

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 12. 7 (목)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

2024년 전망 시리즈 (해설판)

17. 음식료/유통_살아남은 자들의 시간

18. 화장품/의류_구조적 성장 (화장품) vs. 한계 (의류)

칼럼의 재해석

Ex-China의 첫 걸음, Northvolt의 나트륨 이온 배터리

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.

Strategy Idea



▲ 음식료/유통
Analyst 김정욱
02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

본 자료의 원본은 2023년 11월 10일 발간된
[2024년 전망 시리즈 17 – 음식료/유통: 살아남은 자들의 시간] 입

2024년 전망 시리즈 17 (해설판)

[음식료/유통] 살아남은 자들의 시간

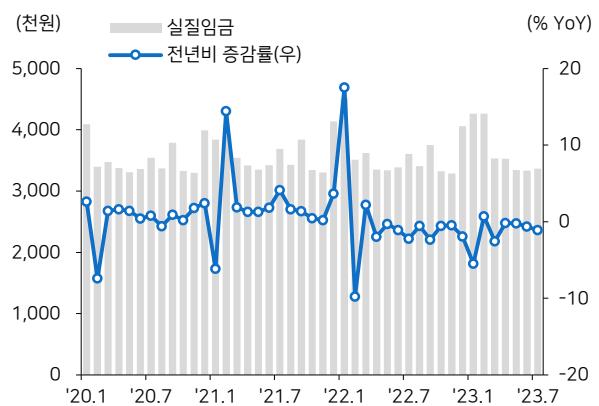
- ✓ 지속되는 고물가 환경으로 실질임금은 2022년 하반기 이후 역성장세 지속
- ✓ 24년 음식료 투자의견 Overweight 제시: 담배 세금 인상, 원가 스프레드 개선 기대
- ✓ 24년 유통 투자의견 Neutral 제시: 축소된 양극화 소비 편의점/백화점
- ✓ Top Picks: KT&G, BGF리테일

Part 1 살아남은 자들의 시간 - DownShift

24년 불황형 소비 패턴 부각

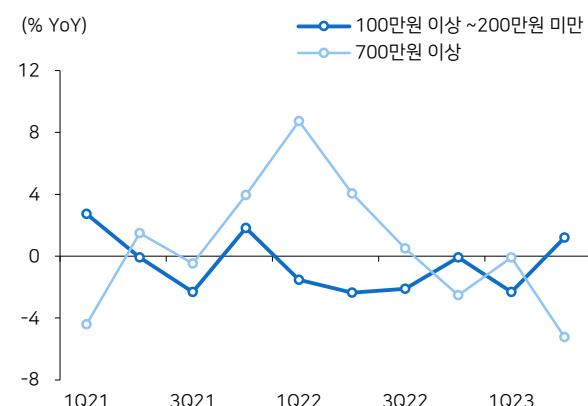
24년 소비 시장은 소비자 계층과 무관하게 가성비 소비가 이어질 전망이다. 고금리 기조에 따라 실질임금은 22년 하반기 이후 감소세가 지속되고 있으며, 가계신용 증가세는 둔화되고 있다. 저소득층 가구에 이어 고소득층 가구도 가처분소득이 감소했고, 23년 2분기 전체 가계소득은 역신장하며 가계흑자액이 큰폭으로 감소했다. 이에 따라 필수소비재인 식품/뷰티 소비는 증가하고, 경기소비재인 의류는 감소하는 불황형 소비 트렌드가 이어지고 있다.

그림1 국내 실질임금은 하락세 지속



자료: 고용노동부, 메리츠증권 리서치센터

그림2 고소득층 가구도 가처분소득 감소 구간 진입

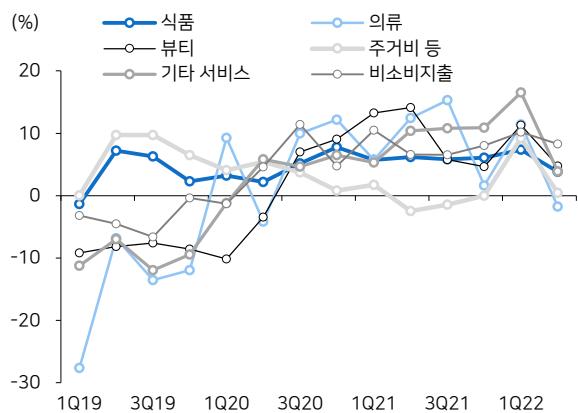


자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

가성비, 필수재 중심
소비 쓸림 현상 심화 예상

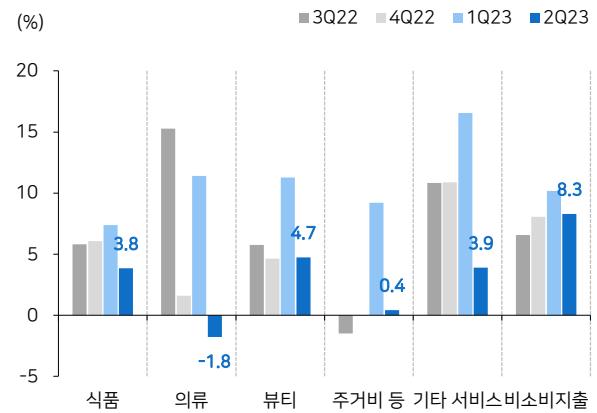
불황형 소비 트렌드가 이어지면서 가성비, 필수재 중심의 수요 증가를 전망한다. 음식료 업종 내에선 종합식품, 담배 수요가 양호할 것으로 판단하며, 유통업은 경기둔화로 전반적인 업종에 대한 의견은 중립이나, 담배 세금 인상의 수혜가 기대되는 편의점이 상대적 우위를 보일 것으로 판단한다.

그림3 전반적인 가계지출 둔화에도 비소비지출은 차별화



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림4 비소비지출 +8.3%, 식품 +3.8%, 뷰티 +4.7%



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 식품 소비 DOWN SHIFT – 담배/종합식품

24년 음식료 투자의견
Overweight 제시

24년 음식료 투자 의견 Overweight을 제시한다. 곡물가격 하락으로 인한 원재료 투입 단가 안정화와 K-푸드의 글로벌 시장 확대 기대감 등으로 인해 음식료 업체의 긍정적 영업환경이 전망된다. 카테고리별로는 담배 세금 인상 기대감과 판가/원가 스프레드 개선으로 담배, 종합식품을 선호한다. 업종 최선호주로 CJ제일제당, KT&G를 제시한다. CJ제일제당은 국내 가공식품 실적 회복, K-스트리트푸드 중심 북미 시장 확대가 기대되며 KT&G는 국내 HNB 시장 침투율 지속 상승과 디바이스/스틱 경쟁력으로 MS 확대가 이어질 전망이다.

담배/종합식품 선호, 세금 인상
기대감과 판가/원가 스프레드 개선

24년은 Cost가 내려가는 가운데 Quantity 성장을 도모하는 담배와 종합식품 카테고리에 주목할 시기이다. 음식료 산업은 11~15년 Price 인상과 Cost 감소로 판가/원가 스프레드가 개선되었고 이후 4년간 원재료 상승 부담, 판가 전가력 약화로 인해 De-rating 되었다. 22년 러-우 전쟁으로 예상치 못한 곡물가 상승기 를 겪고 23년 상반기까지도 주요 기업들은 원재료 부담을 해소하지 못한 채 부진한 실적을 이어갔다. 곡물가와 환율이 각각 6개월/3개월 시차를 두고 과거의 상승 부담이 실적에 반영되고 있기 때문이다.

그림5 24년 음식료 투자 의견 Overweight 제시, 가성비/필수재 식품 소비 증가와 원가 스프레드 개선 기대



자료: QuantWise, 메리츠증권 리서치센터

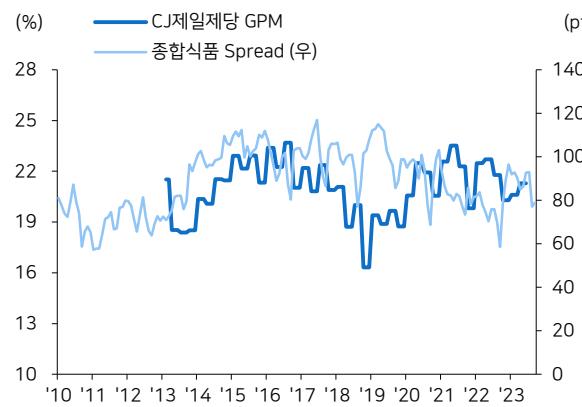
24년 엘니뇨 이어지며 곡물별 가격 차별화 예상

24년은 곡물가격이 하락 추세로 전환되며 판가/원가 스프레드 개선이 기대된다. 올해 라니냐 기상이변에서 엘니뇨로 변화했고 내년 상반기까지 엘니뇨가 이어질 전망이다. 엘니뇨는 옥수수/대두/소맥 등 주요 곡물 작황에는 긍정적이나 인도와 동남아 지역의 가뭄으로 원당 피해를 입힐 수 있다. 24년 곡물별 가격 차별화가 예상되며, 곡물 수급의 가장 큰 리스크였던 러-우 전쟁 역시 작황 개선에 따라 그 영향이 제한적일 전망이다.

종합식품 스프레드 확대에 따른 GPM 개선 기대

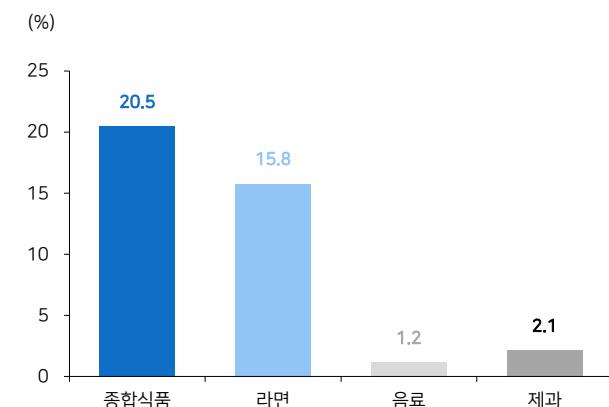
음식료 주요 카테고리의 판가/원가 스프레드는 GPM과 높은 상관관계를 가진다. 전년비 스프레드 증감 정도는 종합식품 +20.5pt, 라면 +15.8pt, 음료 +1.2pt, 제과 +2.1pt을 기록했다. 종합식품 스프레드 확대는 가공식품 판가 인상, 옥수수/소맥/대두 가격 하락에 기인하며 이에 따라 24년 종합식품의 GPM 개선이 두드러질 것으로 보인다. 라면은 제품 판가 상승과 소맥/팜유 가격 하락으로 스프레드가 확대되었으나 전년도 높은 기저 부담으로 추가적인 매출 성장은 어려워 보인다.

그림6 판가상승, 곡물가격 하락으로 종합식품 스프레드 확대



자료: CJ제일제당, Bloomberg, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 카테고리별 스프레드 전년비 증감 종합식품 +20.5pt

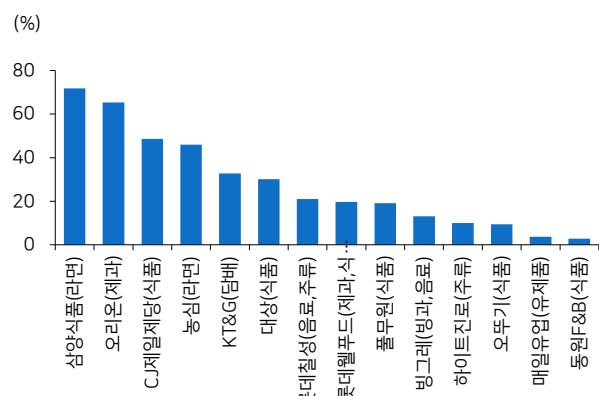


자료: 각 사, Bloomberg, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

24년 해외 시장 수량 증가에 집중

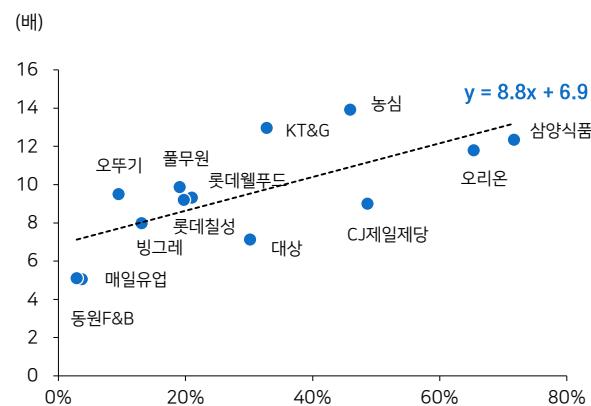
Cost의 안정화 이후에 기대해볼 부문은 Quantity의 증가이며 24년은 해외 시장 수량 증가에 집중할 필요가 있다. 음식료 기업 주력 제품의 해외 매출 비중은 삼양식품(71.1%), 오리온(65.4%), 농심(45.9%), KT&G(32.8%) 순으로, 해외 비중에 따라 벤류에이션 격차가 심화되었다. 현재 해외 비중 50% 이상 기업의 12M Fwd PER은 12~14배, 해외 비중 10% 이하 기업 PER은 5~9배를 형성한다. CJ제일제당의 높은 해외 비중은 바이오/사료 부문에 기인하며, 24년 바이오/사료 부문 기저 부담 완화에 따른 저평가 해소를 기대해볼 수 있다.

그림8 음식료 기업 주력 제품 해외 비중



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 높은 해외 비중 기업 12M Fwd PER 12~14배 형성

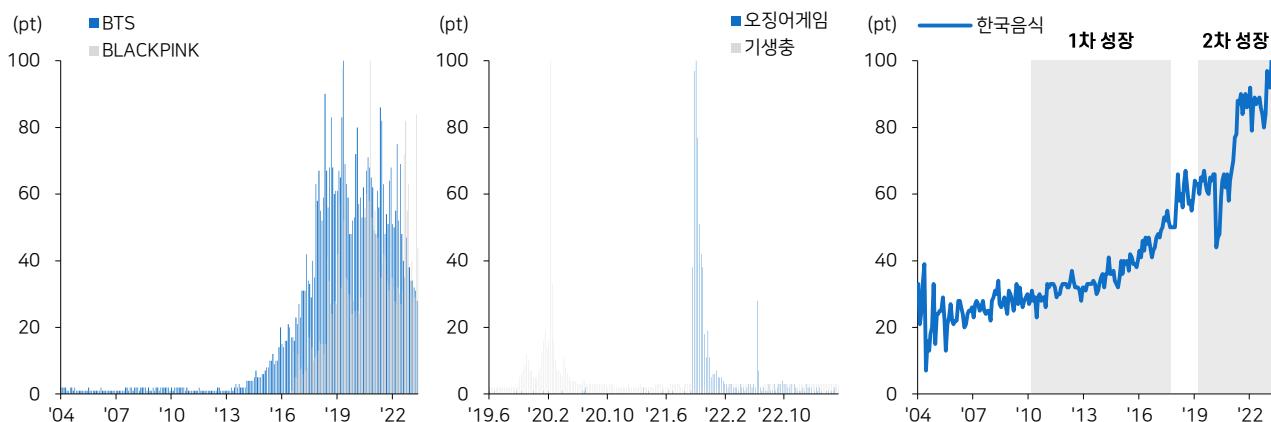


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

K-푸드 2차 성장 국면 진입

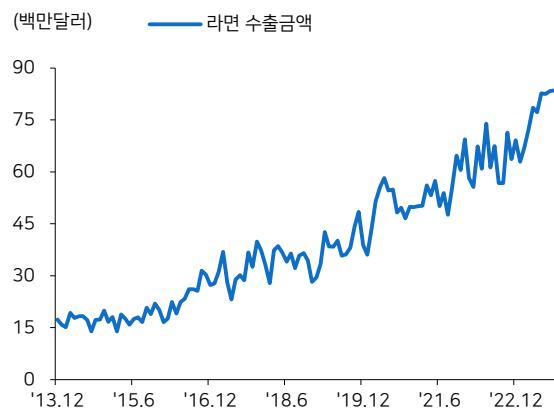
해외 매출 증가의 핵심은 북미 지역 중심의 K-푸드 커버리지 확대에 있다. K-푸드의 선봉장에는 라면이 있었다. 미국 시장 내 농심의 라면 매출 성장률은 22년 36%를 달성한 이후에도 23년 두 자리 수 성장을 이어갔다. 과거 라면은 미국 내에서도 한정된 소비자층을 형성한 니치 카테고리였으나 이제는 히스패닉을 넘어 백인들까지 즐겨먹는 식품으로 성장했다. 코로나를 거치며 유튜브, OTT 서비스를 통해 K-POP, K-컨텐츠의 위상이 개선됐으며 자연스럽게 아티스트/배우가 취식하는 음식으로 관심이 옮겨갔다.

그림10 K-팝, K-컨텐츠 확대는 K-푸드 2차 성장의 트리거로 작용



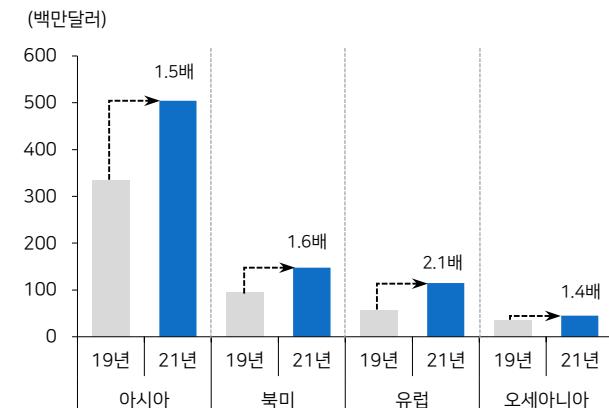
자료: Google Trends, 메리츠증권 리서치센터

그림11 라면 수출금액 증가세 지속



자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림12 19년 대비 21년 즉석 면류 대륙별 수출액 변화



자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

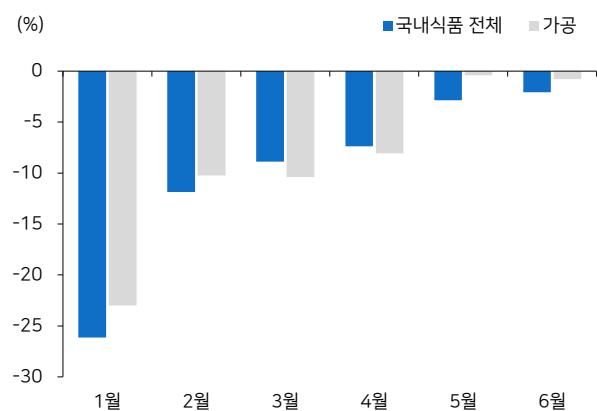
24년 넥스트 라면 제품에 주목

24년은 K-푸드 성장에서의 카테고리 확대 국면으로 넥스트 라면 제품들의 성과가 기대된다. 23년 하반기 미국 시장에서 화제가 됐던 K-푸드는 냉동김밥이었다. 탄수화물의 특징이 냉동 보관 및 유통에도 퀄리티와 품미 유지가 가능하다는 점인데 간편식/가성비 트렌드와 맞물리며 열풍을 이끌고 있다. 특별한 광고 없이도 SNS를 통한 바이럴 마케팅으로 전파되며 효율적인 판촉이 가능했다. 코로나를 거치면서 미국에서는 향상된 기술의 냉동식품 판매가 급증했고 소비자들의 인식 개선으로 이어졌다.

CJ제일제당 K-스트리트 푸드 중심 북미 시장 성장 기대

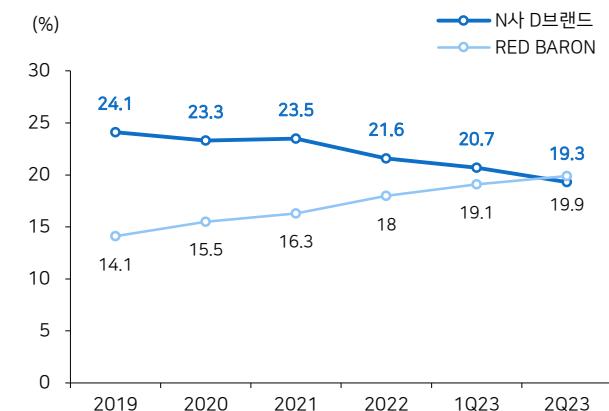
CJ제일제당은 18년 미국 냉동식품 기업 슈완스를 인수해 미국 대형 유통업체 브랜드를 아우르는 공급망을 갖추었다. 최근 CJ제일제당은 떡볶이 · 핫도그 · 김밥 · 김말이 · 봉어빵 · 호떡 6대 제품을 K-스트리트 푸드의 전략 품목으로 선정하고 미주, 유럽, 아시아 등의 글로벌 주요 국가에 신제품을 출시하고 있다. 이에 따라 24년 북미 시장 High-single 매출 성장이 기대된다.

그림13 23년 국내식품과 가공식품 판매량 감소폭은 축소 중



자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

그림14 B2C 냉동피자 점유율 최초 1위 달성



자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

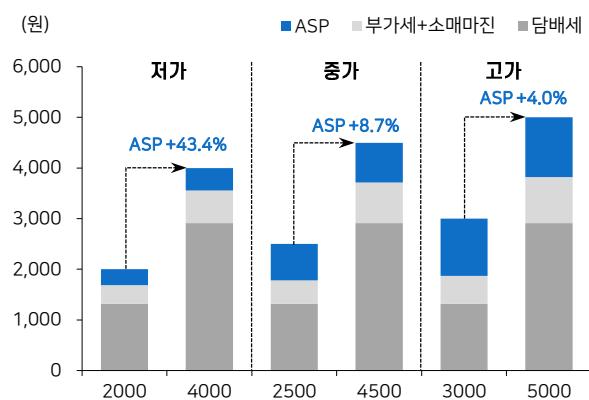
24년 담배 세금 인상 기대감 확대 전망

세금 인상 시 가수요 발생으로 수요 증가, 가격 인상 예상

내수 시장에서는 담배 카테고리의 수량 성장과 원가 개선이 기대된다. 과거 담배 세금 인상은 05년, 15년 두 차례로 10년의 기간을 두고 이뤄졌다. 둘 다 새로운 정권이 집권한 뒤 2~3년차에 접어든 시기였으며 총선/지방선거 등 중요한 선거가 치뤄진 이후였다. 24~25년은 많은 점에서 유사성이 있다. 24.4월 총선을 앞두고 있으며 그 이후로는 대규모 선거가 단기간 부재하다. 세수 확보 차원에서도 담배 세금 인상은 긍정적이며 국민 건강 증진이라는 공익적인 성격도 가지고 있다.

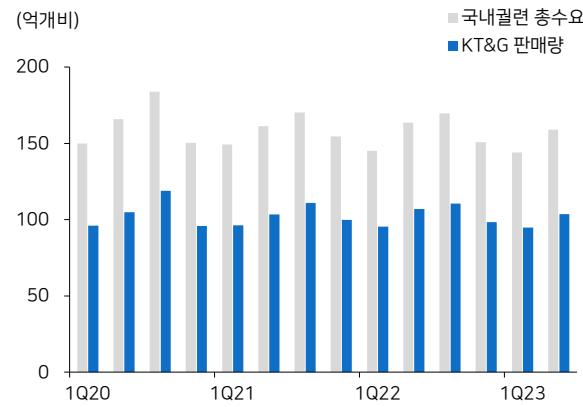
담배 제조업은 23년 일담배 상승에 따른 실적 어려움을 겪었다. 22년 매수한 일담배가 1년의 시차를 두고 투입되는데 22년 2~30% 일담배 원가 상승이 있었으며 지금은 전년 수준을 유지하고 있다. 24년 세금인상이 논의되고 하반기 현실화된다면 세금 인상 이전의 가수요 발생으로 수요 증가, 세금 인상에 동반한 담배 업체들의 가격 인상 등이 예상된다. 최근 일반 상품들의 높은 물가 수준을 고려한다면 가격 저항도 크지 않을 전망이다. 과거 사례를 참고해보면 2,500원에서 4,500원으로 인상할 당시 높은 인상률로 금연 수요에 대한 우려가 커거나 인상 후 1년차인 16년 상반기 담배 수요는 인상 전 대비 90% 수준을 회복했다.

그림15 담배 가격대별 ASP, 유통마진, 세금 구조



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

그림16 국내 궐련 총수요, KT&G 판매량 추이

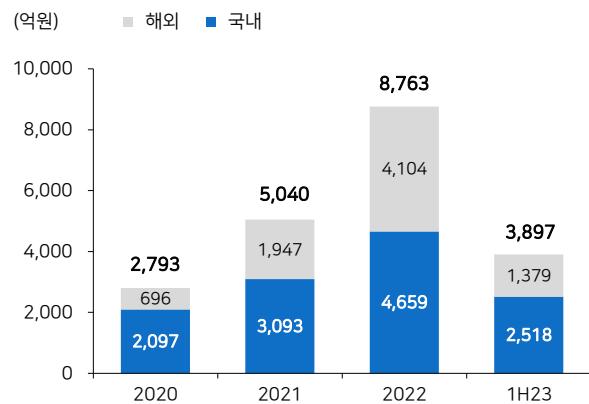


자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

KT&G 수익성 개선과 담배 가격 인상 효과 기대

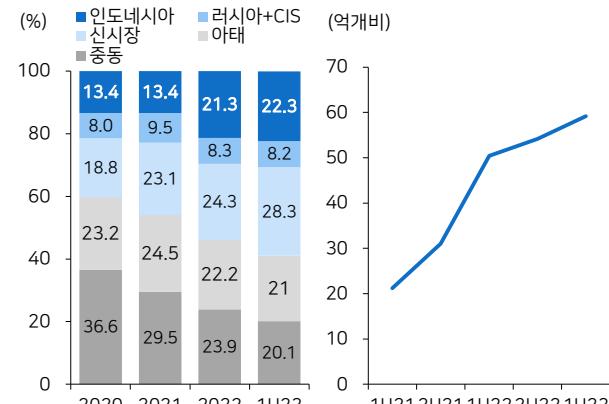
KT&G의 경우 24년 담배 가격 인상 시 가수요 발생과 수익성 개선으로 FY1~FY2 평균 영업이익이 +10.4% 증가할 것으로 예상된다. 또한 국내 HNB 시장 침투율의 지속적인 상승 및 디바이스/스틱 경쟁력으로 M/S 확대를 이어갈 전망이다. NGP는 디바이스 높은 베이스 부담에도 수량 성장을 지속했다. 홍삼 부문은 경기 영향으로 부진했으나 4분기 이후 점진적 개선이 예상되며 부동산은 신규 사업 개척으로 성장을 지속할 것으로 보인다. 홍삼/HNB/해외담배의 실적 견인이 예상되는 가운데, 자사주 매입/배당 증가 등 주주환원정책 확대가 기대된다.

그림17 NGP 국내/해외 매출 추이



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

그림18 권역별 수량 비중(좌), 인도네시아 수량(우)



자료: KT&G, 메리츠증권 리서치센터

Part 3 채널 소비 DOWN SHIFT – 편의점/백화점

24년 유통 투자 의견

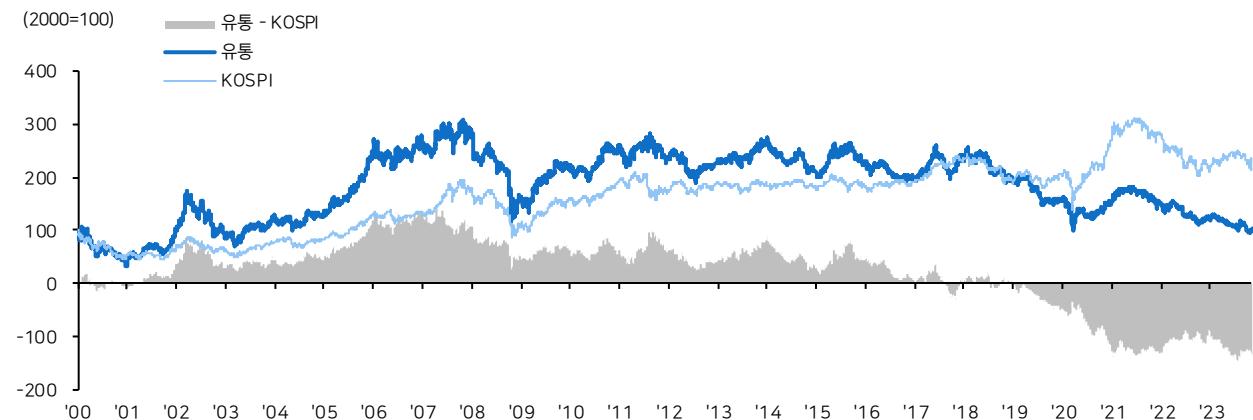
Neutral 제시

24년 유통 투자 의견 Neutral 제시한다. 고물가/고금리 장기화로 소비 부진이 불가피하며 축소된 양극화 소비가 전망된다. 업태별 선호도는 편의점>백화점>면세점>대형마트>홈쇼핑 순이다. 담배 세금 인상의 수혜가 기대되는 편의점이 상대적 우위를 보일 것으로 판단한다.

편의점, 런치플레이션과
담배 세금 인상의 수혜 채널

편의점은 낮은 객단가로 고물가 환경 및 런치플레이션 환경 수혜가 지속될 전망이다. 낮은 객단가 기반으로 편의점 트래픽은 확대될 것으로 판단한다. 이에 더해 담배 세금 인상에 따른 수혜도 기대해볼 수 있는데, BGF리테일의 경우 24년 담배 가격 인상 시 가수요 발생과 유통마진 개선으로 FY1~FY2 평균 +9.6% 영업이익 증가가 기대된다. 백화점은 해외여행 확대 등 명품 소비 위축 가능성성이 지속되고 있다. 23년 전년도 높은 베이스 영향으로 부진하였고, 24년은 기저효과와 소비 경기 둔화가 혼재할 것으로 보인다.

그림19 24년 유통 투자 의견 Neutral 제시, 축소된 양극화 소비 전망, 편의점>백화점>면세점>대형마트>홈쇼핑 순



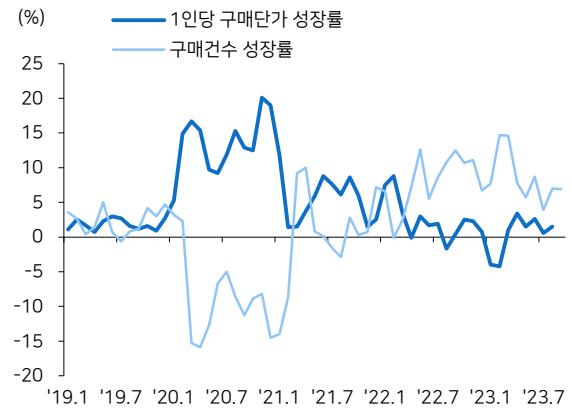
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림20 편의점 전년 동기 대비 매출액 성장률 추이



자료: 통계청, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림21 편의점 1인당 구매단가/구매건수 성장률 추이



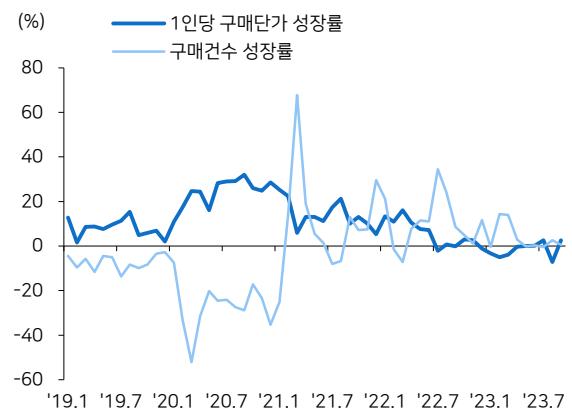
자료: 통계청, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림22 백화점 전년 동기 대비 매출액 성장률 추이



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림23 백화점 1인당 구매단가/구매건수 성장률 추이



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea



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

본 자료의 원본은 2023년 11월 10일 발간된
[2024년 전망 시리즈 18 - 화장품/의류: 구조적 성장 (화장품) vs. 한계 (의류)] 입

2024년 전망 시리즈 18 (해설판)

[화장품/의류]

구조적 성장 (화장품) vs. 한계 (의류)

- ✓ [주가] 시장 정상화 및 모멘텀 확대 불구, 생활소비재 외면 지속
- ✓ [한국] 화장품 +6% > 전체 +2% > 의류 Flat
- ✓ [중국] 화장품 +4% > 전체 +4% > 의류 Flat
- ✓ [면세] 시장 +15% (객수 +35% vs. 인당 구매액 -15%)
- ✓ [미국] 화장품 +5% > 전체 +3% > 의류 +1%
- ✓ [화장품] 브랜드 파편화 가속화 → 후방 우위 시장 (ODM사 화장품 시장 점유율 상승)
- ✓ [의류] 재군 특성 감안, 글로벌 시장 내 한국산 점유율 상승 기대 불가
- ✓ [전략] 시장 성장률: 코로나 특수 제거, 시장 정상화 → 비내구재 화장품 > 준내구재 의류
- ✓ 최선호주: 화장품 코스맥스, 의류 신세계인터내셔널

Part 1 [주가] 2023 Review

생활소비재 시장 외면 지속

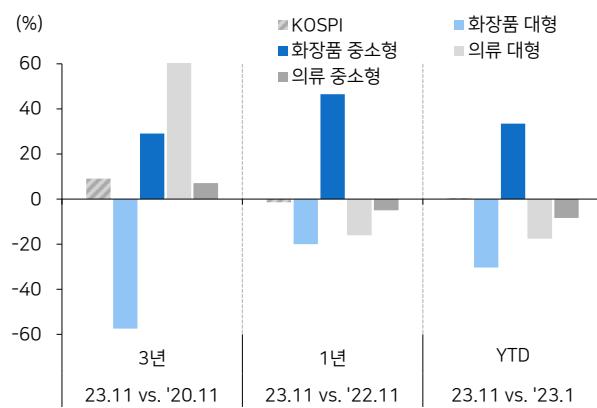
2023년 시장 정상화 (리오프닝) 및 모멘텀 확대 (중국 단체 관광 허용)에도 불구하고 생활소비재 외면은 지속되었다 (YTD: 화장품 -13% vs. 의류 -2%).

그림1 생활소비재 vs. KOSPI



주: 11월 9일 종가 기준
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주가수익률: KOSPI vs. 화장품 vs. 의류



주: 11월 9일 종가 기준
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

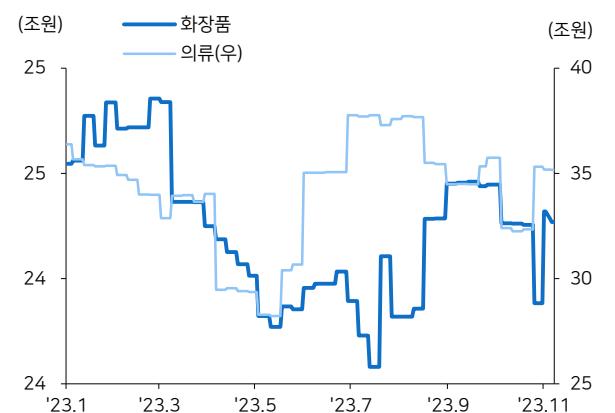
이익 추정치 하향

첫번째 원인은 이익 추정치의 지속적 하향 조정이다. 화장품 내에서 큰 비중을 차지하는 중국의 성과가 부진했고 대형주들의 이익 추정치가 하향되었다 (컨센서스 대비 영업이익 1Q23/2Q23/3Q23: 아모레P -22%/-84%/-53%, LG생건 -8%/-14%/-17%). 이로 인해 주가 낙폭이 확대되었다. 의류는 경기 불황 지속으로 업종 전반에 대한 투자성이 약화되었고 주가 약세가 지속되었다 (1Q23 실적 상향 조정 분 = 미국주 (OEM 및 훨라) 달러 강세 반영).

투자 방식 변화

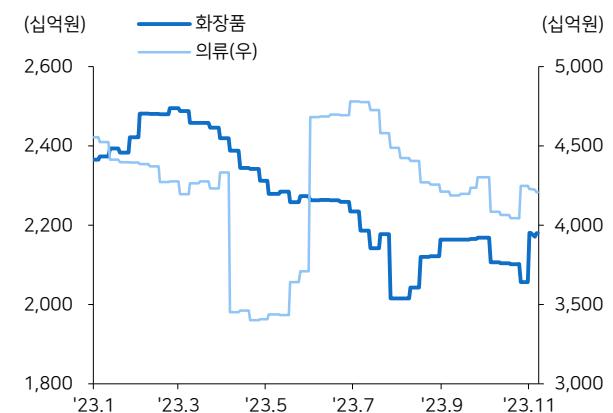
두번째로 투자 방식이 변했다. 화장품 업종은 주요 시장이 비중국으로 이동하며 종목 로테이션이 발생했는데 중소형주 유입분이 대형주 이탈분에 미달하며 전체 시가 총액이 축소되었다. 의류는 업종 전체에 대한 투자 매력도가 저하하며 업종 로테이션이 발생했고 시장 기여도가 감소하였다. 생활소비재 부문의 주요 시장 이동과 경기 불황으로 이익 추정치가 계속 조정되었고 이로 인해 투자 방식이 변화하면서 주가 면에서 저조한 실적을 보였다.

그림3 매출액 컨센서스 (2024E)



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 영업이익 컨센서스 (2024E)



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 화장품 시가총액 구성: 대형 3사 vs. 중소형사



주: 11월 9일 종가 기준

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 의류 시가총액 구성: 대형 3사 vs. 중소형사



주: 11월 9일 종가 기준

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 [시장] 도긴개긴

주요국 소매 시장 유사

경기 환경을 감안하면 2024E 시장 효과는 기대가 힘들고 주요 국가별 수치 또한 유사할 전망이다. 고물가 및 고금리 시장 환경이 지속되며 소비지출 여력은 축소되겠다. 리오프닝 특수 제거로 기저 부담이 지속되고 전 권역 펜데믹 해제로 인해 여행 서비스향 수요가 확장될 전망이다.

한국:

화장품 +6% > 전체 +2% > 의류 Flat

중국:

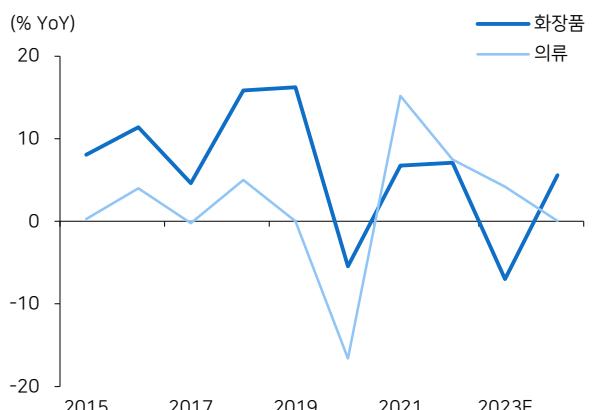
화장품 +4% > 전체 +4% > 의류 Flat

미국:

화장품 +5% > 전체 +3% > 의류 +1%

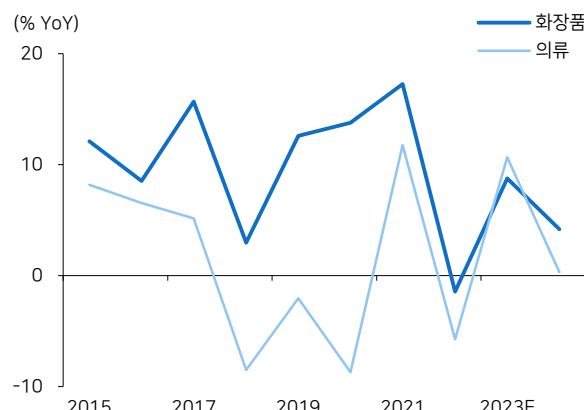
한국은 생활소비재 지출이 축소되겠다. 기저 부담이 제거되고 방한 여행객 증가에 따른 관광 상권 활성화 기대가 유효하지만 고금리 영향으로 소비 지출 여력이 감소하고 소비 밀접 도소매향 지출 비중 또한 축소될 전망이다. 중국은 양적 성장이 끝자락에 와있다. 면세 시장은 방한 중국인 및 내국인 출국자 증가가 긍정적으로 작용 하겠으나 고객 믹스 변화 (다이공 감소&여행객 증가)로 인당 구매액은 감소 할 것이다. 미국은 전방 재고 Re-stocking 진입에 따른 수주 물량 증가가 기대되나 고물가에 기반한 소비력 저하로 Re-stocking 규모가 약화될 것으로 보인다.

그림7 한국 화장품 및 의류 소매판매



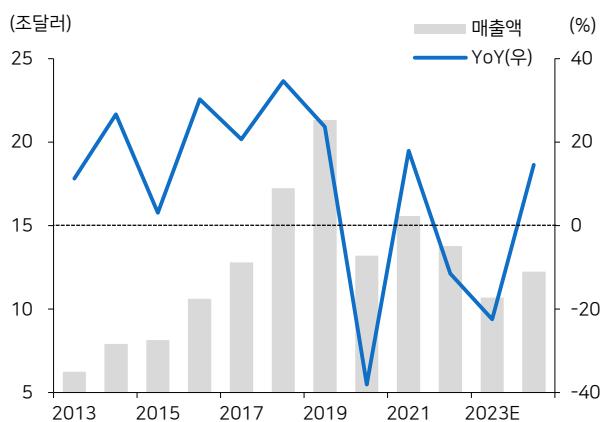
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림8 중국 화장품 및 의류 소매판매



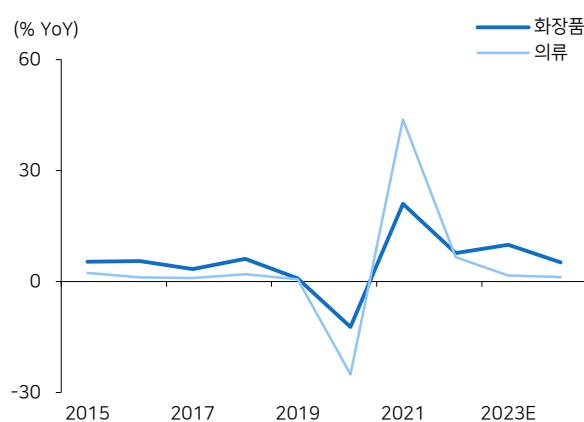
자료: 중국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림9 국내 면세점 매출액



자료: 한국면세점협회, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 화장품 및 의류 소매판매



자료: US Census, 메리츠증권 리서치센터

Part 3 [화장품] 구조적 성장

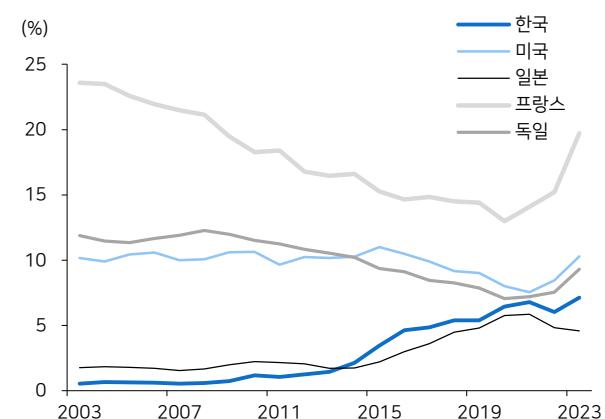
K-뷰티 전성시대

해외 시장 점유율이 지속 상승할 것으로 전망된다. 한국 화장품향 수요가 확대됨에 따라 글로벌 시장 점유율이 높아지는 추세다 (글로벌 화장품 수출 내 한국산 점유율: 2010년 1.2% → 2015년 3.5% → 1H23 7.1%). 또한, 수출 중심형 국가인 한국에서 전체 수출에의 화장품 기여도가 지속 상승할 것으로 보인다.

중국 제외 한국산 점유율 상승

국가별로 보자면 화장품 소비 최대국인 일본 내 한국산 점유율은 1위를 등극했다. 화장품 시장 규모 최대국인 미국 내 한국산 점유율은 15%를 돌파했다. 동남아는 중위 연령이 가장 낮은 지역으로 한국산 점유율이 20%에 육박한다. 중국은 화장품 시장 규모 2위국으로, 중국 내 한국산 점유율은 14%로 하락세가 지속되고 있다. 2023년 12월 중국향 화장품 수출이 성장 전환하면 2024년 한국 화장품 해외 수출 성과는 더 강화될 것으로 보인다.

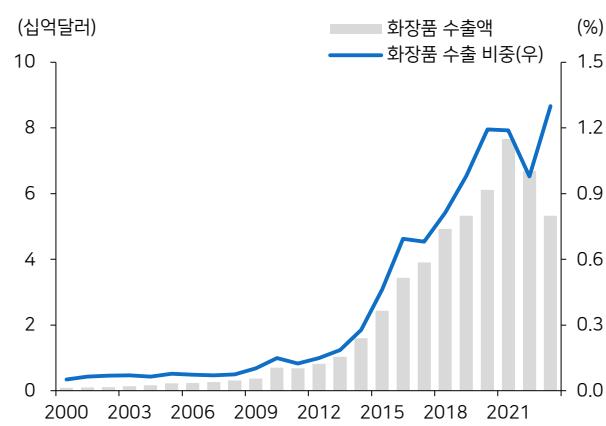
그림11 국가별 글로벌 화장품 수출 시장 점유율



주: 2023년은 상반기 누적 기준

자료: ITC Trade Map, 메리츠증권 리서치센터

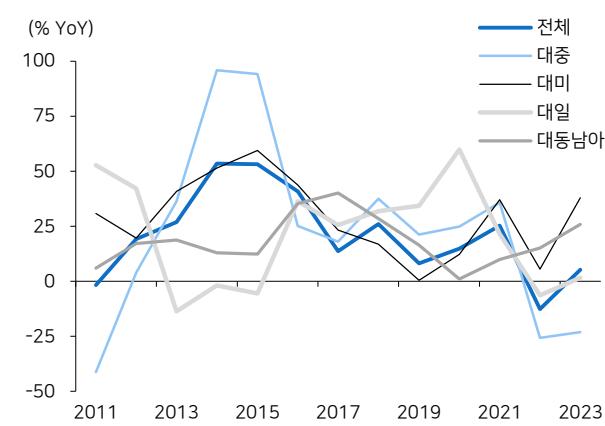
그림12 한국 화장품 수출 규모



주: 2023년은 1~9월 누적 기준

자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

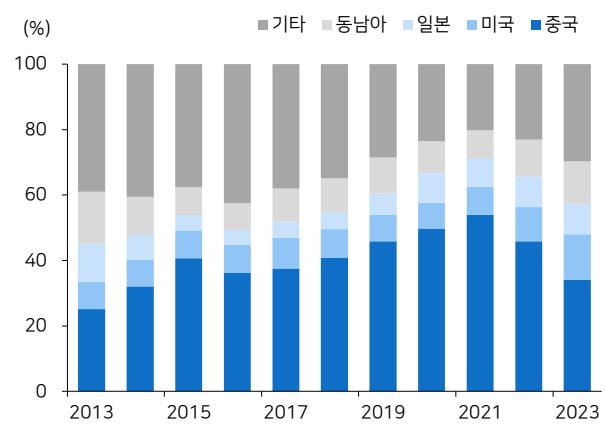
그림13 한국 화장품 수출 성장률



주: 2023년은 1~9월 누적 기준

자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림14 한국 화장품 수출 비중



주: 2023년은 1~9월 누적 기준

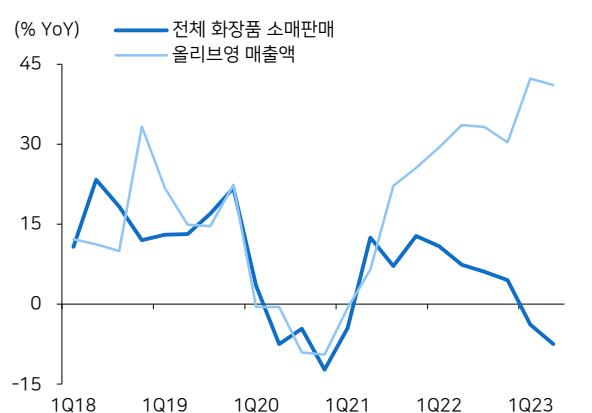
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

멀티숍 저가품 대세

멀티숍형 저가품 소비 행태가 지속 확장 추세다. 올리브영형 수요가 집중되고 있으며 추후 매출 상승 여력은 +400%까지 가능할 것으로 예상된다. 일본은 프チ프라 (プチプラ; Petite Price)라는 신조어가 등장했다. 장기 불황으로 저단가 고품질 제품의 소구력이 강화되고 있기에 드럭스토어 트래픽은 지속적으로 확장될 것이다. 미국은 고물가 장기화로 소비 절약 확산되고 있으며, 진품의 복제품인 Dupe형 저가품 소구력이 증대될 것으로 점쳐진다.

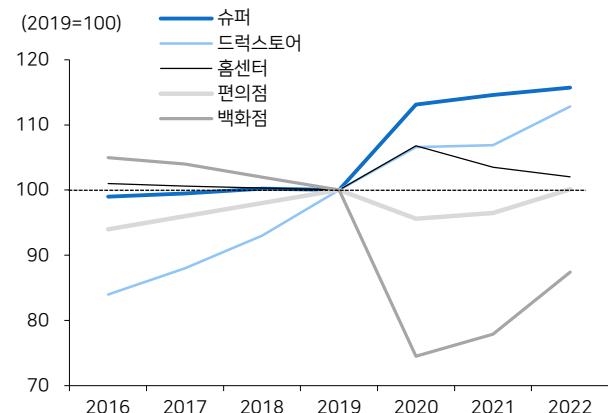
중국은 온라인 및 전문점 합산 화장품 시장 침투율이 과반 이상이다. 국가 면적 특성 상 배송에 특화되어 있고 간편 결제 상용화로 온라인 우위 시장이 형성되었다. 동남아는 H&B 및 온라인이 주요 화장품 구매 채널로 안착했으며 채널 선호도는 빠르게 상승할 것이다. 소비 행태 변화 (멀티숍 저가품 대세) 및 문화 추종 효과 (한류 콘텐츠 확산)에 기반한 K-Beauty 인기가 지속될 것으로 전망된다.

그림15 전체 화장품 소매판매 vs. 올리브영 매출액



자료: 씨제이올리브영, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림16 일본 유통 형태별 매출 추이



자료: 일본 경제산업성, 메리츠증권 리서치센터

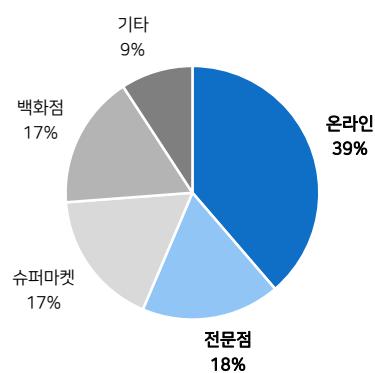
그림17 미국 멀티숍 화장품 시장 침투율



주: Ulta Beauty 및 Sephora US 합산 기준

자료: LVMH, Bloomberg, US Census, 메리츠증권 리서치센터

그림18 중국 유통 채널별 화장품 매출 비중



자료: 유로모니터, 메리츠증권 리서치센터

한국 화장품, 브랜드 SKU 최다

K-뷰티의 인기 비결 중 첫 번째는 제품 세분화다. 스마트폰 시장과 자동차 시장에서 애플과 도요타의 점유율이 각각 19%, 12%에 이르는 것과 달리 화장품 최대 기업 로레알의 점유율은 3%에 불과하다. 소비자의 수요 및 품목이 가장 다변화된 제품이기 때문이다. 국가별 주요 화장품 전문점 내 브랜드 수를 살펴보면 올리브영 3,568개, Ulta 595개, Sephora 326개, @Cosme 178개로 한국은 글로벌 최다 수준이다. 화장품 재군 특성 및 소비 행태 변화에 기반한 브랜드 과편화는 더욱 가속화될 것이다.

한국 화장품, 제조 기술력 최고

두 번째는 제조기술력이다. 화장품은 필수소비재성 위생용품으로 취급된다. 브랜드 과편화에 위생용품 특성까지 감안하면 화장품 구매 결정 요인으로 품질력이 브랜드력에 우선할 수 밖에 없다. 한국은 글로벌 최고 제조 기술력을 지닌 대형 ODM사를 다수 보유하고 있다. 글로벌 대형 브랜드사의 한국 ODM 채택 또한 확대 추세다.

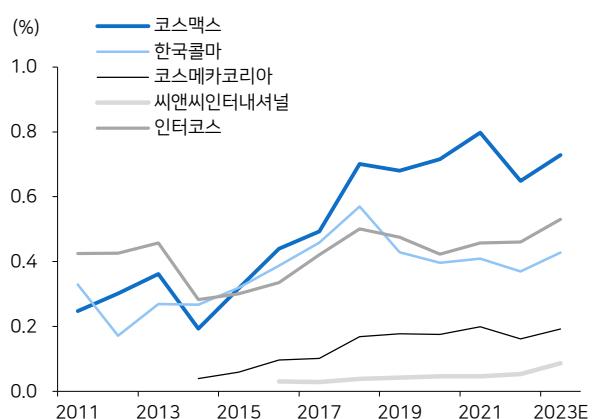
한국 화장품, 가격 경쟁력 우위

마지막은 가격경쟁력이다. 고가품 및 저가품 간 효능 무차별하다는 인식이 확대되며 화장품 품질은 상향 평준화 되었다. 경제 상황 (일본 경기 침체 장기화, 중국 성장 둔화, 서구권 고물가 지속)을 감안할 시 저가품 수요 쏠림은 지속될 것으로 보이며 한국 화장품 가격 경쟁력은 주요국 중 최고로 저가 수요 확장 시장을 노리기에 제격이다.

화장품 ODM, 수퍼 사이클 진입

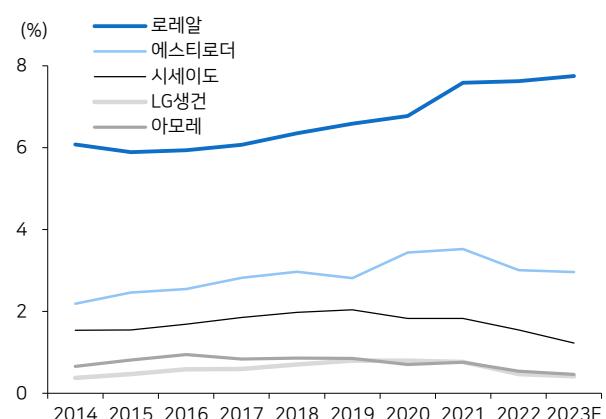
멀티숍형 저가품 중심으로 화장품 소비 행태 변화하고 있다. 고품질 저단가 브랜드 과편화로 후방 우위 시장의 형태가 강화될 것이다. 글로벌 화장품 시장 점유율을 보면 브랜드사는 하락하고 ODM사는 상승한다. 국내 화장품 제조사는 OEM에서 ODM, 그리고 OGM (해외 유통)으로 사업 모델이 발전하고 있다. 후방 의존도 및 협상력 강화에 기반한 ASP 동반 상승이 전망된다.

그림19 글로벌 주요 화장품 제조사 시장 점유율



자료: 각 사, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 글로벌 주요 화장품 브랜드사 시장 점유율



자료: 각 사, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Part 4 [의류] 구조적 한계

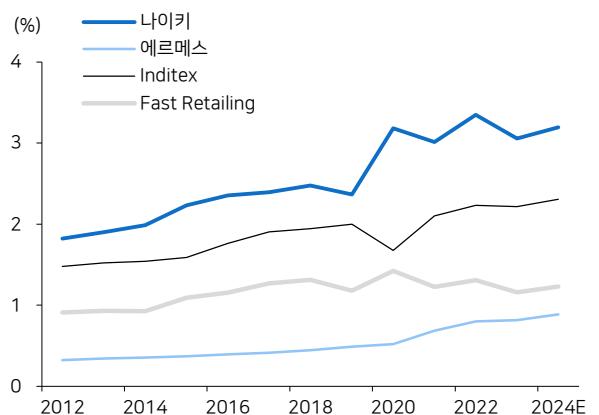
상위 브랜드 쏠림 지속
한국산 의류 브랜드력 미미

의류의 재군 특성상 품질이나 소재보다 브랜드력이 소비자들의 구매 결정 요인으로 작용한다. 이로 인해 상대적으로 브랜드력이 강한 해외 수입산 제품에 대한 수요 쏠림 현상이 나타났으며, 해외 직구 시장 성장은 국내 의류 시장 성장에 지속적으로 상회해왔다. 한국산 의류 브랜드력을 감안하면 글로벌 시장 내 한국산 점유율 상승을 기대하기는 힘들 것으로 보인다. 고단가임에도 불구하고 의류 수출액은 10년째 제자리 걸음이며 절대 규모 또한 화장품의 절반 수준에 불과하다.

품목/거래선 확장 제한적

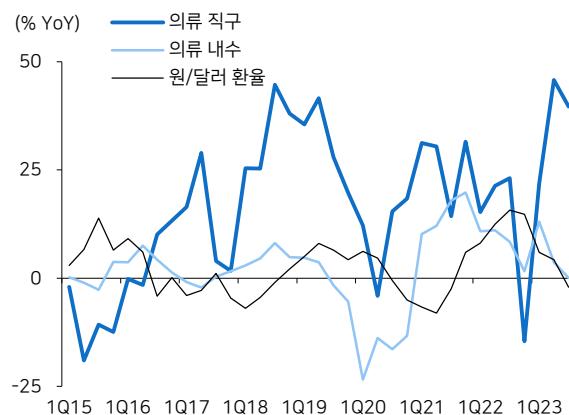
의류 판매량 및 생산량을 확대하기 위해서는 지역/품목/거래선/브랜드 포트폴리오 다변화가 전제되어야 한다. 국내 업체들의 권역별 매출 비중은 변화가 적고 유사하며 추가 진출 여력 또한 제한적이다. 품목 확장 또한 미미한데 해외 MD를 제외하면 자체 브랜드 확보가 부족하다. 훨라의 브랜드는 1개, F&F는 6개에 그친다. 의류 OEM의 거래선 포트폴리오는 다양하나 MOQ 감안시 신규 유치가 부재하다.

그림21 글로벌 의류 시장 점유율



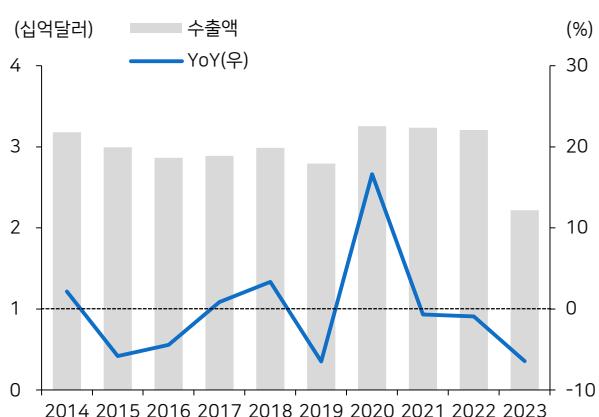
자료: Statista, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 의류 판매: 직구 vs. 내수



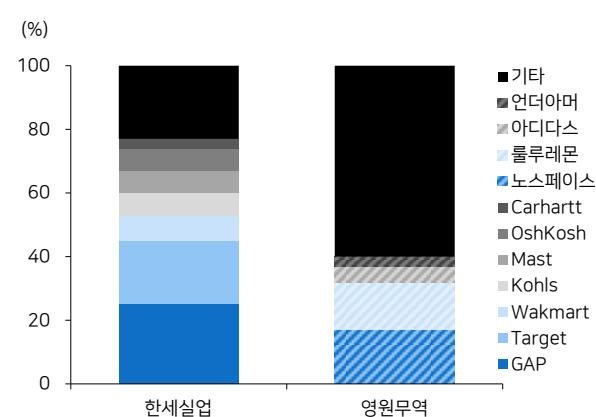
자료: QuantWise, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림23 한국 의류 수출 규모



자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림24 OEM 거래선별 매출 비중



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Part 5 [투자전략] 구조적 성장 (화장품) vs. 한계 (의류)

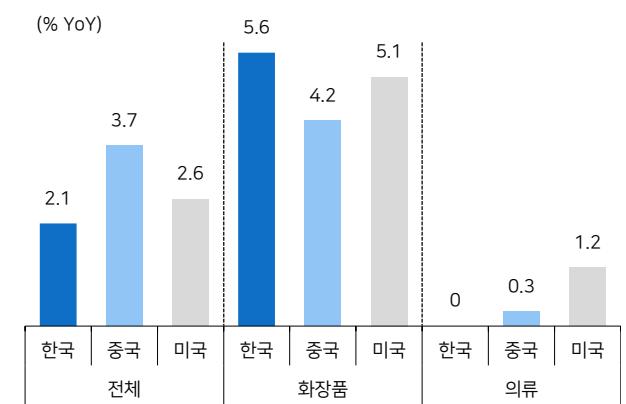
자유재 > 필수재
화장품 > 의류

시장 성장률을 보면 2024년 코로나 특수가 제거되고 시장이 정상화되는 상황을 고려할 때 비내구재 화장품이 준내구재 의류에 상회할 것으로 전망된다. 의류는 외산 브랜드에 대한 수요 쏠림과 국내 브랜드의 해외 거점 확대가 미비하기에 구조적 한계를 지녀 시장 효과를 기대하기가 불가능하다. 이에 반해, 화장품은 국산 브랜드향 수요가 확장되고 있어 글로벌 시장 저변 확대를 통한 구조적 성장이 기대된다.

화장품 Overweight vs.
의류 Underweight

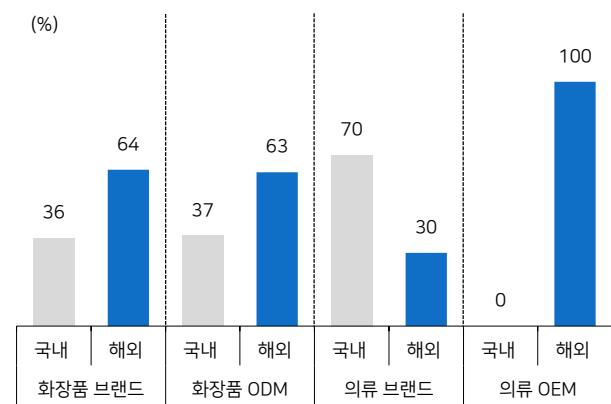
현재 펜데믹이 해제되었는데도 불구하고 여전히 필수재가 주가 측면에서 우위에 있기에 자유재향 투자 중심 이동이 필요한 시점이다. 또한 공매도 정도를 고려하면 공매도의 집중 대상이 된 화장품 업종의 반대 매수세 유입이 기대된다. 이러한 요소들을 고려해 화장품 비중확대와 의류 비중축소를 제시한다.

그림25 국가별 소매판매 성장률 (2024E)



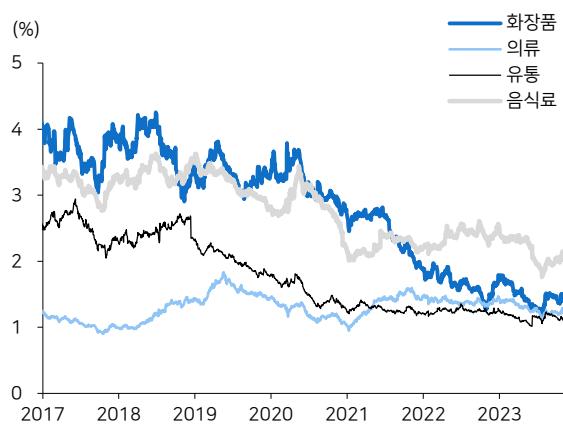
자료: 통계청, CEIC, U.S. Census, 메리츠증권 리서치센터

그림26 커버리지 지역별 매출 비중 (2024E)



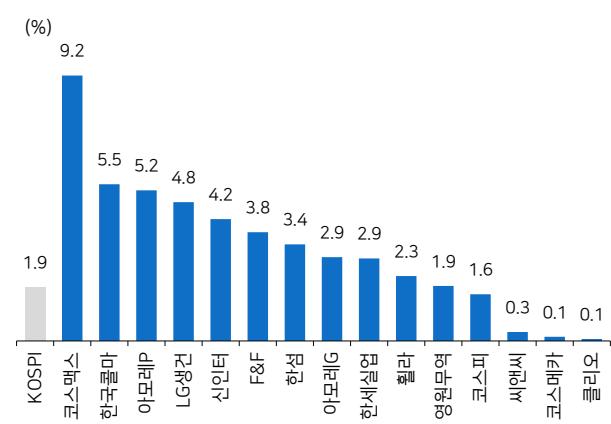
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림27 소비재군별 KOSPI 기여도



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림28 시가총액 대비 공매도 금액 (3개월 누적)



주: 11/9 종가 기준 시가총액을 3개월 누적 공매도 금액으로 나누어 산출
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

노우호 연구원

Ex-China의 첫 걸음, Northvolt의 나트륨 이온 배터리 (Financial Times)

유럽 최대 배터리 제조사 Northvolt는 최근 나트륨 이온 배터리 개발에서 에너지 밀도 160Wh/kg를 달성하며 실용화에 성공했다고 발표했다. Northvolt는 내년 고객들에게 첫번째 샘플을 제공할 계획이며, 10년 이내에 대량생산에 성공해 ESS 시장을 중심으로 중동, 아프리카, 인도 등으로 시장을 넓히는 것을 목표로 하고 있다. Northvolt는 나트륨 이온 배터리가 중국 중심의 핵심 광물 공급망에서 탈피할 수 있는 방법이 될 것으로 기대한다.

나트륨 이온 배터리는 리튬 이온 배터리보다 에너지 밀도가 40% 낮지만, (1)풍부한 자원 (2)저렴한 가격 (3)배터리 안정성 (4)저온 저항성이라는 경쟁력이 부각되어 최근 리튬 이온 배터리의 대체제로 다시 주목받고 있다. Northvolt는 다른 경쟁사보다 늦게 나트륨 이온 배터리 시장에 진입했지만 니켈, 코발트, 망간 등의 핵심 광물을 프러시안 블루로 대체했다는 것을 차별점으로 내세운다. 하지만 낙관적이지만 한 전망에 앞서 나트륨 이온 배터리의 상용화 목표 시점이 10년 뒤라는 점, 리튬 가격 변동에 따라 개발 계획에 변수가 생길 수 있다는 점, 차세대 배터리의 개발이 빠른 속도로 이뤄지고 있다는 점 등을 고려할 필요가 있다.

Northvolt의 나트륨 이온 배터리 기술 개발 발표

나트륨 이온 배터리의 에너지밀도 160Wh/kg 달성

유럽 최대 배터리 제조사인 Northvolt는 최근 나트륨 이온 배터리 개발에서 에너지 밀도 160Wh/kg를 달성하는 큰 진전을 이뤄 실용화에 성공했다고 발표했다. ESS용으로 쓰이는 LFP 배터리의 에너지 밀도가 보통 180~200Wh/kg인 것을 고려하면 리튬 이온 배터리와의 기술 격차를 크게 줄인 것이다. Northvolt는 내년에 고객들에게 시제품을 제공할 계획이며, 중동, 아프리카, 인도 등의 ESS 시장 진출을 준비중이다. 피터 칼슨 CEO는 이를 바탕으로 10년 안에 ESS용 배터리 주문량이 현재 Northvolt가 확보한 EV용 배터리 주문량(550억 달러)보다 더 커질 수 있을 것으로 전망했다.

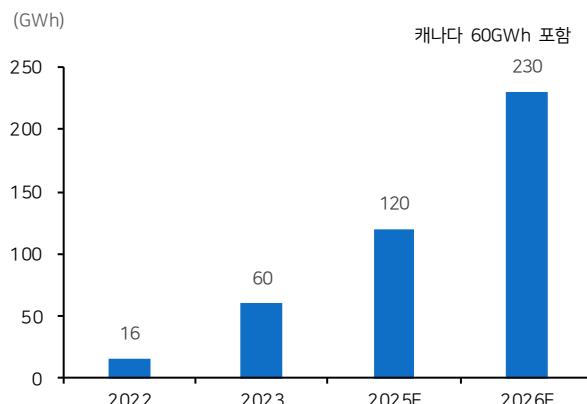
Northvolt는 Volkswagen, BlackRock, Goldman Sachs 등의 투자를 받은 스타트업으로 유럽에서 한국, 중국, 일본 등 배터리 강국에 대항할 수 있는 가장 유망한 기업으로 인정받고 있다. Northvolt는 현재 스웨덴에 있는 공장에서 EV용 배터리를 생산하고 있으며, 앞으로 캐나다, 독일, 스웨덴에 총 3개의 공장을 충설할 계획이다.

그림1 Northvolt의 시설 현황 및 증설 계획



자료: Financial Times

그림2 Northvolt의 CAPA 전망



자료: Northvolt, 메리츠증권 리서치센터

나트륨 이온 배터리와 리튬 이온 배터리의 비교

나트륨 이온 배터리는 리튬 대신 가격이 저렴하고 풍부한 나트륨을 사용해 원가를 크게 낮추고 안정성을 높인 배터리다. 나트륨과 리튬은 알칼리성 금속으로, 주기율표 1 Group(1족)에 속해 있어 물리적, 화학적 특징을 공유한다. 이러한 특성으로 인해 나트륨 배터리 구조는 리튬 배터리와 동일하며 사용하는 소재들도 비슷하다.

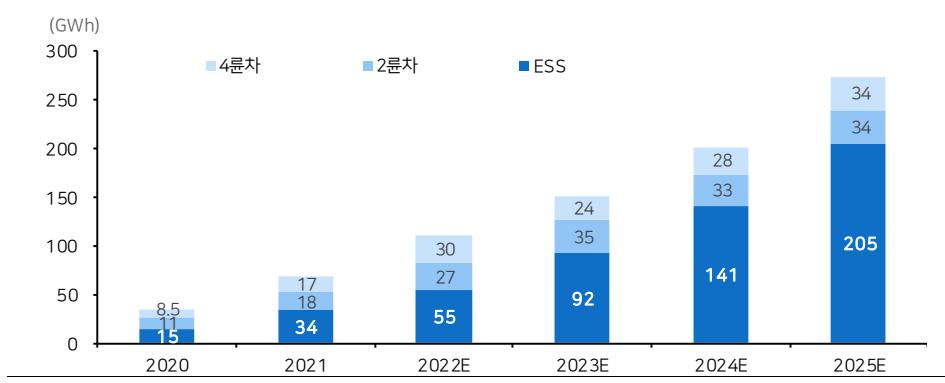
나트륨 배터리의 밀도는 리튬 배터리에 비해 40% 낮음

하지만 나트륨 이온 배터리는 수명 주기가 짧고 단위 중량당 저장할 수 있는 에너지 용량이 작다. 나트륨 양이온의 원자 반경은 리튬 양이온보다 0.3\AA 더 크고 리튬보다 나트륨 원자의 질량이 3배 더 무겁기 때문이다. 이는 양극과 음극을 이동할 때 리튬 원자에 비해 나트륨 원자의 기계적 부하가 심해져 원자의 마모가 가속화되는 결과로 이어진다. 이러한 이유로 나트륨 이온 배터리의 에너지 밀도는 리튬 이온 배터리에 비해 40%가량 낮다.

나트륨 가격은 리튬 가격의 1/35 수준

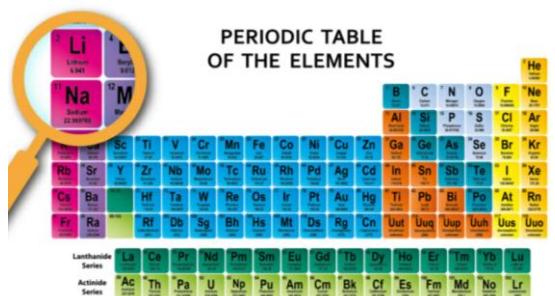
그럼에도 나트륨 이온 배터리가 다시 주목받는 이유는 (1)풍부한 자원 (2)저렴한 가격 (3)배터리 안정성 (4)저온 저항성 등이다. 나트륨은 매우 풍부하고 해상과 육상에서 쉽게 구할 수 있어 리튬 가격의 1/35 수준이다. 음극에 동박 대신 알루미늄박을 사용할 수 있는 것 또한 원가 경쟁력을 높이는 요소로, 나트륨 배터리는 리튬 배터리보다 4배 이상 저렴할 것으로 전망된다. 이에 더해 나트륨은 리튬에 비해 반응성이 약해 배터리 안정성이 높고, 겨울철 저온 환경에서 성능 저하 현상이 없기 때문에 ESS용으로 사용했을 때 큰 효용을 낼 수 있을 것으로 기대된다.

그림3 나트륨 이온 배터리의 Application별 수요 전망



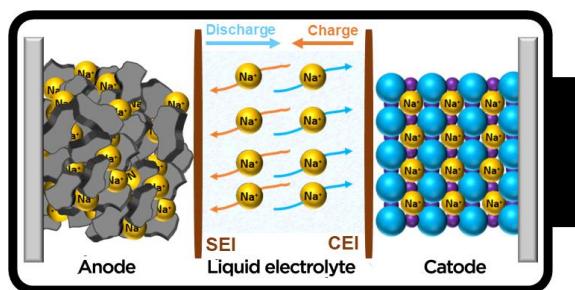
자료: WoodMackinzie, 메리츠증권 리서치센터

그림4 주기율표에서의 리튬과 나트륨



자료: Flash Battery

그림5 나트륨 이온 배터리 구조



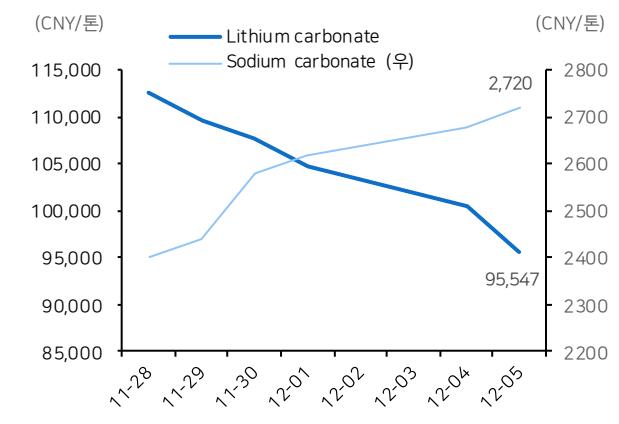
자료: CIC energiGUNE

표1 리튬과 나트륨 특징 비교

	리튬(Li)	나트륨(Na)
이온반경(Å)	0.76	1.02
원자량(g/mol)	6.9	23
전압(V)	3.2-3.7	2.3-2.5
용량(mAh/g)	3829	1165
양극재료	Li, Ni, Co 함유 산화물	Na, Fe 함유 산화물
음극재료	탄소재료/Cu	탄소재료/Al
지각 매장량(ppm in crust)	17 (0.0065%)	23600 (2.7%)
분포	93%가 남미, 중국, 호주에 집중	전세계에 골고루 분포
배터리 내 핵심 광물 비중(%)	50-60	<5

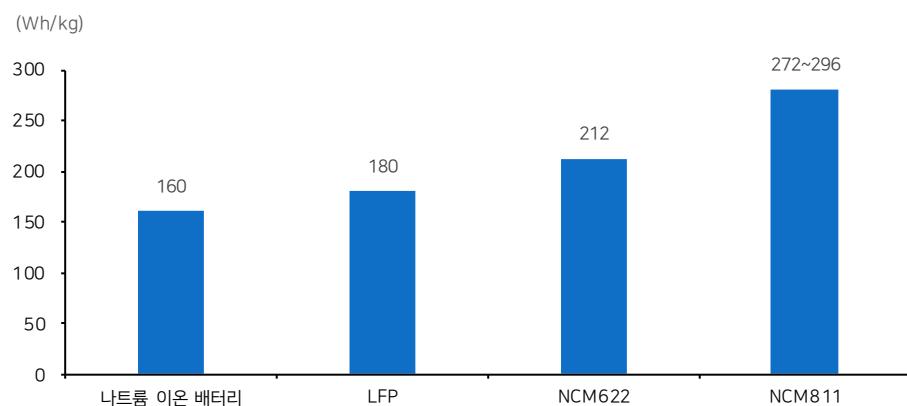
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 리튬과 나트륨 가격 비교



자료: Bloomberg, ECHEMI.com, 메리츠증권 리서치센터

그림7 나트륨 이온 배터리와 리튬 이온 배터리의 에너지 밀도 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

중국 경쟁사들과의 차별점

Northvolt보다 빠르게 나트륨 이온 배터리 시장에 진입한 제조사는 수십 곳에 달 한다. 대표적으로 중국 BYD, CATL과 하이나(HiNa) 배터리, 영국 파라디온(Faradion), 미국 나트론 에너지 등이다. 이 중 선도업체인 BYD와 CATL은 나트륨 이온 배터리 상용화에 나서며 각각 배터리 공장 건설 계약 체결과 일부 차량에 나트륨 기반 배터리를 적용한다는 소식을 전했다. 이러한 경쟁사들과 Northvolt의 차별점은 Northvolt가 개발한 나트륨 이온 배터리에 리튬, 니켈, 코발트 등의 배터리 핵심 광물이 사용되지 않는다는 점이다. 가격 변동이 심한 금속들을 사용하지 않음으로써 가격과 물리적 안정성을 모두 확보했다는 평가다.

Northvolt의 나트륨 이온 배터리는 양극재로 프러시안 블루(Prussian Blue)를 사용한다. 프러시안 블루는 나트륨이나 철과 같이 쉽게 구할 수 있는 재료를 기반으로 하며, 이온을 자발적으로 흡착하는 기능이 있어 방사성 세슘 중독 해독제로 사용되기도 한다. 프러시안 블루의 이온을 치환시키면 만들어지는 프루시안 화이트라는 물질은 나트륨 이온 배터리를 만들 때 자주 언급되는 물질이지만, 아직 관련 연구가 많이 이뤄지지 않은 상태다. CATL이 2021년 7월 공개했던 나트륨 이온 배터리에도 프러시안 화이트 양극재가 사용된 것으로 알려졌지만, 활용 단계에서 리튬 이온 배터리와 결합될 가능성이 높아 니켈, 코발트, 망간 등의 핵심 광물은 여전히 사용될 전망이다. 따라서 핵심 광물을 사용하지 않는 Northvolt의 나트륨 이온 배터리는 Ex-China를 위한 중요한 전략이 될 것으로 기대하고 있다.

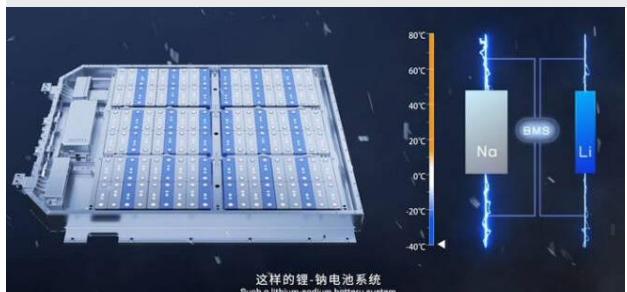
Northvolt의 나트륨 이온 배터리는
양극재 : 프러시안 블루
음극재 : 하드 카본

그림8 프러시안 블루



자료: Google Image

그림9 CATL의 나트륨 이온 배터리와 AB 배터리 팩 솔루션



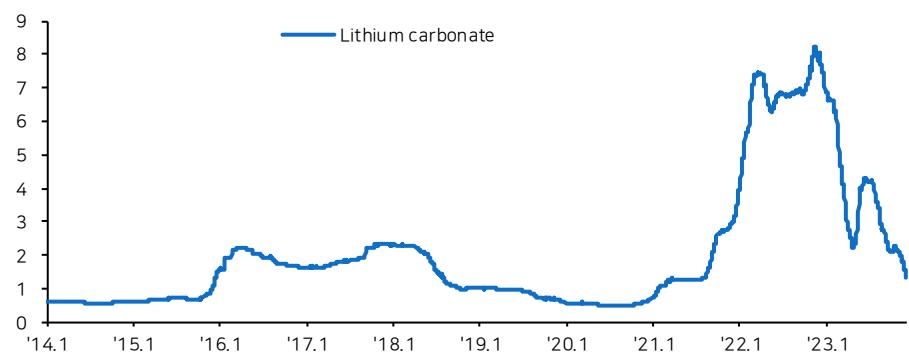
자료: CATL

다만, Northvolt의 기술이 상용화되기까지 오랜 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 나트륨의 화학적 특성상 활성이 커서 물과 접촉하면 격렬하게 반응 후 수소를 발생시키고, 공기 중의 산소와 쉽게 결합하기 때문에 취급할 때 세심한 주의가 필요한 물질이라는 점이 기술 상용화에 장애물이 될 것으로 보이기 때문이다. Northvolt는 내년에 고객사들에 첫번째 샘플을 전달하는 것을 시작으로 대량생산 시기를 10년 후로 계획하고 있다. 이 때 리튬 가격이 중요한 변수가 될 것으로 예상한다. 리튬 가격이 지속적으로 하락한다면 기업들의 나트륨 이온 배터리 개발 인센티브가 약해질 수 있다. Rho Motion의 연구매니저는 투자자들이 지난해보다 보수적인 투자를 이어가고 있으며, 리튬 가격에 따라 나트륨 이온 공급망의 개발이 지연되거나 취소될 수 있다고 언급했다. 또한 리튬 가격이 하락했을 때 나트륨 이온 배

터리의 원가 경쟁력 또한 열어질 것이라는 우려도 존재한다. 최근 차세대 배터리들의 개발이 빠르고 다양하게 이뤄지는 가운데 나트륨 이온 배터리가 10년 후에 ESS 시장의 게임체인저로 활약할 수 있을지 판단이 필요하다.

그림10 리튬 가격 변동 추이

(만달러/톤)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Northvolt in new sodium-ion battery breakthrough (Financial Times)*