드시 주목할 수밖에 없는 부분이다. 실제로 매우 어려운 작업이기는 하지만, 가능한 단서를 끌어 모아서 valuation 을 진행해보면 시가총액은 약 \$2 조 가까운 금액으로 산출이 된다.

다만 사우디가 원하는 시가총액을 만들어 내기 위해서 2018년 하반기 IPO 이전에 유가 강세 국면을 발생시킬 것이고, 이는 어찌되었든 올 해 주식시장에게는 호재가 될 수 있을 것이다. 마침 석유가격은 자산 가격 중에서도 상승률이 매우 낮은 편이기에 유동성이 집중되기 좋은 상황이기도 하다.

따라서 SK 증권 리서치센터는 이런 투자 기회 혹은 위기의 국면이 올 해에서만큼은 아람코 IPO 라는 이벤트를 통해 불거질 것으로 판단하고 있다.

하지만 질문은 여기서 끝이 아니다. 저 대규모 시가총액의 기업이 상장되어 사우디가 현금을 확보하면? 그렇다면 그들은 그 현금을 어디에 쓸려고 할까? 또 다른 투자기회를 찾아야 하는 금융시장에게 있어서 중요한 질문일 수밖에 없는데, 다음 파트에서 그 두 번째 이야기에 대한 답을 찾아보고자 한다.

Part II. 노르웨이가 사우디에 보여준 로드맵, the NEOM

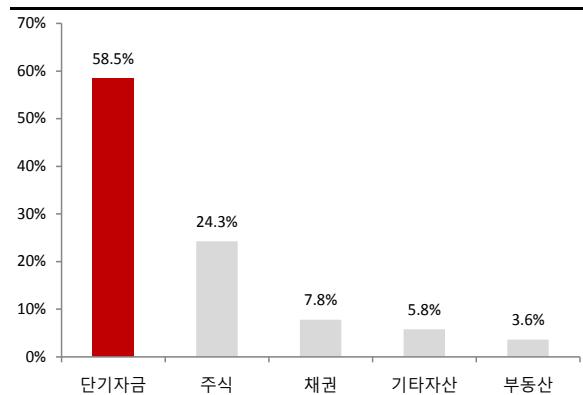
① 2001년 노르웨이에서 2018년 사우디를 읽어내다

정확한 상장 시 시가총액이 얼마가 될지에 대해서는 IPO 직전까지 의견이 분분하게 갈릴 수 있지만, 확실한 사실 한 가지는 사우디 왕정은 이를 통해 천문학적인 수준의 현금을 손에 쥐게 된다는 것이다. 그렇다면 자연스럽게 뛰어어서 나올 수 있는 질문은 “과연 이 막대한 자금을 어디에 사용할 것인가?”라는 부분일 것이다. 이에 대해서 구체적으로 밝혀진 바는 아직 없다. 하지만 몇 가지 정황을 통해서 짐작을 해볼 수는 있는데, 이번 IPO로 확보되는 자금은 사우디 내 여러 개의 국부펀드 중 PIF로만 유입된다 는 것에 주목할 필요가 있다.

사우디에는 총 8개의 대표 국부펀드가 있는데, 그 중에서 가장 규모가 큰 2개는 ① 사우디 중앙은행(SAMA, Saudi Arabian Monetary Agency)이 보유하고 있는 포린홀딩스(Foreign Holdings)와 ② 국왕 직속기관 경제개발위원회 산하의 PIF(Public Investment Fund)로 꼽힌다. 2018년 1월 기준 두 펀드의 보유자산규모는 SAMA 포린홀딩스가 \$4,940 억, PIF가 \$2,239 억이며, 각각 전 세계 국부펀드 중 규모 기준으로 봤을 때 5위와 11위에 해당한다.

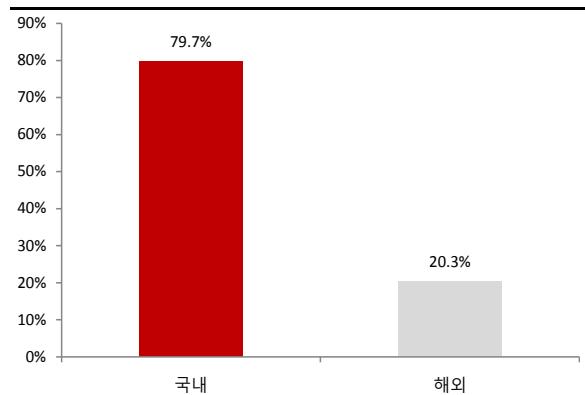
사우디 내에서 가장 규모가 큰 SAMA 포린홀딩스는 투자 성격이 통상 “안정적 / 보수적”이라고 평가를 받는다. 설립취지 자체가 석유를 통해 얻은 수익을 반대로 위험요소가 낮은 자산에 투자하는 것이기 때문이다. 실제로 투자펀드들의 형태를 분석해볼 경우 단기자금(money market instruments)의 비중이 2016년 기준 무려 58.5%에 이르는데, 결국 유동성 형태를 지닌 금융상품 성격의 투자들이 대다수임을 알 수 있다. 그 뒤로는 주식(24.3%), 채권(7.8%), 부동산(3.6%) 등으로 구성이 된다.

사우디 국부펀드 SAMA 포린홀딩스의 자금별 투자행태



자료 : SAMA, SK증권

사우디 국부펀드 SAMA 포린홀딩스의 국내외 투자행태



자료 : SK증권

그러나 PIF는 성격 자체가 다르다. SAMA 포린홀딩스 같은 수치화 된 구분은 없기 때문에 이들의 구체적인 투자행태는 파악이 어렵지만, 투자 성격에 대해서는 자국 내 산업개발(Sector Development), 인프라개발(Real Estate & Infrastructure Development), 대규모 프로젝트(Giga-Projects), 해외전략투자(International Strategic Investments) 등으로 명시하고 있다. 즉 금융성격의 간접투자보다는 적극적인 프로젝트 중심의 직접투자를 진행한다는 것을 알 수 있다.

금번 아람코 IPO로 확보된 자금이 투입되는 국부펀드는 앞선 단락을 통해 밝힌 대로 PIF다. 조금 더 구체적으로 이야기하자면, PIF는 2017년 10월 25일 2018~2020년 3년 간의 종합 운영 계획을 담은 성명에서 2020년까지 자산 규모를 현재 \$2,300 억에서 \$4,000 억까지 늘리겠다고 발표한 바 있다. 추가 자금의 마련은 역시 아람코의 IPO가 주요할 것이라고 덧붙이기도 했다. 결국 “IPO 자금 → PIF 유입 → 프로젝트성 직접 자금에 투자”라는 단순한 공식을 파악할 수 있는 것이다.

앞서서 MBS를 소개하는 파트에서 설명했지만 PIF는 원래 재무부 산하였다. 하지만 2015년 살만 왕조가 열리면서 조직개편을 통해 국왕 산하 경제개발위원회(CEDA)로 소속을 옮겼는데, 현재 이 위원회를 이끌고 있는 수장이 바로 MBS다. 그가 왜 “Mr. Everything”이라는 별칭을 얻었는지 또 한 번 실감할 수 있는 대목이다. 도대체 최근 사우디의 굵직한 정치/경제/군사의 행보에서 이름이 빠지지를 않으니 말이다.



사우디 MBS 왕세자' 국부펀드 3년내 두 배로...456 조원 규모

사우디아라비아의 국영 공공투자펀드(PIF)가 2020년까지 덩치를 두 배로 키운다. 사우디는 국가 주요 프로젝트에 이 자금을 투입해 경제 성장을 이끌고 석유 의존형 경제구조에서 탈피한다는 계획이다. PIF는 25일(현지시간) 2018~2020년 3년간의 종합운영

계획을 담은 성명을 발표하면서 2020년까지 자산 규모를 현재 2300 억 달러(한화 약 225 조원)의 배인 4000 억 달러(456 조원)으로 늘리겠다고 25일(현지시간) 밝혔다. 내년 진행할 예정인 국영 석유회사 아람코의 기업공개(IPO)로 유입될 자금, 펀드 운용 수익 등으로 1700 억달러를 충당할 계획이라고 야시르 빈오트 만 알루마이얀 PIF 사장은 설명했다. 이어 "(투자를 통해) 2020년까지 국내 일자리 2만개와 건설 관련 일자리 25만 6000개를 창출하겠다"며 "사우디의 국내총생산(GDP)에서 차지하는 PIF의 비중도 현재 4.4%에서 6.3%로 늘어날 것"이라고 기대했다.

- 2017. 10. 27, 에너지 경제 -

한편 PIF 가 계획대로 \$4,000 억에 가까운 투자자금을 확보하게 된다면 규모도 SAMA 포린홀딩스와 크게 차이 나지 않게 될뿐더러, 더군다나 MBS 의 존재감까지 감안할 때 사실상 사우디의 핵심 국부펀드가 될 것이라고 추정해도 무리가 없을 것이다. 게다가 태생적으로 적극적인 직접투자를 진행하는 국부펀드이기 때문에, 아마도 앞으로 굵직 굵직한 대규모 투자들을 여럿 양산해 낼 개연성이 높다.

그렇다면 여기에서 추가될 또 하나의 질문. IPO 의 과정과 의도를 파악해봤을 때 어딘가에 적극적으로 투자할 것이라는 정황은 알겠는데, 도대체 MBS 는 어느 분야에 어떻게 직접투자를 진행할 생각을 하고 있을까?

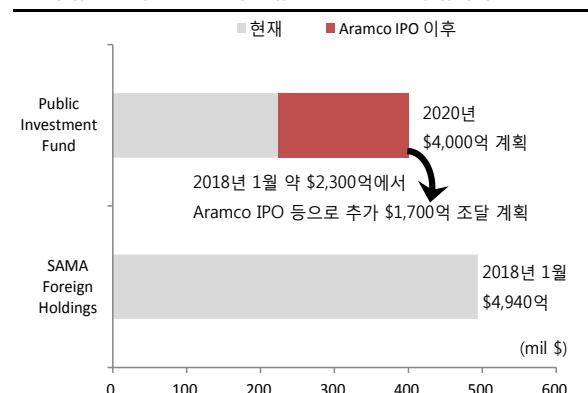
이에 대한 대답을 찾기 위해서는 또 다른 실마리 하나를 풀어봐야 한다. 사우디의 현재 “국영 석유기업의 IPO – 국부펀드로 자금유입 – 직접투자 집행”과 같은 연결고리를 이미 오래 전에 실행했던 국가가 하나 있다. 아마도 이 과거 사례를 분석해본다면 아람코의 방향성에 대해서 좋은 교훈을 얻을 수 있을 텐데, 그들은 바로 스타토일의 IPO 를 통해 세계 최대 국부펀드 GPFG(Government Pension Fund Global)를 만들어낸 2001 년의 노르웨이다.

사우디 국부펀드 PIF 의 투자대상



자료 : PIF, SK 증권

PIF 의 규모는 아람코 IPO 자금 유입으로 SAMA 와 유사해질 것임



자료 : SWF, SK 증권

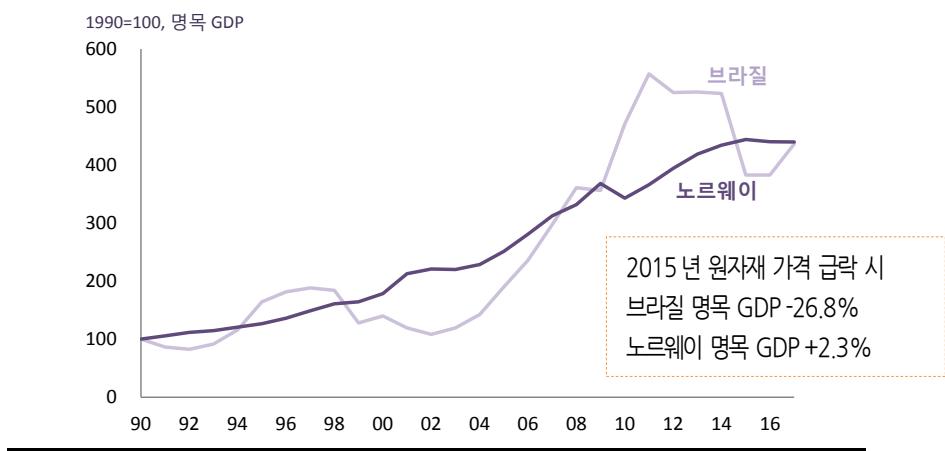
노르웨이의 국부펀드는 세계 최대이며, 노르웨이 GDP를 능가한다.

2018년 1월 기준 전 세계 최대규모를 자랑하는 국부펀드는 약 \$1조원의 자산을 보유하고 있는 GPGF(Government Pension Fund Global)이다. 이 펀드는 석유를 통해 막대한 자산을 축적한 한 국가에 의해 창립이 되었는데, 그렇다면 해당 국가는 어디일까? 아마도 지금까지 이에 큰 관심을 쏟아오지 않았던 이들은 대다수는 중동을 떠올릴 것이고, 조금 더 깊이 들어간다고 하더라도 남미 내지는 아프리카 정도를 거론할 것이다.

하지만 모두 정답이 아니다. 놀랍게도 석유자원에서 발생한 이득을 기반으로 전 세계 최대의 국부펀드를 보유하고 있는 국가는 바로 북유럽의 선진국 노르웨이다. 1인당 국민 소득 \$73,600로 전세계 탑 수준을 유지하고 있는 그들 경제력의 기반은 원유였다.

사우디 입장에서 나쁜 예는 아르헨티나, 브라질, 러시아 일 것이며, 거의 유일하게 좋은 벤치마크 대상이 될 수 있는 나라는 바로 노르웨이이다. 노르웨이와 브라질의 GDP 추이를 그려보면 사우디가 노르웨이를 전반적으로 벤치마크로 삼을 것이라는 예상이 더욱 확실해진다. 1990년대부터 지금까지 브라질과 노르웨이의 성장한 규모는 거의 동일하지만 변동성은 크게 차이를 보인다. 유가 및 원자재 가격이 급락한 2014~2015년 브라질 경제가 27% 뒷걸음질 치는 동안 노르웨이 경제는 +2.3% 성장했다는 점이 단적인 비교가 될 것이다. 노르웨이의 원유 및 가스 수출이 전체 노르웨이 GDP의 22%, 수출의 67%를 차지할 정도로 여전히 중요하다는 것을 감안한다면 원자재 가격이 출렁이는 가운데서도 경기 변동을 작게 유지했다는 점은 놀라운 부분이다.

공교롭게도 1990년 이후 브라질과 노르웨이, 두 나라의 성장세는 같다. 그런데 변동성은 매우 다르다.

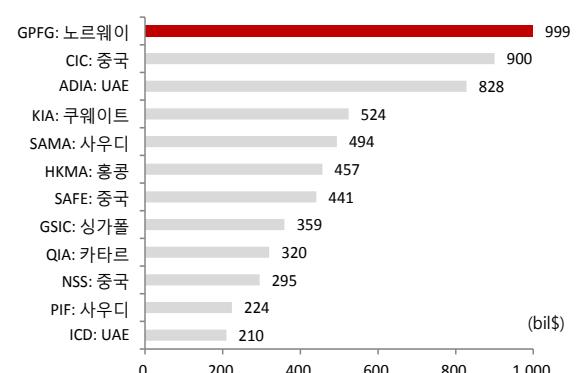


자료 : CEIC, SK증권

노르웨이의 국영석유회사는 스타토일(Statoil)이다. 우리에게는 ExxonMobil이나 Royal Dutch Shell과 같은 주요 석유메이저들 대비로는 생소한 이름이라고도 할 수 있는데, 20 세기 중후반 전 유럽, 아니 사실상 전 세계를 들썩였던 북해지역 석유개발에 있어서, 노르웨이 해역의 대륙붕 원유/가스를 개발하기 위해 1972년 설립되었던 기업이다. 비록 세계적인 메이저업체들에 비해서 탄생이 늦었고 규모도 그다지 크지 못했지만, 그 당시 북해개발이라는 대대적인 이슈와 함께 빠른 기술유입까지 더해지면서 이들의 성장세는 날이 갈수록 빨라지게 된다. 게다가 시기적으로 1973년과 78년 두 차례 발생한 오일쇼크는 이런 불 같은 흐름에 기름을 끼얹는 역할까지 했다.

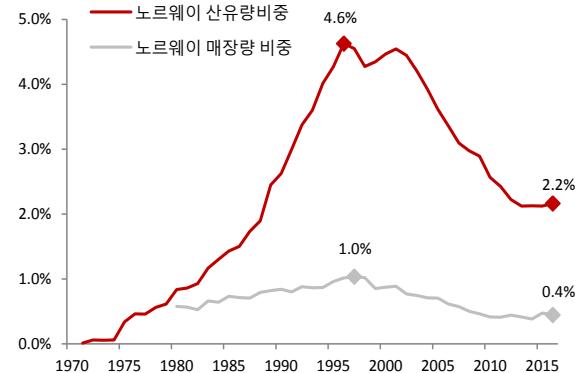
결국 20 세기 말(1997년) 노르웨이의 산유량은 전 세계에서 4.6%의 비중을 차지하는 수준까지 성장한다. 석유라는 전 세계 최대 산업에서 불과 30년 만에 당당히 메이저 기업을 육성해내었으니 대단한 업적이라고 할 수 있었다. 그러나 노르웨이가 석유산업과 관련하여 이룩해 낸 최대의 업적은 단순히 스타토일을 오일메이저로 성장시켰다는 부분이 아니었다. 1990년에서부터 석유 부문에서 발생한 재정흑자를 바탕으로 국부펀드를 일찌감치 조성하기 시작했었다는 것이 오히려 더욱 주목 받을 만한 부분이었다.

2018년 1월 기준 전 세계 국부펀드 랭킹



자료 : SWF, SK 증권

노르웨이의 산유량은 2000년 부근에서 전 세계의 4.6%까지 상승

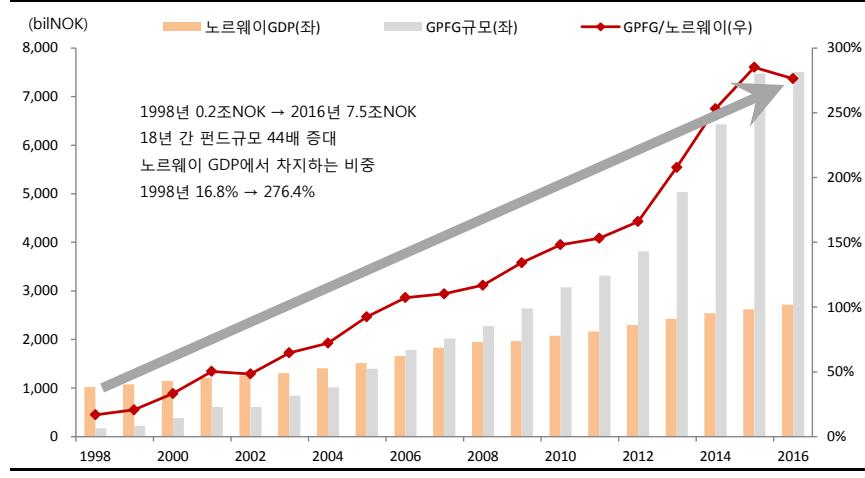


자료 : BP, SK 증권

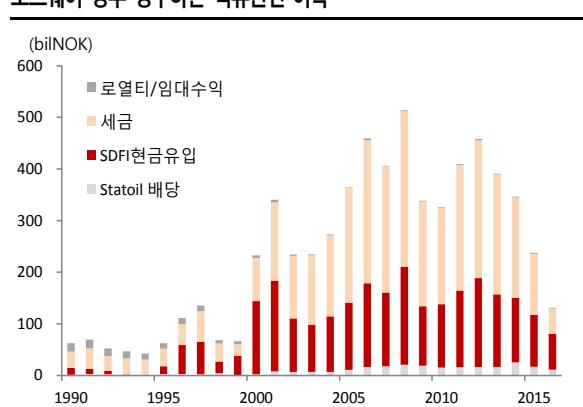
GPFG는 1990년 6월 22일 석유기금법을 제정하면서 탄생하였다. 설립 취지 및 과정을 간단하게만 얘기하자면 국영석유기업 스타토일, 즉 석유에서 발생한 수익을 국가가 환수한 뒤 국부펀드를 통해서 투자를 집행하겠다는 의도를 명시화한 것이었다. 노르웨이 정부는 석유와 관련하여 스타토일의 배당뿐만 아니라 현금유입, 세금, 로열티/임대 수익으로 꾸준히 정부세입을 유지해오고 있었고, 1990년부터 2016년까지 정부의 세수/수익 중에서 석유가스 관련 비중은 평균 27.6%에 이르렀다. 이 막대한 자금을 결국 GPFG라는 국부펀드로 지속 유입시키게 되는 절차를 명시한 것이 석유기금법이었다.

이를 통해 설립초기만 하더라도 보잘것없던 GPFG의 규모는 확대일로를 밟게 된다. 1998년만 하더라도 약 1,720억 크로네에 불과하여 노르웨이 GDP의 약 16.8%에 해당할 뿐이었는데, 2016년 기준 규모는 무려 7.5조 크로네까지 상승하게 되었다. 18년 간 펀드 규모를 44배나 증대시킨 셈이었다. 동시에 이는 노르웨이 GDP 대비 2.8배에 해당한다. 아이러니컬하게도 GDP보다 더 큰 국부펀드를 운용하고 있는 상황이다.

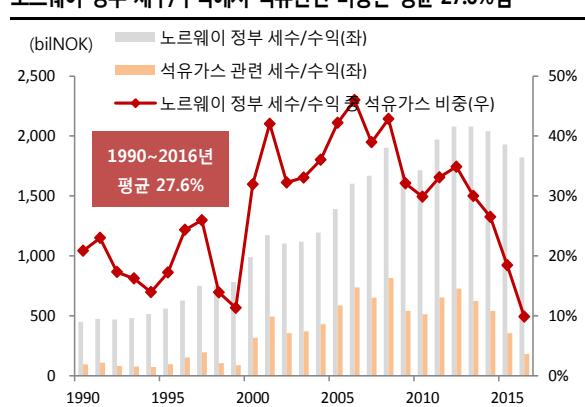
GPFG는 지난 18년간 자산규모가 44 배 증대하면서 노르웨이 GDP의 276.4%를 차지하게 됨



노르웨이 정부 징수하는 석유관련 이득



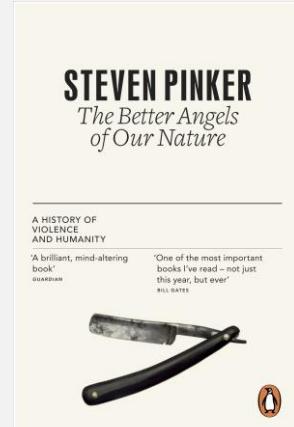
노르웨이 정부 세수/수익에서 석유관련 비중은 평균 27.6%임



한 가지 흥미로운 부분이 있다면 GPFG의 투자 성격이다. 석유를 통해 돈을 벌었으면 사실 손쉽게 그 분야로 재투자하는 것이 일반적인 발상이 될 수 있는데, 이들은 그런 통념과 달리 “석유 이외의 분야”에 대한 투자를 모색해 왔다. 석유자산 고갈 이후에도 국부를 이어가게 한다는 것이 가장 큰 목표였고, 뿐만 아니라 현 세대의 이익을 다음 세대를 위해 미뤄두겠다는 국민연금으로서의 목표도 잊지 않았기 때문이었다.

아마도 이 부분이 중동 혹은 중남미 및 아프리카의 기타 국영석유회사들과 극명하게 다른 사례라고 할 수 있다. 대표적으로 1980년대 멕시코 PEMEX 위기와 최근에서 는 베네수엘라 PDVSA 혹은 브라질 Petrobras의 사례와 같이, 많은 석유부국의 국가들은 석유를 통해 얻는 이득을 부정한 방편에 이용해 궁극으로는 국가 위기를 맞이했다. 이를 자원의 저주(resource curse) 혹은 석유병이라고 부르기도 한다.

아직까지도 많은 자원부국들은 이 딜레마에서 빠져 나오지 못하고 개발도상국이라는 몇몇에 허덕이고 있다. 그렇지만 노르웨이는 일찌감치 방향성이 달랐다. 스타토일의 수익을 GPFG로 환수한 것에 그치지 않고, 투자의 방향성 또한 스타토일 같은 석유기업이 할 수 없는 방향으로 집중해왔다. “선진국과 기술주”에 대한 투자, 바로 그것이 GPFG의 일관된 투자철학이었다.



STEVEN PINKER
The Better Angels of Our Nature

A HISTORY OF VIOLENCE AND HUMANITY

'A brilliant, mind-altering book'
BILL GATES

'One of the most important books I've read – not just this year, but ever.'
BILL GATES

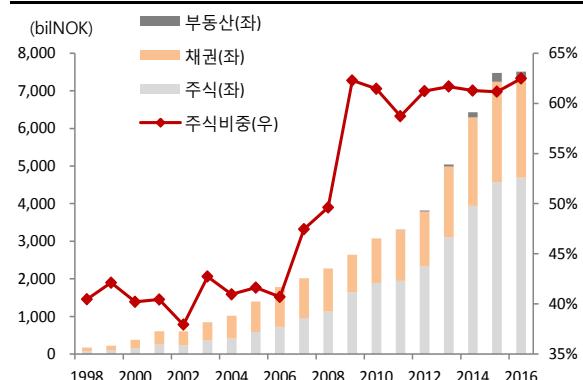
정부 권력이 승자 독식의 복권과 같을 경우, 특히 정부가 석유, 금, 다이아몬드, 전략적 금속 등의 횡재를 통제하는 경우에는 내전 취약성이 증폭된다. 이런 노다지는 축복이기는커녕 이른바 자원의 저주를 불러온다. (중략) 재생 불가능하고 독점하기 쉬운 자원을 잔뜩 가진 나라는 경제 성장이 더디고, 허접스러운 정부가 서고, 폭력이 더 많다. 베네수엘라 정치인 후안 페레스 알폰소의 말마따나 '석유는 악마의 배설물'이다. (중략) 자원은 그것을 독점한 사람에게, (중략) 권력과 부를 물어주기 때문이다. 지도자는 황금알을 낳는 거위에 들려붙는 경쟁자를 쫓기며 급급할 뿐, 상호 의무 속에서 사회를 살찌우고 하나로 엮을 상업망을 육성하는 데는 아무런 유인을 느끼지 못한다.

– 우리 본성의 선한 천사(The better angels of our nature), Steven Pinker –

실제 GPFG의 투자 포트폴리오로 확인해보자. 2016년을 기준으로 봤을 때 그들의 총 자산 중 무려 62.5%가 주식에 해당한다(채권 34.3% / 부동산 3.2%). 석유관련 이외의 해외 선진기업으로 재투자한다는 기조 아래에서 글로벌 outsourcing을 적극 진행해온 결과물인데, 전체투자자산을 지역별로 본다면 가장 많은 비중을 차지하는 지역은 북미로서 42.3%에 이르고, 그 다음이 유럽으로 36.0%이다. 반면 개발도상국이 다수 위치한 아시아는 15.8%에 불과하고, 그 외 자원에 의존하는 오세아니아(2.1%), 남미(2.0%), 아프리카(0.6%), 중동(0.4%) 등은 모두 큰 의미 없는 비중을 보인다. 북미와 유럽 비중이 78.3%라는 것은 통해 먼저 선진국 투자가 대다수라는 근거를 찾아볼 수 있다.

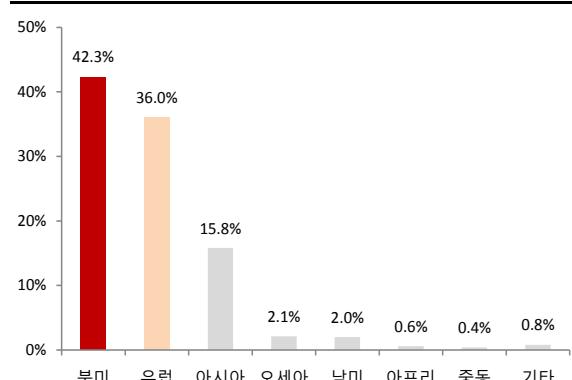
두 번째로 살펴볼 수치는 섹터별 투자비중이다. 2017년 3분기 기준 그들의 투자 중 많은 포지션을 차지한 쪽은 금융(24.3%)과 소비재(23.2%)다. 그 외에도 IT(10.8%), 헬스케어(10.1%), 통신(2.9%) 등이 주요 비중이다. 흔히 말하는 B2B 업종의 비중이 71.1%임을 알 수 있다. 반면 그들의 주요산업인 석유/가스는 5.8%에 불과할뿐더러, 그나마도 2010년의 10.8% 대비로는 거의 반토막이 나버린 수준이다.

GPFG 투자의 대다수는 주식(2016년 기준 62.5%)임



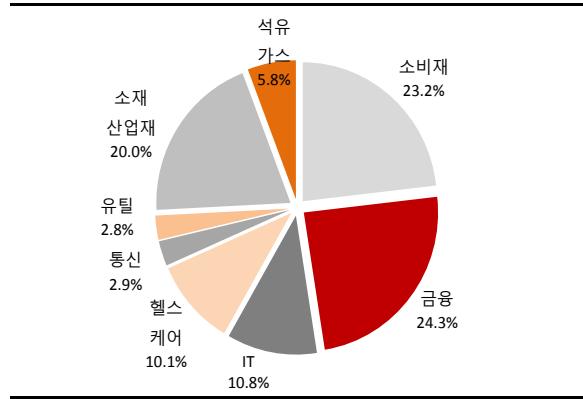
자료 : 노르웨이은행(nbim), SK증권

국가별로 보더라도 자원국가들에 대한 비중은 현저히 낮음



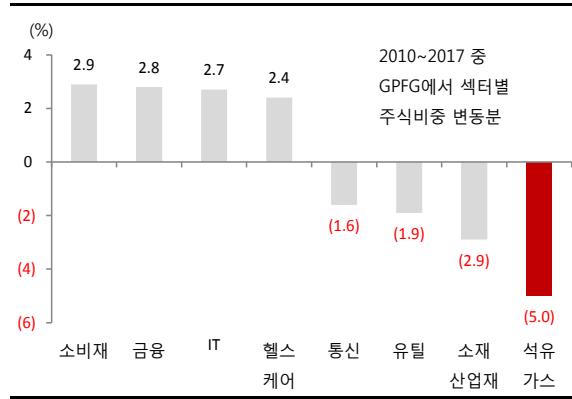
자료 : 노르웨이은행(nbim), SK증권

섹터별 비중에서 대다수는 B2B임. 석유/가스는 5.8%에 불과함



자료 : 노르웨이은행(nbim), SK증권

그나마도 2010년 대비로 가장 많은 비중축소 된 섹터가 석유/가스임

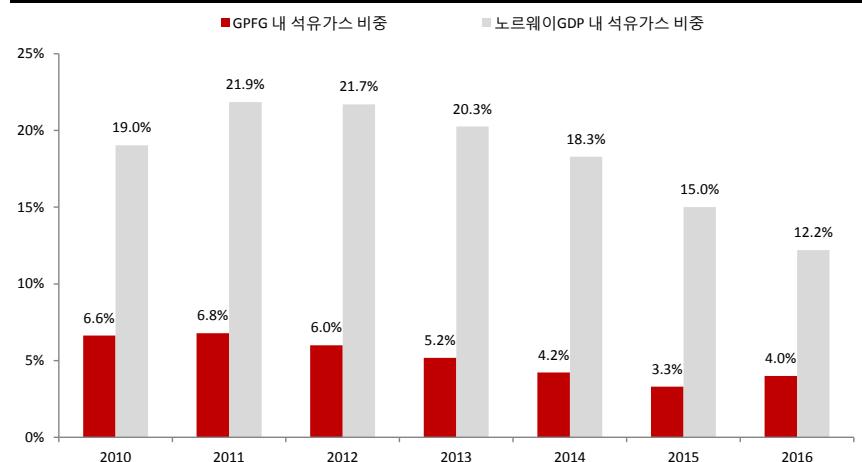


자료 : 노르웨이은행(nbim), SK증권

노르웨이 전체 GDP 에서 석유/가스 관련 매출이 차지하는 비중은 2016 년 기준 12.2%에 이른다. 2014년 이후 유가가 급락한 부분을 반영해서 그렇지, 2011년만 하더라도 이 비중은 21.9%에 이르렀다. 어느 측면으로 보던 간에 노르웨이라는 국가에서 스타토일이 차지하는 중요성이 명확히 확인되는 부분이다. 그렇지만 그들의 자랑거리 이자 미래라고 할 수 있는 국부펀드 GPFG 의 투자에서 석유/가스 부분이 차지하는 비중은 2016년 기준 4.0%에 불과하다. 노르웨이 GDP 에서 차지하는 비중 대비 1/3 수준 밖에 안 된다는 것이다. “석유에서 번 돈으로 탈 석유를 추진하는” 이런 아이러니컬 하면서도 미래지향적인 발상을 수십 년간 추구해왔던 국가가 노르웨이였다.

한편 지난 해 GPFG 측에서는 노르웨이 재무부에 “국부펀드에서 석유/가스 비중을 아래 지워버리자”라는 의견을 제시한 것으로 알려졌다. 석유의 변동성이 높아지자 더욱 탈석유에 대한 기조를 강화시키는 쪽인 것으로 판단이 된다. 미래에 대한 노르웨이 정부의 확고하면서도 명확한 의도를 보여주는 방향성이다.

노르웨이 GDP 에서 석유/가스가 차지하는 비중 대비 GPFG 에서 그것의 비중은 현저히 낮음



자료 : 노르웨이통계청(ssb), 노르웨이은행(nbim), SK 증권

Norway's Norges Bank wants to exclude oil and gas stocks at \$1 trillion sovereign wealth fund

Oil and gas stocks should be removed from the benchmark index of the Government Pension Fund Global, Oslo, said the manager of the sovereign wealth fund's assets.

Norges Bank Investment Management runs the assets of the 8 trillion Norwegian kroner (\$983 billion) GPGF. In a letter to the Norwegian Ministry of Finance, Norges Bank concluded that "the vulnerability of government wealth to a permanent drop in oil and gas prices will be reduced if the fund is not invested in oil and gas stocks," and advised the removal from the benchmark index. The fund's investments are measured against custom benchmark indexes for stocks and bonds compiled by FTSE Group and Bloomberg, respectively, on behalf of the Ministry of Finance, said the fund's website.

Oil and gas equities account for about 6%, or 300 billion kroner, of the sovereign wealth fund's benchmark index, said Norges Bank. Analysis taking this exposure, as well as the Norwegian government's 67% stake in energy company Statoil and future government oil and gas revenue, result in a total exposure to oil and gas equities for the government that is twice as large as in a broad global equity index, said the letter. The stake in Statoil could not be learned by press time.

The Ministry of Finance has, on a regular basis, transferred capital to the fund from the Norway's petroleum revenues.

A separate news release by the Norwegian Ministry of Finance, quoting Finance Minister Siv Jensen, said the issues raised by Norges Bank are "complex and multifaceted," requiring a "thorough assessment, in line with established practice for key decisions on the management of the fund. Furthermore, the government is responsible for the Norwegian economy as a whole and must take a broad and comprehensive approach to this issue."

The ministry will obtain further information and notify Parliament about the ongoing report on the management of the Government Pension Fund, which will be submitted in the spring. "The government aims to conclude on this matter in the fall of 2018," added the release.

- Pension & Investment, 2017. 11. 16 -

굳이 노르웨이의 스타토일 상장(IPO) 및 GPFG 성장과정을 설명한 이유는 금번 아람코 IPO 와 유사한 부분이 많기 때문이다. 노르웨이는 2001년에 스타토일을 상장시켰다. 당시 전체 지분의 17.5%를 주식 시장에 공개했고, 이를 통해 획득한 약 \$30 억의 자금 중 절반을 국부펀드에 유입시켰다. 이는 GPFG 성장의 토대가 되었다. 이후로는 앞서 설명한대로 비석유가스 분야에 대한 적극적인 투자를 현재까지 이끌어 오고 있다.

아람코의 상황과 생각도 이와 크게 다르지 않다. 만약 MBS 가 원하는 시가총액 \$2조 가 달성될 경우 5%의 구주매출 계획이니 \$1,000 억의 자금이 유입되고, 이는 PIF 로 투입되어 신규투자의 밑거름이 된다. 스타토일-IPO-GPFG 유입이라는 노르웨이의 과정과 거의 일치한다. 게다가 MBS 는 2016년 4월 “Vision 2030” 발표를 통해 사우디 의 탈석유를 공식화한 상황이다. 총 \$5,000 억을 들여 NEOM 신도시를 비롯해 각종 투자를 집행할텐데, 이 역시 노르웨이 GPFG 의 탈석유 투자와 궤가 맞닿는 부분이다.

실제로 Reuters 는 지난 해 9월 사우디 측이 노르웨이/스타토일과 함께 IPO 이후 사업 방향성에 대해 논의 중이라고 보도한 바 있다. 물론 스타토일은 이 보도에 대해 공식적으로 IPO 와 관련한 ‘조언(advising)’은 없지만, 경험을 ‘공유(sharing)’하고 있는 것은 맞다고 답을 했다. 사실상 표현의 차이만 있을 뿐이지, 아람코가 노르웨이/스타토일의 방향성, 즉 “국영석유기업을 통한 탈석유”를 지향하는 것만큼은 사실로 보인다.

INSIGHT-Aramco listing reshapes Saudi Arabia's OPEC oil policy

(중략)

Listing its national oil firm represents unknown territory for Saudi Arabia and OPEC. But Norway, which has listed its state oil company Statoil, might offer some guide to the path ahead. The Nordic nation, which still owns 67 percent of the oil firm, has refrained from joining any international steps in regulating oil output since 2002, months after listing in New York and Oslo in 2001.

Over the past year, Saudi officials have met officials from Norway and Statoil to discuss how best to restructure Aramco's business operations ahead of the IPO, according to several industry sources familiar with the meetings. The sources cited U.S. anti-trust laws as the main reason why Norway does not join accords on production, such as the deal agreed in December.

A Statoil spokesman said the company had not advised Saudi officials on the IPO in any official capacity. Its CEO Eldar Saetre also told Reuters in February that it was not officially advising Aramco, but said it was “sharing” its experience. Statoil referred queries about Norway's position regarding international output accords to the ministry of energy. The ministry said there was no link between Norway not joining OPEC cuts and the fact that Statoil is a U.S. listed company.

(중략)

- Reuters, 2017. 09. 28 -

참고로 아람코의 IPO 외에 다른 한 가지 질문이 나올 수 있다. 사우디 국부펀드 PIF 가 2020년까지 현재 약 \$2,300 억의 자산규모를 \$4,000 억까지 육성한다는 목표를 달성하기 위해서는 추가로 \$1,700 억을 수혈해야 하는데, \$1,000 억은 IPO 대금으로 충당한다고 하더라도 남은 약 \$700 억은 어떻게 한다는 것일까? 물론 PIF 의 계획에 따르면 “펀드 운용 수익 등”이라고 언급했지만, 이는 현실적으로 쉽지 않다는 것은 누구나 짐작할 수 있을 것이다. \$2,300 억의 자금에서 \$700 억의 수익을 발생시키려면 대략 30%의 수익률이 요구되는데, 이 정도의 대규모 펀드에서 1~2년 새 30%의 수익률이란 쉽지 않은 일이나 말이다.

이 대목에서 최근에 보도된 흥미로운 뉴스에 대해서 주목해 볼 필요가 있다. “Mr. Everything” MBS 가 직접 주도하는 ‘피의 숙청’이라는 프로젝트다. 사우디 왕조 내 왕자 및 유력인사들의 부정행위에 대한 일종의 척결 작업으로 이해하며 무리 없다. 사실 ‘피의 숙청’이라는 명칭은 한국에서만 불리는 것이고, MBS 는 반부패척결위원회 위원장을 맡은 이후 al-Ajrab Sword, 일명 “Blood-rusted Sword”라는 엘리트 별동대를 조직하여 대대적으로 이들의 부패 행위에 대해 조사해왔다. 한국에서는 아마도 blood-rusted sword 라는 이름이 피의 숙청으로 해석되어 보도된 것으로 판단된다.

알 자지라의 보도에 따른 이 별동대는 일종의 특수부대다. 공군, 해군, 왕실경위대 등에서 약 5 천명의 인원이 선발되어 구성되었고, 일반군대 이상의 훈련과 임무를 부여 받는 것으로 알려졌다. Al-Ajrab Sword(Blood-rusted Sword)라는 이름은 두 번째 사우디의 창설자인 Imam Turki bin Abdullah Al Saud 의 칼에서 따온 건데, 당시 그는 그의 칼에 녹이 쓴 것을 발견하고는 이렇게 이름을 지었다고 한다.

가장 무서운 건 2015년 1월 MBS 에 의해 구성이 되었고, 임무 역시 MBS 의 지시만 따른다는 것이다. 이번 부패척결위원회 조사대상 체포과정도 이들이 진행했다고 한다.



Blood-rusted Sword: Elite force of Saudi crown prince

Saudi Crown Prince Mohammed bin Salman is using an elite force to suppress dissent within the royal family. The brigade, which reports directly to the crown prince, is called al-Ajrab Sword (Blood-rusted Sword). According

to Saudi media reports, al-Ajrab Sword Brigade arrested 11 Saudi princes last week after they gathered in the capital Riyadh to protest against newly imposed austerity measures.

- Aljazeera, 2018.01.08 -

Al-Ajrab Sword(Blood-rusted Sword)은 2017년 11월부터 본격 행동을 개시했다. 당시 사우디 검찰총장은 총 208명을 체포(최종 350명 소환)해 부정 자산 축적에 대한 조사를 진행 중이라 밝혔는데, 이 중에는 중동의 위린 베핏으로 불리는 억만장자 알 월리드 빈 탈랄, 사우디 최대 여행사 알타이야르의 창업주 나세르 빙아퀼 알타이야르도 포함되어 있었다. 이들은 모두 사우디 리야드의 리츠칼튼 호텔에 구금되었고, 이 때문에 호텔영업이 잠정 중단에 들어가기도 했다.

외부에서는 이에 대해 MBS의 왕위를 위협했거나 혹은 위협할 수 있는 잠재군을 정치적으로 숙청하는 것이라 보도하기도 한다. 하지만 내부적으로 사우디 국민들 자체는 이런 작업에 대해 대대적인 환영의 뜻을 보이고 있다고 하니 단순하게 해석할 문제는 아닌 듯 하다. MBS 본인도 다른 의미보다는 “아버지는 이런 부패 수준으로는 사우디가 G20 지위를 유지하지도, 성장하지도 못한다고 봤다.”라며 순수한 의미에 힘을 실었다.

어느 쪽이 진짜 의도인지는 아무도 모른다. 하지만 한 가지만큼은 확실해 보인다. 그리고 이 자료에서 Al-Ajrab Sword(Blood-rusted Sword)의 행동에서 의미를 찾고자 하는 것은 바로 이거다. 이 작업을 통해 무려 \$1,000억의 자금이 사우디 국고로 환수된다는 것이다. 사우디 검찰총장은 직접 부적절하게 사용된 자금이 최소 \$1,000억이라고 언급하기도 했다. 물론 이 자금의 사용처는 알려진 바 없다. 하지만 국부펀드 PIF로서는 어느 방향이든 돈 걱정, 혹은 수익률 걱정은 할 필요가 없어 보인다. PIF가 당연히 국부펀드임과 동시에 MBS가 직접 이끌고 있음을 잊어서는 안 된다.

'피의 숙청' 사우디 빙살만 왕세자...숙청 목표는 결국 '112 조원'?

무함마드 빙살만 사우디아라비아 왕세자의 부패청산 아래 왕족과 전현직 장관 등 201명이 총 1000억 달러(한화 111조 7800억 원) 횡령 혐의로 조사를 받는 것으로 확인됐다. 9일(현지시간) AFP 통신에 따르면, 세 이크 사우드 알 모제브 사우디 검찰총장 성명을 통해 "총 208명에 대한 조사를 진행했으며, 그 중 7명이 석방됐다"고 전했다. 이어 "지금까지 드러난 부패 행위의 잣대적 규모는 매우 크다"며 "지난 3년간 조사에 따르면, 수십년 동안 조직적인 부패와 횡령을 통해 최소 1000억 달러가 부적절하게 사용된 것으로 보고 있다"고 밝혔다. 당국은 기소된 이들의 은행 계좌를 동결하고 부패와 연관된 자산은 국고로 환수할 계획이다.

빙살만 왕세자가 주도하는 '반부패위원회'는 왕자와 전현직 장관들을 상대로 광범위한 수사를 벌이고 있다. 지금까지 왕자 11명과 수십명의 전현직 장관 등을 체포한 것으로 알려졌다. '중동의 위린 베핏'으로 불리는 억만장자 알 월리드 빈 탈랄 왕자, 사우디 최대 여행사 알타이야르의 창업주 나세르 빙아퀼 알타이야르 등도 포함됐다. 빙탈랄 왕자가 소유한 킹덤홀딩스는 디즈니, 애플, GM 등 글로벌 기업의 지분을 상당량 보유하고 있고 그의 자산 규모는 180억 달러(약 20조 원)나 되는 것으로 전해졌다. 월스트리트저널은 체포된 인사들의 자금 중 많은 돈이 해외에 있으며 이 자금이 되돌아와 사우디 재정에 보탬이 될 수 있다고 전했다. 저유가 장기화로 재정이 열악해진 사우디 정부는 국제채권시장에서도 자금을 조달하고 있다.

- 에너지경제, 2017.11.10 -

② 사우디가 노리는 스마트시티(smart city), NEOM

그렇다면 사우디가 아랍코의 IPO를 통해 노르웨이처럼 탈석유를 추구하는 방향성은 어떻게 될까? 아직 IPO 이후 자금의 출처에 대해서는 명확히 밝혀진 것이 없다. 다만 MBS가 직접 전두지휘하고 있는 “Vision 2030”的 내용을 살펴보면 어느 정도 짐작할 수 있는 부분은 있다. 그리고 그에 대한 결론부터 이야기하자면 그들의 궁극적인 방향성은 그들의 mega city project “NEOM”이 될 가능성이 높다.

NEOM에 대한 계획은 2017년 10월 24일 사우디 국제투자회의(FII, Future Investment Initiative)에서 처음 발표되었다. MBS는 이 자리에 참석해 총 \$5,000 억(약 500 조원)을 투자해 탈석유 시대를 진행하기 위한 NEOM 신도시를 건설하겠다고 직접 공개했는데, 여기에는 에너지, 물, 생명공학기술, 식품, 첨단제조업 및 엔터테인먼트 산업이 중점적으로 포함될 것이라고도 했다. 2030년에 프로젝트는 완료될 예정이고, 이 때에는 Vision 2030의 계획 하에 NEOM이 사우디에 GDP 1,000 억 달러 규모로 기여할 것이라고도 첨언했다. 말 그대로 메가 프로젝트다.



사우디 사막에 564 조원 미래도시 ‘네옴’ 선다

사우디아라비아가 5000 억 달러(약 564 조원)를 들여 우리나라 4분의 1 면적의 친환경 미래 신도시를 조성한다. 사우디 정부는 이 도시를 인접 국가인 이집트, 요르단과 연결해 중동 지역 경제허브로 만들고 획기적인 경제성장을 도모한다는 구상을 제시했다. 모하마드 빈살만(32) 왕세자는 24일(현지시간) 수도 리야드에서 열 미래 투자 콘퍼런스에 참석해 이런 내용의 미래형 주거·사업용 신도시 네옴(NEOM) 건설 계획을 밝혔다고 미국 경제전문매체 퀴츠 등 외신과 현지 매체들이 보도했다. [사우디 왕위 계승 1순위인 빈살만은 현재 국방장관 겸 사우디 공공투자기금\(PIF\) 의장을 맡고 있다.](#)

네옴은 이집트, 요르단, 이스라엘 등 3 개국과 접한 사우디 북서쪽 홍해 연안에 2만 6500 km² 규모로 조성된다. 아카바만과도 인접한 이 지역은 수에즈 운하를 이용하는 해상 무역로와 가깝다. 빈살만은 이곳에 에너지와 수자원, 생명공학, 식량, 제조업, 엔터테인먼트를 아우르는 각종 산업을 집중시킬 계획이라고 설명했다. [그는 “이런 분야에 대한 집중은 국제적 기술 혁신과 제조업을 양성해 경제성장 및 다양화를 촉진하고 지역 산업 활성화와 일자리 창출, 국내총생산\(GDP\) 확대를 주도할 것”](#)라고 말했다. 네옴 건설 예산 5000 억 달러는 국제통화기금(IMF)이 집계한 올해 기준 사우디 연간 GDP(6785 억 달러)의 약 74%다.

네옴은 석유를 전혀 사용하지 않고 자체 풍력과 태양에너지로만 가동하는 도시로 만들어진다. 네옴 건설은 사우디가 석유 의존 경제에서 탈피하기 위해 추진하는 개혁 정책의 일환이다. [빈살만은 2G 휴대전화와 최신 스마트폰을 꺼내 들고 “현재의 사우디와 네옴의 차이는 이 두 전화기의 차이와 같다”고 말했다.](#) 그는 네옴이 거주자에게 다른 어떤 대도시보다 탁월한 경제적 기회와 목가적 일상생활을 동시에 제공할 것임을 강조했다.

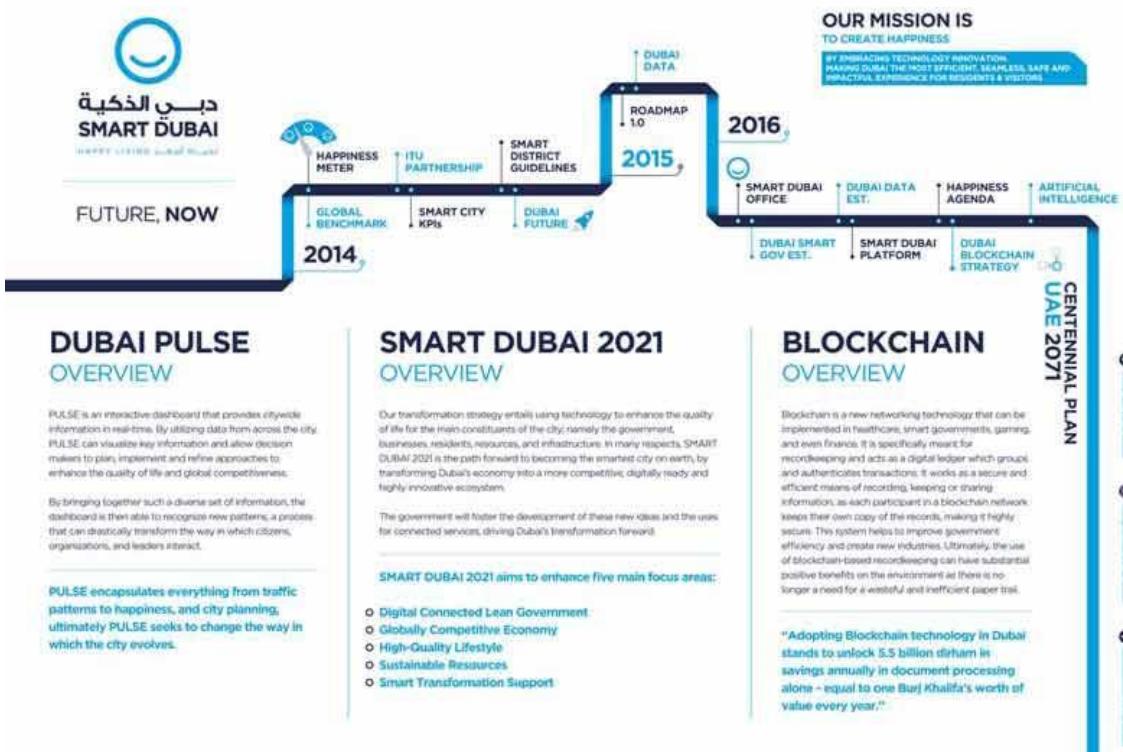
PIF는 2025년까지 네옴 1단계 건설을 완료할 것으로 보고 있다. 미국 CNBC 방송은 사우디가 잠정적 투자자들과 이미 계약을 맺었다고 전했다.

- 국민일보, 2017.10.25 -

사실 사우디 뿐만 아니라 다른 많은 신흥국들이 최근 가장 열을 올리는 프로젝트는 단연 스마트시티 건설이다. 지난 해 스페인에서 열렸던 스마트시티 엑스포에서 미국, 영국 등과 함께 주목을 받았던 국가들은 중국, 인도, 중동 국가들로 알려지고 있다.

중국은 165 조원 규모를 투자해 3년내 스마트시티 500 여개를 조성한다는 계획을 발표했다. 중동 도시 중에서는 두바이가 적극적인데, ‘스마트 두바이’를 슬로건으로 내걸고 비교적 구체적인 계획들을 발표 중이다. 스마트시티는 거의 모든 국가가 주요 국가 프로젝트로 추진중이다. 다만 오히려 이미 인프라가 갖춰지고 인구가 밀집되어 있는 선진국 보다는 신흥국에서 먼저 순수한 의미에서의 스마트 시티가 나올 가능성이 높다는 시각도 있다. 이사 가기 전에 도배하는 것과 가구를 들여놓은 상태에서 도배하는 것과의 차이를 생각해 보면 일리 있는 전망이다.

‘스마트 두바이’라는 슬로건을 내걸고 투자에 적극적인 UAE



자료 :

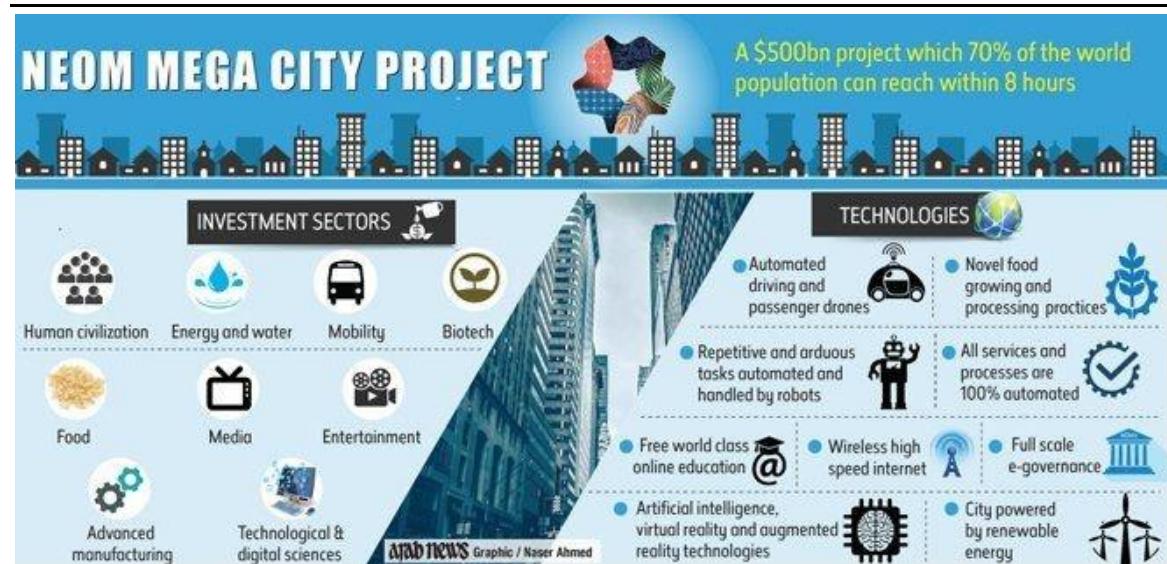
https://www.google.co.kr/search?q=SMART+DUBAI&rlz=1C1NHXL_koKR766KR766&source=lnms&tbo=isch&sa=X&ved=0ahUKEwjdlYldgPXYAhWCUpQKHfIA9oQ_AUICigB&biw=1920&bih=949#imgrc=mLOt3qf3uBNSM; SK 증권

일각에서는 네옴 프로젝트가 현실성이 있는지에 대해서 회의론도 제기가 된다. 이미 2005년 압둘라 시절 이코노믹 시티(부지 173km²)라는 계획이 세워진 바 있었다. \$1,000 억원 규모의 프로젝트였었는데, 아직까지 미완공일뿐만 아니라 사실상 자금부족 때문에 완공 가능성도 낮게 평가되고 있다. 때문에 UAE 아부다비 상업은행 수석경제학자 모니카 밀리크는 “이미 사우디는 수많은 대형 프로젝트를 발표했다. 하지만 중요한 것은 구체적 내용, 실질적 진행, 초기 투자 같은 것. 이 정도로는 지금까지 사우디가 발표했던 다른 프로젝트들과 다를 것이 없다”고 지적한 바 있다.

그렇지만 단순히 이렇게만 판단할 것은 아니다. MBS는 상기 의혹에 대한 질문을 직접적으로 받은 바 있는데, 과거와의 결정적 차이점은 NEOM 프로젝트의 경우 MBS가 직접 PIF의 수장으로서 자금여력을 보장하고 있다는 부분을 언급했다. 즉 모든 프로젝트의 문제점이 될 수 있다면 역시 유동성이 될 텐데, 금번 같은 경우는 사우디 국왕이 직접 자금을 컨트롤하면서 진행하는 부분이 예전과 다르다는 것을 지목한 것이다. 충분히 일리 있는 이야기다.

그리고 또 한 가지 주목할 부분이 있다. NEOM 프로젝트를 단순히 일산, 분당, 판교와 같은 신도시 건설계획으로 이해하면 안 된다. MBS의 발언 중에서 매우 의미심장한 것이, 2G 휴대전화와 최신 스마트폰을 꺼내 들고 “현재의 사우디와 네옴의 차이는 이 두 전화기의 차이와 같다”고 언급한 부분이다. 자세한 내막을 들어보면 도시의 구성에 자율주행(Automated driving), 드론, 로봇, 자동화, 무선인터넷, 인공지능(AI), 신재생에너지가 핵심이 된다는 것을 알 수 있는데, 이 것이 바로 현 시대의 흐름과 정확히 일치한다는 사실이 흥미롭다. 즉 NEOM은 사우디가 추진하는 스마트시티(smart city)다.

사우디 아랍뉴스(arab news)가 공개한 NEOM 프로젝트에 대한 개괄



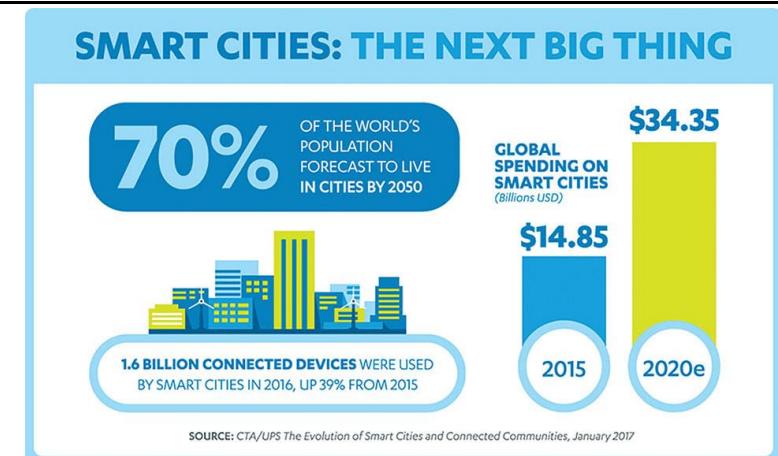
자료 : arab news, SK 증권

스마트시티는 우리에게 먼 개념이 아니다. 얼마 전 폐막 된 IT 산업의 연간 최대 행사 중 하나로 꼽히는 CES(Consumer Electronic Show)의 키워드 역시 스마트시티였다. 스마트폰(smart phone)이 열었던 IoT 와 AI 의 시대를 얼마 전까지 스마트카(smart car)가 받았다면, 이제는 그보다 더 상위의 개념인 스마트 시티(smart city)가 화두로 자리 잡은 셈이다. 개최장 서문 쪽에는 스마트 시티에 관련된 전용 공간이 마련되기도 했고, 이노베이션 어워즈(innovation awards)에서는 스마트 시티 관련 부문이 새로 창설되기도 했다. CTA(Consumer Technology Association)와 딜로이트(Deloitte)가 분석한 결과에 따르면, 관련 투자도 2015 년 기준 \$148.5 억이었지만 2020 년에는 \$343.5 억 원 까지 2 배 이상 급증할 것이라고 한다.

이미 개발을 진행 중에 있는 회사들도 있다. 그들은 바로 마이크로소프트(Microsoft)와 알파벳(Alphabet, 구글의 모회사) 등 전 세계 IT 소프트웨어 대표업체들이다. MS는 애리조나 피닉스 외곽 신도시에 100km² 규모로 ‘벨몬트(Belmont)’라는 도시를, 알파벳은 캐나다 토론토시 내 항만 지역 3.2 km² 규모를 역시 스마트 시티로 건설 중이다.

그렇게만 본다면 그들보다 훨씬 자금력이 뛰어나고, 추진력도 만만치 않은 MBS 의 NEOM 이 전혀 비현실적인 것만은 아님을 짐작할 수 있다. 게다가 규모도 26,500 km²로 MS 나 알파벳 대비 비교도 안 되게 크다. 550 조원에 이르는 투자금액도 마찬 가지다. 어떻게 보자면 탈석유라는 흐름을 꿈꾸는 그들로서는 마땅한 대규모 투자처가 없어서 고민이 될 수도 있었을 텐데, 시의적절하게 등장한 스마트시티라는 꿈이 반가웠을지도 모른다.

CES 가 지목한 “The next big thing: SMART CITIES”



자료 : CES, SK 증권

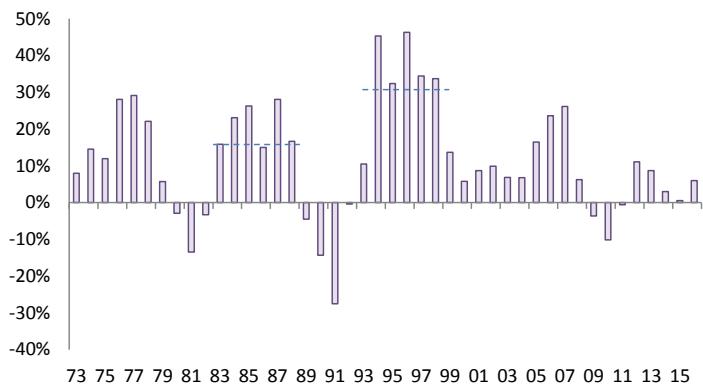
단기로는 인프라 투자 급증이 필연적

살펴본 바와 같이 궁극적으로 사우디는 스마트시티 NEOM 으로 구체적인 투자를 실행하게 될 것이다. 이럴 경우 단연 우선적으로 초기 자금이 집중 투입되는 분야는 인프라, 즉 “건설”이 될 것이다. 특히 이를 프로젝트의 대략적인 계획을 보면 투자가 훨씬 단기간에 집중될 가능성이 엿보인다. 젊은 지도자로서 MBS에게는 ‘실력의 입증’이 필요하기 때문이다. 구체적으로 보자면 신재생 에너지 설비 및 첨단시설 단지 등을 포함한 1 단계 조성 공사를 2025년까지 완성한다는 것을 계획하고 있다. NEOM 프로젝트의 목표 중 하나가 전세계 70%의 인구가 어디서 출발하든 8시간 안에 도착하는 것인 만큼, 교통 및 운송 관련 인프라 구축에 상당 부분 자금이 투입될 것이다.

흥미로운 부분은 SK 증권 리서치센터가 아람코 IPO 의 선례가 될 것으로 제시한 노르웨이 역시 초반 투자 분야가 건설(인프라)로 집중되었다는 것이다. 1~2 차 오일쇼크를 거치며 대규모 자금을 축적한 노르웨이는 인프라 건설에 상당한 금액을 투자했다. 80년대 건설투자는 두 자릿수를 유지했으며, 90년대 중반에는 평균 30% 이상의 건설투자가 매년 늘어났다.

오일쇼크로 번 돈 80년대에 건설투자 열심히 하고, 주춈다가 90년대 다시 더 많이 건설투자

건설투자, %YoY, 3년평균



자료 : CEIC, SK증권

궁극적인 목표는 최대의 스마트 시티 건설

중장기 적으로는 사우디 역시 전통 산업에서 벗어나 신성장 동력을 삼기 위해서 스마트 시티 건설에 심혈을 기울일 것이다. 실제 사우디 아라비아는 2017년 5월 16~18일까지 Saudi Smart Cities Conference 2017을 진행했다. 단순히 풍부한 자금력을 가지고 있기 때문만은 아니다. 우리는 마당을 파면 기름이 나는 나라로 사우디를 떠올리지만, 원유를 채굴하는 것은 많은 기술이 이미 집적되어 있는 과정이다. 지난 해 9월 21일 Economist誌에는 흥미로운 기사가 실렸다. 그동안 외부 공개를 극히 꺼려왔던 사우디 Aramco 가 Economist誌 측을 초청해서 일부 시설을 공개했던 소감이다. 왕국 이미지를 여전히 가지고 있지만 Aramcon 으로 불리는 아람코 내부는 최첨단의 기술과 여성 엔지니어들이 가득 찬 곳이었다는 것이 Economist誌의 평가이다.



Behind the veil of Saudi Aramco

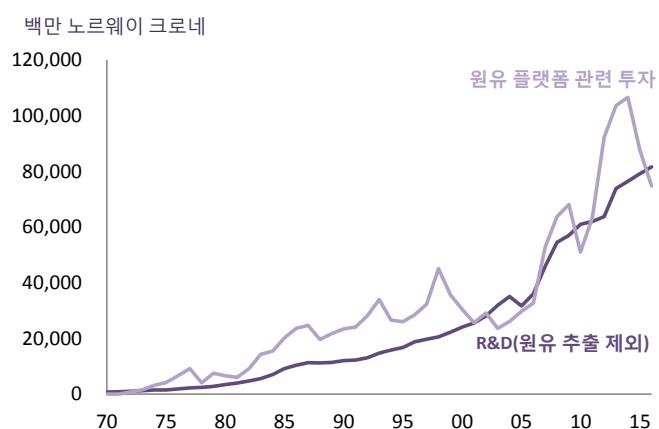
이코노미스트지는 사우디 아람코를 사우디 아라비아라는 왕국 속에 또 다른 왕국이라고 지칭했다. 그만큼 아람코는 선진화 되어 있다는 뜻이다. 우선 최첨단 보안 시스템을 거쳐 입장을 하면 아랍어보다 영어가 더 많이 들린다. 그리고 여성 직원들이 허접을 쓰지 않은 모습으로 남성들을 리드하는 모습까지도 볼 수 있다.

실질적으로 더욱 아람코라는 기업을 들여다 보면 사우디 아라비아와의 거리감은 더해진다. 몇몇 CEO들은 아람코를 세계적인 석유 기업들의 “신경계의 주축”이라고 부른다. 그 만큼 최첨단 컴퓨터 시스템으로 방대한 데이터를 분석하고 트래킹하기 때문이다. 단적인 예로 약 100,000 개의 센서가 사우디 아라비아에서 생산되는 기름 한 방울, 아주 소량의 가스라도 놓치지 않고 모든 경제 과정에 모니터링 및 트래킹 한다. 사막 한 가운데, 세계적으로 최첨단 시설과 선진화된 회사 분위기를 가진 아람코라는 왕국이 하나 더 있는 것이다.

– The Economist 기사 “Behind the veil of Saudi Aramco” 중 주요내용 요약, 2017.9.21 –

석유산업 이외 분야에 사우디가 오랫동안 투자를 지속할 가능성은 노르웨이에서도 확인된다. 실제 노르웨이 내 설비투자를 보면, 노르웨이가 왜 꾸준히 성장하는지, 경제의 변동성이 왜 작은지 알 수 있기 때문이다. 그들은 스타토일로 만들어낸 세계 최대 국부 펀드 GPGF를 설립한 뒤 건설투자 등 인프라 투자에 집중했으며 최근에는 그에 못지 않은 금액을 R&D에 투자하고 있다. 글로벌 경기침체와 원유 가격 급락에도 R&D 관련 투자 금액이 별로 줄어들지 않는 것은 놀랍기까지 하다.

노르웨이의 신성장 산업에 대한 R&D 투자는 원유 관련 투자 금액을 추월할 정도로 높아지고 있다.



자료 : CEIC, SK증권

스마트시티는 슬로건에 지나지 않을 수도 있다. 하지만 노르웨이 역시 원유 이외 부문에 투자를 계속하고 있다. 사우디 역시 탈석유를 위해 다양한 분야에 막대한 자금을 투자할 것이다. 본 보고서는 사우디가 사막에서 세계로 나오는 긴 이야기의 시작이다.

Compliance Notice

- 작성자(김효진 손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 15일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|--------|----|----|
| 매수 | 89.33% | 중립 | 10.67% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|--------|----|----|