

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 6. 20 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2023년 하반기 전망 시리즈 (해설판)

5. 화장품/의류_승자독식

6. 이차전지/석유화학_관성과 가속의 업황

칼럼의 재해석

사우디국부펀드 PIF, 사우디 경제 성장의 주요 동력

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2023년 5월 24일 발간된
[2023년 하반기 전망 시리즈 5 - 화장품/의류: 승자독점] 임



▲ 화장품/의류
Analyst 하누리
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

2023년 하반기 전망 시리즈 5 (해설판) [화장품/의류] 승자독점

- ✓ [산업] 화장품: 중소형 강세 vs. 대형 약세 / 의류: 대형 강세 vs. 중소형 약세
- ✓ [업태] 화장품: 역피라미드 심화 → OEM 우위 / 의류: 피라미드 심화 → 브랜드 우위
- ✓ [품목] 화장품: 저가 색조 제품 및 기능성 더마 약진 / 의류: 저가 vs. 초고가 극단적 양극화
- ✓ [중국] Re-opening: 2023E 소매판매 +7%
- ✓ [한국] Re-bounding: 2023E 소매판매 +5%
- ✓ [미국] Re-stocking: 2023E 소매판매 +4%
- ✓ [면세] Re-covering: 2023E 국내 면세 -14%
- ✓ [업체] 외형 성장 통한 영업 레버리지 효과 창출 업체 선별
- ✓ 최선호주: 화장품 코스맥스, 의류 F&F

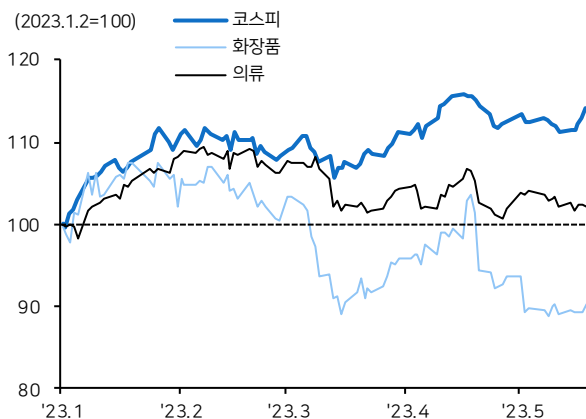
Part 1

[산업] 대형 vs. 중소형

2H23E 생활소비재 Neutral

2H23E 생활소비재 투자이견으로 Neutral 제시한다. 단기 낙폭 확대 및 시장 지형 변화 감안 시 화장품 상대 매력력이 부각된다. 컨센서스 하향 조정은 여전하고 타 업종 대비 성장이 열위에 있다. 추측 불가능한 외교 리스크 또한 상존한다.

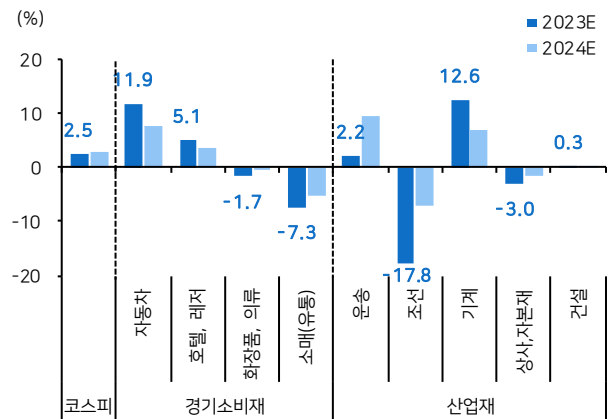
그림1 생활소비재 vs. KOSPI



주: 5월 19일 종가 기준

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 업종별 영업이익의 컨센서스 변화



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

[화장품] 대형 → 중소형

주력 시장 이동

기존의 화장품 시장은 중국 현지 및 국내 면세 시장 중심으로 LG생활건강과 아모레퍼시픽이 시장을 주도했다. 최근, 한국산 화장품에 대한 수요가 약화되며 중국 화장품 시장 내 한국 점유율이 이탈 중이다. 또한 국내 면세 업계가 송객수수료를 인하를 통한 내실 강화에 집중하며 다이공의 구매력이 저하되었다. 대조적으로 미국, 동남아, 일본 시장에서 한국산 수요가 강화되며 중소형 브랜드가 약진하며 점유율 상승 추세다.

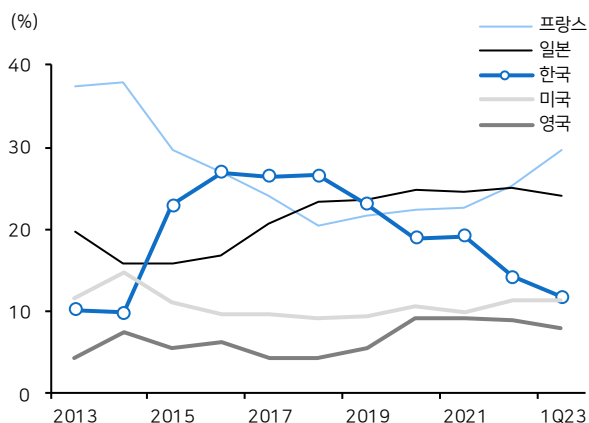
소비 행태 변화

과거에는 방문 및 직영 매장 판매 중심으로 자본력이 높은 대형사가 유리했다. 최근에는 온라인 및 멀티브랜드숍 소비가 중심이 되며 소형사의 진입이 용이해졌다. 구매의 편의성이 커지고 특정 브랜드 및 제품에 대한 충성도가 낮아졌기 때문이다.

신규 유입 증가

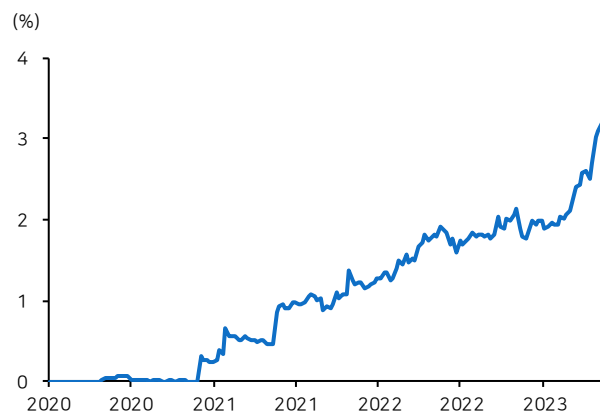
2020년에서 2023년 화장품 업종 내 총 7개사가 상장했다(6월 상장 마녀공장 포함). WICS 기준 화장품 업종 내 상장 종목은 52개로 증가했고 원료/소재/기기/브랜드/OEM 등 다양한 영역에 포진되어있다(2019년 대비 +12%).

그림3 중국 화장품 수입액: 국가별 점유율 추이



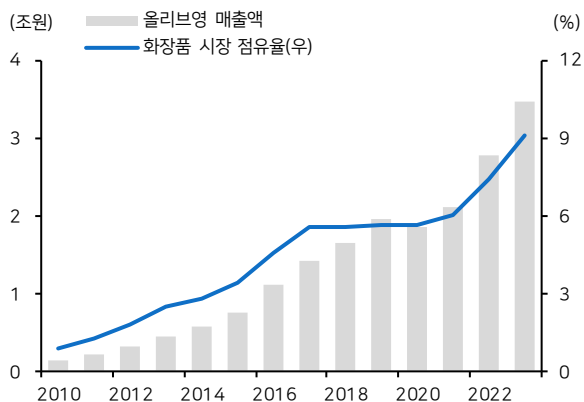
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 화장품 신규 상장 종목 시가총액 기여도



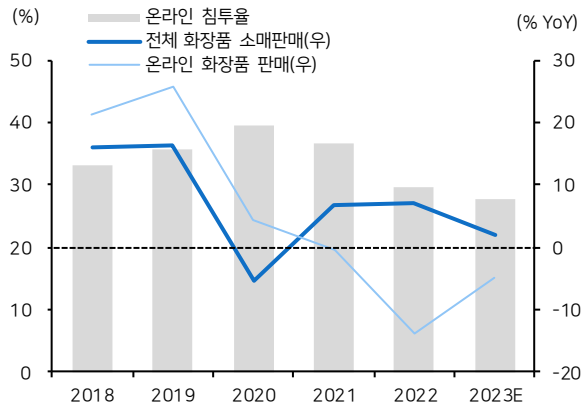
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 올리브영 매출액 및 점유율



자료: 씨제이올리브영, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림6 화장품 시장 내 온라인 침투율



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

[의류] 중소형 → 대형

저변 확장 미미

F&F를 제외한 전/후방 의류사 모두 2019년과 사업 포트폴리오가 동일하다. F&F는 2018년 홍콩/대만/마카오 진출, 2019년 티몰 입점, 2023E 세르지오 타키니 출시, 듀베타카 중국 전개 시작, 엔터 사업 본격화 등 사업 포트폴리오를 다변화시켰다. 휠라는 2011년 아쿠시네트 인수 이후 신규 투자가 부재하고 영업 전개 지역이 유사하다. 한섬은 화장품 사업 개시했으나 매출 규모가 미미하다. OEM 3사는 고객사 비중이 과거와 유사하고 후방에 대한 수직계열화 효과가 부족하다.

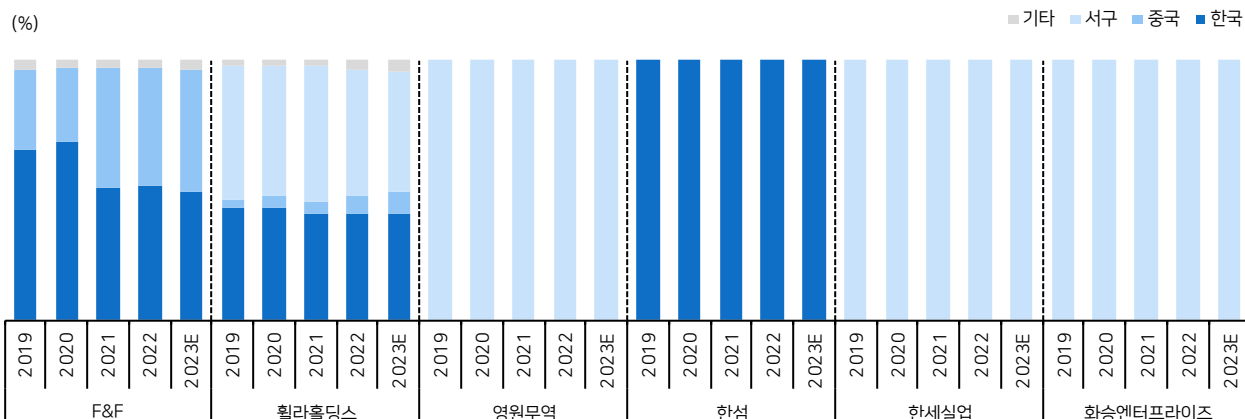
수입 강세 지속

2011년 한-EU FTA 체결, 백화점 입점수수료 감소 그리고 의류 직구 확대 등 공급 증가로 판가가 인하되었고 수입 의류 판매량이 증가했다. 또한 소비자의 연소화 및 소비 수준 향상(가성비→가심비)으로 수입 제품에 대한 수요가 확장되었다.

신규 업체 부족

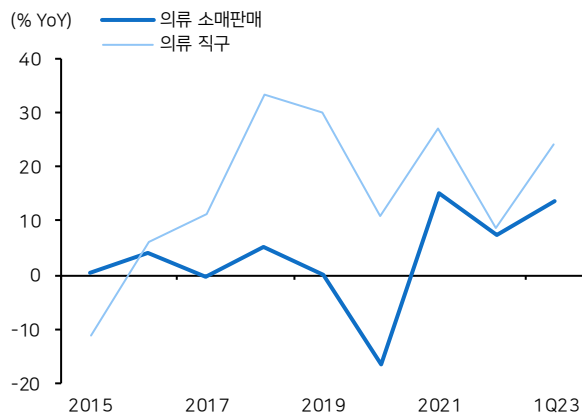
2020년에서 2023년 의류 업종 내 총 4개사가 상장했다(2021년 F&F 분할 상장 포함). WICS 기준 화장품 업종 내 상장 종목은 78개로 증가했고 신규 3개 종목 모두 브랜드에 집중되어있다(더네이처홀딩스, 브랜드엑스코퍼레이션, 공구우먼).

그림7 의류 커버리지 지역별 매출 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 의류 소매판매 vs.직구



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림9 의류 신규 상장 종목 시가총액 기여도



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Part 2

[업태] 판매 vs. 제조

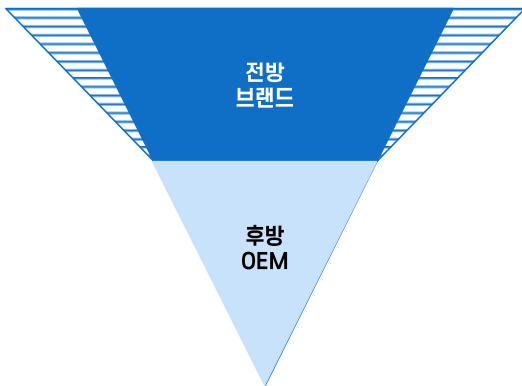
화장품 OEM 우위

화장품 산업의 역피라미드 구조가 심화되고 있다. 전방 수요가 파편화되며 특정 브랜드에 대한 충성도가 저하했고 대형브랜드의 점유율이 이탈했다. 또한 유통의 패러다임이 원브랜드에서 멀티브랜드숍으로, 오프라인에서 온라인으로 이동하며 사업 구조가 B2B화 되었다. 브랜드 시장 진입 장벽이 낮아지고 경쟁 심화로 제품 전환 주기가 가속화되며 브랜드사 대상 OEM 사의 협상력이 우위에 자리잡았다.

의류 브랜드 우위

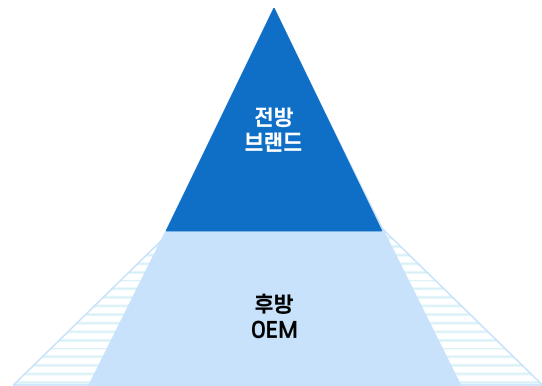
의류 산업은 화장품 산업과 대조적으로 피라미드 구조이다. 의류는 사이즈/디자인/소재가 다양해 제품 표준화가 불가능하여 브랜드업 전개를 위해 대규모 초기 자본이 필요하다. 구매 결정 요인으로 품질/소재보다 브랜드 로고가 중점적으로 작용하며 유명 브랜드향 몰림 현상으로 시장 점유율은 상위 브랜드에 편중되어 있다 (점유율: 나이키 > 60%, 에르메스 >30%).

그림10 화장품 산업 구조



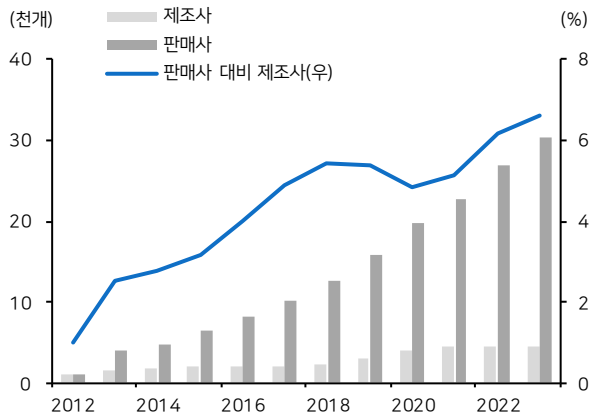
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 의류 산업 구조



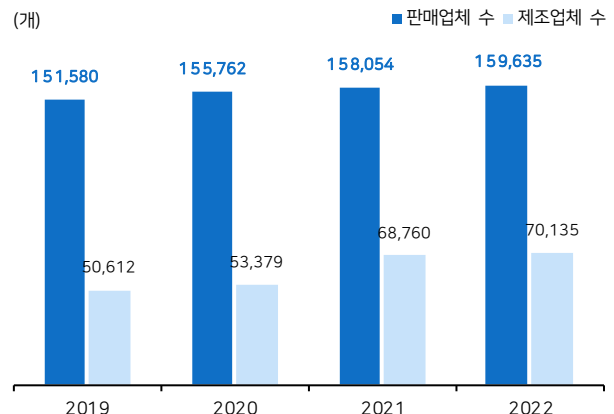
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 화장품 영업 현황



주: 맞춤형화장품판매업 제도는 2020.3.14부터 시행, 2023년은 5월 23일 누적 등록 업체 기준
 자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권 리서치센터

그림13 의류 판매업체 vs. 제조업체



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

Part 3

[품목] 립스틱 효과

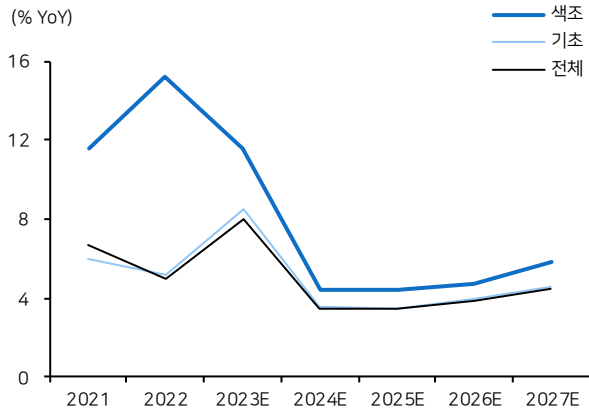
색조 성장성 강화,
기초 기능성 더마 집중

실질소비지출 여력 축소로 저가형 제품이 인기인 립스틱 효과가 발현됐다. 화장품 시장 내 저가 색조 제품 및 기능성 더마 성장이 지속될 전망이다. 색조 제품은 피부 미용 목적의 자유재화로 성장성이 높다. 동남아, 중국 등 고성장 지역의 인당 색조 소비액 확대 여력이 충분하고 전 권역 위드 코로나 전환에 따른 이연 수요 효과가 상존한다.

저가 캐주얼
Vs. 초고가 럭셔리 양극화

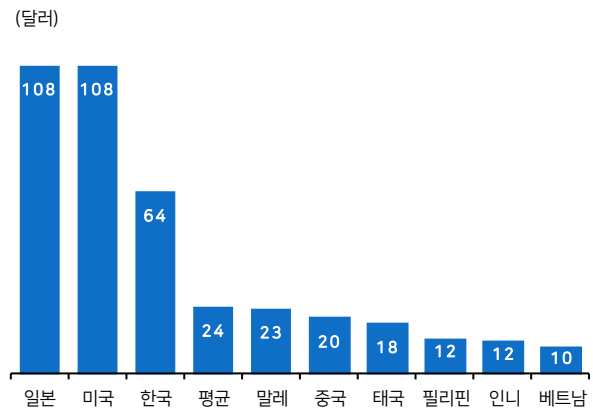
의류 시장은 저가 캐주얼과 초고가 럭셔리 제품간의 극단적 양극화가 전망된다. 비소비 지출의 증가로 소비자의 가성비 성향이 증가했고 저가 SPA 및 캐주얼 브랜드 호조가 예측된다. 럭셔리 시장은 베블런 효과가 여전히 명품 브랜드 단가의 지속적인 인상에도 불구하고 판매 성과가 우수하다.

그림14 글로벌 화장품 시장 성장률: 기초 vs. 색조 vs. 전체



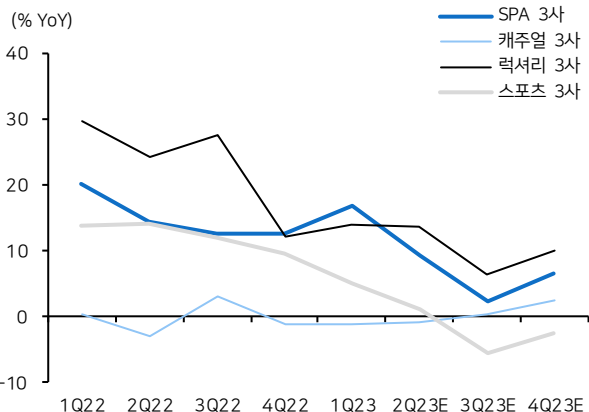
자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

그림15 인당 색조 화장품 소비액 비교 (2022년)



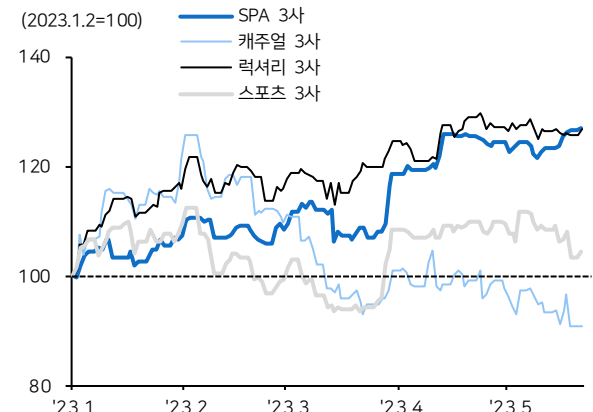
주: 품목별 시장 규모를 인구 수로 나누어 산출, 색조 소비 인구 50% 가정
자료: 중국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림16 글로벌 주요 의류 복종별 매출 성장률



주: 럭셔리(케링, 에르메스, LVMH), 스포츠(아디다스, 롤루레몬, VFC), SPA(패스트리테일링, H&M, 인디텍스), 캐주얼(갭, 어반아웃피터스, 아메리칸이글) 포함
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 글로벌 주요 의류 복종별 상대주가



주: 럭셔리(케링, 에르메스, LVMH), 스포츠(아디다스, 롤루레몬, VFC), SPA(패스트리테일링, H&M, 인디텍스), 캐주얼(갭, 어반아웃피터스, 아메리칸이글) 포함
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Part 4

[시장] 중국 > 한국 > 미국

중국 Re-opening

2023E 소매판매 +7%

중국은 기저 효과 및 방역 정책 완화에 따른 업황 추가 완화 가능성이 상존하나 소비자 심리 약세 및 준선진국화 감안 시 중장기 성장성 둔화는 불가피하다.

한국 Re-bounding

2023E 소매판매 +5%

한국은 소비 심리가 견고하고 백화점 비식품 성과가 견조하다. 방한 여행객 증가에 따른 관광 상권 활성화 기대가 유효하지만 기저 부담 및 특수 제거로 민감성 생활소비재 판매 둔화가 전망된다.

면세 Re-covering

2023E 국내 면세 -14%

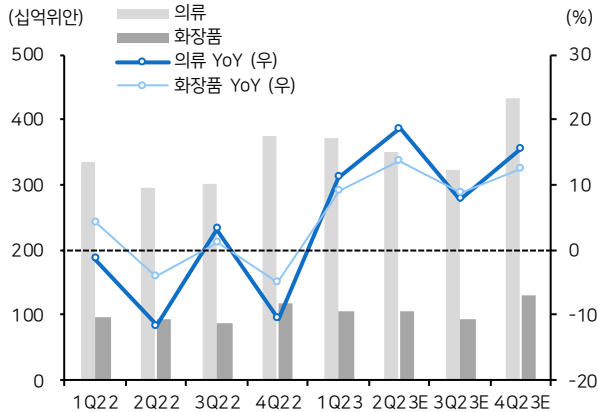
면세 업계는 핵심 소비층인 중국인 방한이 본격화되고 2023E 중국인 입국객 200만명을 돌파할 것으로 보이나 다이공 이탈 영향으로 역신장 불가피하다.

미국 Re-stocking

2023E 소매판매 +4%

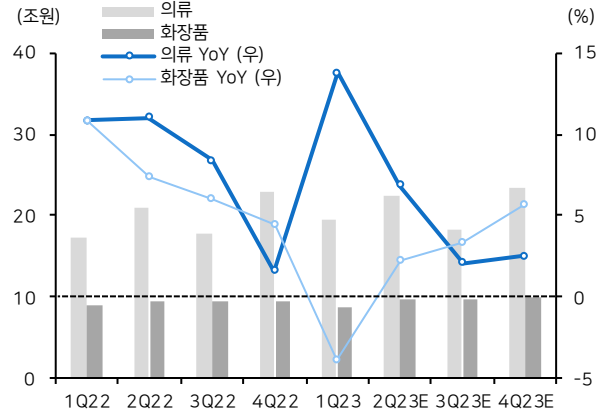
미국은 전방 재고 소진을 상승으로 3Q23E Re-stocking 진입에 따른 수주 물량 증가가 기대되지만 소비력 저하는 Re-stocking 규모 약화 요인이다.

그림18 중국 재군별 소매판매



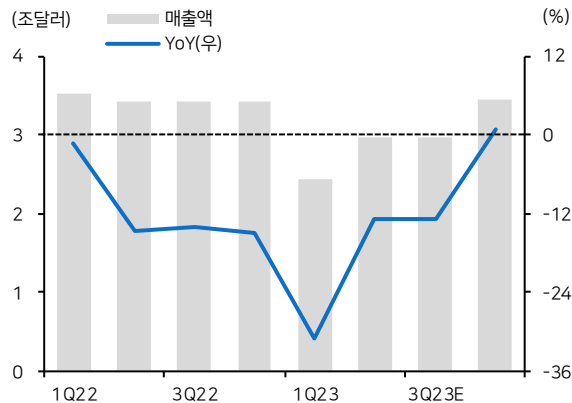
자료: 중국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림19 한국 재군별 소매판매



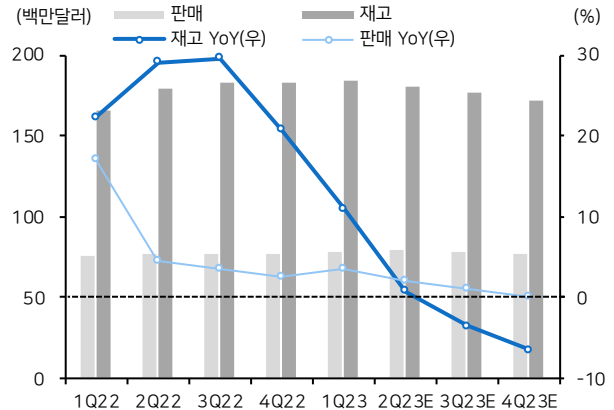
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림20 국내 면세점 매출액



자료: 한국면세점협회, 메리츠증권 리서치센터

그림21 미국 소매의류 판매 및 재고



자료: U.S. Census, 메리츠증권 리서치센터

Part 5&6

[업체] 구조적 vs. 일시적

기대치 상향 및 지속성 필요

실적은 주가의 핵심 변수다. 외형 성장을 통한 영업 레버리지 효과를 창출하는를 업체를 선별해야한다(1H23 주가 상승 종목 = 1Q23 실적 서프라이즈 시현). 시장 기대치 상향 및 추가 조정 가능한 업체가 중요하다. 기대치 상향 요인으로 브랜드사는 618 상위 랭킹, OEM사는 메가 브랜드의 수주 확보가 있다. 또한 성장 이 기저효과에 따른 일시 회복이 아니라 구조적인 외연 확대가 필요하다.

[전략] 승자독식

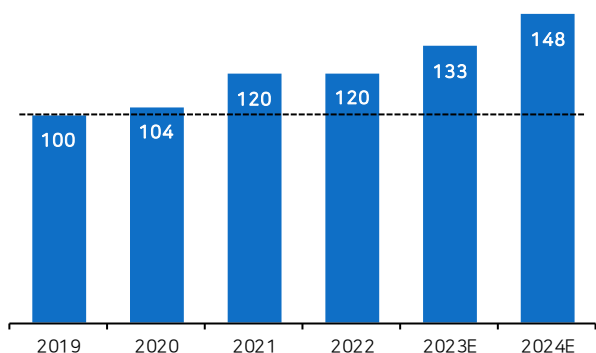
화장품 최선후주: 코스맥스

화장품 산업 주력 시장이 중국에서 미국, 동남아, 일본으로 이동하며 소비행태가 온라인 및 멀티브랜드습향 B2B로 전환 중이다. 경쟁 심화로 제품 전환 주기 또한 가속화되는 상황에서 화장품 업체의 역피라미드 구조는 심화되었다. OEM사는 협상력 및 기술력을 바탕으로 점유율 확장 중이다. 글로벌 1위 화장품 OEM이자 색조 강자로써 시장 지형 변화 수혜가 기대되는 코스맥스를 최선후주로 제시한다.

의류 최선후주: F&F

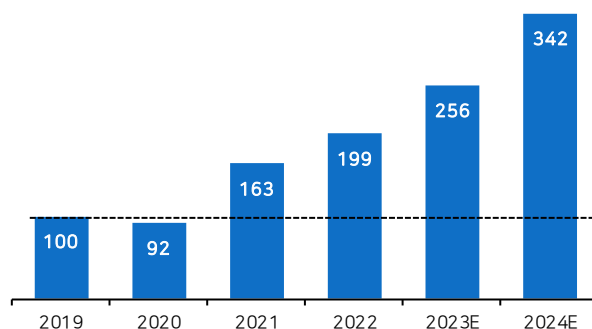
의류사는 F&F 제외 전/후방 의류사 모두 과거와 사업 포트폴리오가 유사해 저변 확장이 미미하다. 수입 강세가 지속되고 신생 업체는 부족한 상황으로 의류 업체의 피라미드 구조가 심화되었다. 2Q23 세르지오 타키니 국내 직접 사업 시작, 3Q22E 듀베티카 중국 진출, 4Q23E 걸그룹 오디션 프로그램 진행 등 포트폴리오 다변화를 통해 저변 확장 여력이 큰 F&F를 최선후주로 제시한다.

그림22 코스맥스 상대 매출 (2019년=100)



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림23 F&F 상대 매출 (2019년=100)



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2023년 5월 25일 발간된

[2023년 하반기 전망 시리즈 6 - 이차전지/석유화학:관성과 가속의 업황] 임



▲ 이차전지/석유화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

2023년 하반기 전망 시리즈 6 (해설판)

[이차전지/석유화학] 관성과 가속의 업황

✓ 석유화학(관성)_ 희망고문(Neutral)

2023년 하반기를 기점으로 석유화학 Cycle의 바닥 확인/반등으로 해석하는 배경은 불확실성 해소(공급: 신규 증설규모 축소, 수요: 리오프닝 등 중단기 수요 개선)를 배경으로 함. 그럼에도 석유화학 업황에 다소 보수적인 투자 의견은 기존 관성의 법칙이 존재하는 불확실성이 지배적 → 과거와 달라진 공급 요인들(중국/동남아 중심의 공급과잉 및 자급화 기조)로 향후 석유화학 Cycle 반등구간에서도 적정 Multiple의 눈높이는 낮아질 전망

✓ 이차전지(가속)_ 2023년 하반기 주요 이슈 점검(Overweight)

하반기 주요 이슈 (1) Upstream 사업역량 확보를 통한 생산원가 및 수직계열화 전략(정/제련 → 전구체 → 양극재 등), (2) 미국 IRA 등 공급망 정책 프리미엄 이후 관련 소재 기업들의 적정 Multiple, (3) LG에너지솔루션 등 글로벌 생산기지별 소재/장비 발주, (4) 신규 폼팩터 (4680) 양산, (5) 배터리 기술 포트폴리오 다변화 등 Road-map 점검

✓ 2023년 하반기 최선호주: LG에너지솔루션, LG화학, 포스코퓨처엠, 엘앤에프
관심 종목: 에코프로비엠, SK아이이테크놀로지

석유화학 희망고문(관성)_투자의견 Neutral, 최선호주 LG화학

2022년 연말 2023년 석유화학을 전망했던 주요 내용은 (1) 유가 변동성 축소로 투입 원가 부담감 완화, (2) 중국 리오프닝 및 재고 확보 등 수요 정상화 초입, (3) 공급 증가 risk 소멸 등으로 기존 투자의견(Underweight) 대비 상향한 중립(Neutral)을 제시했다.

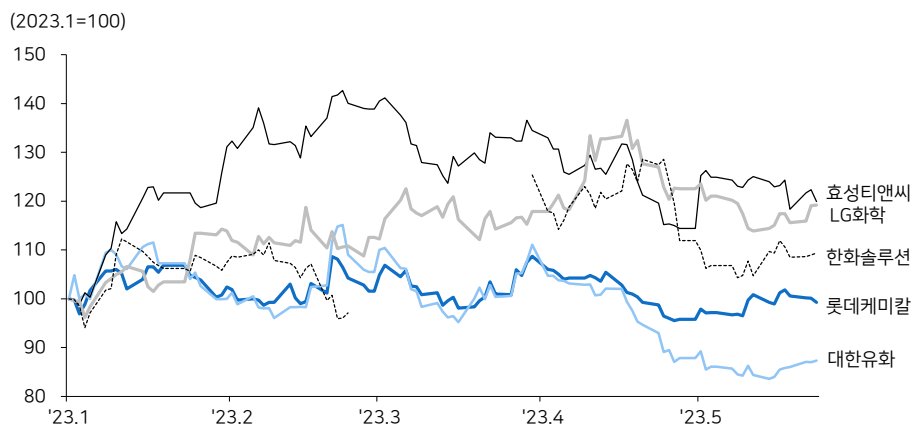
2023년 하반기 석유화학에 대한 투자의견 역시 중립(Neutral)으로 유지한다. 2023년 중국의 리오프닝 이후 각 제품별 수요 여건은 개선 중이다. 단, 제품을 둘러싼 과잉 재고 및 중국발 신규 Capa 증가 영향으로 기존 국내 석유화학 기업들에 가격 상승(P) 및 수익성 개선 흐름은 다소 지연될 전망이다.

과거와 달리, 석유화학은 공급 패러다임에 변화가 발생 중이다. 2023년 글로벌 예상 에틸렌 공급 Capa는 2.2억만톤(+5.5% YoY), 향후 4년간 연평균 공급증가는 +2%이다. 현재 석유화학 공급량 증가를 주도하는 주체는 국내 석유화학 기업들의 주력 수출국가 중국과 동남아 국가들이다. 또한 2023년 PE 예상 생산Capa는 1.5억만톤(+5.1% YoY)이다. 이들의 공급량 증가 집중구간은 2022~23년으로 연단위 공급량 증가 부담은 다소 완화 중이다. 그럼에도 중장기 석유화학 Cycle에 장밋빛 전망은 제한적으로 판단, 이는 만성적공급과잉과 사업 지속성 이슈(Sustainability)이다.

중장기 석유화학에 보수적 의견을 유지, 단기 관점으로 아시아 역내 주요 제품별 재고 흐름에 따른 수요 움직임 변화 가능성을 주목한다. 특히 PTA를 비롯한 주요 Downstream 생산설비들의 가동률의 꾸준한 상승으로 2023년 연말 전후 재고소진 국면을 맞이할 가능성이 높다. 이에 따른 재고 소진→ 재고 확보의 순환적 흐름을 예상한다.

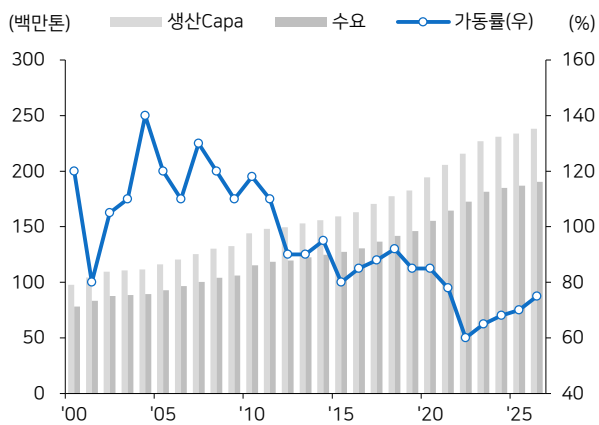
당사의 2023년 하반기 석유화학 최선호주는 LG화학을 제시한다.

그림1 KOSPI 대비 석유화학 기업들의 주가 추이 점검



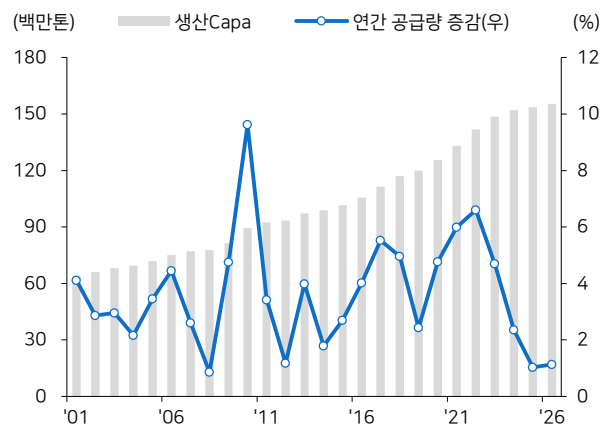
주: 한화솔루션은 거래정지기간 공백으로 처리
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 에틸렌 수급 동향



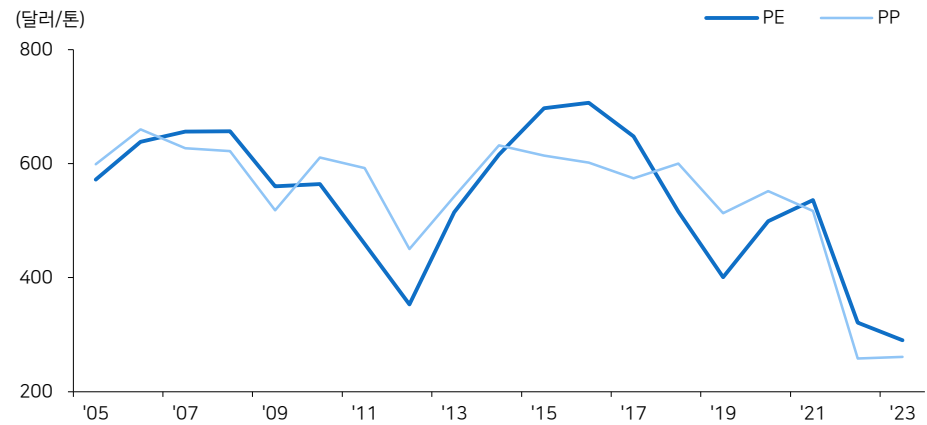
자료: ICIS Chemical, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 석유화학 PE 생산 Capa 동향



자료: Bloomberg, Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림4 동북아 기준 연간 PE/PP 스프레드 동향



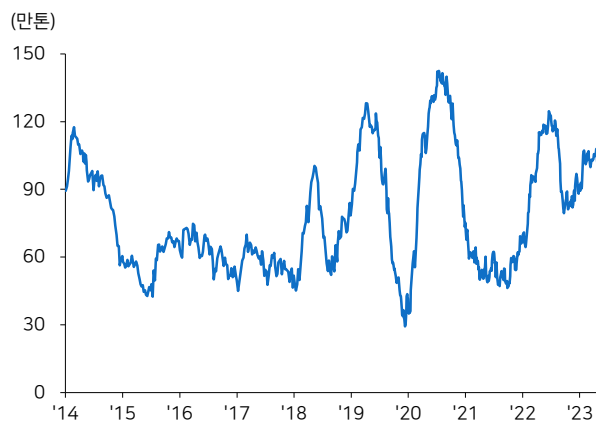
자료: Bloomberg, Petronet, 메리츠증권 리서치센터

표1 석유화학 공급과잉 기조에도, 여전한 신규 설비 유입

프로젝트	지역	회사	생산규모(만톤)	가동 시점
Golden Triange Polymers	미국	CP Chem and Qatar Energy	208	2026년
Fort saskatchewan Path2 Zero Expansion Project	캐나다	Dow Chemical	180	2027년
Project One	벨기에	INEOS	145	2026년
Ras Laffan	카타르	QatarEnergy and Cp Chem	210	2026년
Amiral	사우디	Saudi Aramco and TotalEnergies	165	2027년
Gulei 2	중국	Sinopec and Saudi Aramco	150	2025년
Shaheen	한국	S-Oil	180	2026년

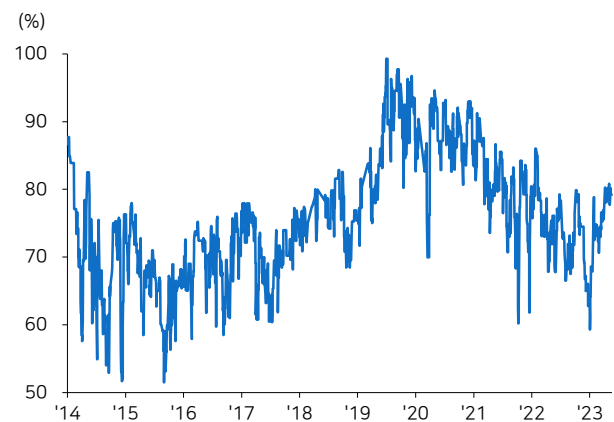
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 MEG 재고량 추이



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 PTA 가동률 추이



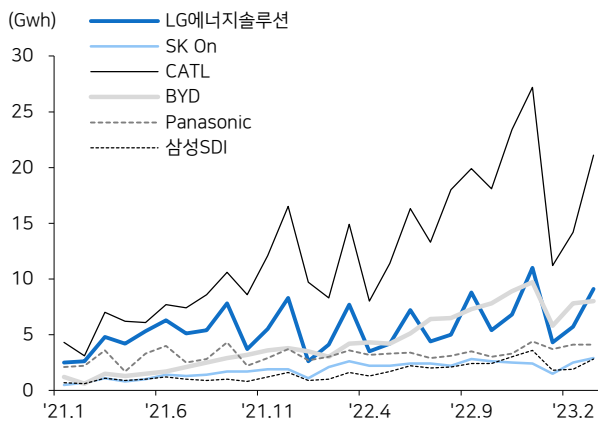
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

이차전지 주요 이슈 점검(가속)_Overweight

2023년 하반기 이차전지 섹터에 비중확대 전략을 유지한다. 2023년 상반기 이차전지 업종 주가는 타 섹터와의 Valuation 논쟁을 야기할만큼 단기간 급등했다. 주요 배경은 (1) 미국 IRA 등 주요 공급망 정책에 국내 배터리 기업들에 수혜, (2) AMPC(미국 첨단산업 세액공제) 반영으로 실적 추정치 상향, (3) 소재 주요 기업들의 신규 수주 등 Event 등에 기인한다. 하반기 최선호주는 LG에너지솔루션, 양극재 3개사(LG화학, 포스코퓨처엠, 엘앤에프)를 제시한다.

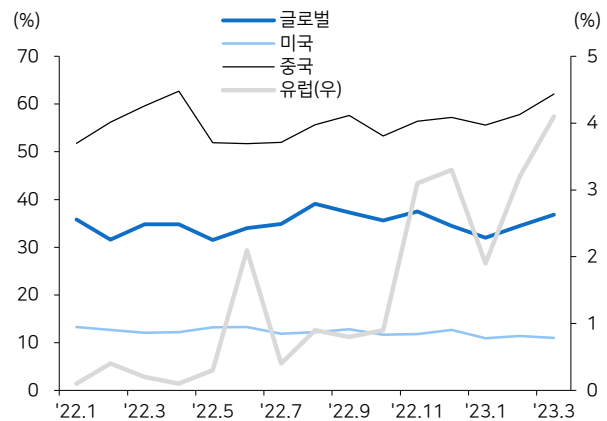
2023년 하반기 배터리 생산 기업별 격차는 확대될 전망이다. Tier 1(CATL, LG에너지솔루션, BYD), Tier 2(Panasonic, 삼성SDI, SK On, CALB 등) 간의 생산 Capa, 고객사향 출하량 규모에 따름이다. 또한 중국 시장 기반 및 LFP를 주력으로 생산하는 중국 배터리 생산기업들은 중국 외 유럽 시장향 출하량 증가가 인상적이다.

그림7 주요 기업들의 월간 배터리 출하량 비교



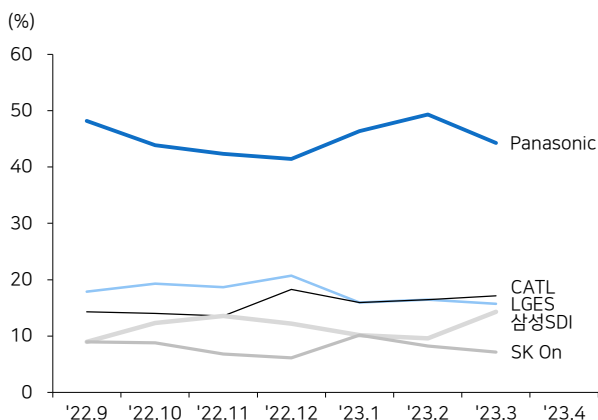
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 지역별 LFP 침투율 점검



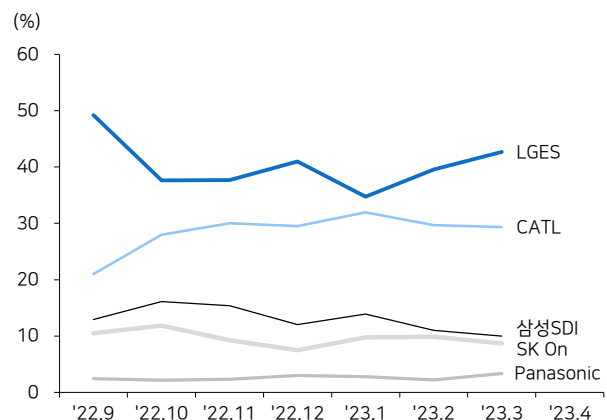
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 시장 배터리 기업들의 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

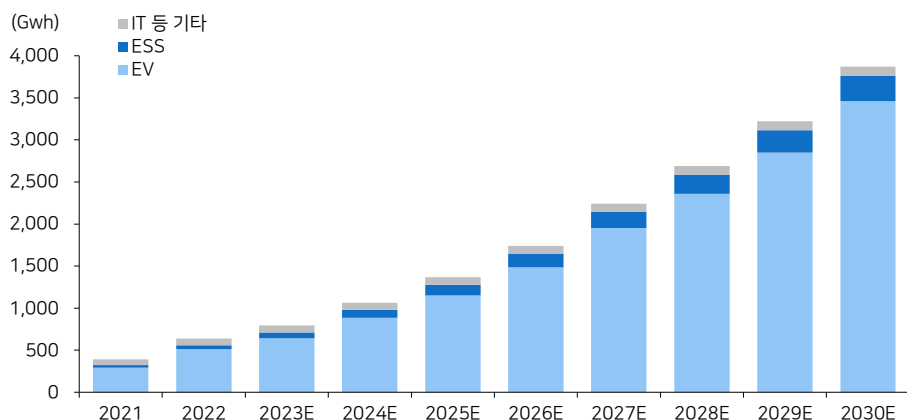
그림10 유럽 시장 배터리 기업들의 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

당사의 이차전지 수요 전망은 2023년 793GW(EV 643Gw, ESS 67Gw 등)이다. Tesla 등 기존 내연기관 자동차 생산기업들의 중장기 EV 전략이 가시화 중으로 전기차용 이차전지는 2021~30년 연평균 +28% 성장할 전망이다. 기존 전망치 EV 외 수요 전망치에 추가 개선 요인은 (1) 신재생 에너지 설치량 증가에 ESS 수요 전망치 상향, (2) 신규 용도 적용(항공기/배/철도 등 Mobility 영역 및 데이터센터 등)이다. 결국 이차전지 생산기업들에게 요구되는 사업 역량은 (1) 전방 수요 대응 가능한 생산Capa, (2) 다변화된 배터리 Chemistry 등 기술 Road-map, (3) 신규 투자 가능한 현금확보 등이다.

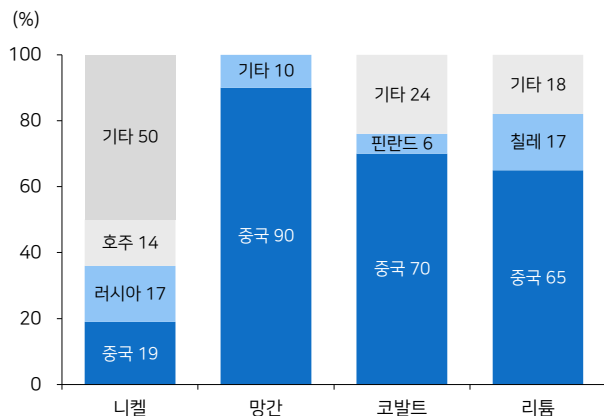
그림11 이차전지 수요 전망



자료: BNEF, 메리츠증권 리서치센터

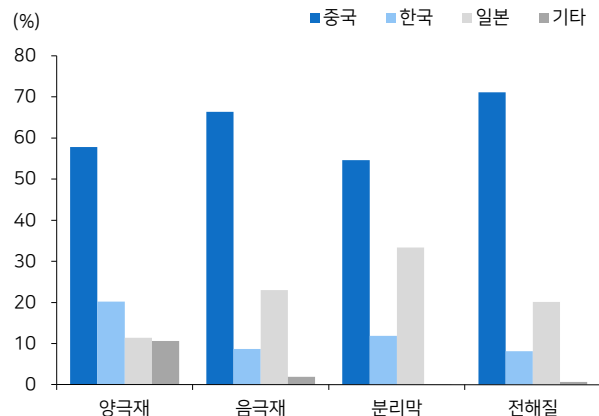
또한 미국 IRA, 유럽 CRMA 등 구체적인 공급망 정책 발표로 소재-셀 생산의 수직 계열화, 공급망 관리(Supply-chain Management)가 핵심이다. 당사가 주목하는 2023년 하반기 공급망 전략의 핵심은 (1) Upstream의 정/제련(Refining/Smelting), (2) 양극재의 전구체 확보이다. Tesla의 Elon Musk는 2022년 'A License to Print Monty', 2023년 'Please Refine Lithium' 등으로 배터리 Upstream의 정/제련 사업의 중요성을 역설하기도 했다. 특히 미국 IRA 및 유럽 CRMA에서 주요 광물로 지정되어 중국 외 기업/국가에서 정/제련된 광물을 확보하는 전략이 핵심이다.

그림12 이차전지 주요 원자재 국가별 정/제련 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

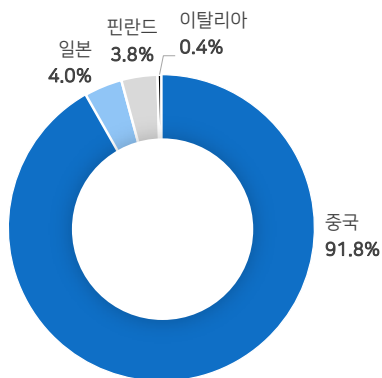
그림13 이차전지 주요 소재 중국의 생산량 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

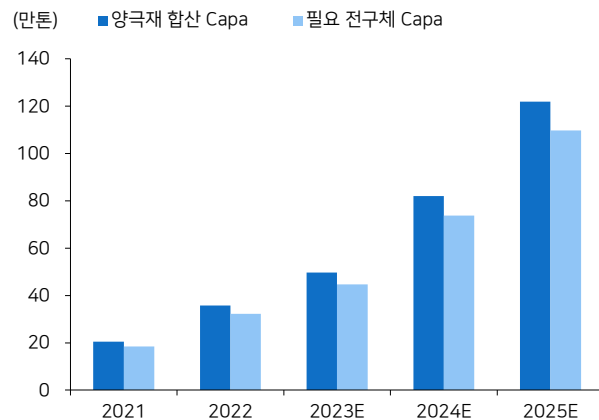
2023년 하반기 국내 증시 상장을 앞둔 에코프로 머트리얼즈로 전구체 사업가치에 대한 관심이 높아지겠다. 현 시점 양극재 기업들의 전구체 사업 전략이 (1) 계열사를 통한 조달(에코프로 머트리얼즈), (2) 전략적 JV(엘앤에프-LS, LG화학-화유코발트 등)를 통한 조달이다. 전구체 생산기업들은 3가지로 사업이 분류된다. Type 1: Upstream 정/제련 사업 역량을 보유하여 원재료를 직접 조달 가능한 기업들(해외 GEM, 화유코발트, SMM, 국내 에코프로 머트리얼즈, LS MnM), Type 2: 자체 원재료 조달 및 전구체 생산하여 고객사향 판매(해외 CNGR, Ningbo Ronbay, 국내 에코앤드림), Type 3: 전구체-양극재를 내재한 기업(JH케미칼-엘앤에프 등)이다. 당사 판단은 Type 1 및 3의 사업 경쟁력이 가장 높다는 판단이다.

그림14 한국의 전구체 수입 국가별 비중



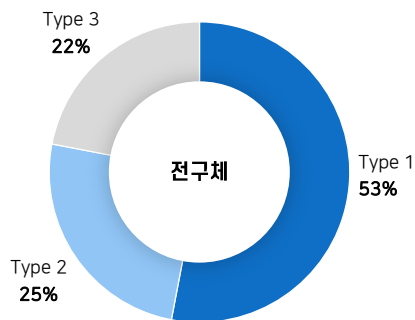
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 국내 양극재 기업들 생산Capa에 맞춘 전구체 필요량



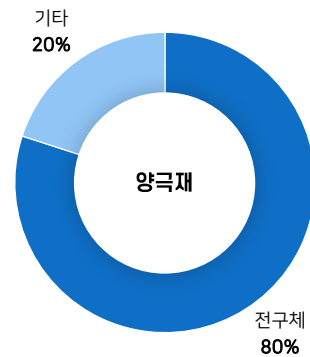
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 전구체 생산 기업들의 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

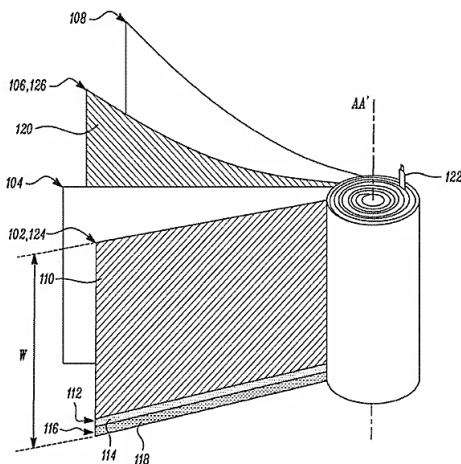
그림17 양극재의 원가 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

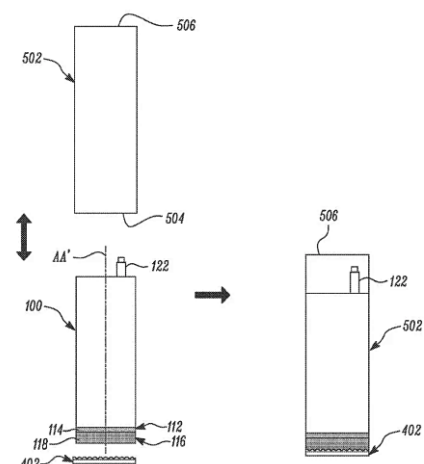
4Q23 LG에너지솔루션을 필두로 신규 폼팩터 4680 전지 양산이 예상된다. 4680 전지 양산으로 (1) 생산원가 절감, (2) 전지 효율성 개선, (3) 생산량 극대화가 이뤄질 전망이다. 특히 Tesla는 4680 전지에 Tabless로 전기와 열 저항을 개선했으며, Tab의 용접 공정이 없어 기존 형태의 2170 전지 대비 생산성이 향상된 전지이다.

그림18 Tesla의 원통형 전지 모형



자료: Tesla Patent, 메리츠증권 리서치센터

그림19 기존 2170 Vs. Tesla의 4680 전지 탭 구조



자료: Tesla Patent, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

조혜빈 연구원

사우디국부펀드 PIF, 사우디 경제 성장의 주요 동력 (Financial Times)

미국프로골프(PGA) 투어와 사우디국부펀드(PIF)의 후원을 받는(LIV)가 합병하면서 글로벌 골프 지형을 뒤흔들었다. 사우디아라비아 경제 체질 개선의 핵심 주체로 부상 중인 PIF는 '사우디 비전 2030'의 경제 부문 목표 달성을 위해 2030년까지 자산 규모를 1조 8,664억달러로 늘리고 비석유부문 투자도 확대하겠다고 발표했다. PIF는 특히 비석유부문에서 2030세대를 공략하기 위해 골프, 축구 등 스포츠와 게임 및 콘텐츠 산업에 적극적으로 투자하고 있다. 최근에는 기후변화 대응을 위한 움직임도 보이고 있다. 지속 가능한 저탄소 경제로의 원활한 전환에 기여하는 것을 목적으로 설립된 '원 플랫폼 국부펀드 프레임워크'의 설립 회원으로 참여하는 등 환경 및 기후변화 관점에서 국부펀드의 역할 확대에 앞장서고 있는 모습이다. 그러나 인권 문제는 아직 해결해야 할 과제로 남아있다. 자국내 인권 유린 및 언론탄압 등의 이슈는 향후 PIF의 국제적 평판에 악영향을 끼칠 수 있으므로 근본적인 개선이 필요하다.

세계 골프 지형을 뒤흔든 사우디국부펀드 PIF

2023년 6월 7일,
PGA와 LIV가 법정 분쟁을 끝내고
PGA-LIV 합병 선언

미국프로골프(PGA) 투어와 사우디국부펀드(PIF; Public Investment Fund) 후원을 받는 LIV가 합병했다. 이번 합병으로 사우디국부펀드(PIF)는 새로운 골프 법인의 독점 투자자가 된다. PGA는 LIV가 PIF를 동원해 높은 이적료와 상금으로 PGA 투어 선수의 계약 파기를 유도하고 있다고 비판해왔으나, 향후 협력을 도모하는 관계가 되었다.

스포츠 산업에 378억달러
투자 계획

사우디 정부는 골프 투자와 더불어 EPL의 뉴캐슬 유나이티드를 인수하고, 크리스티아누 호날두를 자국 리그에 영입하며 스포츠 산업 육성 중이다. 이러한 정부의 기조에 따라 사우디국부펀드 PIF는 스포츠 산업에 총 378억달러(49조2000억원)를 투자할 계획이다.

PIF, 사우디 재정 확보 수단
다각화의 핵심 주체로 부상

사우디는 원유 수출에 의존하던 기존 경제구조에서 벗어나 성장동력을 다각화하기 위해 국가 경제를 개편하고 있는 모습이다. 글로벌 탈석유 움직임이 진행되고 있기 때문이다. 전략의 핵심 주체로서 PIF는 향후 운용 규모를 키우며 게임, 친환경 등 다양한 분야에 투자를 확대할 것으로 예상되므로 이에 대해 살펴보고자 한다.

표1 PGA 및 LIV 갈등 전개 및 합병

일자	내용
'21.10.31	LIV 골프 인베스트먼트 설립, 그레그 노먼 CEO취임
'22.3.17	LIV, 8개 대회 상금 2억 5,500만달러 시리즈 출범 발표
'22.6.9	LIV 1차 대회 개최, PGA "LIV 선수들 출전 금지"
'22.6.16	LIV 출범 후 첫 메이저 대회 US 오픈
'22.7.5	LIV 소속 골퍼 3명, DP월드 징계 정지 가처분 인용
'22.7.12	미국 법무부, PGA 반독점 혐의 조사
'23.8.10	미국 법원, LIV 골퍼 가처분 기각 세계 랭킹에서 LIV 제외
'23.8.25	PGA 상금 4억 1500만달러로 증액, "LIV선수 복귀 없다"
'23.2.26	LIV 14개 대회 4억 500만달러 규모 2023 시즌 개막
'23.6.7	PGA-LIV 전격 합병

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

표2 2022년 PGA투어 메이저 대회 및 LIV 시리즈 상금

(백만달러)	대회	우승 상금	총 상금
PGA투어 메이저 대회	마스터스	2.70 (35억원)	15.0 (192억원)
	PGA 챔피언십	2.70 (35억원)	15.0 (192억원)
	US오픈	3.15 (40억원)	17.5 (224억원)
	디 오픈 챔피언십	2.50 (32억원)	14.0 (179억원)
LIV 시리즈	각 대회 (8차 대회 제외)	4.00 (51억원)	25.0 (320억원)

자료: 각 협회, 메리츠증권 리서치센터

‘2030 프로젝트’에 따른 사우디국부펀드 PIF의 역할 강화

사우디 정부,
PIF의 지배력 강화 및 자산 규모
확대 기조 견지

사우디의 장기 국가 개발계획인 ‘사우디 2030 프로젝트’의 경제 부문 목표 달성을 위해 PIF의 역할 강화, 자산 규모 및 국내외 투자 확대 기조를 견지하고 있다. 2017년 1차 ‘PIF 프로그램’을 발표하고 2021년에는 2025년까지의 계획을 담은 2차 프로그램도 공개하였다. PIF의 자산 규모를 2030년까지 기존 1,600억 달러에서 1조 8,664억 달러로 늘리고 비석유 부문 투자도 확대하겠다는 내용이다. PIF의 AUM은 2022년 기준 6,200억 달러로 싱가포르 국부펀드와 유사한 수준이며 2030년 노르웨이 국부펀드를 따라잡을 것으로 전망된다.

지역별: 북미 43%, 유럽 24%
섹터별: IT 24%, 임의소비재 19%

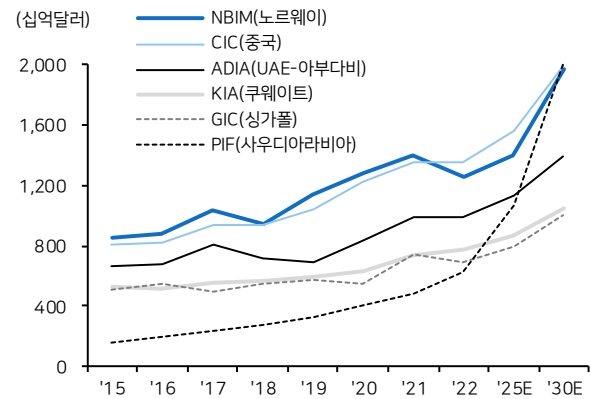
PIF의 투자 현황을 살펴보면, 지역별로는 북미와 유럽이 절반이상을 차지한다(북미 43.3%, 유럽 24.0%). 안정적인 수익 추구로 미국과 유럽 투자 비중이 높지만 최근 인도, 중국, 한국 등 아시아 국가와의 협력 관계가 강화되면서 아시아 시장으로의 투자 유입 확대가 예상된다. 업종별로는 IT가 24%로 가장 높은 비중을 차지하였다. IT 분야 투자의 대표적인 사례는 2022년 일본 게임 기업인 닌텐도의 지분 5.01%를 인수한 것이다.

그림1 '사우디 2030 프로젝트' 관련 PIF 목표



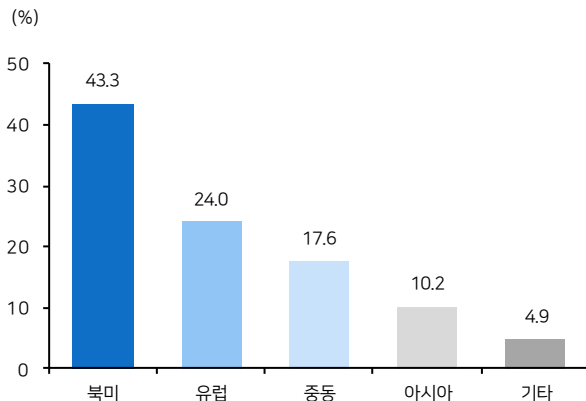
자료: PIF

그림2 글로벌 주요 국부 펀드 AUM 추이



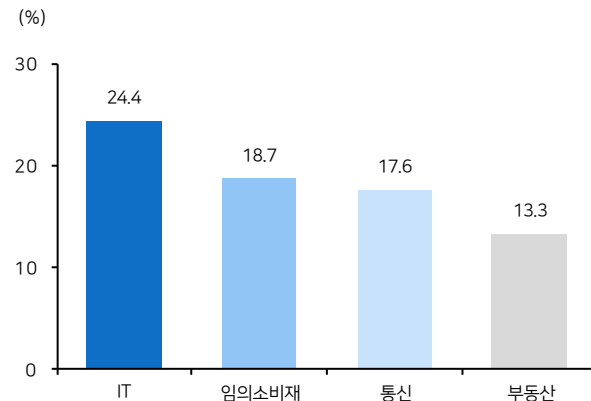
자료: Global SWF, 메리츠증권 리서치센터

그림3 지역별 PIF의 투자액 비중 (2018~2022년 누계)



자료: SWFI DB, 메리츠증권 리서치센터

그림4 업종별 PIF의 투자액 비중 (2018~2022년 누계)



자료: SWFI DB, 메리츠증권 리서치센터

‘2030 세대’ 공략, 남은 과제는 ‘인권’

젊은층 공략을 위해
스포츠, 게임 및 콘텐츠 시장 주력

최근 빈살만 왕세자가 문화 개방 정책을 펼치기 시작하면서 사우디국부펀드 PIF는 젊은층 공략에 나섰다. 2022년 기준 사우디아라비아 인구 3,600만명의 70%가 35세 미만이기 때문이다. 따라서 PIF는 스포츠, 게임 및 콘텐츠 시장에 주력하고 있다. 국내 기업에도 지속적인 관심을 보이며 투자 중이다. PIF는 넥슨과 엔씨소프트의 주요 주주이며 올해 1월에는 카카오엔터테인먼트에 4억 8,200만달러를 투자한 바 있다.

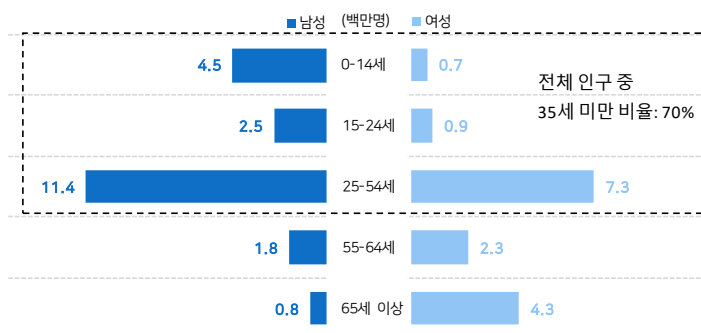
PIF의 탄소 감축 노력:
저탄소 전환 프레임워크 참여,
신재생 산업 협력 등

PIF는 젊은 세대를 중심으로 ESG에 대한 인식이 확대됨에 따라 기후변화 대응 움직임도 보이고 있다. PIF는 2017년 지속 가능한 저탄소 경제로의 원활한 전환에 기여하는 것을 목적으로 설립된 ‘원 플래닛 국부펀드 프레임워크’의 설립 회원으로 참여하는 등 환경 및 기후변화 관점에서 국부펀드의 역할 확대에 앞장서고 있다. 2022년 11월에는 대규모 인프라 투자에 따른 추가 자금 조달을 위해 30억 달러의 녹색 채권을 발행하기도 했다. 한국과는 삼성물산과 수소, 모듈러 공법 관련 MOU를 체결하는 등 단순 투자를 넘어선 산업 차원에서의 협력 주체로도 나서고 있다.

자국 내 인권 유린 및
언론 탄압 등의 문제 여전,
근본적인 대책 필요

인권 문제는 사우디가 여전히 해결해야 할 과제로 남아있다. 언론인 살해, 반체제 인사 감금, 여성 인권 탄압 등 자국의 인권 유린이나 언론탄압과 같은 논란을 잠재우기 위한 눈속임이라는 평가는 향후 사우디국부펀드 PIF의 국제적 평판에도 악영향을 미칠 수 있다. 따라서 이미지 세탁을 위한 일시적인 눈가림이 아니라 근본적인 변화가 필요하다.

그림5 연령대별 사우디 인구 구성 (2022년 기준)



자료: 사우디통계청(GASTAT), 메리츠증권 리서치센터

표3 PIF의 최근 한국향 투자 및 협력 사례

기업명	내용
쿠팡	2021년 3월 1억 4,000만 달러 규모의 지분(약 286만주) 취득
넥슨	2022년 4월까지 9.49%의 지분 확보
엔씨소프트	2022년 2월과 3월 장내 매수를 통해 9.26%의 지분 확보
삼성물산	2022년 11월 모듈러 기술 기반의 공동 협력을 위한 MOU 체결 2023년 1월 포스코와 그린수소 사업 협력 관련 3자 MOU 체결
카카오엔터테인먼트	2023년 1월 PIF와 싱가포르의 피렘인베스트먼트(PWARP INVESTMENT PTE. LTD)는 각각 4억 8,200만 달러 규모 지분 투자(제3자 배정 증가)

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

원문: Saudi Arabia's billions are shaking up golf. What next? (Financial Times)

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.