

화장품

글로벌 브랜드로 점핑



신한금융투자

Analyst

박상연

☎ 02-3772-3813

✉ sypark03@shinhan.com





Contents

- Summary
- Review & Preview
- 하반기 전망: 중국인發 수요 급증세 지속
- 중장기 전망: 중국인의 해외여행은 이제 시작
- 이슈 분석: 고성장 중인 중국 마스크팩 시장
- 투자전략: ① 중국 후강통 Long/Short
 - ② 글로벌 Long/Short
 - ③ 커버리지 종목 투자지표
- Top Picks: 아모레퍼시픽, 코스맥스



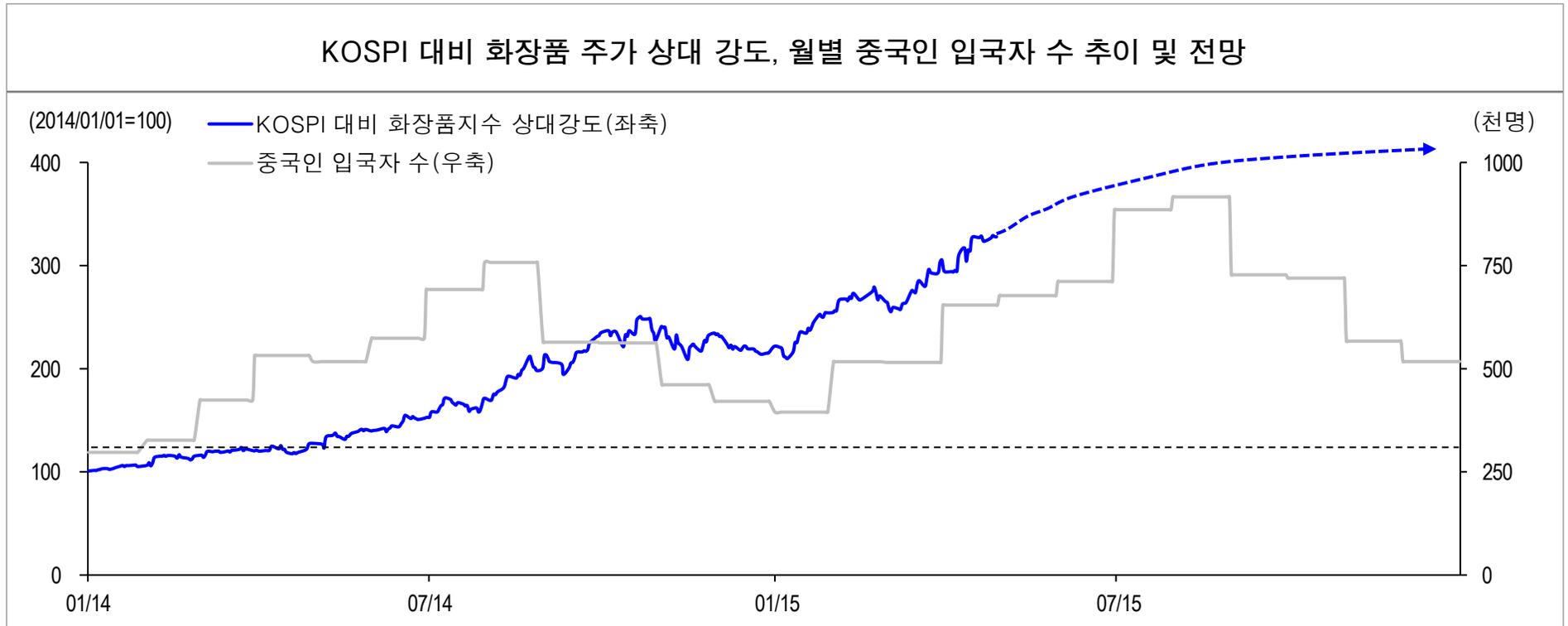
Summary

- 중국인 입국자 수 증가로 국내 면세점 판매액 성장 지속될 전망
- 온라인 직접구매와 브랜드업체 인지도 증가로 중국向 화장품 수출액 증가세 지속 예상
- 중국 로컬업체 성장세로 한국 ODM 업체 설비 증설 및 주문 증가세 예상
- 중장기 전망: 중국인 출국자 수, 향후 5년간 연평균 성장률 11% 전망
- 이슈 분석: 중국 마스크팩 시장의 고성장세로 한국 마스크팩 판매 업체 수혜 지속 전망
- Top Picks: 아모레퍼시픽, 코스맥스

Review & Preview

중국인의 화장품 소비 증가로 화장품 주가 상승세 지속 전망

- 중국인의 화장품 소비 증가로 1) 국내 면세점 판매액, 2) 중국向 수출액, 3) 중국 본토 판매액 모두 증가세 지속 전망
- 중국인 입국자 수 증가가 면세점 판매액 증가의 주 요인. 14년 +42% YoY → 1Q15 +36% YoY → 15년 +27% YoY

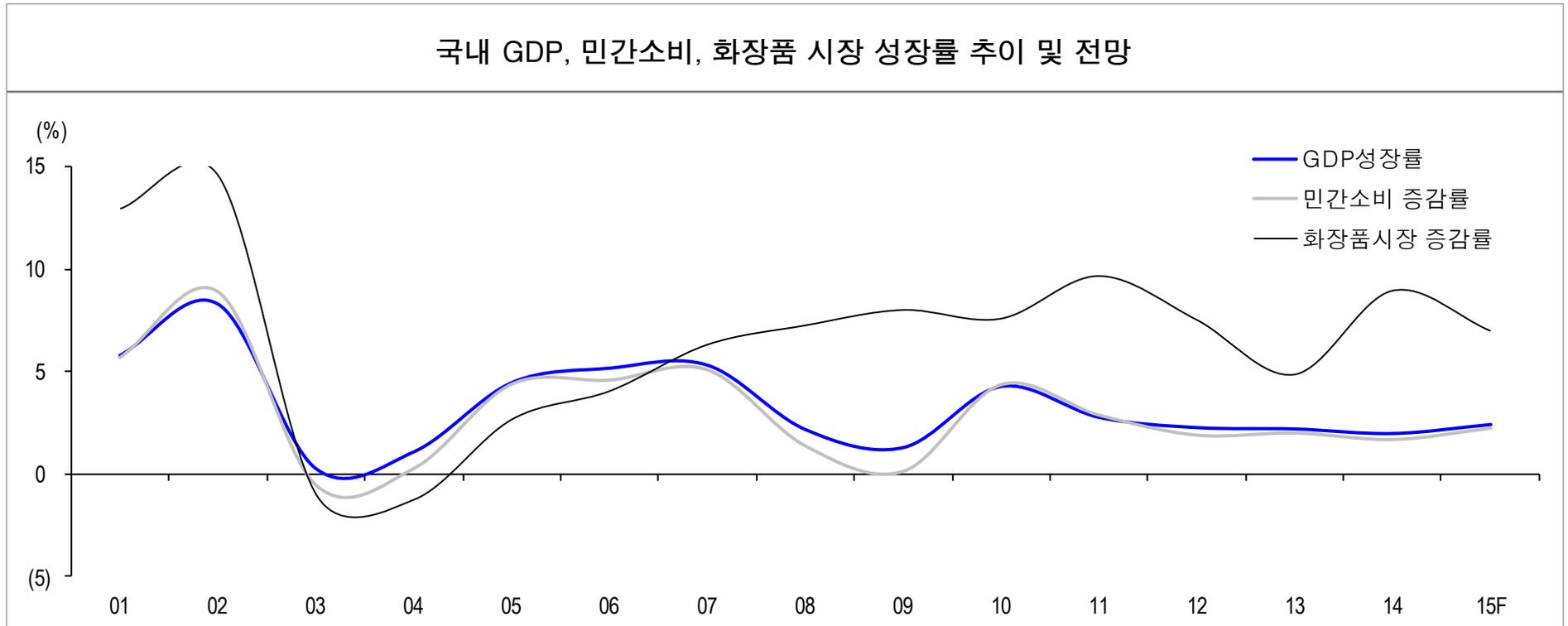


자료: QuantiWise, 한국관광공사, 신한금융투자 추정

하반기 전망: 중국인發 수요 급증세 지속

국내 화장품 시장: 2015년 12.6조원(+7.0% YoY) 예상

- 한국 화장품 브랜드의 글로벌화 진행 중으로 면세점·온라인 채널 성장세 유효. 백화점·방판 채널도 소폭 성장세
- 국내 보다 외부(중국) 수요에 의한 성장세 → 15년 GDP 성장률 2.4%을 큰 폭으로 상회



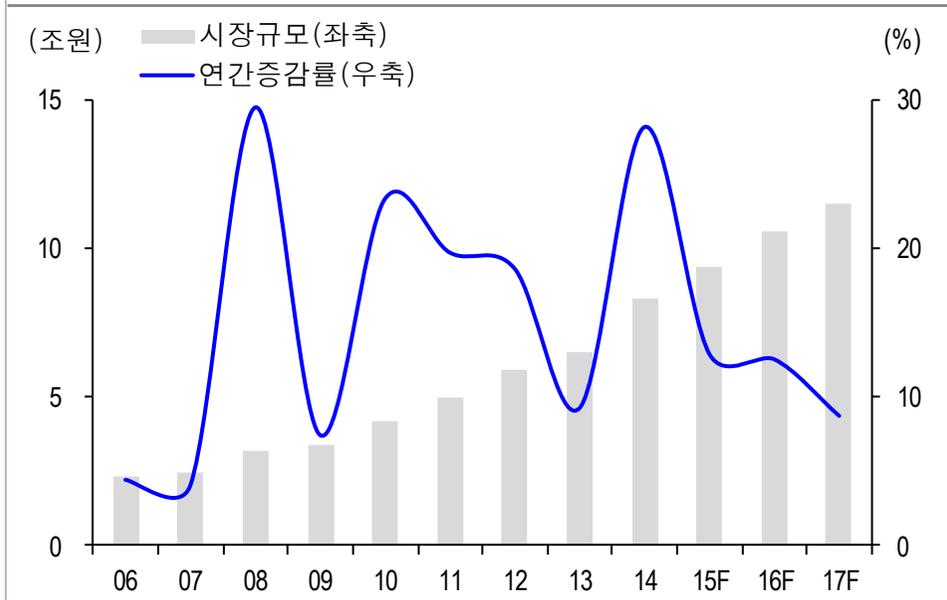
자료: 한국은행, 통계청, 신한금융투자 추정

하반기 전망: 중국인發 수요 급증세 지속

면세점 성장 지속, 중국 수요확대 정책 가시화 시 성장세 소폭 둔화 전망

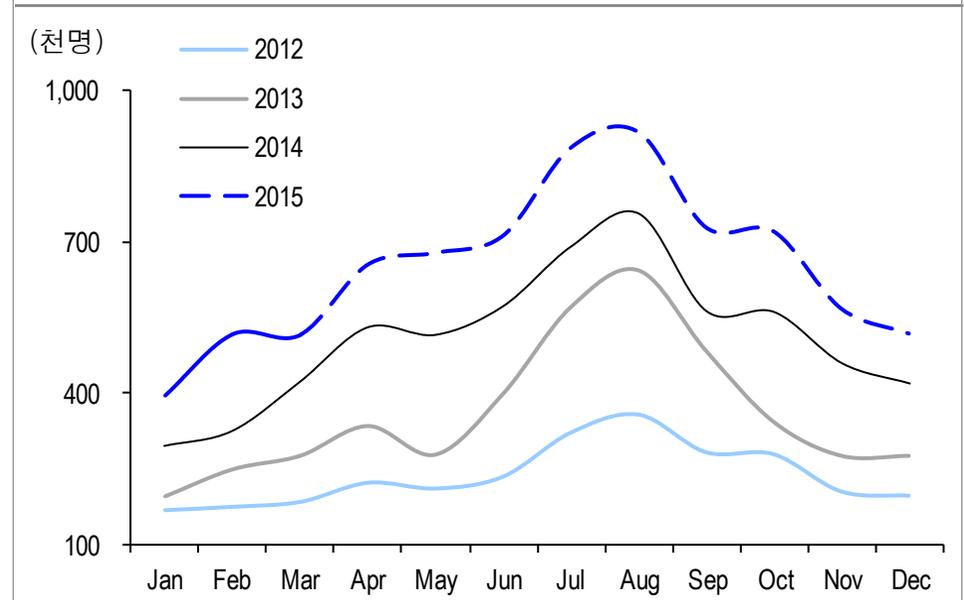
- 중국인의 입국자 수 증가+화장품 쇼핑 선호로 면세점 채널 고성장세 지속 전망. 15년 9.4조원(+13.3% YoY) 전망
- 중국, 국내 소비 수요 확대 정책 영향 → 일부 면세점 수요(반입기준 강화)가 자국 소비(관세 인하)로 이동할 가능성 존재

국내 면세점 규모 추이 및 전망



자료: 관세청, 신한금융투자 추정

국내 중국인 입국자 수 추이 및 전망



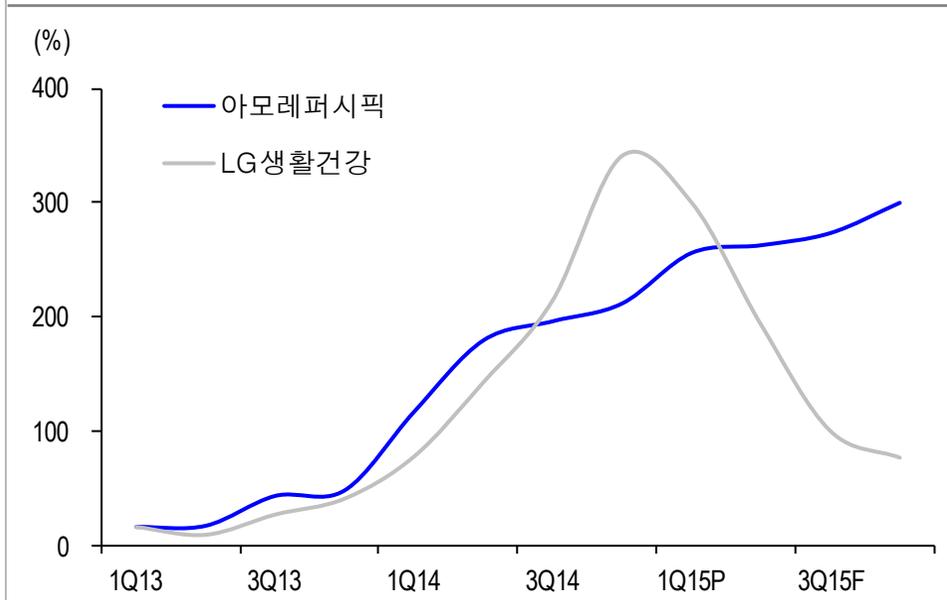
자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

하반기 전망: 중국인發 수요 급증세 지속

브랜드 업체의 면세점 이익 비중 증가세

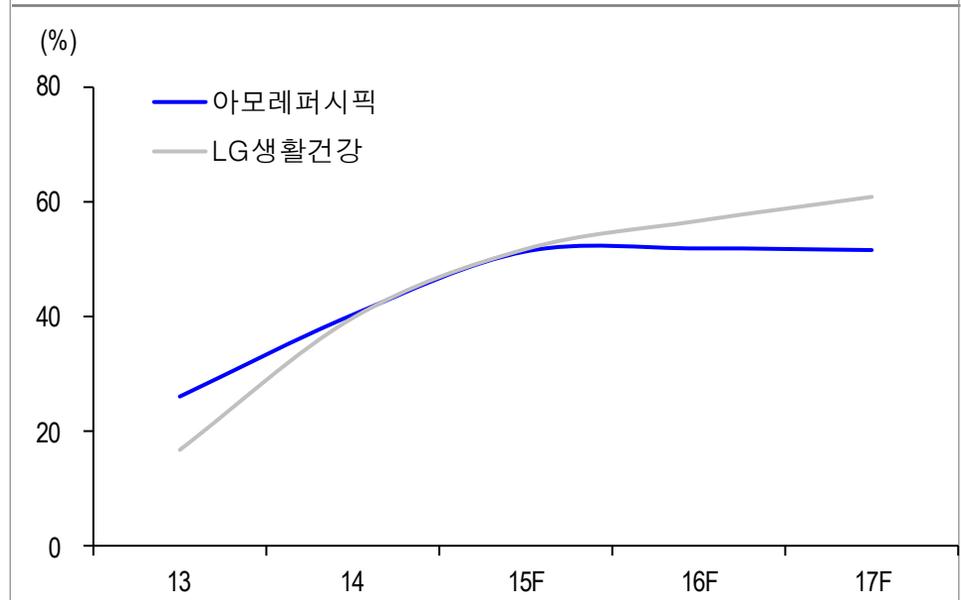
- ▶ 면세점 매출액 증가율: 14년 아모레P 102%, LG생활건강 205%, 15년 아모레P 55%, LG생활건강 134% 전망
- ▶ 고성장/고마진 채널인 면세점의 이익 비중 13년 이후 큰 폭의 증가세. 15년 이익 비중 아모레P 51%, LG생활건강 54%

아모레퍼시픽·LG생활건강의 면세점 성장률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아모레퍼시픽·LG생활건강의 면세점 영업이익 비중 추이 및 전망



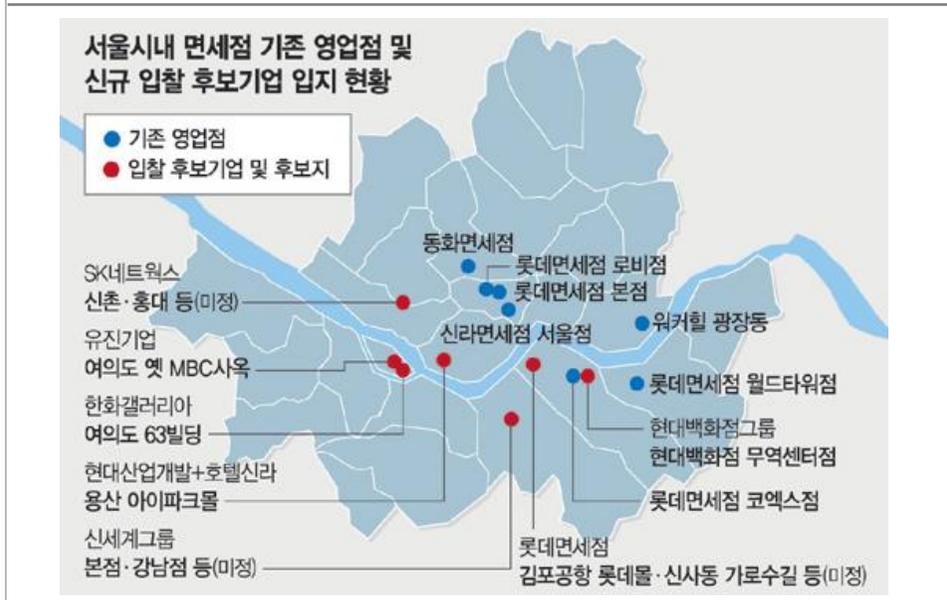
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

하반기 전망: 중국인發 수요 급증세 지속

2016년 면세점 upside: 신규 시내 면세점 확대

- 15년 6~7월 중 시내 신규 사업장(서울 3개소, 제주 1개소, 현 17개소) 선정 예정
- 대형 유통업체(현대백화점, 호텔신라+현대산업, 신세계, 한화갤러리아, 롯데, SK네트웍스) 다수 참여 예정

서울 시내 면세점 신규 입찰 후보기업의 입지 현황



자료: 관세청, 신한금융투자

대형 유통업체의 면세점 현황 및 계획

(개, m ²)		2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
국내	개수	32	40	41	45	45	45
롯데	개수	7	7	8	8	8	8
	면적	28,388	28,388	41,995	48,562	48,562	48,562
신세계	개수	1	1	2	3	3	3
	면적	6,921	6,921	7,572	10,428	10,428	10,428
신라	개수	6	6	6	6	6	6
	면적	17,731	17,731	17,731	14,253	14,253	14,253
해외	개수	3	5	7	8	8	8
롯데	개수	3	5	5	5	5	5
신라	개수	-	-	2	3	3	3

자료: 관세청, 신한금융투자 추정

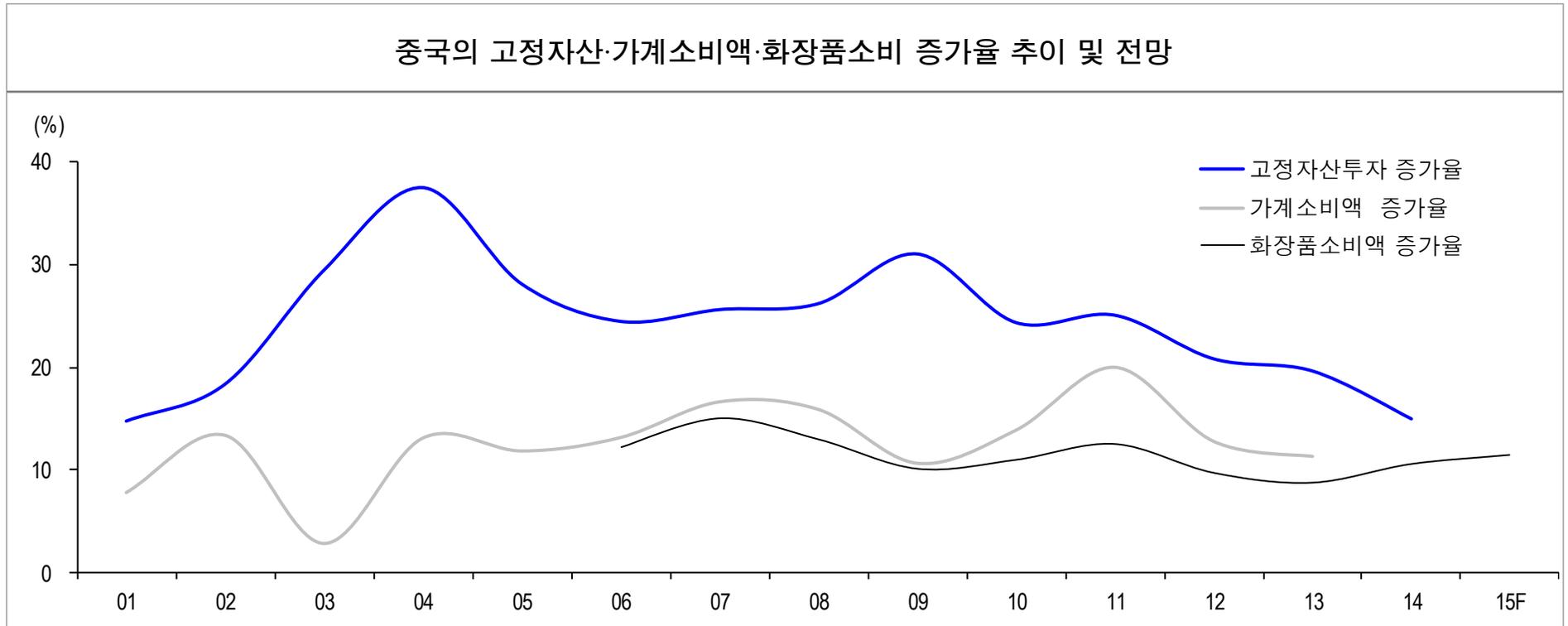
주: 2015년 롯데 인도네시아 1점포, 싱가포르 2점포 총 3점포 계약 만료 예정. 재계약 여부 미정



하반기 전망: 중국인發 수요 급증세 지속

중국 화장품 시장: 2015년 56.2조원(+11.5% YoY) 예상

- 15~18년 연평균 화장품 시장 성장률 12.1% 전망으로 GDP 성장률 7.2%를 상회할 전망
- 한국 화장품은 중국 내 프리미엄 부여 상품 → 혁신성, 가격, 한류붐과 맞물려 2013년 이후 판매 급증세



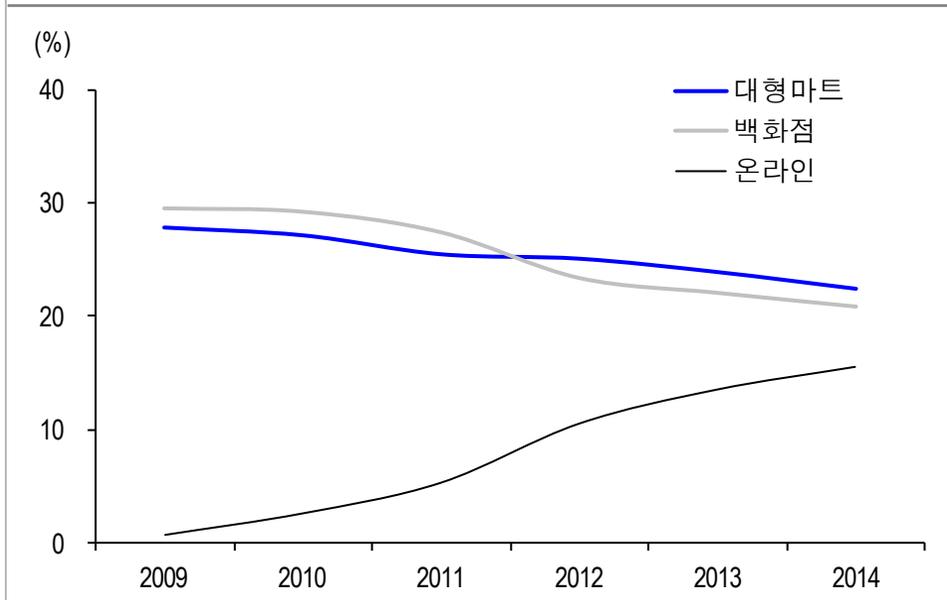
자료: CEIC, Euromonitor, 신한금융투자 추정

하반기 전망: 중국인發 수요 급증세 지속

중국 화장품 시장의 성장 기회: 1) 온라인 채널

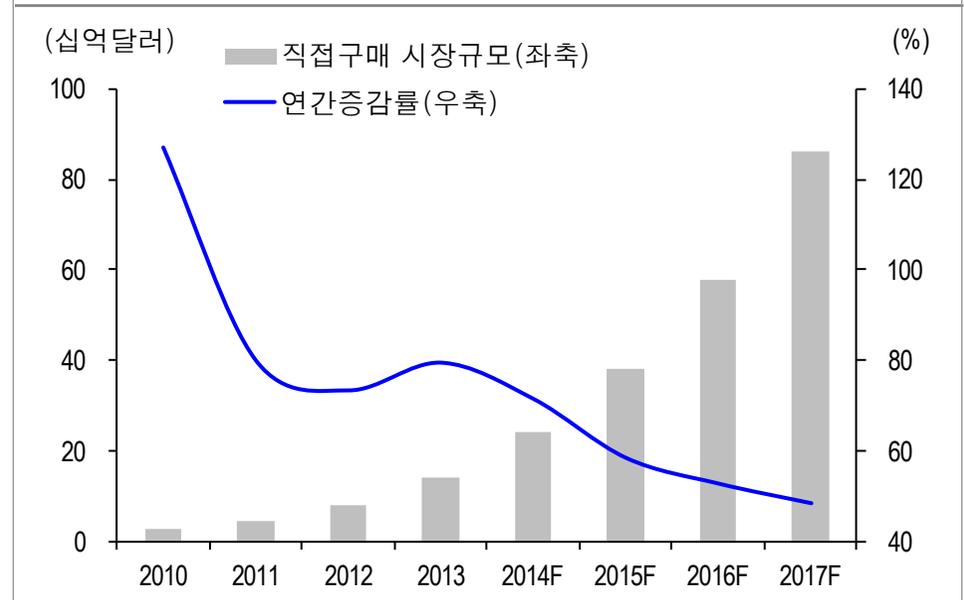
- 중국의 화장품 구매 채널 3위는 온라인. 지난 5년간 연평균 68% 성장, 15년 18% 성장 전망
- 중국 직구 채널(티몰, 주메이)을 통한 구매 큰 폭의 증가세 → 위생 허가 필요없어 수요 증가에 따른 공급 즉시 대응 가능

중국의 화장품 구매 채널별 비중 추이



자료: Euromonitor, 신한금융투자

중국의 온라인 직접구매시장 추이 및 전망



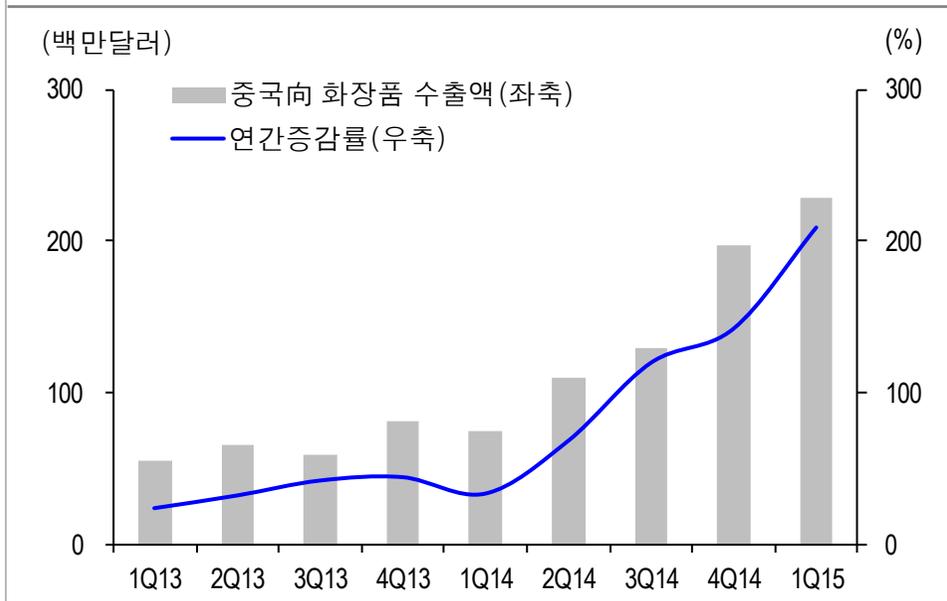
자료: 후이보컨설팅, 신한금융투자

하반기 전망: 중국인發 수요 급증세 지속

중국 화장품 시장의 성장 기회: 2) 한국 브랜드업체 고성장

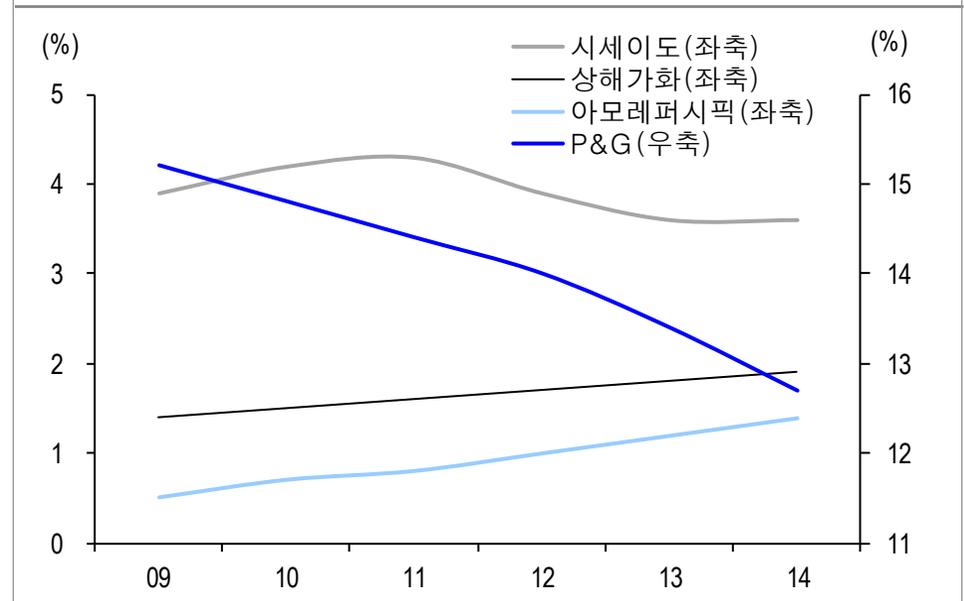
- ▶ 한국 브랜드업체 고성장세로 중국向 화장품 수출액 증가세 → 3Q14 120% ↑, 4Q14 142% ↑, 1Q15 209% ↑
- ▶ 중국 내 시장 점유율 아모레퍼시픽 상승세 지속(13년 1.2%, 14년 1.4%), 글로벌 업체(P&G, 시세이도)는 상승세 둔화

한국의 중국向 화장품 수출액 추이



자료: 한국무역협회, 신한금융투자 추정

중국의 화장품·생활용품 시장 회사별 점유율 추이



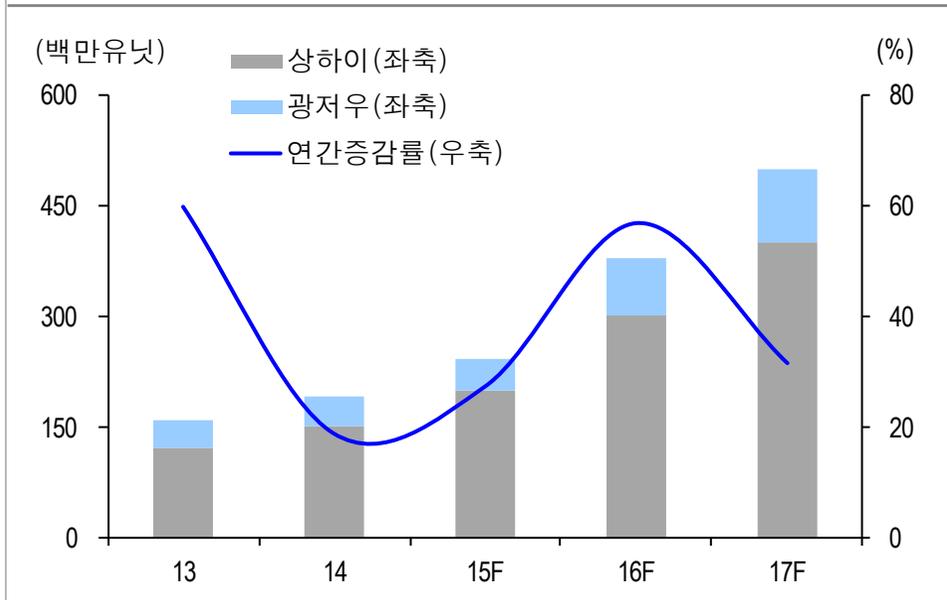
자료: Euromonitor, 신한금융투자

하반기 전망: 중국인發 수요 급증세 지속

중국 화장품 시장의 성장 기회: 3) 로컬 업체 고성장

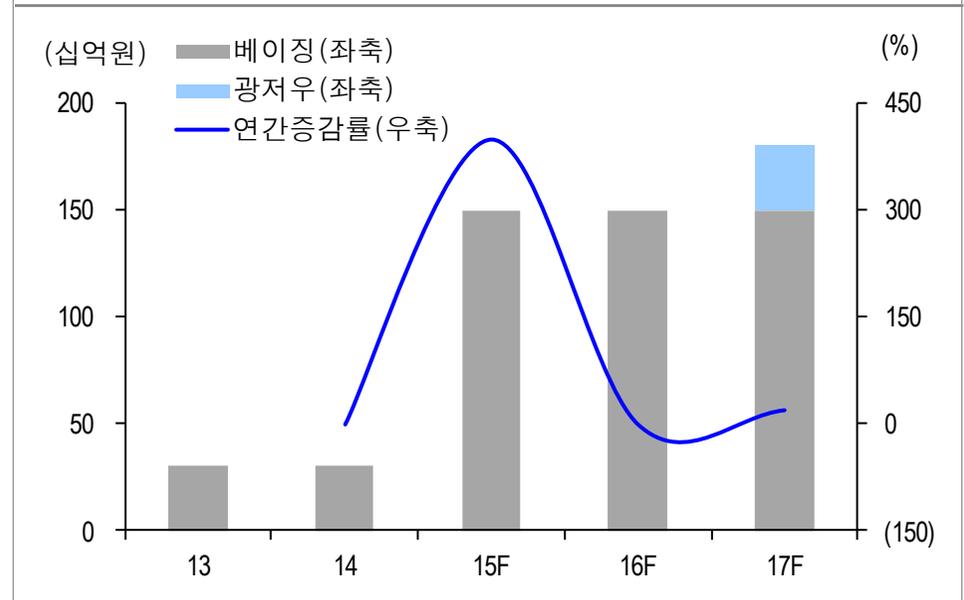
- 중국 화장품 시장은 글로벌 상위 10개사가 50%를 점유 → 절대적인 시장 규모 보유로 로컬업체 성장 가능성 높음
- 한국 ODM업체 수혜 → 1) 코리안 프리미엄, 2) 현지 고객의 80%가 로컬업체, 3) 14년 이후 생산설비 증설 지속

코스맥스의 중국 생산설비 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국콜마의 중국 생산설비 추이 및 전망



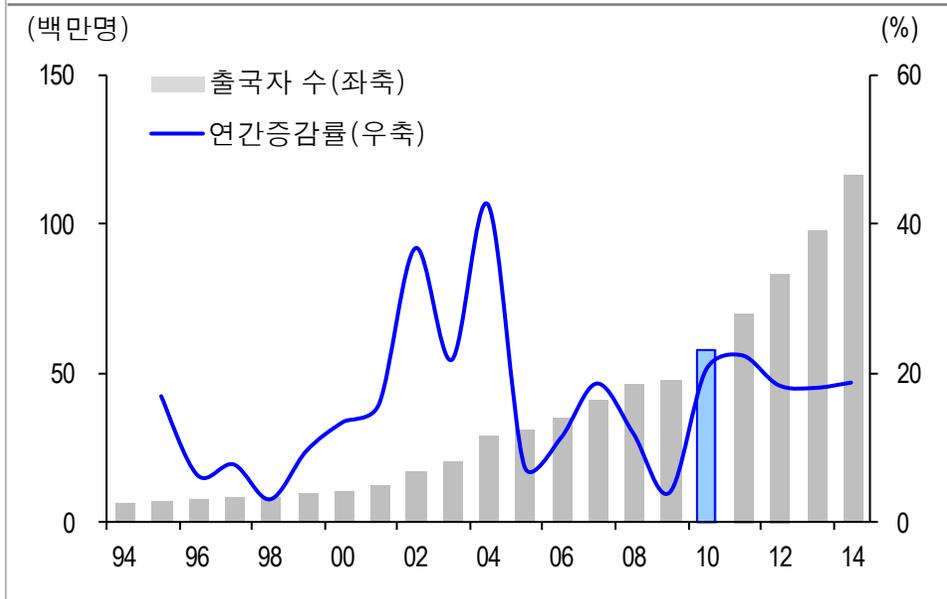
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

중장기 전망: 중국인의 해외여행은 이제 시작

2014년 중국은? 아직 시작에 불과

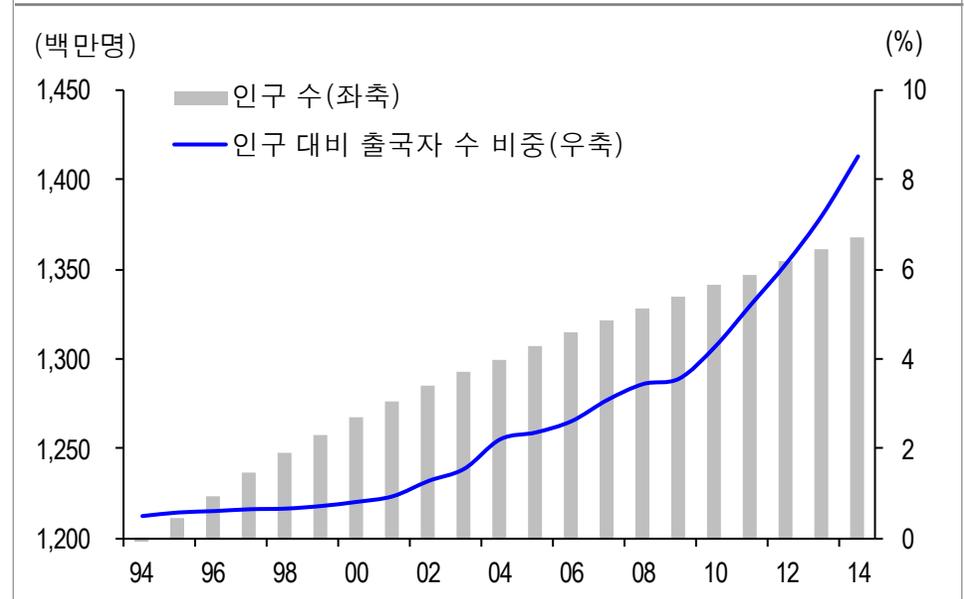
- 중국 출국자 수 증가세 10년 본격적 시작. 10~14년 연평균 성장률 19.4%
- 중국 1인당 GDP 14년 7,600 USD, 중국 총 인구 대비 출국자 비중 14년 8.5%에 불과 (일본 13.3%, 한국 31.3%)

중국 출국자 수 추이



자료: CEIC, 신한금융투자

중국 총 인구 대비 출국자 수 비중 추이



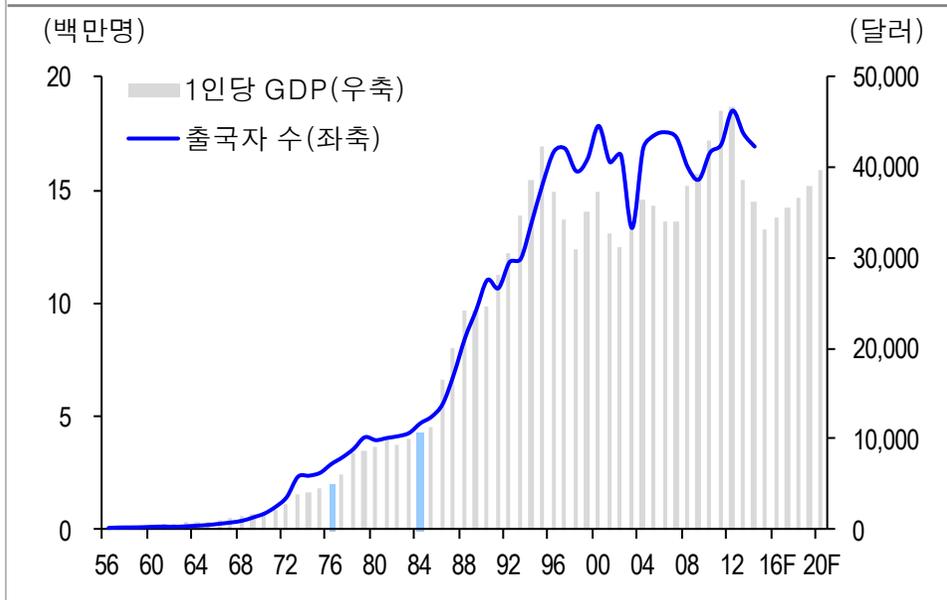
자료: CEIC, 신한금융투자

중장기 전망: 중국인의 해외여행은 이제 시작

일본과 한국의 경우? 1인당 GDP 10,000달러 이후 급증세

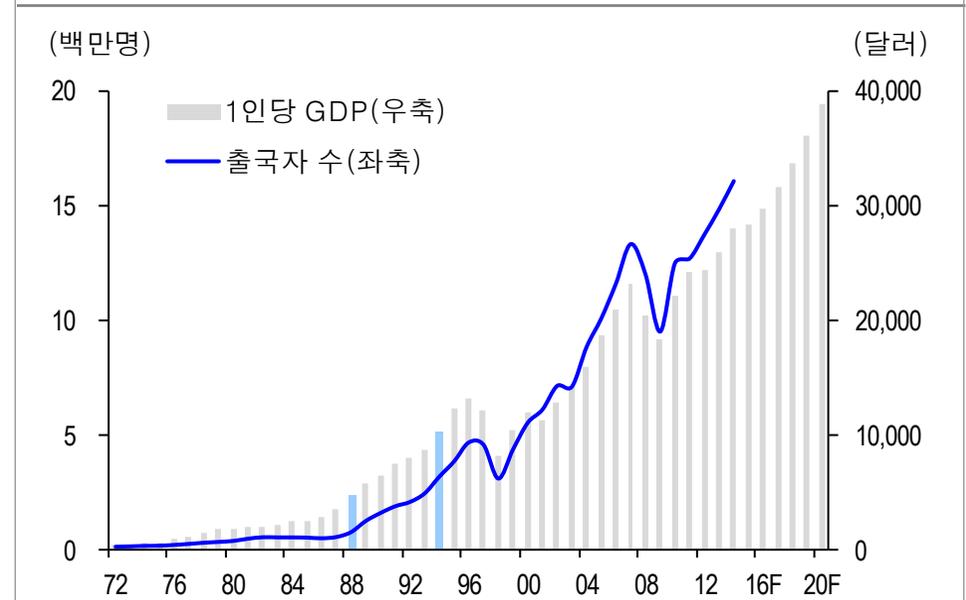
- 일본: 76년 1인당 GDP 4,960달러, 84년 10,588달러 이후 본격적으로 출국자 수 증가세
- 한국: 88년 1인당 GDP 4,692달러(89년 해외여행 자유화), 94년 10,204달러 이후 본격적으로 출국자 수 증가세

일본 출국자 수, 1인당 GDP 추이 및 전망



자료: CEIC, IMF, 신한금융투자

한국 출국자 수, 1인당 GDP 추이 및 전망



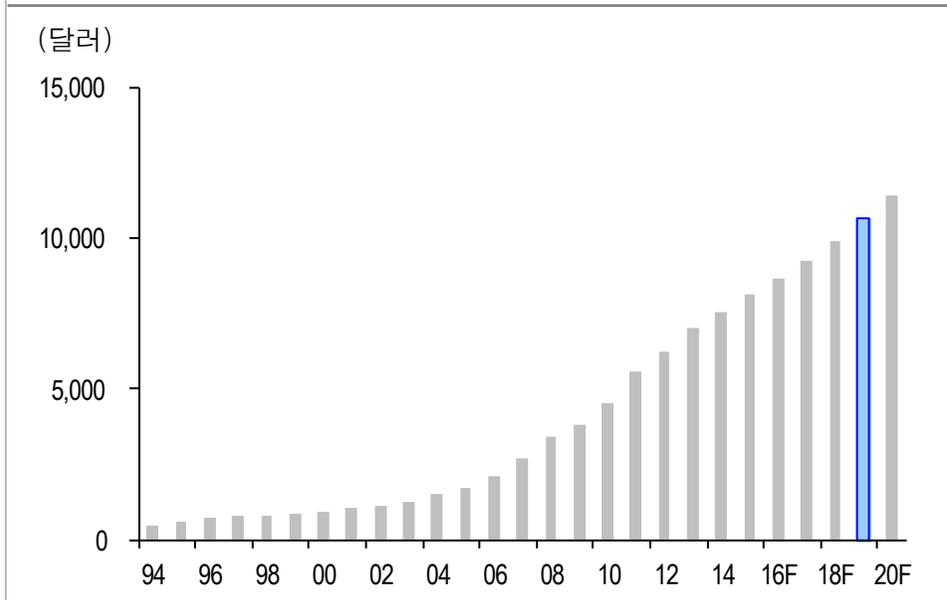
자료: CEIC, IMF, 신한금융투자

중장기 전망: 중국인의 해외여행은 이제 시작

중국의 1인당 GDP 10,000달러 도달 시점은? 2019년

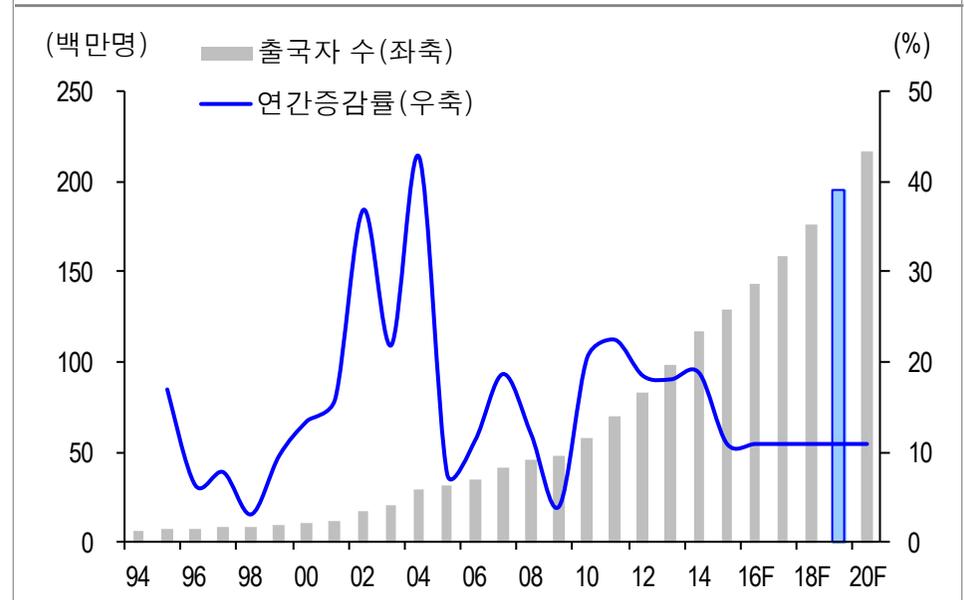
- 중국 1인당 GDP 14년 7,600 USD → 20년 11,500 USD로 증가 예상. 향후 5년간 연평균 성장률 7.1% 전망
- 중국 총 인구 대비 출국자 비중 14년 8.5% → 20년 15.3%으로 성장 예상, 향후 5년간 연평균 성장률 10.9% 전망

중국 1인당 GDP 추이 및 전망



자료: IMF, 신한금융투자

중국 출국자 수 추이 및 전망

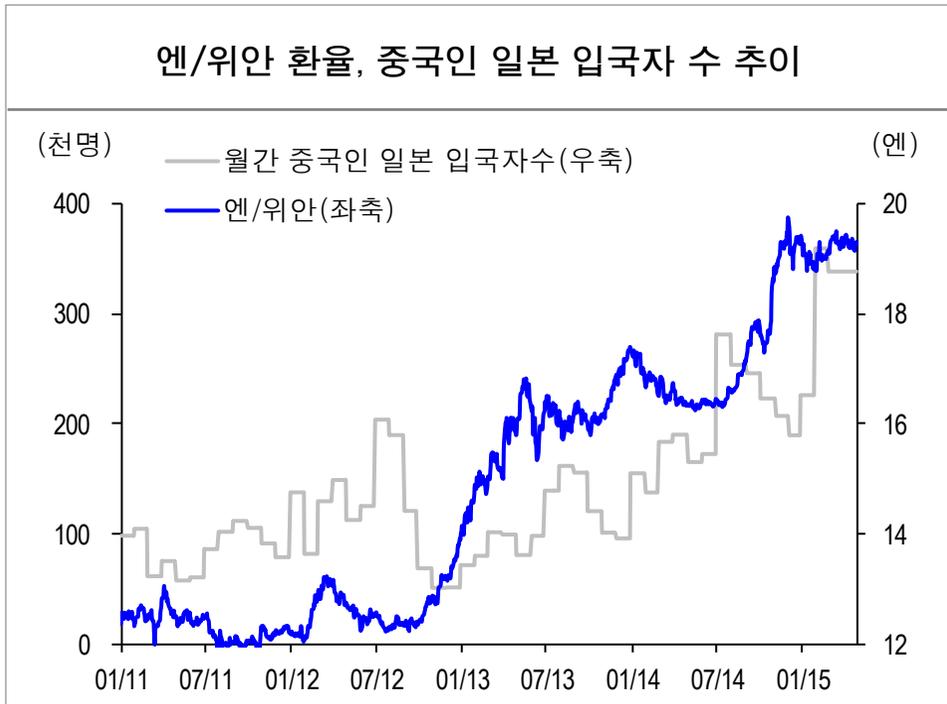


자료: CEIC, 신한금융투자 추정

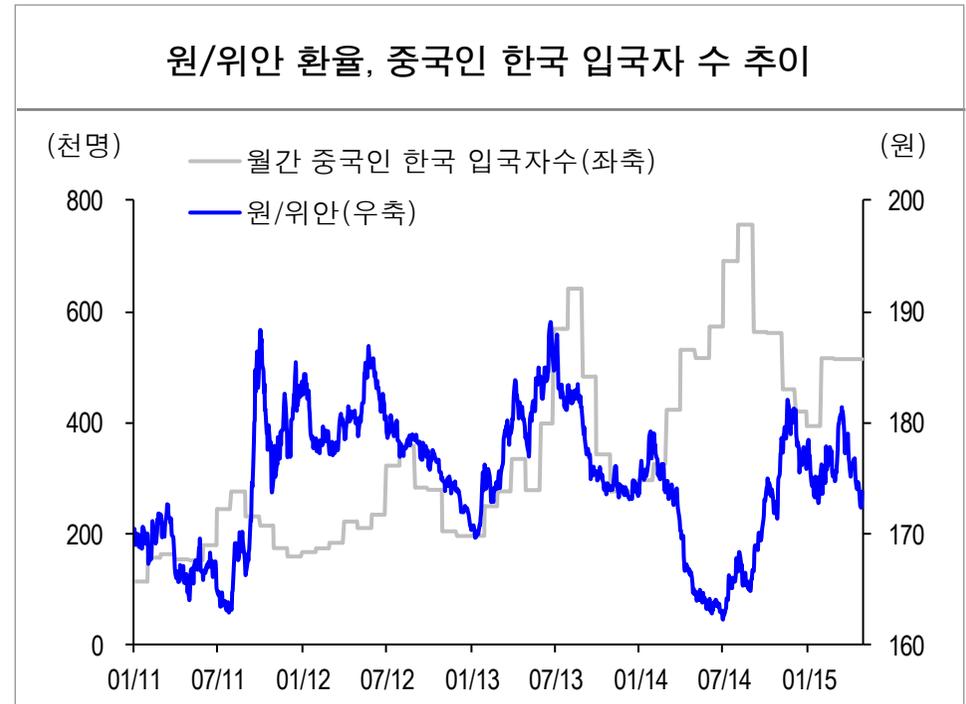
중장기 전망: 중국인의 해외여행은 이제 시작

엔저로 중국인의 일본向 고성장세, 한국向 성장세도 여전히 유효

- 14년 중국인의 일본向 출국자 241만명(+83.2% YoY), 한국向 출국자 613만명(+41.5% YoY)
- 1Q15 중국인의 일본向 출국자 92만명(+93.2% YoY), 한국向 출국자 143만명(+36.3% YoY) → 성장세 지속 예상



자료: Bloomberg, CEIC, 신한금융투자



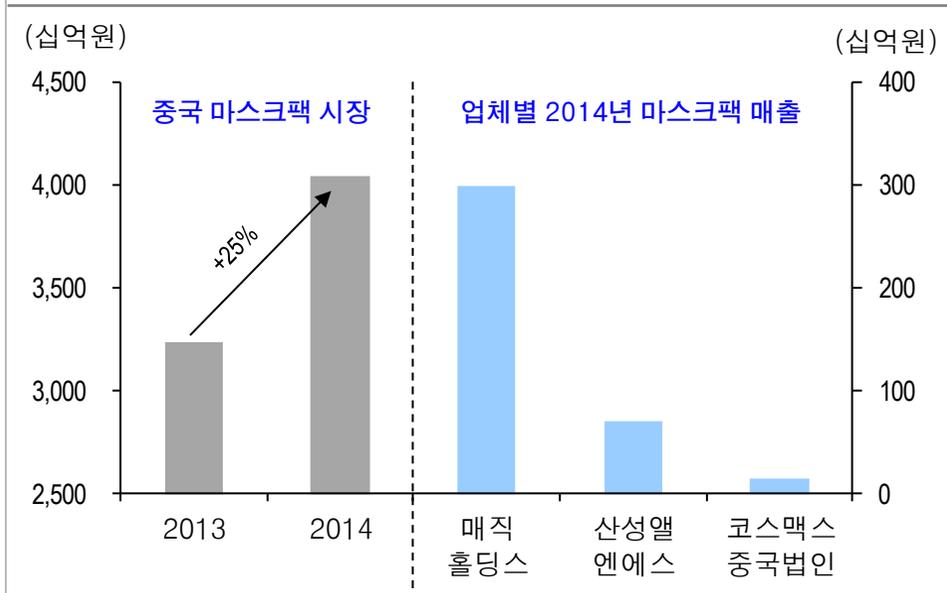
자료: Bloomberg, CEIC, 중국관광청, 신한금융투자

이슈분석: 고성장 중인 중국 마스크팩 시장

중국인의 한국 마스크팩 선호 → 고성장세 지속 예상

- 14년 중국 마스크팩 시장 4.1조원(+25% YoY), 향후 5년간 연평균 20% 성장 전망. 현지 매장 대대의 20%가 마스크팩
- 마스크팩 전문 회사인 산성앨엔에스 실적 고성장세 전망. 매출액 15년 2,148억원(+79% YoY, 14년 +64% YoY) 예상

2014년 중국 마스크팩 시장 규모와 업체별 매출액 비교



자료: 언론 취합, 신한금융투자 추정
 주: 매직홀딩스는 로레알에 인수된 중국 1위 마스크팩 업체

올리브영 명동 스토어 2월 춘절기간 매출 상위 제품

순위	상품군	상품명
1	마스크팩	메디힐 NMF 마스크팩 기획세트
2	스킨케어	게리송 9컴플렉스 마유크림
3	헤어케어	미장센 데미지케어 퍼펙트세럼
4	헤어케어	리엔 윤고 더 퍼스트 헤어 클렌징 트리트먼트
5	스킨케어	클라우드9 블랑드 화이트닝
6	마스크팩	SNP 바다제비집 아쿠아 앰플마스크
7	마스크팩	SNP 애니멀 팬더 화이트닝 마스크
8	마스크팩	아임더리얼 슈렉 하이드로겔 마스크
9	마스크팩	SNP 애니멀 수달 아쿠아 마스크
10	마스크팩	SNP 애니멀 타이거 링클 마스크

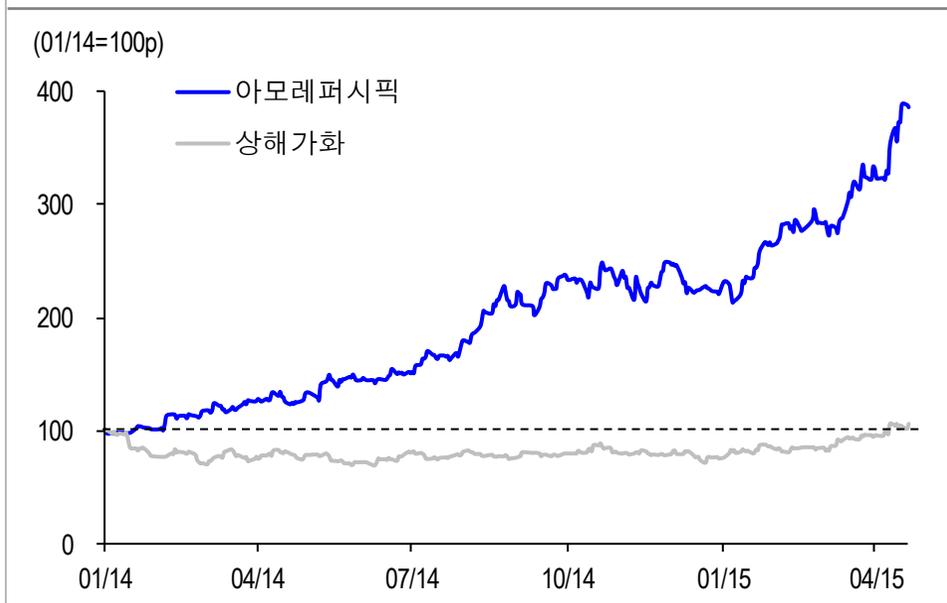
자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자전략: ① 중국 후강통 Long/Short

아모레퍼시픽 'Long', 상해가화 'Short'

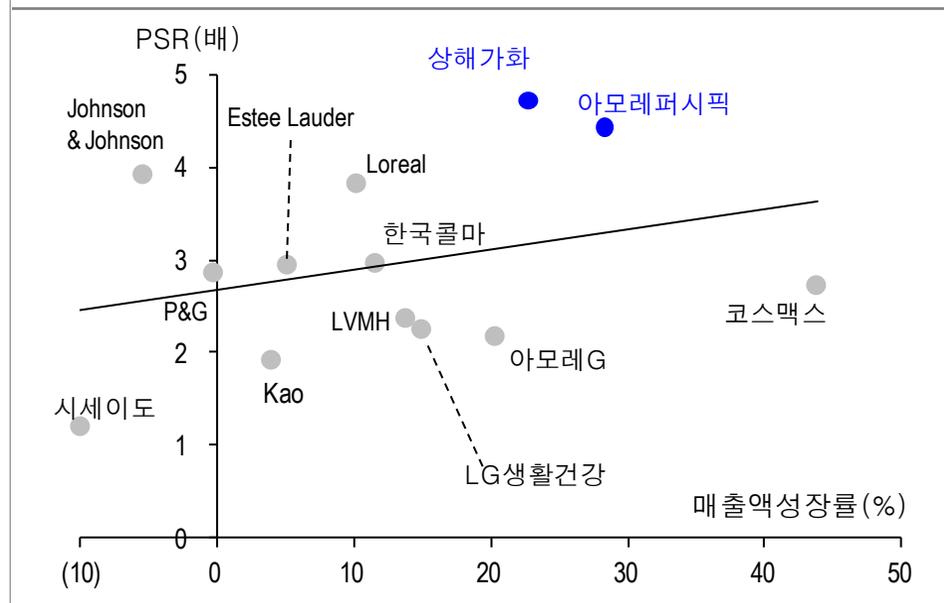
- 아모레퍼시픽: 글로벌 브랜드 도약기, 중국인 수요 증가세로 15년 매출액 성장률 28% 전망
- 상해가화: 중국 로컬 1위 업체로 중국 화장품 시장 성장세 수혜 예상되나 아모레퍼시픽의 성장세 우위

상해가화와 아모레퍼시픽 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

2015년 글로벌 화장품 업체 매출액 성장률, PSR 비교



자료: Bloomberg Consensus, 신한금융투자 추정 / 주: 한국화장품업체는 신한추정치 기준

투자전략: ② 글로벌 Long/Short

한국 브랜드 업체가 글로벌 업체 대비 성장성 우수

회사명		매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)
아모레퍼시픽	2014	3,874	564	385	40.8	5.3	19.5
	2015F	4,970	833	650	48.3	9.2	24.0
LG생활건강	2014	4,677	511	355	31.9	6.5	17.8
	2015F	5,322	674	475	29.9	6.6	16.5
코스맥스	2014	336	24	16	47.1	11.1	33.2
	2015F	484	38	27	48.8	12.7	30.9
상해가화	2014	5,286	873	898	25.6	6.1	21.0
	2015F	6,355	1,268	1,421	22.7	5.9	23.6
로레알	2014	31,510	5,441	6,867	27.9	3.8	16.6
	2015F	29,905	5,223	4,038	27.1	4.3	17.8
시세이도	2014F	8,304	541	285	27.7	2.1	8.8
	2015F	6,671	282	139	59.9	2.4	13.0

자료: Bloomberg Cosensus, 신한금융투자 추정 / 주: 한국 화장품사는 신한 추정치 기준

투자전략: ③ 커버리지 종목 투자지표

Top picks: 아모레퍼시픽, 코스맥스

2015년	투자의견	목표주가 (원)	매출 성장률 (%)	영업이익 증가율 (%)	EPS 증가율 (%)	PER (배)	PBR (배)
아모레퍼시픽	매수	460,000	28.3	47.7	47.8	48.3	9.2
코스맥스	매수	170,000	43.8	56.4	40.6	48.8	12.7
LG생활건강	매수	1,200,000	13.8	31.8	34.8	29.9	6.6
한국콜마	매수	83,000	11.6	11.7	9.2	34.8	8.0
아모레G	Trading BUY	1,500,000	20.3	36.9	35.9	21.6	2.9

주: 2015년 4월 30일 증가 기준, 아모레퍼시픽은 5월 11일 증가 기준

아모레퍼시픽 (090430) – 매수, 목표주가 460,000원

Asian Beauty Creator

중국인의 수요 증가로 글로벌 브랜드 도약 중

- 면세점 1인당 매입 개수 해제로 P(1인당 구매가격)와 Q(물량) 동반 증가세 → 면세점 고성장세 지속될 전망
- 14년 중국 내 시장 점유율, 대부분의 글로벌 업체 하락세에도 불구하고 09년 이후 상승세 지속 기록

2015년 매출액 5.0조원(+28.3% YoY), 영업이익 8,328억원(+47.7% YoY) 전망

- 국내 면세점 외 매출 비중 5%를 차지하는 해외 면세점도 기존점 효율화 작업으로 4~50% 성장할 전망
- 해외 화장품은 매출액 성장률 36%, 전년 수준의 영업이익률 7% 유지 전망. 중국 내 쏘브랜드 매출 상승세 전환 예상

투자의견 매수, 목표주가 460,000원

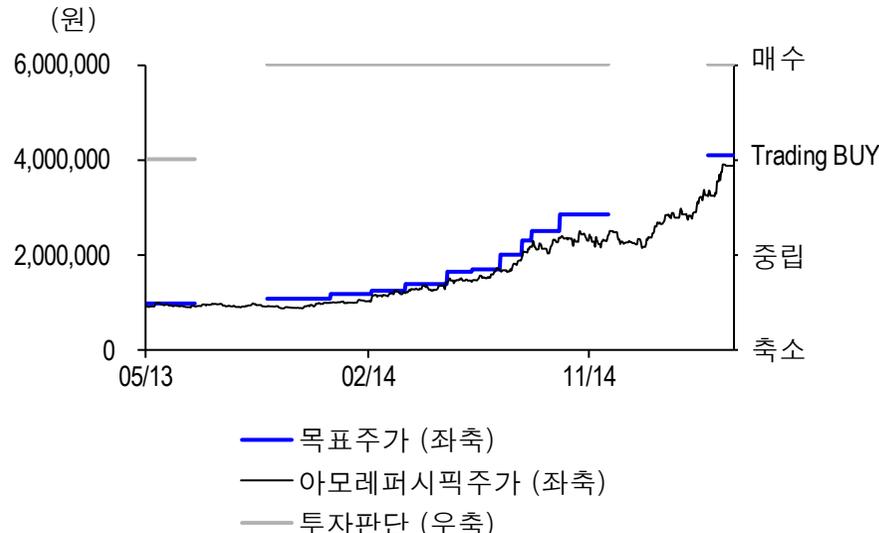
- 목표주가는 15~16년 예상 EPS 10,212원에 Target P/E 45배(Global peer 아시아 시장 확대기 밸류에이션) 적용

아모레퍼시픽 (090430) - 매수, 목표주가 460,000원

주가추이



투자의견 및 목표주가 추이



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2013	3,100.4	369.8	363.5	268.0	3,783	(0.9)	37,012	26.4	12.2	2.7	11.0	(10.7)
2014	3,874.0	563.8	530.2	379.1	5,355	41.6	41,421	41.5	19.5	5.4	14.0	(15.9)
2015F	4,970.0	832.8	865.8	640.2	7,893	47.4	41,695	49.2	24.0	9.3	22.3	(11.7)
2016F	5,919.7	996.0	1,029.7	747.7	9,450	19.7	43,526	41.1	20.7	8.9	25.4	(13.7)
2017F	6,817.0	1,106.4	1,130.3	821.6	10,520	11.3	46,427	36.9	18.8	8.4	26.5	(16.3)

코스맥스 (192820) – 매수, 목표주가 170,000원

글로벌 1등 ODM업체를 향해

중국 로컬사 성장과 함께 간다

- 중국(상하이, 광저우) capa 증설 지속 중, 투자비 집행으로 순이익 개선은 크지 않으나 증설 완료 17년 이후 고성장세 가능
- 중국부문 매출 비중 15년 35% → 16년 45% → 17년 47%로 증가세 전망

2015년 매출액 4,836억원(+24.5% YoY), 영업이익 381억원(+32.9% YoY) 전망

- 글로벌 고객사 주문 증대, 중국 증설 효과로 영업이익 고성장세 지속 예상
- 중국부문 매출액 성장률은 전년대비 55% 증가를 전망하여 사측 가이드스인 30~40%를 상회할 전망

투자의견 매수, 목표주가 170,000원

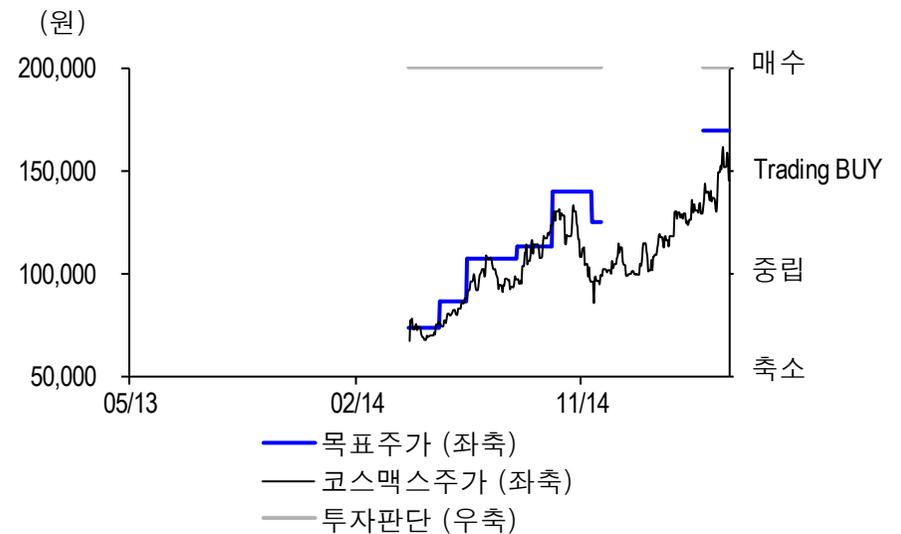
- 목표주가는 15~17년 예상 EPS 4,712원에 Target P/E 36배(화장품 평균 33배에 10% 할증) 적용

코스맥스 (192820) - 매수, 목표주가 170,000원

주가추이



투자의견 및 목표주가 추이



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2013	379.0	34.8	30.3	21.9	N/A	N/A	N/A	N/A	2.5	N/A	25.5	96.6
2014	336.2	24.3	22.0	16.6	2,230	N/A	8,977	44.7	33.2	11.1	18.9	161.6
2015F	483.6	38.1	35.2	28.2	3,134	40.6	11,616	46.3	30.9	12.5	30.4	134.8
2016F	630.7	59.0	56.0	44.8	4,983	59.0	16,104	29.1	20.5	9.0	36.0	95.4
2017F	830.0	77.8	76.2	61.0	6,778	36.0	22,387	21.4	15.4	6.5	35.2	37.5