vol. 1 2015. 10. 26

산업분석

화장품/유통
Overweight

Analyst 오린아
02 3779 0053
lina.oh@ebestsec.co.kr

따이공은 왜 힘들어졌을까?

(feat. 중국 쥐메이 탐방기)

Part I 따이공은 왜 힘들어졌을까?
Part II Top-down Analysis: 세 가지 변화
Part III Bottom-up Analysis: 쥐메이를 아십니까?
Part IV 국내 영향 분석

Universe

종목명	투자판단	목표주가
아모레퍼시픽	Buy (유지)	465,000원(유지)
LG생활건강	Buy (유지)	1,110,000원(유지)
코스맥스	Buy (신규)	260,000원(신규)
한국콜마	Buy (신규)	125,000원(신규)
호텔신라	Buy (신규)	160,000원(신규)
한화갤러리아타임월드	Buy (유지)	180,000원(하향)

eBEST
이 베스트투자증권

안녕하세요, 이베스트투자증권 오린아입니다.

MERS 로 시작된 화장품 및 면세업에 대한 심리가 많이 위축된 상태입니다.
더불어 따이공 규제가 심화되고 있다는 내용까지 알려지면서 하반기 주가는 크게 상승하지 못했습니다.
이번 4 분기부터는 인바운드 관광객이 회복되며 업종 내 옥석가리기가 시작될 것으로 예상하고 있습니다.
이에 중국 화장품 시장을 둘러싼 변화에 대해 짚어볼 시점이라고 판단합니다.

Part I 에서는 따이공 무역이 주춤하고 있는 내용을
화장품 도매시장 화곡동에서부터 추적해 보았습니다.

Part II 에서는 따이공 무역을 주춤하게 하고 있는
세 가지 변화, 1)정책, 2)채널, 3)로컬업체에 대해 분석해 보았습니다.

Part III 에서는 세 가지 변화 중 유통채널의 변화를 좀 더 자세히 짚어봤습니다.
중국 온라인 B2C 화장품 유통업체인 쥐메이요우핀(聚美优品)을 방문해
기업탐방으로 확인된 내용과 현재의 변화를 연결시켜 분석했습니다.

Part IV 에서는 일련의 변화로 인해 한국 업체들에게 미칠 영향을 분석했습니다.

3 분기 실적을 바닥으로 화장품업종과 면세업에 대해 긍정적 접근이 필요한 시점이라 생각합니다.

고가 화장품을 유통할 수 있는 면세점 업체, 그리고 면세점에
입점되어 있는 화장품 업체들은 유리한 입지에 있다고 판단합니다.
또한 위생허가를 받아 현지 진출한 화장품 업체 또한 상대적으로 우위에 있습니다.

중국 로컬업체의 성장과 중국 화장품 유통업체들의 PB 상품 개발로 OEM·ODM 업체들 또한
중국 화장품 시장 성장에 따른 수혜를 받을 수 있을 것으로 예상합니다.

Top-picks 는 아모레퍼시픽, 호텔신라, 코스맥스입니다.

감사합니다.

산업분석

화장품/유통

Overweight

따이공은 왜 힘들어졌을까?

(feat. 중국 쥐메이 탐방기)

Contents

Part I 따이공은 왜 힘들어졌을까? 4

Part II Top-down Analysis: 세 가지 변화 7

Part III Bottom-up Analysis: 쥐메이를 아십니까? 18

Part IV 국내 영향 분석 36

기업분석

아모레퍼시픽 (090430) 54

LG 생활건강 (051900) 58

코스맥스 (192820) 61

한국콜마 (161890) 64

호텔신라 (008770) 67

한화갤러리아타임월드 (027390) 71

Part I

따이공은 왜 힘들어졌을까?

따이공은 왜 힘들어졌을까?에 들어가기 앞서서

한류가 확산되고 한국 상품에 대한 선호도가 높아지면서, 히트 품목이 될 만한 것들은 보따리상, 소위 따이공들이 가장 먼저 판매를 위해 움직이는 모습입니다. 최근에는 샴푸, 생리대 등의 생활용품의 수요가 증가하고 있으며, 심지어 김수현이 출연한 인기 드라마 '프로듀사'에 등장한 컬러링북까지 따이공을 통해 판매되고 있습니다.

그렇다면 화장품을 둘러싼 따이공들의 움직임은 어떠한 변화가 있을까요?

화장품 도매시장에서 이야기되는 '공급률'을 통해 따이공 무역의 수요를 추적해 보고 과연 어떠한 일이 일어나고 있는지를 분석해 보았습니다.

따이공은 왜 힘들어졌을까?

따이공, 요새는 '신디'의 컬러링북까지 판다

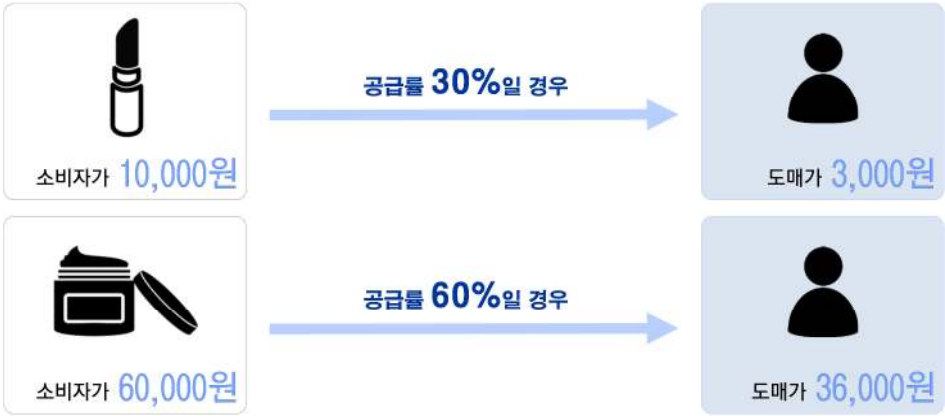
화장품 유통에서 소위 보따리상이라고 불리우는 따이공(帶工/代工). 중국발 트렌드는 이들을 통해 볼 수 있다고 해도 과언이 아니다. 한류가 확산되고 한국 상품에 대한 선호도가 높아지면서, 히트 품목이 될 만한 것들은 따이공들이 가장 먼저 판매를 위해 움직이는 모습이기 때문이다. 최근에는 샴푸, 생리대 등의 생활용품의 수요가 증가하고 있으며, 심지어 김수현이 출연한 인기 드라마 '프로듀사'에 등장한 컬러링북까지 따이공을 통해 판매되고 있다.

화곡동에서는 '공급률'을 논하라

통상 중국 내 화장품 개인 소무역을 위한 물량 확보를 하려면 서울 화곡동 화장품 도매시장을 방문하게 된다. 도매상으로부터 도매가에 상품을 떼다가, 직접 선택한 운송편 또는 도매상과 연계되어 있는 운송편으로 kg당 금액을 지불하고(배편 kg당 6,500원 선) 배편을 통해 중국으로 보낸다. 최근 유행하는 웨이상(微商) 등 SNS를 통해 개인 간 C2C로 거래하는 경우에는 우체국 EMS(1kg 20,000원 수준, 무게가 늘어날수록 kg당 요금은 낮아짐)를 통해 중국 내 최종 소비자에게 보내기도 한다.

화곡동 도매시장에서 초보 티를 내지 않으려면 말해야 하는 단어가 있다. 소위 '공급률'이라고 불리는 도매가격이다. 화장품 정가가 10,000원이고 도매상이 제시하는 공급률이 30%라면, 따이공 혹은 개인 사업자들은 정가의 30%에 해당하는 금액을 지불하고 상품을 구매해 소매상 또는 최종 소비자에게 판매하게 된다. 인기가 많고 구하기 어려운 제품들, 유명 브랜드의 공급률은 50~70% 중반까지 달한다. 반면, 시장에서 구하기 쉬운 제품들의 경우나 대량으로 구매할 시에는 낮은 공급률을 적용 받을 수 있다.

그림1 '공급률'은 도매 공급가격 → 따이공 무역의 수요 수준 추적 가능



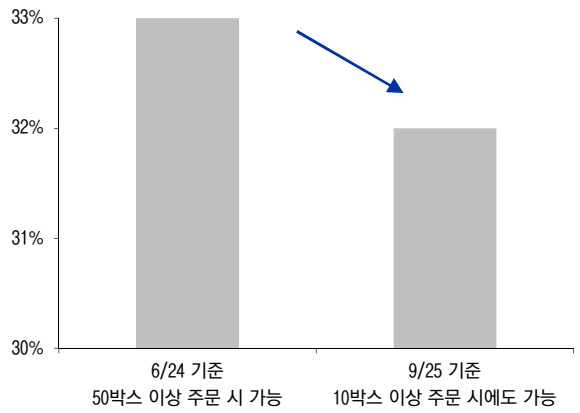
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

최근 공급률 움직임이 달라졌다

1)국내 소비자보다 중국 소비자들에게 인기가 많고, 2)상대적으로 부피가 작고 가벼워 따이공들에게 선호되는 국내 대표적 A마스크팩 제품의 공급률을 살펴보면(중국 수출 동일 도매상 기준), 6월 24일 기준 50박스 이상을 주문해야 33%를 받을 수 있었던 공급률이 9월 25일 기준으로는 10박스 이상만 주문해도 32%를 적용 받을 수 있게 되었다.

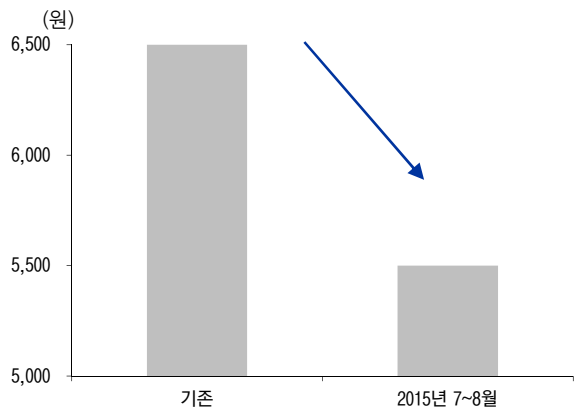
비단 도매 가격뿐만 아니라 따이공 물류비도 마찬가지였다. 1kg 당 6,500원의 물류비를 받고 있던 업체가 7~8월 프로모션으로 15% 할인한 5,500원을 물류비로 내세웠다. 따이공 무역이 주춤하고 있는 것이다. 이는 당사가 수집하고 있는 타오바오 판매지수에서도 드러나는데, 따이공 무역이 흔들림에 따라서 올해 초 상위권에 포진되어 있던 국내 업체들의 마스크팩 판매지수는 7~8월에 들어 하락하는 모습을 보이고 있다.

그림2 대표적 중국向 A 마스크팩 제품 공급률 하락



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 물류비 또한 올해 7~8 월 들어 하락



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

따이공이 힘들어진 이유 세 가지: 정책, 채널, 로컬업체

그렇다면 따이공을 둘러싼 화장품 유통 환경에 현재 무슨 일이 일어나고 있는가? 따이공 무역이 주춤하고 있는 이유는 크게 세 가지다. 1)중국 정부의 정책과 2)중국 내 화장품 유통채널의 변화, 그리고 3)로컬 업체의 성장이다. 최근 중국 정부의 화장품 감독관리 조례와 상무회의에서 언급된 소비재 품목 관세 인하 내용으로, 위생허가를 가지고 정식 수출 하고 있는 업체들에게 화장품 판매 환경이 유리해졌다. 더불어 위생허가를 받지 않고도 보세창고를 이용해 해외 상품을 판매하는 중국 내 해외 직구 채널이 증가하고 있다. 여기에 최근 중저가 화장품을 필두로 한 로컬 업체들의 성장까지 이루어지면서, 해외 중저가 제품들을 공급하던 따이공이 설 자리가 좁아지고 있다.

본 보고서에서는 중국 화장품 시장의 최근 변화를 살펴보고, 중국 온라인 B2C 화장품 유통업체 1위인 쥐메이요우핀의 최근 해외직구 플랫폼 확대 내용과 기업탐방을 통해 파악된 내용을 연결시켜 분석해 보고자 한다. 더불어 이러한 환경 변화 및 현지 업체들의 전략 변화에 따라 국내 업체에 미치는 영향도 함께 점검해보기로 한다.

Part II

Top-down Analysis: 세 가지 변화

Top-down Analysis: 세 가지 변화에 들어가기 앞서서

현재 중국 내 소비를 대변하는 소매판매액은 주춤하고 있으나 따이공을 대변하는 온라인 소매판매액과 해외직구 시장은 두자릿수의 고성장을 하고 있습니다.
더불어 중국인 관광객이 해외에서 쓰는 금액은 세계 최고 수준입니다.
반면 중국의 소비재 기업들은 몇 년 째 실적 개선이 불투명 합니다.

이러한 내용 때문에 중국 정부는
1) 중국 내에서의 소비를 진작 시키기를 원하며, 2) 중국인들이 해외에서 소비하더라도 중국에 입국할 때 세금을 내게 해 세수를 확보하겠다는 입장입니다.

유통 채널 또한 중국 정부에게 세금을 걷을 수 있게 해 주고,
정책적으로 지원이 잘 되고 있는 해외직구 쪽으로 사세를 확장하는 중입니다.
더불어 이러한 정책 하에서 로컬업체들이 성장할 수 있는 발판이 마련되는 것 또한 중국 정부에는 유리한 내용입니다.

Top-down: 세 가지 변화

1. 중국 정부의 정책 변화: 화장품을 중심으로

현재 중국에서 변하고 있는 내용을 살펴보기 위해 먼저 지난 4월 28일, 국무원 상무회의에서 다뤄졌던 주요 내용을 다시 돌이켜 보면 다음과 같다.

표1 2015년 4월 28일 중국 국무원 상무회의 주요 내용

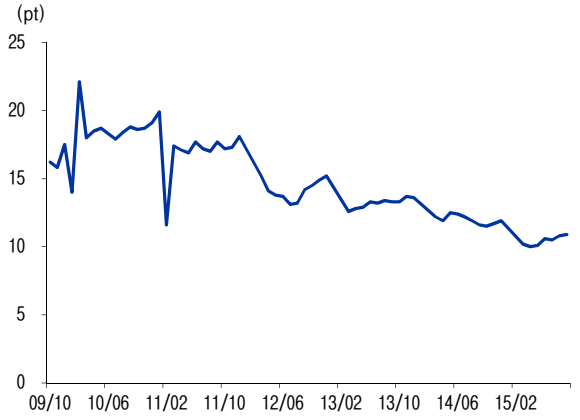
1	올해 6월 말 이전에 중국 소비자들의 수요가 많은 해외 일상용품에 대해 시범적으로 관세를 인하하고 관세인하 상품의 범위를 늘릴 것
2	세제 개혁과 더불어 화장품과 의류 등 인기가 많은 소비재에 대한 소비세 정책을 재정비 할 것 (현행 화장품 소비세 30%)
3	항구 면세점과 면세상품 종류를 늘리고 면세 구매 가능액을 확대시켜 중국 소비자들이 중국 내에서 쉽게 해외 상품을 살 수 있도록 함
4	중국인 관광객들이 해외에서 구매한 상품에 대한 통관 절차를 간소화 해 주도적으로 납세를 할 수 있도록 제고
5	중국 상품의 브랜드 이미지를 제고하고 오프라인 상점의 발전을 장려해 온/오프라인의 상호 작용 실현

자료: Kotra, 이베스트투자증권 리서치센터

상기 내용으로 말미암아 확인할 수 있는 부분은 중국 정부는 1)중국 내에서의 소비를 진작 시키기를 원하며, 2)중국인들이 해외에서 소비하더라도 중국에 입국할 때 세금을 내게 해 세수를 확보하겠다는 것이다.

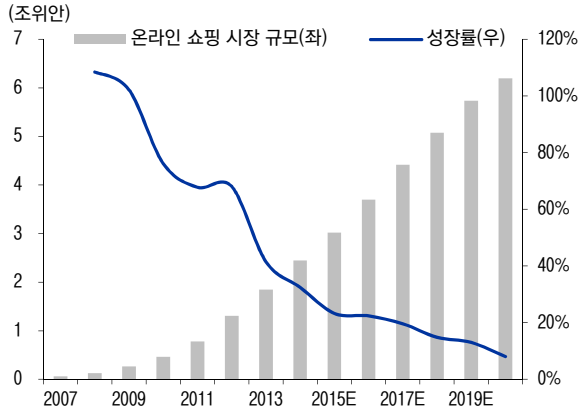
[그림4]에서 나타나듯 중국 내 소비를 대변하는 소매판매액은 주춤하고 있으나 따이공을 대변하는 온라인 소매판매액과 해외직구 시장은 두자릿수의 고성장을 하고 있다. [그림7]에서 나타나듯 중국인 관광객이 해외에서 쓰는 금액은 세계 최고 수준이다. 반면 중국의 소비재 기업들은 몇 년 째 실적 개선이 불투명하다.

그림4 중국 소매판매액 총액지수 전년동기비 추이



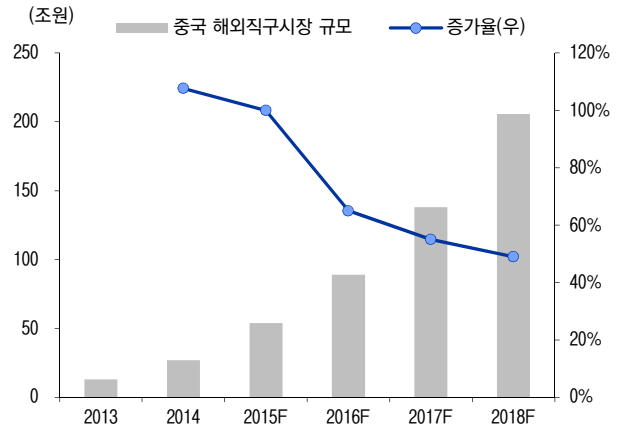
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 중국 온라인 쇼핑시장 규모



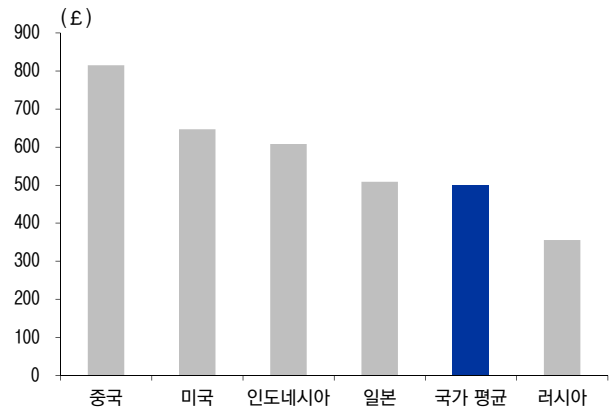
자료: iResearch, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 중국 해외직구 시장 규모 및 성장률 추이



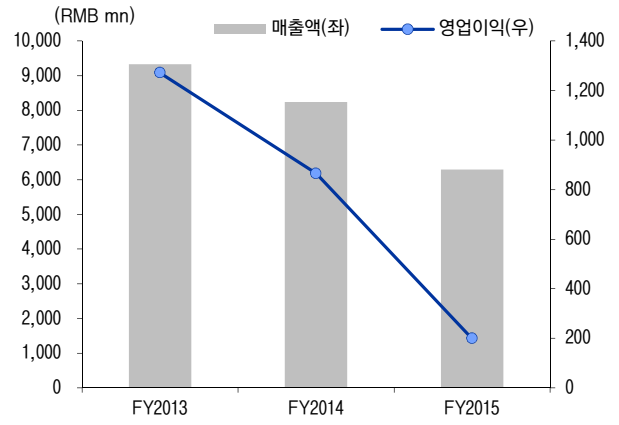
자료: Nielson, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 중국인 1인당 평균 해외 쇼핑 금액



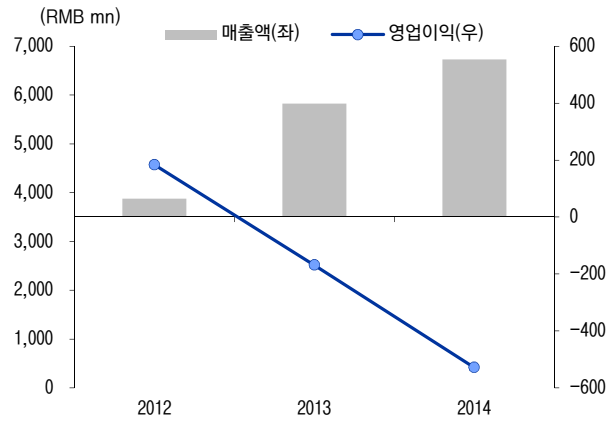
주: Tax-free 대상 쇼핑 기준
자료: The Global Blue Analytics(2013), 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 중국 의류업체 보쓰덩(Bosideng) 실적 추이



주: 3월 결산
자료: Bosideng, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 중국 신발업체 리닝(Li Ning) 실적 추이



자료: Li Ning, 이베스트투자증권 리서치센터

정작 성장하는 시장에서는 100% 가져오고 있지도 못한 세금

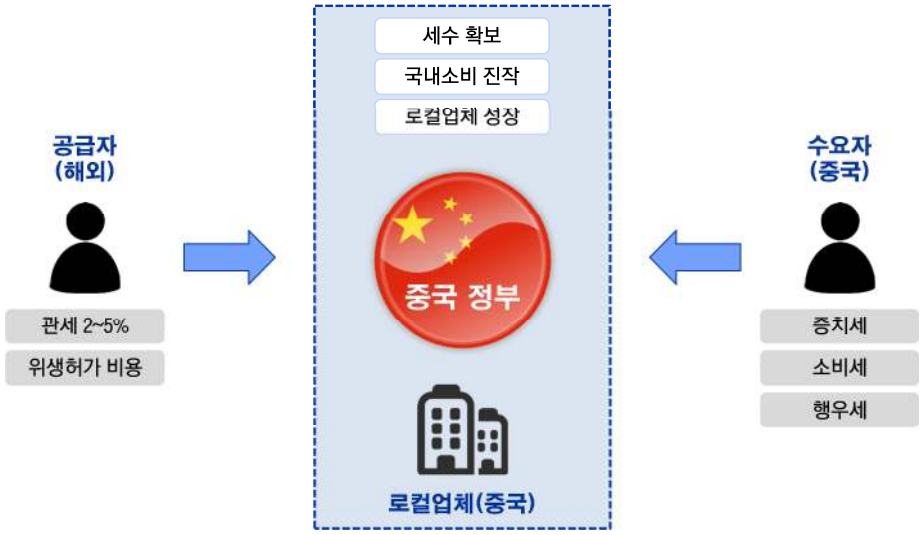
중국 정부는 성장하는 시장에서는 정작 세금도 제대로 못 걷고 있다. 해외직구 및 화장품을 둘러싼 따이공 무역이 대표적이다. 따이공 무역은 1)관세를 납부하는 정식 수출도 아니고, 자가사용 목적인 2)해외직구로 보기에도 구매자가 행우세(화장품의 경우 50%)를 지불하지 않는다. 거기다 3)중국 내 소비까지 방해하고 있다. 중국 정부로서는 하등 도움될 것이 없다.

상황이 이렇다 보니 따이공들에게 불리한 정책들이 나온다. 지난 7월 20일 발표된 '화장품감독관리조례' 초안에 따르면 중국 내 화장품 수출을 위해서는 중국에 '책임 법인'을 지정해 품질 관리를 책임져야 한다는 내용이 들어있으며, 무엇보다 위법 행위에 대한 법률 책임 항목을 매우 까다롭게 규정하고 있다. 더불어 투명한 절차에 따라 세금을 확보할 수 있는 B2C 해외직구 플랫폼에게는 전자상거래 시범도시 및 보세구를 선정하는 등 정책적으로 지원을 해주고 있다. 이러한 내용으로 따이공 무역은 올해 중순을 기점으로 위축될 수 밖에 없었다고 판단한다.

결론: 중국 내에서 사라(팔아라), 그게 싫으면 세금이라도 내라

위 내용을 종합해 살펴보면, 중국 정부는 공급 측면에서 1)중국인에게 화장품을 팔고 싶으면 위생허가를 받고, 세금도 내고 정식으로 수출을 하거나, 수요 측면에서는 2)중국인들이 해외에서 사 오거나 해외직구를 하더라도 세금(입국 시 면세한도 초과의 경우 납세 또는 행우세)을 걷겠다는 입장이 되겠다. 이러한 정책 하에서는 중국 로컬 브랜드들이 보호받고 점유율을 높이는 데에 도움도 되니 세금도 걷고 내수도 살리고 일석삼조다.

그림10 중국 내에서 사라(팔아라), 그게 싫으면 세금이라도 내라

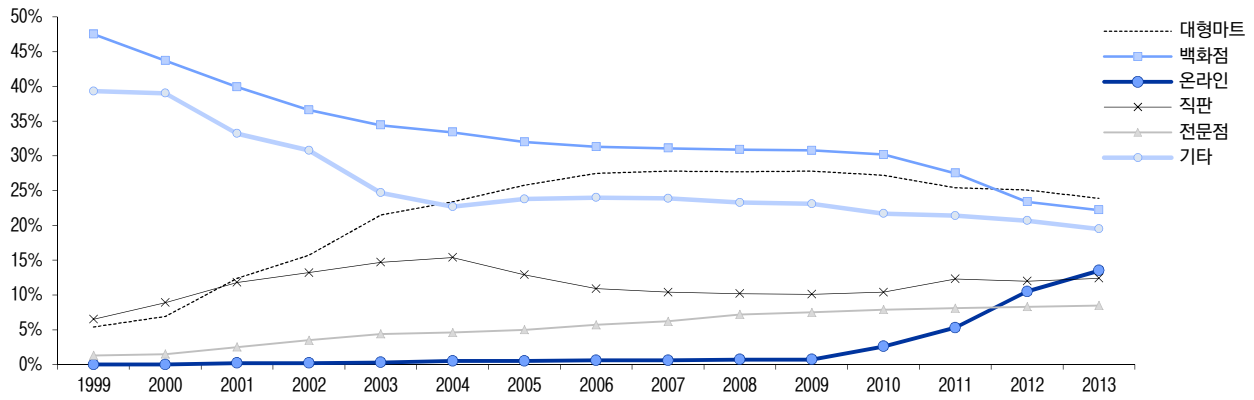


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2. 중국 내 화장품 유통 채널의 변화

중국 정부의 정책 변화와 더불어 중국 내 화장품 유통채널에도 변화가 일어나고 있다. 전통채널인 백화점, 대형마트, 직판의 비중은 줄어드는 반면에, 온라인과 전문점(로드샵)들의 성장세가 돋보이고 있다.

그림11 온라인과 전문점 비중 증가, 전통채널의 비중은 감소하는 중



자료: Euromonitor, 中国品 , 이베스트투자증권 리서치센터

중국의 경제발전에 따라 소비자 욕구는 급격히 성장하는 반면 그에 비해 오프라인 매장의 확산은 느리게 진행되고 있다. 그렇다 보니 화장품 시장에서도 오프라인보다는 온라인의 비중이 빠르게 늘어나고 있는 모습이다. 2008년 0.7%에 불과했던 화장품 온라인 유통 비중은 2013년 13.5%까지 증가했다.

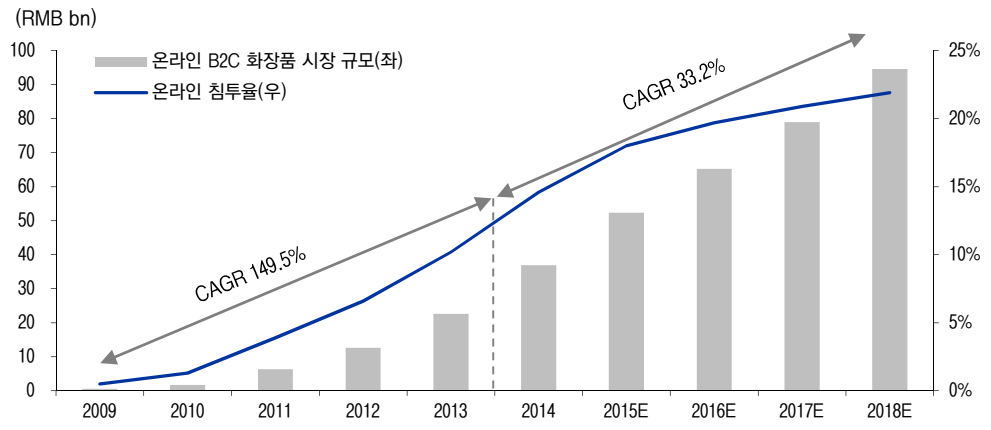
표2 중국 화장품 채널별 강세 지역

유통채널	거점 지역	비고
백화점	상해, 북경, 심천, 광주	
전문점	절강성, 강소성, 산동성, 사천성, 하남성	
마트	상해, 북경, 광주	
온라인	항주(알리바바), 북경, 광주	
브랜드샵	상해, 북경, 심천, 중경	
해외직구	북경, 정주, 상해, 항주	
웨이샹	전국적 확장 단계에서 현재는 위축	웨이신을 통해 판매

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그리고 온라인 내에서도 과거 C2C(타오바오 등)보다는 B2C(티몰, 쥐메이, 러펑왕 등)의 비중이 높아지고 있는 추세다. 그 이유는 가짜 상품에 대한 우려가 커지고 있으며, 최근 B2C 플랫폼들이 보세창고를 이용한 해외직구 플랫폼을 구축해 해외 화장품 구매를 간편하게 만들고 있기 때문이다. 전자상거래 시범지역에 위치한 보세창고를 이용했을 때는 1)위생허가가 없는 제품들도 2)중국 내 배송을 통해 빠르게 받을 수 있는 이점이 있다. 또한 중국 정부 입장에서는 Gray Market을 줄이고 세수를 확보할 수 있기 때문에 정책적으로 지원해 주고 있는 상태다. 따이공 대체자가 등장하고 있다.

그림12 중국 내 화장품 온라인 B2C 판매 급증세



자료: Frost & Sullivan, 이베스트투자증권 리서치센터

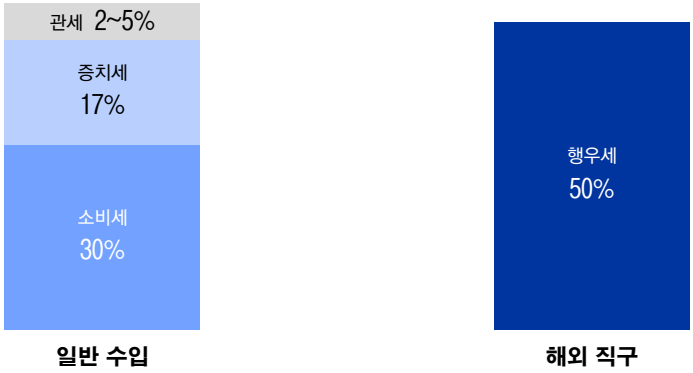
그림13 구별이 어려운 가짜상품과 정품

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

참고: 중국 해외직구 세금, 행우세(行邮税)

당사가 올해 2월 10일 발간한 'Q.요우커 다음은? A.하이타오족!' 보고서에 언급되어 있듯이 중국 소비자가 해외직구를 하는 경우 일반 무역(관세, 증치세, 소비세 부과)이 아닌 자가소비로 간주해 행우세(行邮税)라는 한가지 세금만 부과하고 있다. 품목별 세율은 화장품과 주류, 담배 등이 사치품으로 분류되어 가장 높은 50%를 부과받고 있다.

그림14 화장품: 일반소비 vs. 해외직구 세율 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

행우세 부과를 위해 실제로 상품을 검수하는 비중은 5.5%에 불과한 것으로 나타났고, 아직까지도 100% 검수는 어려운 것으로 파악된다. 다만 최근 온라인 B2C 플랫폼들이 보세창고를 이용한 해외직구 채널을 확대하면서, 향후에는 행우세 검수가 확대될 것으로 판단한다. 보세창고 이용 시에는 우편물을 일일이 검수하는 것과 달리, bulk로 한꺼번에 입고되기 때문에 품목의 내용과 가격을 한번에 파악 가능하기 때문이다.

표3 품목별 행우세율

물품	행우세율
식품, 가죽의류 및 잡화, 가방 및 신발, 금은 장신구, 가정용 의료기기, 주방기기, 가구, 카메라, 도서 및 잡지, 문구 및 완구, 악기, 운동기구, 휴대폰, 지갑	10%
의류 및 액세서리, 섬유, 시계, 가전기기, 오디오 및 비디오 기기, 자전거	20%
1만 위안 이상의 명품 시계, 골프 용품	30%
화장품, 주류, 담배	50%

자료: 중국 세관 2012년 3월, 이베스트투자증권 리서치센터

중국 소비자가 해외 직구 시 세금을 부과받는 경우는 1)구매금액이 1,000위안을 넘거나, 2)상기 해당 행우세율을 물품가에 적용한 세액이 50위안이 넘는 경우다. 즉 우리 돈으로 약 180,000원 이상을 구매하거나, 행우세율을 물품가에 적용한 세액이 9,000원 이상이면 행우세 부과 대상이다. 품목별로 세율이 다르고 세금이 세액기준으로 매겨지므로 유의해야 한다(한국은 물품가액 기준).

세율이 높은 화장품(50%)의 경우 약 100위안(약 18,000원) 가량의 품목을 구매 시, 세율을 적용한 세액이 50위안이기 때문에 통관 시 행우세를 지불하고 상품을 수령할 수 있다. 세율이 가장 낮은 식품(10%)의 경우는 500위안이 넘으면 세금을 납부해야 하는 구간이다. 이러한 이유로 최근 오픈한 해외직구 플랫폼에는 화장품의 경우 의도적으로 100위안 미만, 식품의 경우 500위안으로 맞춰놓은 상품들이 많다.

구매 한도는 지역이나 성에 따라 다르다. 상하이의 경우 1회 구매 한도액이 1,000위안이며 온라인 구매에 더욱 개방적인 정책을 시행하고 있는 성(省)은 5,000위안도 가능하다. 1년의 구매 한도 금액이 20,000위안인 지역도 있다. 그러나 구매 개수에 대한 규제는 아직 없다.

표4 중국 해관총서(관세청) 문서 일부 내용 정리

국제무역 전자상거래 서비스 시범 온라인 보세수입 모델과 관련 문제에 대한 해관의 통지
1. 시범상품 범위 ▪ 개인생활 소비품, 국가 금지 및 제한수입 이외 자세한 금지목록은 해관 규정 제43호에 따른다.
2. 구매금액과 수량 ▪ 시범 인터넷 구매상품은 '개인이 사용하는 합리적 수량' 원칙에 따라 매회 구매 금액이 1,000위안을 넘지 않도록 한다. 1,000 위안을 넘을 경우 화물 규정에 따라 해관수속을 밟는다.
3. 세금 ▪ 세금이 인민폐 50위안 이하(50위안 포함)인 상품은 해관에서 면세
4. 기업관리 ▪ 시범지역에 참가하는 전자상거래, 물류 등 기업은 중국 내 등록을 해야 하며, 현행 해관 관리규정에 따라 등록해야 한다.

자료: 중국 해관총서, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 쥐메이글로벌, 자주 등장하는 99 위안 상품들

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 VIPSHOP 해외직구몰의 99 위안 일본 화장품

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

행우세는 우편물 건당을 기준으로 매기고 있는데, 한 인터넷 플랫폼의 경우 소비자가 장바구니에 담은 여러 제품을 여러 우편물로 나눠 우편물당 행우세가 50위안이 넘지 않도록 계산하는 기능을 제공하기도 한다. 이에 따라 소비자는 여러 개의 제품을 2개 이상의 우편물로 나눠 행우세를 내지 않고 직구를 하기도 한다. 현재 중국 정부는 이에 대한 정확한 가이드라인이나 규제를 정해놓지는 않은 상태다.

그림17 식품(세율 10%) 직구 예시

품명: SALUS 철분제
女性孕妇补铁补血营养

가격	499 위안
행우세율	10%
세액	49.9 위안 (50 위안 이하, 면세)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 화장품(세율 50%) 직구 예시

품명: 베네피트 립글로스
贝玲妃诱滑雪糕唇彩

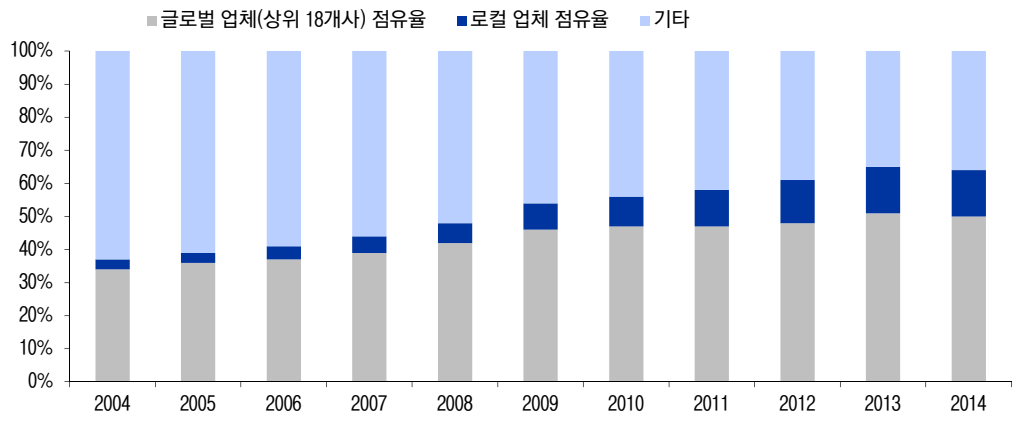
가격	99 위안
행우세율	50%
세액	49.5 위안 (50 위안 이하, 면세)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

3. 중국 내 로컬브랜드의 성장

중국 화장품 시장의 또 다른 변화는 로컬브랜드의 급성장이다. 로컬 업체들은 한국의 화장품 업체 연구원들을 엄청난 연봉을 주고 모셔가고 있고, 업체 인수 또한 활발히 검토하고 있다. 2010년까지만 해도 중국 화장품 시장점유율의 10위까지가 모두 글로벌 기업이었고, 10위까지의 기업들이 전체 시장에서 차지하는 비중이 70%나 됐다. 최근 로컬 기업들이 자금력을 동원한 R&D 투자 및 공격적인 마케팅으로 성장 중이고, 반면 로레알(L'Oréal)의 브랜드 가르니에(Garnier)나 레블론(Revlon)등은 철수한 상태다.

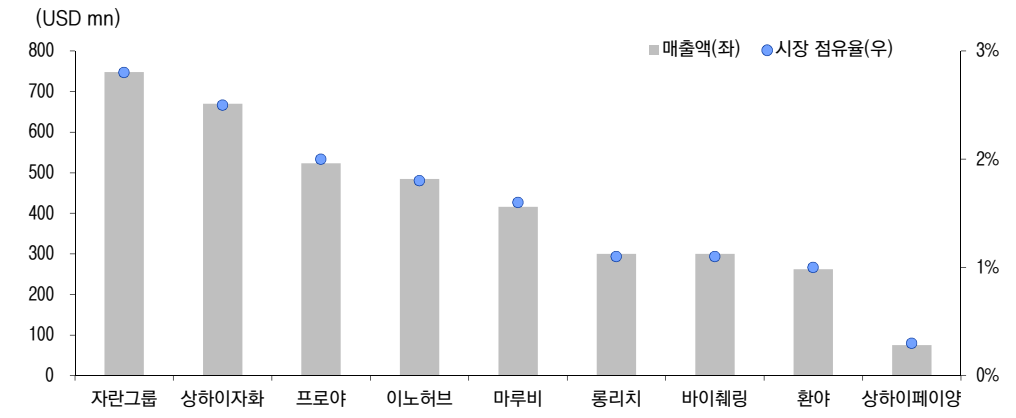
그림19 로컬 업체의 중국 화장품 시장 점유율은 높아지고 있다



자료: Euromonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

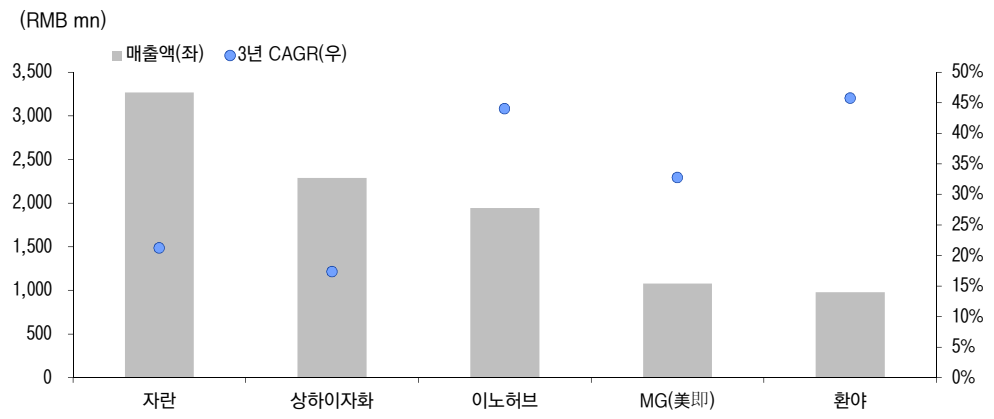
주요 로컬 업체 8개 회사의 2009년 중국 화장품 시장 점유율은 8%였는데, 2014년 기준 약 14.2%까지 올라섰다. 이 중 자란그룹이 2.8%의 시장 점유율로 가장 높다. 로컬 업체들의 특징은 1)대부분 제품 가격이 낮고, 2)인터넷광고 투자가 많고, 3)TV 노출로 브랜드 이미지 제고를 많이 한다는 점이다. 이처럼 중저가 positioning을 기반으로 성장하고 있다 보니, 따이공들이 주력하던 중저가 해외 상품들이 설 자리가 서서히 좁아지고 있다.

그림20 점유율 상위 로컬업체 매출액



자료: Euromonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 타오바오 판매지수 주요 상위권 로컬업체 매출액 성장률

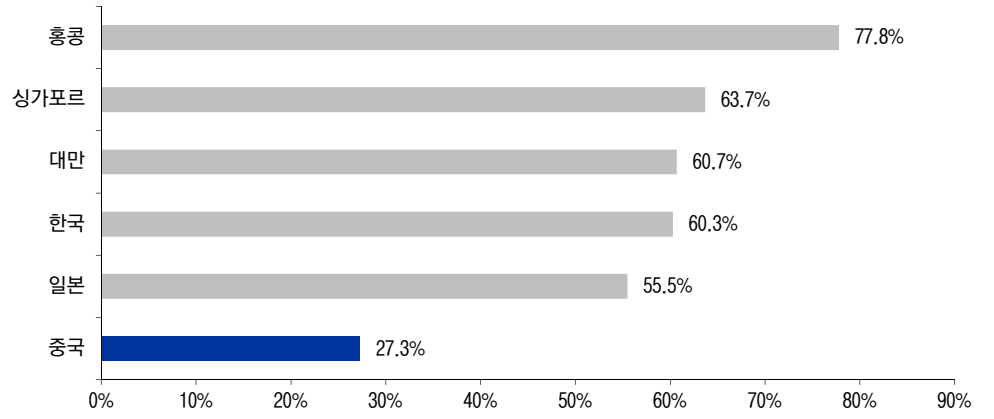


자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

다만 고가 화장품 Positioning으로 올라오는 데에는 시간이 걸릴 것

당사가 올해 9월 7일 발간한 보고서 '아모레퍼시픽: 놓치지 않을 거에요' 에서 밝혔듯 로컬 업체들이 국내 브랜드를 넘어서는 시점이 단기적으로 도래할 것이라고 전망하지 않는다. 상대적으로 공정에 있어서 질감이나 제형 등을 위해 특별한 기술력이 필요 없는 마스크팩은 로컬업체들이 빠르게 침투하고 있으나, 스킨케어와 메이크업 부문은 아직까지 시간이 걸리고 있는 것으로 파악되기 때문이다.

그림22 중국 스킨케어 화장품 內 프리미엄 비중은 타 아시아 국가 대비 현저히 낮아



자료: Euromonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

로컬 화장품 업체들은 한국의 유명 화장품 브랜드처럼 소비자들에게 인식시키려는 전략을 구사하는데, 이를 위해 유명 한국 배우들을 자주 모델로 기용하고 있다. 더불어 한국을 뜻하는 '나라 한(韓)'자를 브랜드명에 사용하기도 하고, 심지어 화장품 용기에 일부러 한글로 표기를 하기도 한다. 중국 소비자들의 한국 화장품에 대한 선호도를 엿볼 수 있는 부분이다.

그림23 한후(韩后, Hanhoo)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 한슈(韩束, KanS)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 중국 로컬업체: 스킨케어는 아직 한국 브랜드를 모방하는 모습(KanS, 韩后 등), 마스크팩은 빠르게 성장

스킨케어 브랜드 판매지수 순위							마스크팩 브랜드 판매지수 순위					
2015.4.5 – 4.11			2015.8.23 – 8.29				2015.4.5 – 4.11			2015.8.23 – 8.29		
브랜드명	국가	등락률 (%)	브랜드명	국가	등락률 (%)	순위	브랜드명	국가	등락률 (%)	브랜드명	국가	등락률 (%)
시세이도	일본	3.8	시세이도	일본	-0.4	1	SNP	한국	4.3	위니팡 (御泥坊)	중국	87.6
EsteeL auder	미국	1.2	후	한국	4.4	2	클리니에	한국	-2.3	클리니에	한국	5.3
KanS (韩束)	중국	-1.0	KanS (韩束)	중국	11.3	3	리더스	한국	6.4	Mask Family (膜法世家)	중국	45.8
Pechoin (百雀羚)	중국	14.4	Pechoin (百雀羚)	중국	-29.6	4	Mask Family (膜法世家)	중국	208.0	MG (美即)	중국	75.4
후	한국	15.6	EsteeL auder	미국	-22.3	5	선티엔 (森田药妆)	대만	51.9	ONE LEAF (一叶子)	중국	7.2
HanHoo (韩后)	중국	37.5	위니팡 (御泥坊)	중국	55.8	6	MG (美即)	중국	22.7	Dr.Morita (森田药妆)	대만	69.4
Kiehl's	미국	3.2	SK-II	일본	8.0	7	CHANGE (凯梵蒂)	중국	37.4	LAIXIUNIER (莱秀妮儿)	중국	-5.0
이니스프리	한국	6.3	이니스프리	한국	17.7	8	Magnet (曼宁)	중국	-4.8	SNP	한국	-1.1
랑콤	프랑스	3.9	랑콤	프랑스	15.5	9	HanHoo (韩后)	중국	149.2	HanHoo (韩后)	중국	104.6
로레얄	프랑스	7.7	HanHoo (韩后)	중국	15.9	10	다이라이메이 (黛莱美)	중국	-9.0	이니스프리	한국	18.6

자료: 타오바오지수(淘宝指数), 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

Bottom-up Analysis: 쥐메이를 아십니까?

Bottom-up Analysis: 쥐메이를 아십니까?에 들어가기 앞서서

쥐메이요우핀은 2010년 중국에서 소셜 커머스 붐이 일 때 설립되어 3년만에 중국 온라인 B2C 화장품 시장점유율 1위로 올라선 회사입니다. 중국의 넓은 국토로 인해 오프라인 소매 인프라가 부족해 온라인 쇼핑이 급격히 성장하고 있고, 중국 화장품 시장의 성장도 온라인 채널에서 빠르게 성장하고 있어 쥐메이요우핀(聚美优品)에 대한 관심은 높아지고 있습니다.

중국 화장품 시장에서 일어나는 변화를 읽기 위해 현지의 대표적인 화장품 전문 유통업체의 실적 흐름과 향후 전략을 살펴보는 것은 매우 의미가 있다고 판단합니다. 이 챕터에서는 쥐메이요우핀의 매출 구조 및 최근 실적에서 나타난 변화의 함의를 분석해 보았습니다.

더불어 당사가 분석한 내용과 최근 이슈를 연결시켜 직접 확인하기 위해 2015년 10월 12일 중국 북경을 방문해 쥐메이요우핀과의 미팅을 가졌습니다. 이에 대한 시사점과 중국 현지업체의 목소리를 공유하고자 합니다.

Bottom-up: 쥐메이를 아십니까?

나는 나 자신을 위해 대변한다 (我为自己代言)

당신은 나의 향수 냄새만 맡을 뿐, 나의 땀은 보지 못하지
당신은 당신의 규칙이 있고, 나는 나의 선택이 있어
당신은 나의 현재를 부정하지만,
나는 나의 미래를 결정할거야
당신은 우리의 젊음을 무시해도 돼
우리는 지금이 누구의 시대인지 증명할거니까
꿈은 고독한 여행으로 가는 길,
가는 길에 수많은 의심과 비웃음이 있겠지
그러면 또 어때?
설령 만신창이가 된다 하더라도 멋있게 살아볼거야
나는 천어우, 나는 나 자신을 위해 대변한다(我是陈欧, 我为自己代言)

흡사 최신가요의 노랫말 같아 보이는 상기 글은 중국 온라인 화장품 시장 점유율 1위 유통업체 쥐메이요우핀(聚美优品)의 2011년 광고 내용이다. 당시 쥐메이요우핀(이하 쥐메이)의 CEO 천어우(陈欧, Leo Chen)가 29세의 나이로 직접 광고에 등장해, 빠링허우 세대(80后, 덩샤오핑의 '한가구 한자녀' 정책 이후 80년대생 중국의 젊은 세대)들에게 공감을 불러 일으키며 대히트를 쳤다.

쥐메이요우핀은 2010년 중국에서 소셜 커머스 붐이 일 때 설립되어 3년만에 중국 온라인 B2C 화장품 시장점유율 1위로 올라선 회사다. 중국의 넓은 국토로 인해 오프라인 소매 인프라가 부족해 온라인 쇼핑이 급격히 성장하고 있고, 중국 화장품 시장의 성장도 온라인 채널에서 빠르게 성장하고 있어 쥐메이요우핀에 대한 관심은 높아지고 있다.

중국 화장품 시장에서 일어나는 변화를 읽기 위해 현지의 대표적인 화장품 전문 유통업체의 실적 흐름과 향후 전략을 살펴보는 것은 매우 의미가 있다. 당사는 2015년 10월 12일 중국 북경을 방문해 쥐메이요우핀과의 미팅으로 이러한 시간을 가졌고, 이에 대한 시사점을 공유하고자 한다.

1. 중국 온라인 B2C 화장품 1 등, 쥐메이요우핀

1983년생으로 대표적인 빠링허우 세대인 천어우(陈欧, Leo Chen)는 중국 쓰촨성에서 태어나 중산층 공무원 집안에서 자랐다. 16세에 싱가폴의 난양과학기술대에 진학한 그는 대학 4학년이던 2000년에 첫 창업을 시도하는데, 그의 첫 작품은 온라인 게임 플랫폼 가레나(Garena)라는 회사다. 가레나는 훗날 수백만달러에 매각되었으며 매각된 뒤 중국의 텐센트가 천만달러에 이르는 금액을 투자하기도 했다.

이후 천어우는 스탠포드 MBA에 진학, 2010년 3월 쥐메이의 전신(前身)인 메이퇀왕을 설립했고, 같은 해 9월에 쥐메이요우핀으로 사명을 변경해 본격적으로 중국 화장품 시장에 뛰어들었다. 이 시기는 중국에서 한창 소셜커머스 열풍이 불고 있었고, 알리바바그룹도 소셜 커머스인 쥐화솬을 비롯해 모바일 타오바오 등을 런칭했던 때다. 천어우는 시장 전망이 밝으면서도 대형 소셜커머스 업체들이 다루지 않고 있었던 화장품의 가능성을 높게 평가했다.

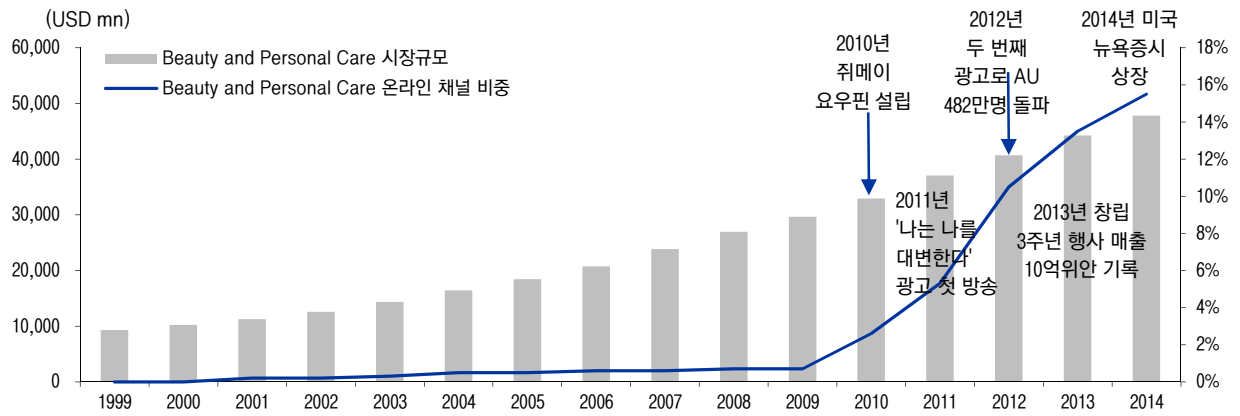
천어우는 소셜커머스 경쟁에서 맞서기 위해 CEO인 자신을 직접 광고 모델로 내세우는 마케팅을 펼쳤고, 중국 젊은이들의 공감을 불러 일으키며 청년들의 롤모델로 등극하게 된다. 결과적으로 광고를 집행한 2011년, 쥐메이의 매출액은 전년대비 15배 증가한 2,179만달러를 기록했고, 2013년에 이르러 22배 증가한 4억 8천만달러에 달하게 되어 중국 온라인 B2C 화장품 유통업체 시장점유율 1위를 차지한다. 쥐메이요우핀은 이 여세를 몰아 2014년 5월 뉴욕증권거래소에 상장되었고, 올해 10월 23일 기준 시가총액은 1조 6,400억원이다.

표6 쥐메이요우핀 회사 개요

聚美优品 JUMEI.COM 쥐메이요우핀(聚美优品)	거래소 / 상장일	NYSE / 2014 년 5 월 16 일
	시가총액	14 억 5 천만달러(약 1 조 6,400 억원)
	CEO	천어우(陈欧, Leo Chen)
	2014 년 매출액 및 영업이익률	매출액 7,151 억원(YoY +31.0%) 영업이익률 5.6% 기록

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 증가하고 있는 중국 온라인 이미용품 시장



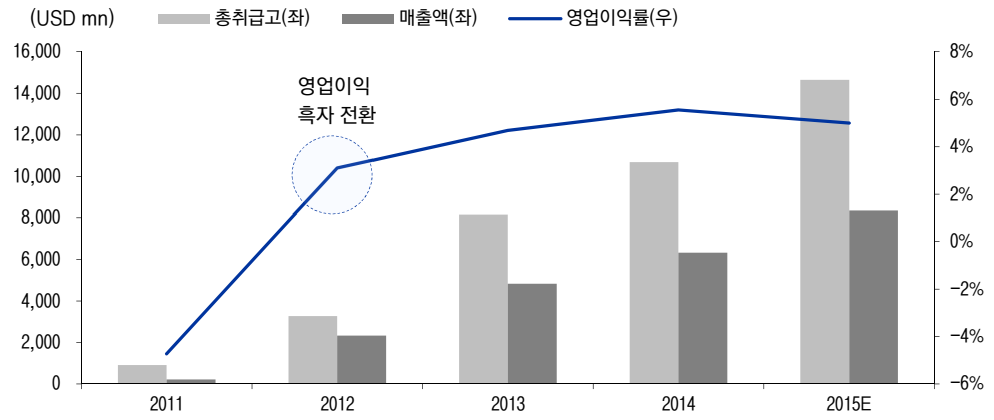
주: Beauty Product 는 화장품, 오랄케어, 헤어케어, 목욕용품, 향수 포함
자료: Euromonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 쥐메이요우핀 매출 구조

총취급고 1 조 2,100 억원, 매출액 7,151 억원, 분기당 평균 성장률은 120%에 달해

쥐메이의 총취급고는 2014년말 기준 전년대비 신장한 30.9% 증가한 10.7억달러, 매출액은 전년대비 31% 증가한 6.3억달러를 기록했다. 2013년부터 2014년 2분기까지 분기당 쥐메이의 취급고는 전년동기대비 평균 121.1%씩 성장했으나 2014년 3분기부터 직매입 강화 및 해외직구로 사업 모델을 변화시키는 과정에서 취급고 및 매출액 성장률이 둔화되는 모습을 보였다. 영업이익률은 2011년 영업적자에서 2012년 턴어라운드하여 꾸준히 상승, 2014년말 취급고 기준 5.6% 수준을 유지하고 있다. 2015년 들어서 쥐메이의 매출액은 2분기까지 전년대비 평균 80.7%씩 증가하고 있다.

그림26 쥐메이요우핀 실적 추이



자료: 聚美优品 ,이베스트투자증권 리서치센터

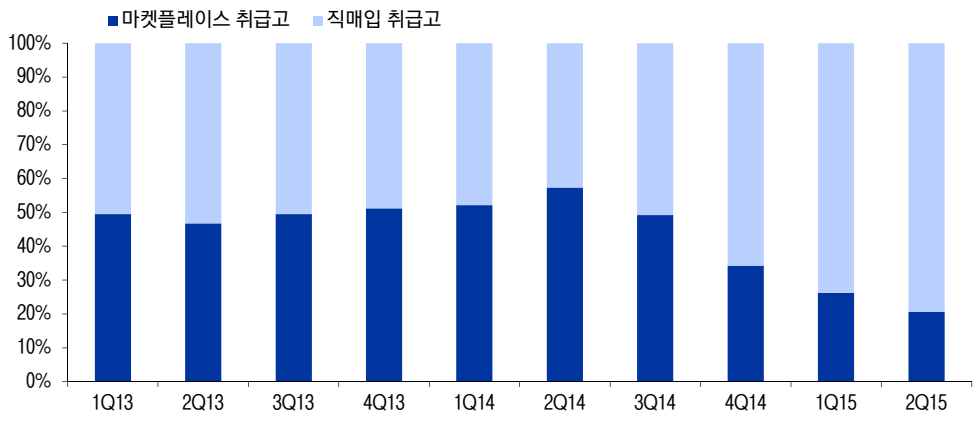
매출액은 크게 1)직매입 매출과 2)판매수수료 매출로 구분

쥐메이의 매출액은 성격으로 분류했을 때 크게 2가지로 구분된다. 쥐메이가 직접 매입해 재고 부담을 지고 판매하는 직매입 매출(Merchandise Sales)과 판매 플랫폼을 제공해 주고 제3자의 판매자가 쥐메이에 입점해 지불하는 판매수수료 매출(Marketplace Servicese)이다. 판매수수료율은 13~14% 수준으로 여느 인터넷 쇼핑몰과 비슷한 수수준이다.

사업의 초창기였던 2011년까지만 해도 쥐메이는 여느 전자상거래 사이트와 마찬가지로 판매수수료 매출이 전사 매출액의 대부분이었다. 2011년 취급고 기준 판매수수료 비중은 96.4%, 매출액 기준 판매수수료 비중은 84.8%에 달했으나, 이러한 트렌드는 2012년부터 완전히 반전되었다. 2014년말 기준 쥐메이의 취급고 대비 직매입 매출 비중은 51.1%, 2015년 2분기 누적으로는 76.7%에 달한다.

쥐메이의 취급고 및 매출액에서 판매수수료 비중이 줄어들고 있는 것은, 쥐메이의 의도적인 전략에 따른 것이다. 여러 판매자들의 입점을 바탕으로 하는 수수료 매출의 경우, 짝퉁 및 품질에 관한 우려가 있다. 이에 쥐메이는 품질에 대해 직접 확인이 가능하고 이를 관리할 수 있는 범위 내에 둘 수 있는 직매입 구조로 변경하는 작업을 지난 해 9월부터 시작했다. C2C가 설 자리가 좁아지고 있는 것이다.

그림27 직매입 매출 구조로 급격히 변화하고 있는 쥐메이



자료: 聚美优品 ,이베스트투자증권 리서치센터

표7 쥐메이요우핀 연간 실적 및 Breakdown

(USD thousand)	2011	2012	2013	2014
총취급고(Net GMV)	92,269	327,255	816,570	1,068,900
YoY %		254.7%	149.5%	30.9%
매출액(Net Revenues)	21,788	233,224	482,996	632,919
YoY %		970.4%	107.1%	31.0%
직매입(Merchandise)	3,307	209,059	413,050	546,384
마켓플레이스(Marketplace Services)	18,481	24,165	69,946	86,535
매출원가	2,788	148,541	283,317	382,719
매출총이익	19,000	84,683	199,679	250,200
매출총이익률	20.6%	25.9%	24.5%	23.4%
판매비와 관리비	23,360	74,545	161,413	190,832
Fulfillment Expense	11,842	28,884	59,226	70,775
Marketing Expense	9,348	36,484	52,151	81,277
Technology and content Expense	739	4,416	10,023	22,090
Other G&A Expense	1,431	4,761	40,013	16,690
영업이익(Operating Income)	-4,360	10,138	38,266	59,368
영업이익률	-4.7%	3.1%	4.7%	5.6%
영업외손익	-144	106	1,043	22,565
이자수익	6	199	916	13,381
기타영업외손익(net)	-150	-93	127	9,184
세전이익	-4,504	10,244	39,309	81,933
법인세	475	-2,140	-14,303	-15,973
순이익	-4,029	8,104	25,006	65,960
순이익률	-4.4%	2.5%	3.1%	6.2%

자료: 聚美优品 , 이베스트투자증권 리서치센터

표8 쥐메이요우핀 분기 실적 및 Breakdown

(USD thousand)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
총취급고(Net GMV)	190,490	176,078	207,679	242,323	271,300	289,400	273,000	235,200	326,500	376,200
YoY %	221.9%	116.4%	126.2%	155.4%	42.4%	64.4%	31.5%	-2.9%	20.3%	30.0%
주문 수(백만개)	8.7	7.9	9.2	10.2	11.4	11.0	10.5	9.6	13.5	17.4
객단가(달러)	51.48	50.31	49.45	51.56	55.37	57.88	52.50	49.00	58.30	58.78
활성 고객 수(백만명)	3.7	3.5	4.2	4.7	4.9	5.0	5.2	4.8	5.6	6.4
매출액(Net Revenues)	110,909	108,765	123,254	140,068	154,859	154,359	157,746	165,955	250,598	308,053
YoY %	148.7%	91.6%	87.6%	111.7%	39.6%	41.9%	28.0%	18.5%	61.8%	99.6%
직매입(Merchandise)	96,229	93,716	104,885	118,220	129,833	123,316	138,559	154,676	240,808	298,479
마켓플레이스(Marketplace Services)	14,680	15,049	18,369	21,848	25,026	31,043	19187	11279	9790	9574
매출원가	69,824	63,582	69,448	80,463	86,517	82,843	97,824	115,535	171,869	215,717
매출총이익	41,085	45,183	53,806	59,605	68,342	71,516	59,922	50,420	78,729	92,336
매출총이익률	21.6%	25.7%	25.9%	24.6%	25.2%	24.7%	21.9%	21.4%	24.1%	24.5%
판매비와 관리비	31,439	25,653	33,386	70,935	51,230	50,445	42,738	46,419	64,661	78,309
Fulfillment Expense	13,905	12,649	15,057	17,615	19,886	19,524	16,556	14,809	28,847	37,173
Marketing Expense	14,375	8,908	12,375	16,493	23,432	21,933	15,990	19,922	23,820	28,690
Technology and content Expense	1,644	2,222	2,855	3,302	4,256	4,681	6,043	7,110	6,719	6,731
G&A Expense	1,515	1,874	3,099	33,525	3,656	4,307	4,149	4,578	5,275	5,715
영업이익(Operating Income)	9,646	19,530	20,420	-11,330	17,112	21,071	17,184	4,001	14,068	14,027
영업이익률	5.1%	11.1%	9.8%	-4.7%	6.3%	7.3%	6.3%	1.7%	4.3%	3.7%
영업외손익	232	378	196	237	3,577	3,694	7,186	8,108	6,121	7,977
이자수익	248	213	201	254	884	2,206	5,320	4,971	5,737	5,164
기타영업외손익(net)	-16	165	-5	-17	2,693	1,488	1,866	3,137	384	2,813
세전이익	9,878	19,908	20,616	-11,093	20,689	24,765	24,370	12,109	20,189	22,004
법인세	-2,034	-4,099	-4,261	-3,909	-4,138	-5,587	-4,874	-1,374	-3,836	-4,181
순이익	7,844	15,809	16,355	-15,002	16,551	19,178	19,496	10,735	16,353	17,823
순이익률	4.1%	9.0%	7.9%	-6.2%	6.1%	6.6%	7.1%	4.6%	5.0%	4.7%

자료: 聚美优品 ,이베스트투자증권 리서치센터

3. 상품군별 매출 분류

상품별로 상세히 구분해보면, 화장품 및 뷰티 제품(Beauty Product)들은 직매입 위주로 다뤄지고 있다. 의류 및 생활용품(Apparel and other lifestyle products)의 경우에는 수수료 매출로만 판매가 되고 있어, 쥐메이가 직접적으로 개입하는 부분은 없다. 쥐메이는 과거 화장품 및 뷰티 제품도 수수료 매출(판매자 입점, 수수료율은 20~25% 수준) 형식으로 운영 하였으나, 직매입 위주 및 단독상품, PB상품 전개 등의 사업 전략을 추진함에 따라 올해 2분기 기준 화장품은 80%가 직매입으로 변경되었다.

그림28 쥐메이 매출 형태 및 품목별 분류

	화장품	의류
직매입 (Merchandise)	○ (큐레이션 매출)	X
수수료 (Marketplace Services)	○ (큐레이션 & 일반 게시)	○ (플래쉬 세일)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

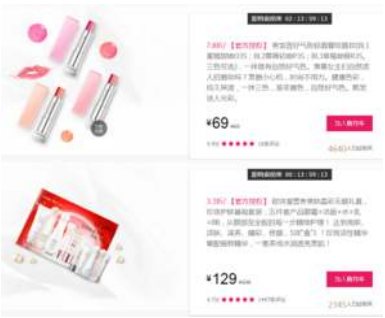
1) 직매입 매출(Merchandise Sales)

직매입 매출은 화장품과 뷰티 제품만 취급하고 있으며, 쥐메이가 상품을 직접 매입하여 주문을 배송 및 처리(Fulfillment)한다. 2014년 말 기준 전사 취급고 대비 51.1%가 직매입 금액이며, 2015년 2분기 누적으로는 취급고 기준 76.7%까지 올라섰다. 탐방을 통해 확인한 결과 쥐메이는 직매입(Merchandising)을 향후 동사의 매출 원동력으로 밝히고 있어, 이는 매우 중요한 성장의 축으로 판단된다.

쥐메이의 직매입 매출 판매 방식은 큐레이션(Curation Sales) 방식과 일반 게시 방식(Online Shopping mall) 두 가지다. 큐레이션 판매는 MD들이 직접 선별한 상품들을 매력적인 가격에 1~3일간만 판매하는 식으로 진행된다. 일반 게시 방식은 기존 오픈마켓 형태로, 소비자들이 키워드로 검색했을 때 그에 해당하는 쥐메이의 직매입 상품이 노출되는 방식이다. 실제로 한국 내에 쥐메이의 MD들이 상주하고 있어, 매입을 위해 여러 한국 화장품 업체들에게 컨택하는 것으로 알려져 있다.

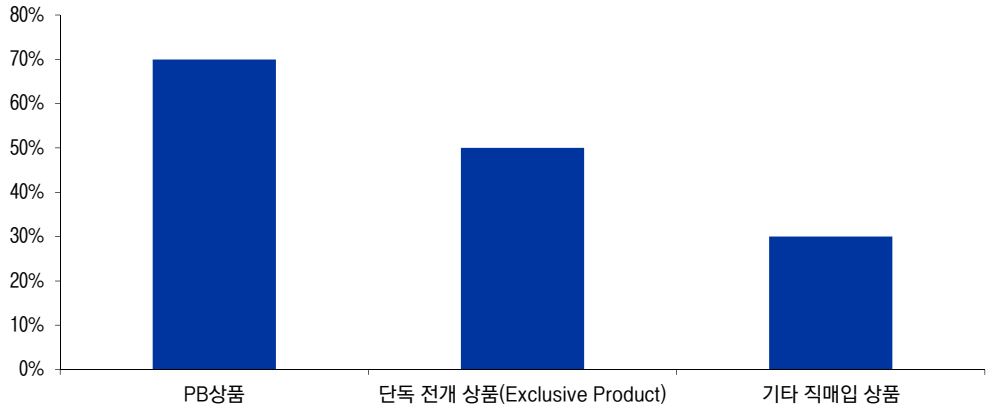
쥐메이가 직매입 하는 물품들은 1)PB상품, 2)단독 전개 상품, 3)일반 상품으로 구분되며, 전체 직매입 부문 매출총이익률은 평균 35% 수준을 보이고 있다. PB상품의 경우에는 매출총이익률이 70% 수준에 달하고 있어 이 카테고리를 점차 늘릴 것으로 전망되고 있다. 현재 쥐메이는 PB상품 관련 OEM 주문을 중국 로컬 업체들과 일부 한국 업체에게 주고 있는 것으로 파악된다.

표9 쥐메이의 매출 구조 분류 및 상품별 매출 방식

	1) Merchandise(직매입 매출)	2) Marketplace Service(수수료 매출)	
상품	화장품, 뷰티제품	화장품, 뷰티제품	의류 및 기타 생활용품
사이트 게시 형태	큐레이션 및 일반 게시	큐레이션 및 일반 게시	플래쉬 세일
게시 기간	큐레이션: 1~3 일 일반 게시: 장기간 노출	장기간 노출	Max 5 일
Fulfillment	상품 직접 매입하여 공급, 쥐메이의 물류창고에서 주문 처리	제 3 의 판매자에게 플랫폼 제공하고 수수료 매출 인식	제 3 의 판매자에게 플랫폼 제공하고 수수료 매출 인식
SKU	큐레이션: 매일 30~50 개 일반 게시: 2013 년 기준 10,200 개	N/A	1,000,000~2,000,000 개
취급고 비중 *	51.1%	48.9%	
매출액 비중 *	86.3%	13.7%	
이익률	평균 매출총이익률 35%	판매수수료율 20~25%	판매수수료율 13~14%
화면 예시			

주: 취급고, 매출액 비중 (2014 년말 기준)
자료: 聚美优品 ,이베스트투자증권 리서치센터

그림29 직매입 상품별 매출총이익률



자료: 聚美优品 ,이베스트투자증권 리서치센터

2) 판매수수료 매출(Marketplace Service Sales)

쥐메이의 판매수수료 사업 비중은 취급고 기준으로 추정했을 때 2015년 2분기 기준 20.7%까지 하락했으며, 매출액 기준 비중은 3.1%까지 떨어졌다. 전년 동기에는 취급고 기준 57.4%, 매출액 기준 20.1%에 달했던 것이 급격하게 하락하고 있는 모습인데, 그 이유는 쥐메이의 최근 직매입 확대 전략에서 찾을 수 있다. 탐방을 통해 확인한 결과 쥐메이는 직매입을 최대한 늘리되 판매수수료 매출도 유지는 할 것으로 파악되었다. 그 이유는 집객에 도움이 되기 때문이며, 의류 및 잡화를 중심으로 지속해서 운영할 것으로 보인다.

4. 쥐메이의 실적에서 감지되는 유통채널 Shift

짝퉁 파문이 불러온 주가 하락의 트라우마

2014년 5월 16일 상장 이후 3개월 만에 57% 상승했던 쥐메이의 주가가 지난 해 8월 중순부터 하락하기 시작했다. 이는 소위 '짝퉁 파문' 때문이었는데, 쥐메이의 화장품 입점 판매자 중에 하나였던 祥鹏恒业(상붕항업, Xiangpeng Hengye)이 쥐메이, JD.com 등에서 아르마니, 버버리 시계 짝퉁을 판매했다는 내용이 웨이보를 통해 널리 퍼지면서 일어난 일이다. 이 사건을 기점으로 CEO 천어우가 Marketplace 사업을 중단할 수도 있다는 소문이 돌기도 했다. 쥐메이는 1)정품 보장, 2)30일 내 환불, 3)100% 실사 촬영을 내세우며 기업 이미지 관리 및 정품 보증에 대한 내용을 엄격하게 적용하고 있었는데, 그 이미지에 큰 오점을 남겼기 때문이다.

그림30 짝퉁 파문이 불러온 2014 년의 주가 하락

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

이러한 내용 때문에 쥐메이는 마켓플레이스 즉 오픈마켓 형태의 매출 비중을 줄이고 직매입 사업을 확장시키겠다는 전략을 내세우게 되었다. 오픈마켓 내에 짝퉁이 범람하고 있고, 품질관리가 되지 않기 때문에 도매상 내지는 따이공들이 입점해 판매하는 오픈마켓 서비스는 차차 줄여나가겠다는 입장이다. 그리고 품질 및 정품 인증 관리를 할 수 있는 범위 내에 있는 직매입의 비중을 늘려 판매 상품들의 신뢰도를 높이겠다는 노력을 하고 있는 중이다. 더불어 직매입 상품 중에서도 해외직구 시장에 대한 가능성을 크게 보고 있어 지난 해 9월 신사업으로 런칭한 급속면세점을 성장 드라이브로 삼고 있다.

향후 성장 동력은 직매입 중에서도 해외직구 플랫폼인 '쥐메이 글로벌'

2014년 9월 쥐메이글로벌(极速免税店)이라는 플랫폼을 런칭했다. 쥐메이 글로벌은 쉽게 말해 중국 소비자들을 위한 해외 직구 사이트다. 해외 화장품 및 뷰티 제품, 더 나아가 생활용품과 식품들을 쥐메이가 해외에서 직접 소싱해 판매하고 있다. 중국 내 전자상거래 사이트들이 모두 해외직구 플랫폼(Cross-border E-commerce)들을 런칭함에 따라 쥐메이도 동참한 것이다.

그림31 쥐메이글로벌 화면(极速免税店)

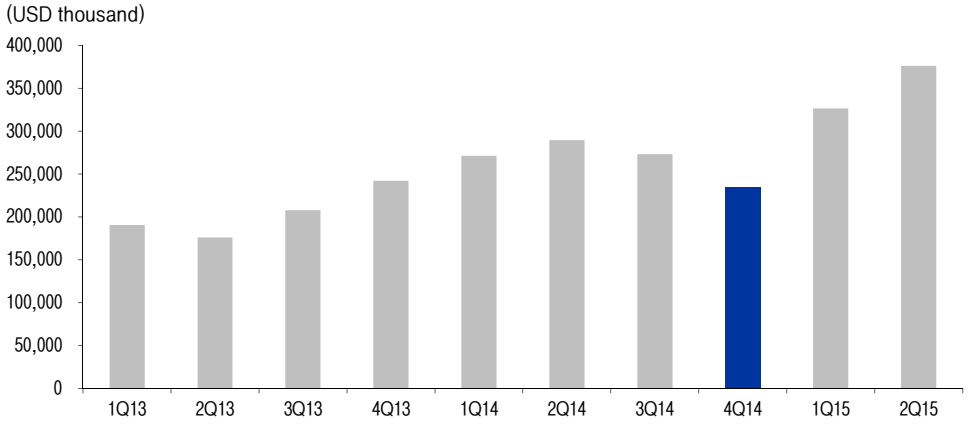
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 쥐메이글로벌 런칭행사에 참여한 지석진

자료: 천어우 Weibo, 이베스트투자증권 리서치센터

쥐메이가 이 사업부를 지난 해 9월 런칭함에 따라 2014년 4분기 총취급고가 전년동기 대비 2.9% 감소하기도 했다. 기존 개인 판매자들이 많았던 Marketplace 비중을 줄이고 쥐메이가 직접적으로 유통에 참여하는 매출을 늘리는 과정에서 이러한 현상이 나타나게 되었다.

그림33 쥐메이 분기별 취급고 추이

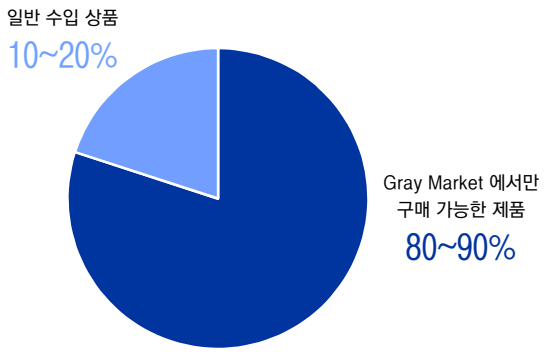


자료: 聚美优品 ,이베스트투자증권 리서치센터

쥐메이글로벌의 성장세는 매우 가파르다. 지난 해 9월에 사업이 시작되었으나, 올해 2분기 기준으로 전체 직매입 취급고의 45% 수준까지 상승했으며, 올해 3분기는 50%까지 상승한 것으로 추정된다. 올해 말까지 해외 직구 플랫폼을 전체 화장품 취급고 대비 60% 가까이까지 끌어 올릴 계획이며, 전 사업부에서 가장 강력한 매출 드라이브 요인으로 내세우고 있다.

CEO 천어우는 아직 중국에 정식으로 진출하지 않은 잇츠스킨, 스킨푸드, 코리아나, 참존 등의 입점을 위해 직접 한국을 방문하기도 했다. 특히 쥐메이는 연내 상장을 앞둔 잇츠스킨의 인기제품 달팽이 크림 물량을 올해 6월에 확보하러 왔다가 잇츠스킨의 지분을 일부 인수하기도 했다. 쥐메이가 직접 한국 화장품 회사의 지분을 인수하고 나선 것은 근본적으로 소싱 채널의 확보를 통해 그동안 쥐메이의 발목을 잡았던 '짝퉁' 의혹을 걷어내기 위한 적극적인 조치를 하고 있음을 시사한다.

그림34 쥐메이글로벌 상품별 Breakdown



자료: 聚美优品 ,이베스트투자증권 리서치센터

5. 쥐메이요우핀 탐방 Key takeaways

중국 화장품 시장에서 일어나는 변화를 읽기 위해 현지의 대표적인 화장품 전문 유통업체의 실적 흐름과 향후 전략을 살펴보는 것은 매우 의미가 있다. 당사는 2015년 10월 12일 중국 북경을 방문해 쥐메이요우핀과의 미팅으로 이러한 시간을 가졌고, 이에 대한 시사점을 공유하고자 한다.

그림35 쥐메이요우핀 본사 탐방 / 본사 사무실 전경

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

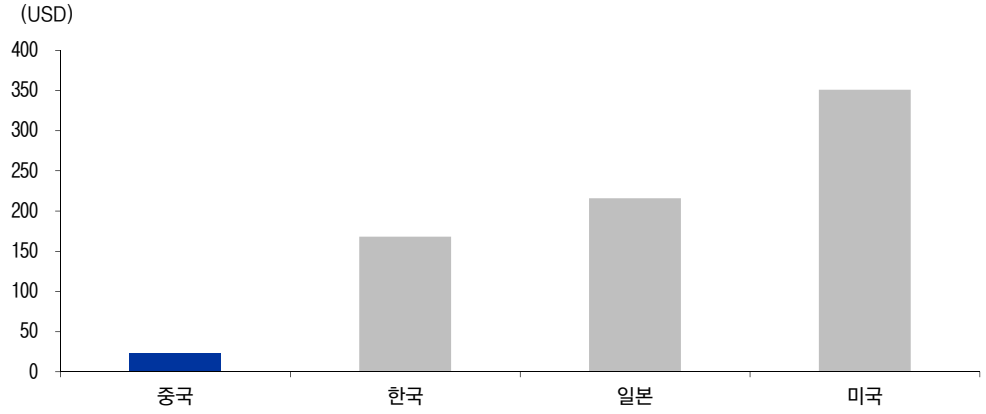
1) 중국 현지 업체들은 중국 화장품 시장을 초기 단계로 보고 있는가?

중국의 전체 13.5억 인구 중 여성의 비중은 48.1%이며, 이 중 18~40세 여성의 인구가 2.6억명으로, 이 시장은 아주 큰 규모의 시장이다. 2012년 기준으로 이 여성 인구의 화장품 관련 소비 금액은 23달러에 불과하다. 이는 다른 아시아 지역 및 미국 등 선진국의 1/10 정도밖에 되지 않는 수준이다.

중국 여성들은 현재 스킨케어에 1~2단계에 불과한 화장품을 쓰고 있다. 다른 아시아 여성들이 9~10단계에 거친 제품들을 사용하는 것에 비해 매우 작은 숫자다. 북경이나 상해 같은 큰 도시에는 화장품을 사용하고 있으나, 3~4선 도시에서는 여성들이 이제야 스킨케어나 색조화장이라는 것이 무엇인지 겨우 인지하기 시작한 정도다. 이들은 주로 초저가 화장품으로 진입하는 경우가 많아 점차 제품을 업그레이드 하며 소비 성향 또한 높아질 것으로 전망한다. 한국이나 일본 화장품, 미국 고가 화장품에 대한 선호도가 지속적으로 높아질 것으로 보는 이유 중에 하나다.

또한 남성 화장품 시장도 아직 규모는 미미하지만 빠르게 올라오고 있다. 따라서 비단 여성뿐만 아니라 화장품 시장은 전체적으로 성장 여력이 매우 큰 시장이라고 판단하고 있다.

그림36 국가별 1인당 화장품 소비 금액



자료: Frost & Sullivan ,이베스트투자증권 리서치센터

2) 그렇다면 화장품 시장에 있어서 오프라인보다 온라인이 빠르게 성장하고 있는 이유는 무엇인가?

기본적으로 중국 내 모든 소매판매에 있어서 오프라인은 마켓쉐어를 잃고 있는 상태다. 중국 소비자들의 쇼핑 습관이 이미 온라인으로 다 바뀌어 버렸으며, 특히 모바일이 널리 보급되고 확산됨에 따라 이러한 변화는 정착될 것이다.

화장품의 경우도 정품을 보증하고 가짜 상품을 몰아내려는 노력을 통해 고객들에게 신뢰를 얻으려고 하고 있고, 그렇다 보니 같은 상품에 대해서는 온라인이 늘 오프라인보다 저렴할 수 밖에 없다. 소비자 입장에서는 정품 여부만 보장된다면 온라인을 택하는 것이 더 유리하다.

3) 중국 소비자들에게 마스크팩이 인기가 많은 이유는 무엇인가?

사용하기가 매우 쉬우면서도 기능이 여러가지인 점이 인기를 끌고 있는 듯 하다. 더불어서 가격이 매우 저렴한 점도 한 몫 한다. 또한 많은 화장품 업체들이 이쪽을 Boost up하기 위해 수분, 링클 케어 등 각종 기능을 강조하면서 마케팅을 많이 하고 있다.

그림37 북경 지하철역 마스크팩 자판기 (가격대는 5위안에서 15위안까지 다양)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

4) 중국 화장품 시장에 있어서 한국 업체들과 일본 업체들의 다른 점은 무엇인가?

중국 소비자들이 한국 문화를 매우 동경한다. 한국 드라마도 한국 연예인도 정말 좋아한다. 이러한 선호도 때문에 한국 화장품들을 사고 싶어한다. 특히 한국 화장품들은 용기도 예쁘고, 디자인도 특이하고, 성분도 달팽이, 알로에 등 아이디어가 독특한 히트 제품들이 많다. 이러한 점이 매력으로 부각되고 있다. 더불어 한국 업체들은 우리와 함께 일할 때 매우 협조적이다. 반면 일본 업체들은 문화가 다르고, 협업하는 데에 있어서도 소극적이다. 또한 전체 생산 캐파가 제한적인 것으로 파악된다. 더불어 북미나 유럽 화장품 업체들은 한국 업체들과 달리 매우 보수적이다.

5) 쥐메이가 최근 직매입을 늘린 이유는 무엇이며, 최근 집중하고 있는 것은 어떤 부분인가?

화장품 및 뷰티제품들은 100% 직매입으로 돌리는 중이다. 그 이유는 가짜 상품에 대한 신뢰도 하락을 겪고 싶지 않기 때문이다. 직매입 중에서도 쥐메이글로벌과 PB상품 및 단독전개(exclusive)상품에 대해 집중하고 있다.

6) PB 상품은 어디에 주문을 주고 있으며, 현재 비중은 어느 정도인가?

현재 PB상품을 포함해서 13개의 단독전개 상품을 판매하고 있다. 마켓플레이스 비중을 줄이고 있기 때문에 고마진 상품을 파는 것이 중요한데, 대표적인 고마진 상품이 PB상품이다. 홍콩에 상장한 샤샤의 경우 PB상품 비중이 50~60% 정도 된다. 프랑스의 세포라(Sephora)나 영국의 부츠(Boots)도 마찬가지다. 지금은 쥐메이의 취급고 기준 매출총이익률이 24.5% 수준인데, PB와 단독전개 상품을 늘려서 이들 수준(42~46%)까지 올리려고 한다. 우리의 PB 및 단독전개 상품 비중 최종 목표는 전체 화장품 및 뷰티제품의 50%다. 현재는 20% 미만이다.

PB상품 개발은 올해 3분기부터 본격적으로 시작되었으며, 그 전에 진행했던 PB상품들은 중국 업체에게 OEM 주문을 줬었다. 이번에는 한국 업체 및 일본 업체 등 중국 외 국가의 업체들의 주문을 늘릴 것이다. PB상품의 장점은 우리의 기존 트래픽을 이용하기 때문에 특별히 마케팅 비용을 많이 들이지 않아도 된다는 것이다.

그림38 쥐메이 PB 상품 Hippo Family

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 쥐메이 PB 상품 마스크팩

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

7) 쥐메이글로벌은 어떻게 진행되고 있는가? 지난 해 4분기 실적 부진은 이 내용 때문인가?

성장률이 매우 가파르다. 중국에서 해외직구에 대한 관심이 높아지고 있고, 정책적 지원도 있어 사업 확장에 유리하다. 쥐메이글로벌은 올해 2분기 기준으로 직매입 매출의 45% 수준까지 올라왔다. 연말까지 50% 정도 될 것으로 예상한다. 지난 해 9월부터 Marketplace 사업을 쳐내고 쥐메이글로벌의 ramp-up 기간을 거치느라 4분기 실적이 완전히 망가졌었으나, 올해 들어서는 회복이 되는 모습이다.

8) 쥐메이글로벌 상품 내 국가별 비중은 어떠하며, 보세창고는 어디에 위치해있나?

쥐메이글로벌에서 판매되는 화장품 및 뷰티 제품의 80% 수준이 한국과 일본 제품들이다. 6개 지역(정주, 선전, 닝보, 항주, 광주, 소주)창고에서 주문을 처리 중이다. 배송은 15개 업체를 선택해서 쓰고 있다.

9) 해외직구 관련 타 업체들의 움직임은 어떠한가?

우리나 티몰글로벌은 지난 해 미리 시작했으나, 다른 업체들은 이제야 이 시장의 가능성을 크게 보고 올해부터 허겁지겁 들어오기 시작했다. 우리는 다른 업체들에 비해 1년 정도 앞서 있고, 한국이나 일본에 공급처 및 서플라이 체인을 이미 구축해 놓은 상태라 훨씬 유리하다. 보세창고 또한 공간이 한정되어 있어 선점하는 업체에 유리한데, 우리는 이미 6개 창고를 확보한 상태다.

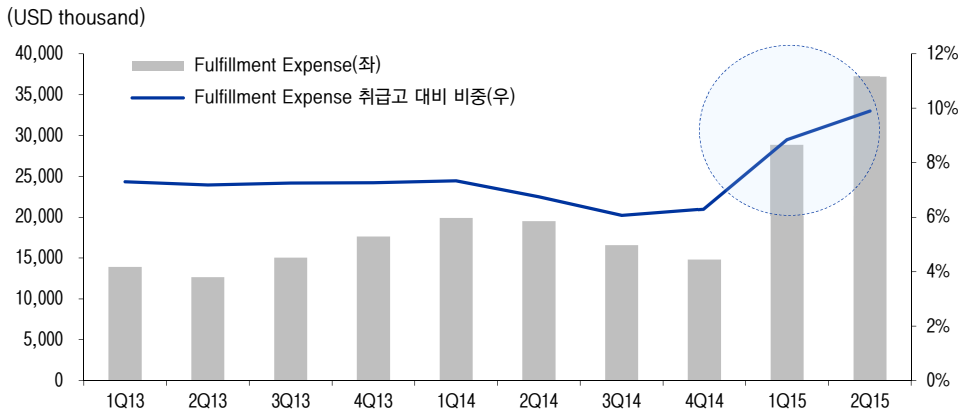
10) 쥐메이글로벌과 티몰글로벌의 다른 점은 무엇인가?

티몰글로벌은 대부분 Marketplace 위주다. 티몰글로벌 안에 여러 판매자가 입점해서 판매하기 때문에 C2C에 가깝다. 우리는 Merchandising 모델이다. 직접 매입하고 책임을 진다.

11) 기존 사업과 쥐메이글로벌의 비중은 어떻게 가져갈 계획인가?

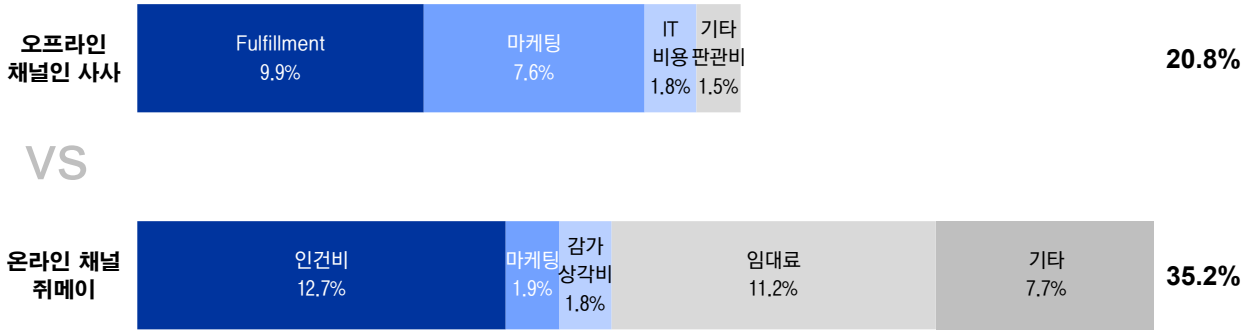
기존 사업은 올해 3분기부터 PB상품과 단독전개 상품에 대해 드라이브를 걸기 시작한 상태다. 쥐메이글로벌이 급격하게 성장하고 있으나, 지난 해 4분기 실적에서 보신 것처럼 Fulfillment 비용(창고, 배송 등)이 많이 든다. 따라서 한없이 늘리기보다는 기존 사업과의 밸런스를 맞춰가려고 하고 있다. 일단 쥐메이글로벌 비중은 전체 직매입 매출의 50~60% 수준으로 보고 진행 중이다.

그림40 쥐메이요우핀 분기별 Fulfillment 비용 추이



자료: 聚美优品 ,이베스트투자증권 리서치센터

그림41 오프라인 채널인 사사 vs. 온라인 채널 쥐메이 판관비율 비교



자료: 聚美优品 ,SaSa, 이베스트투자증권 리서치센터

12) 판매수수료율은 어느 정도인가?

화장품 및 뷰티 제품은 20~25% 수준이었는데, 지금은 이쪽을 대부분 직매입으로 돌려서 이제는 해당 사항 없다. 의류나 생활용품의 경우 13~14% 수준이다.

13) 판매수수료 비즈니스(Marketplace)는 최종적으로 없애는 것이 목표인가?

일정 부분 계속 가지고 갈 것이다. 마켓플레이스 비중은 줄이려고 하고 있으나, 의류 및 잡화에서 오는 트래픽 집객 효과가 좋아서 유지는 하려고 한다. 취급고 기준 25% 수준은 유지할 것이다.

14) 어제 왕푸징 지역에 있는 쥐메이의 오프라인 매장에 방문했었다. 이 매장의 역할은 무엇인가?

O2O(Online to Offline)및 마케팅을 위해 만든 매장이다. 보셨겠지만 쥐메이 온라인 사이트에 각 카테고리 별로 인기 순위에 올라와 있는 제품들을 전시해 놓는다. 고객은 오프라인 매장을 방문해 실제로 제품을 체험해 보고, 매장에 있는 영업직원에게 상담을

받을 수도 있다. 오프라인 매장에서 실물구매는 불가하고, 비치된 아이패드를 통해 그 자리에서 온라인 주문을 하면 배송 받을 수 있게 되어 있다. 가격은 당연히 온라인 사이트와 같다.

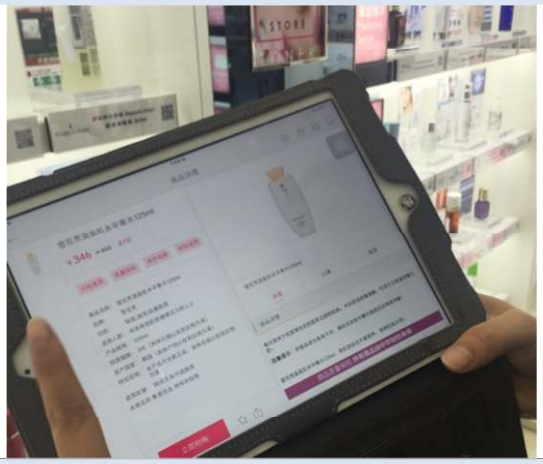
그림42 왕푸징 쥐메이 오프라인 매장

왕푸징 쥐메이 O2O 매장

왕푸징 쥐메이 O2O 매장: 카테고리 별 진열

왕푸징 쥐메이 O2O 매장: QR 코드로 확인

왕푸징 쥐메이 O2O 매장: 바로 구매 가능



왕푸징 쥐메이 O2O 매장

왕푸징 쥐메이 O2O 매장

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

15) 가짜 상품에 대한 관리를 철저히 하기 위해 만든 ABPA(Authentic Beauty Products Alliance)에 대해 설명해달라.

쥐메이가 2013년 10월 선보인 ABPA(Authentic Beauty Products Alliance)는 소비자들에게 진품에 대한 보증을 하고 신뢰를 주기 위해 만들어졌다. 시작 당시에는 71개 브랜드가 가입했으며, 2015년 반기말 기준으로 166개 화장품 업체가 ABPA의 회원이다.

그림43 ABPA 진품 인증 화면

자료: 聚美优品 , 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 쥐메이 본사에 전시되어 있는 정품 인증서

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

회원들이 공급하는 제품의 포장에는 정품임을 증명하는 스티커가 붙는다. 이 스티커를 긁으면 16자리 PIN 코드가 나오는데, 이 PIN 코드를 중국화장품진품방위마연맹(中国化妆品真品防伪码联盟)사이트(http://www.zhenpin.org)에 들어가서 입력하면 진품인지 확인할 수가 있다. PIN 코드는 포장을 뜯으면 숫자가 보이지 않도록 찢어지게 되어 있어, 재사용할 수 없다.

Part IV

국내 영향 분석

국내 영향 분석에 들어가기 앞서서

향후 면세업 및 화장품 업종 전반적으로 모든 업체가 앞서 살펴본 중국 화장품 시장의 환경변화에 따라 크고 작게 영향을 받을 것으로 전망합니다.
지난 6월 말 발병한 중동호흡기증후군(MERS) 이후 실적 악화에 대한 우려가 확산되면서 과거 높은 멀티플을 받았던 면세/화장품 업종에 대해 센티멘트가 약화된 상태인데, 올해 3분기 실적을 기점으로 업종 내 옥석 가리기가 진행될 것으로 판단하고 있습니다.

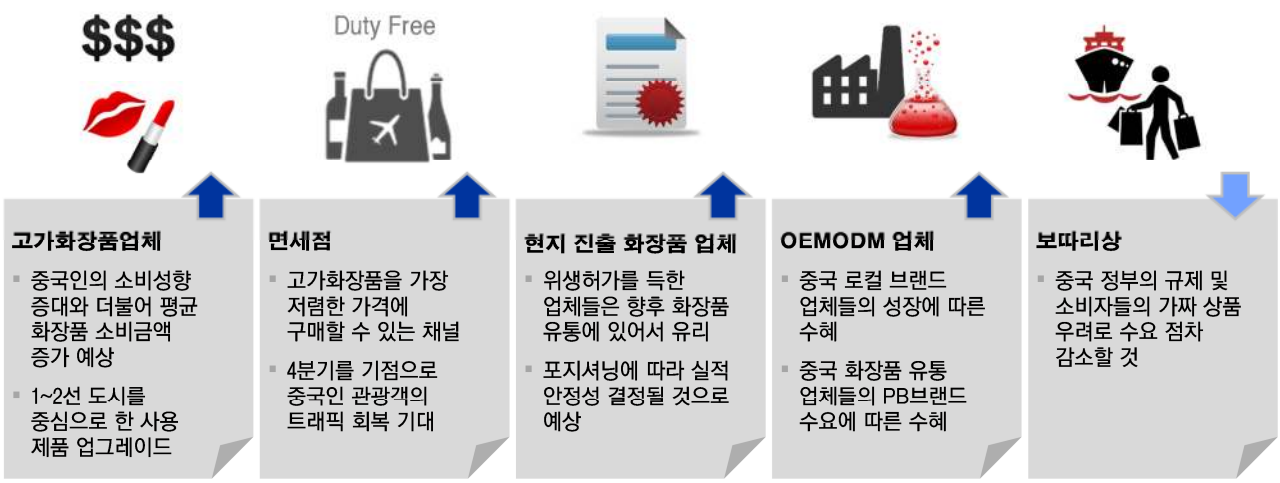
고가 화장품을 유통할 수 있는 면세점 업체, 그리고 면세점에 입점되어 있는 화장품 업체들은 유리한 입지에 있다고 판단합니다. 또한 위생허가를 받아 현지 진출한 화장품 업체 또한 상대적으로 우위에 있습니다.
중국 로컬업체의 성장과 중국 화장품 유통업체들의 PB상품 개발로 OEM·ODM 업체들 또한 중국 화장품 시장 성장에 따른 수혜를 받을 수 있을 것으로 예상합니다. 반면 따이공을 포함한 C2C 판매 비중이 높은 업체들은 점차 판매에 어려움을 겪을 것으로 전망합니다.

국내 업체에 미치는 영향

향후 면세업 및 화장품 업종 전반적으로 모든 업체가 앞서 살펴본 중국 화장품 시장의 환경변화에 따라 크고 작게 영향을 받을 것으로 전망한다. 지난 6월 말 발병한 중동호흡기증후군(MERS) 이후 실적 악화에 대한 우려가 확산되면서 과거 높은 멀티플을 받았던 면세/화장품 업종에 대해 센티멘트가 약화된 상태다. 올해 3분기 실적을 기점으로 업종 내 옥석 가리기가 진행될 것으로 판단하며, 이는 [그림45] 같은 기업이 유리할 것으로 전망한다.

고가 화장품을 유통할 수 있는 면세점 업체, 그리고 면세점에 입점되어 있는 화장품 업체들은 유리한 입지에 있다. 또한 위생허가를 받아 현지 진출한 화장품 업체 또한 상대적으로 우위에 있다. 중국 로컬업체의 성장과 중국 화장품 유통업체들의 PB상품 개발로 OEM · ODM 업체들 또한 중국 화장품 시장 성장에 따른 수혜를 받을 수 있을 것이다. 반면 따이공을 포함한 C2C 판매 비중이 높은 업체들은 점차 판매에 어려움을 겪을 것으로 전망한다.

그림45 중국 화장품 시장의 변화에 따른 국내 영향 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

1. 해외직구 채널의 확대 눈여겨 봐야

당사는 올해 2월 10일 발간한 보고서 'Q. 요우커 다음은? A. 하이타오족!'에서 중국 해외직구 시장(역직구 시장)의 가능성을 살펴본 바 있다. 기업 탐방을 통해 확인해 본 결과 중국 현지 업체들 또한 오프라인 채널보다 온라인에, 그리고 온라인 내에서도 해외직구 시장에 매우 주목하고 있는 상황이었다. 더불어 중국 정부 또한 세수 확보를 위해 Cross-border 전자상거래에 대한 정책적인 지원을 아끼지 않고 있어, 규제에 대한 우려도 적다.

1) 화장품, 100 위안 미만의 저가 상품 성장 가파를 것

Part I에서 기술한대로 중국 소비자가 해외직구를 할 때 화장품의 경우 100위안 이상이면 50%의 높은 세금을 내게 되어있다. 이러한 이유로 최근 해외직구 전문 플랫폼을 오픈한 사이트들은 화장품의 경우 100위안 미만의 상품에 집중하고 있는 모습이다.

다만 아직까지는 행우세 부과를 위한 물품의 100% 검수가 어렵기 때문에, 해외직구 플랫폼들은 소비자가 행우세 납세 증명서를 제시했을 때 환급해 주는 방식을 택하고 있다. [그림46]와 [그림47]에서 나타나듯, 주문 시 이러한 내용을 공개적으로 공지하고 있다. 또한 소비자가 장바구니에 담은 여러 제품을 여러 우편물로 나눠 우편물당 행우세가 50위안이 넘지 않도록 계산하는 기능을 제공하는 쇼핑몰도 있다.

현재 중국 정부는 이러한 내용에 대해 정확한 가이드라인이나 규제를 정해놓지는 않은 상태로, 해외직구 성장 단계에서 과도기를 지나고 있다고 판단한다. 향후 통관이 엄격해질 것으로 예상해 행우세는 점차 소비자의 부담으로 옮겨갈 확률이 높다고 보고 있다. 이에 화장품 해외직구의 경우 행우세율에 변동이 생기지 않는 한 저렴한 상품들 위주로 수요가 증가할 것으로 전망한다.

그림46 행우세 발생 시 납세 증명서 제출, 청구 가능

본 상품은 해외제품으로, 배송기간은 7-10 일 정도 소요됩니다.
세금이 발생할 경우 납세 증명서에 의해,
고객 서비스(Customer Service)에 세금청구가 가능합니다.

자료: Jumei.com, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 관세: 판매자가 부담합니다

가격: 655 위안
관세: 판매자 부담

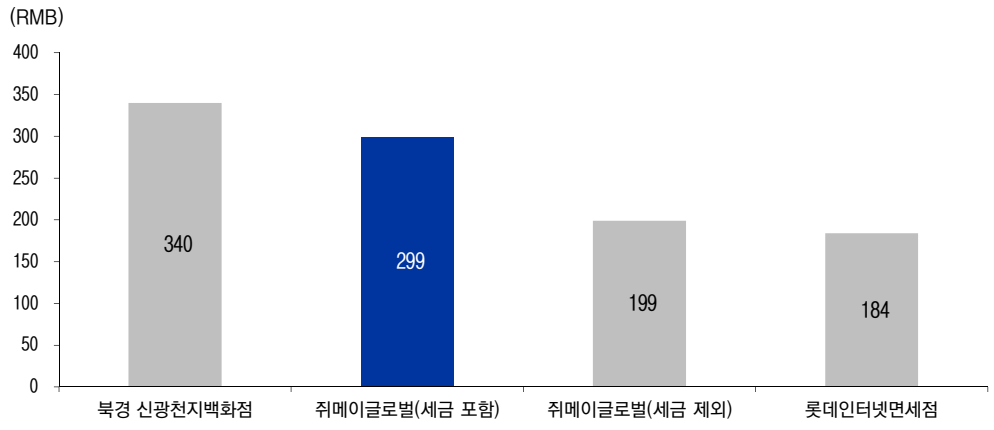
자료: 티몰글로벌, 이베스트투자증권 리서치센터

2) 100 위안 이상의 화장품 또한 일부 해외직구 수혜가 있다

현재 쥐메이의 경우 화장품 브랜드의 모든 상품을 해외직구 플랫폼을 통해 유통하지 않고, 직매입하는 일부 상품만 큐레이션 매출로 한정된 수량과 일정 기간 내에 판매를 하고 있다. 쥐메이가 현재 행우세를 환급해 주고 있기는 하나, 소비자가 행우세를 부담하더라도 백화점 정가보다는 저렴하게 책정을 해 놓았다. 이는 쥐메이가 일부 상품에 대해 대량 직매입을 해 규모의 경제 효과를 낼 수 있기 때문으로 파악하고 있다.

티몰글로벌의 경우 대부분 C2C 기반이다. 즉, 알리바바그룹이 주체가 되어 매입하는 것이 아니라, 해외 업체들이 티몰글로벌에 입점해 판매하는 것이기 때문에 '관세: 판매자 부담'으로 기재되어 있다. 어느 쪽이든, 중국 소비자는 오프라인 채널보다는 해외직구를 이용하는 것이 유리하다. 다만 한국 면세점에 비해 선택의 폭이 제한 된다는 점은 약점이다.

그림48 IOPE 에어쿠션: 행우세를 포함해도 오프라인보다 저렴하게 책정된 해외직구 가격



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 북경 신광천지 백화점 에어쿠션 정가 RMB340

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 쥐메이요우핀 에어쿠션 한정세일

RMB199 + 행우세 RMB99.5 = 298.5

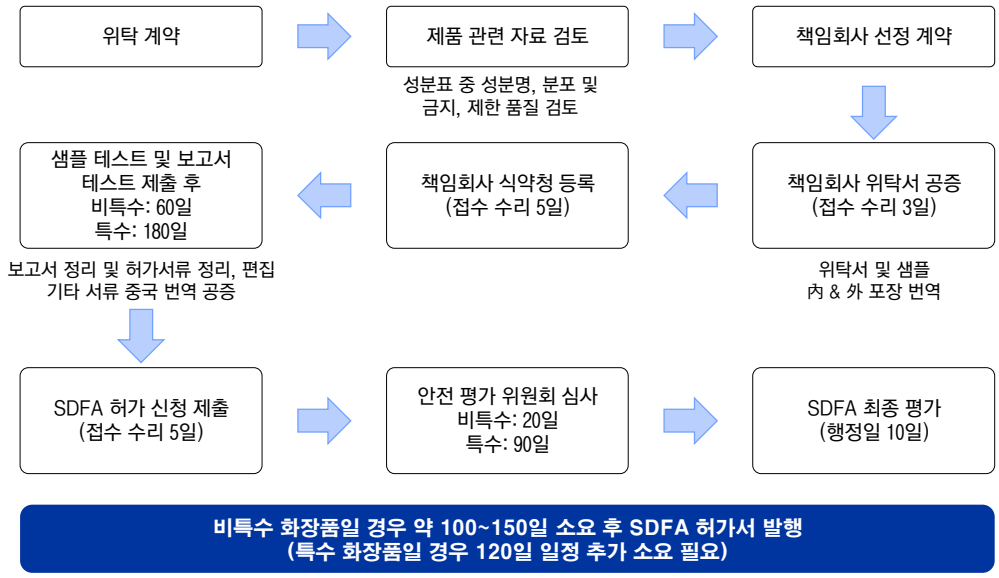
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

3) 위생허가를 득하지 못한 신생업체에게 특히 기회

중국 현지 업체들의 해외직구 채널이 확대됨에 따라 수혜를 받을 수 있는 것은 위생허가를 득하지 못한 저가 화장품 신생업체들이다. 대부분의 해외직구 채널 플랫폼은 중국 내에 보세물류창고를 확보하고 있다. 보세물류창고를 통해 판매 시 자가사용목적으로 확인되기 때문에 중국 화장품 수출과 관련해 가장 까다로운 항목으로 여겨지는 위생허가 없이 판매가 가능하다.

위생허가는 품목 당 약 250~270만원의 비용이 들고 6~8개월의 기간이 소요되며 리뉴얼 시에도 새로 위생허가를 받아야 하는 어려움이 있어 신생업체들에게는 거의 무역장벽으로까지 여겨질 정도였다. 이러한 내용이 해외직구 플랫폼의 확대에 따라 해결될 것으로 보이며, 중국의 내수시장 진입을 위한 첫 플랫폼으로서 활용 가능한 부분이다. 또한 기진출 업체들에게는 신제품 출시 전 시장 반응을 확인해 보는 Test Bed로 삼을 수 있다는 점에서 이점이 있다.

그림51 중국 내 수입 화장품 등록신청 과정



자료: 이베스트투자증권 리서치본부

4) 배송업체들은 현지 업체와 협력 중

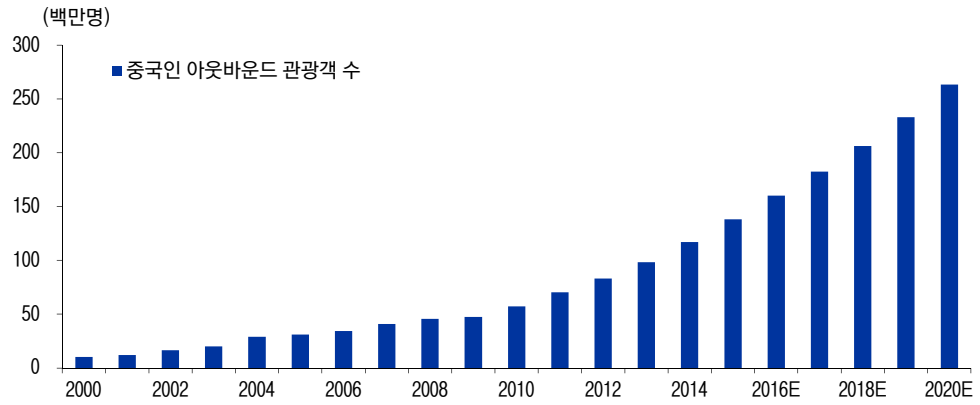
중국 소비자들은 한국 제품을 사용해 본 후의 제품 만족도가 높은데, 현재 면세점 채널을 통해 구매가 되고 있는 제품들은 향후 역직구를 통해 반복구매가 일어날 것으로 판단하며, 이에 따라 중국 내 물류 수요는 증가할 것으로 전망한다. 국내 물류업체들은 직접진출보다 중국 현지업체와의 협업을 택하고 있는데, 그 이유는 한국과 달리 중국은 각 성(省)별로 택배 라이선스를 따로 받아야 하는 등 절차가 까다롭고 중국 현지업체 대비해 규모가 상대적으로 작아 경쟁력이 없기 때문이다. CJ대한통운(위엔통수디), 현대로지스틱스(아이씨비, 차이냐오)등이 현재 현지업체와 협력해 역직구 배송 물량을 처리하고 있다.

2. 면세점

1) 해외직구 어려운 고가 화장품 위주로 수요 지속될 것

중국 소비자들에게 해외직구가 어려운 고가 화장품 위주로 면세점 수요는 지속될 것으로 전망한다. 앞서 기술하였듯 소비자가 화장품 해외직구 시 행우세 50%의 부담에서 벗어나려면 1)행우세를 포함해도 오프라인보다 저렴하도록 판매 주체가 저렴한 원가에 대량 매입 가능하거나, 그것도 아닐 경우 2)아예 판매자가 세금 부담을 해 주어야 한다. 그런데 이 경우 1)상대적으로 한정된 상품 종류 및 2)판매자의 세금 부담 지속 가능성에 대한 문제가 존재한다.

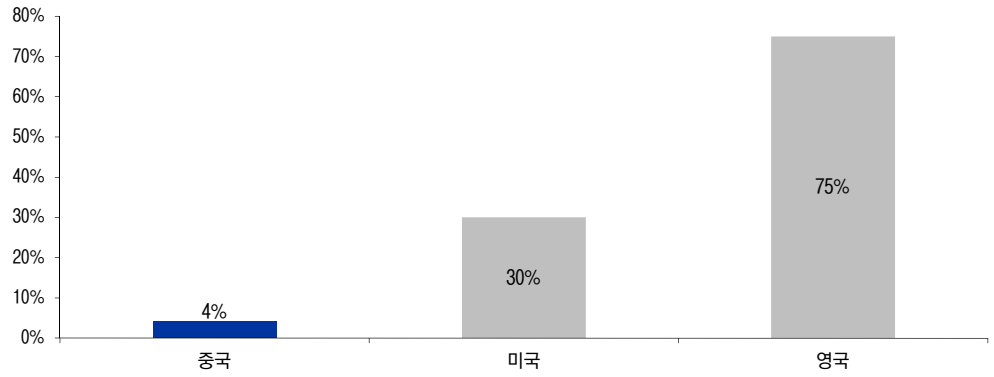
그림52 중국 해외여행객 증가를 통한 면세점 수요도 지속될 것



자료: UNWTO, 이베스트투자증권 리서치센터

따라서 이러한 부분은 중국 내 해외여행객 증가를 통한 면세점 수요로 이어질 것으로 전망한다. 1)중국 전체 13억 5천만 인구 중 여권 보유 비중은 아직 4~5% 수준에 불과한 것으로 알려져 있어 해외 관광객은 소득 수준 상승과 함께 지속적으로 증가할 것이다. CDFG(China Duty Free Group, CITS 산하의 국영 면세사업자)는 중국 해외여행객이 2020년까지 연평균 15% 성장하고, 2014년 1.2억명에서 2020년 2.7억명 규모로 두 배 이상 확대될 것으로 전망하고 있다.

그림53 중국인 여권 보유율, 전체 인구의 4~5%에 그쳐



자료: WSJ, 이베스트투자증권 리서치센터

지난 6월 말 발생한 메르스로 인해 국내 외래 관광객 수가 전년동기간 대비 감소하였고, 특히 이는 중국인 관광객의 국내 여행 수요 감소로 이어졌다. 메르스가 종식 선언되고 관련 이슈가 잠잠해짐과 동시에, 중국의 9월 3~4일 전승절 휴일을 기점으로 9월 말 중추절, 10월 초 국경절 연휴로 이어지는 휴일 퍼레이드가 중국인 관광객 수의 회복을 보여주고 있다. 면세점 실적은 올해 3분기가 저점이 될 것으로 판단하며, 4분기부터는 인바운드 관광객 수요 회복으로 실적 또한 회복될 것으로 예상한다.

다만 위험요소는 내년 면세점 추가 출점에 따른 시내면세점 간의 경쟁 가속화다. 면세업체들 사이에 집객을 위한 알선수수료 경쟁이 심화될 것으로 전망하며, 이에 따라 원가를 최대한 절감할 수 있는 규모의 경제가 가능한 대형업체들에게 유리한 국면이 될 것으로 판단한다.

2) 중국 시내면세점은 아직 인프라 및 브랜드 부족

중국 내 면세점은 크게 1)공항 면세점, 2)시내면세점, 3)Offshore 면세점으로 구분되는데, 이 중 접근성이 가장 쉬운 곳은 시내면세점이다. 통상 여행객은 시간의 제약이 있는 공항 면세점보다는 시내면세점을 선호하는 경향을 보이는데, 중국 내 시내면세점은 아직까지 구색이나 위치 등의 여건에서 경쟁력이 없다. 따라서 국내 시내면세점 업체들이 이러한 점에 있어서 우위에 있다고 판단한다.

표10 중국 내 면세점 유형별 분류

	구분	위치	이용객	운영업체	특징
1	공항(항만 면세점)	출국 구역	아웃바운드 중국인, 외국인	Sunrise, CDFG 등	한정된 브랜드(화장품, 주류 등), 베이징의 경우 한국 브랜드 입점 無
2	시내면세점	6 개 지역	해외에서 돌아온 중국인, 180 일 이내에 구매 가능	CNSC	주로 항공사 직원, 선박 승무원들이 이용
3	Offshore 면세점	하이난	중국인, 외국 여행객, 하이난 거주자	CDFG, HNDF 등	하이난은 주요 도시(상해, 북경)에서 3 시간 이상 소요

자료: CNSC, 이베스트투자증권 리서치센터

당사는 10월 12일 CNSC가 운영하는 북경 내 유일한 시내면세점 중출복면세점(中出服免税店, 내국인 전용 면세점, CNSC 운영)을 방문했다. 이 면세점은 특이하게도 해외에서 돌아온 중국인을 대상으로 하고 있으며 해외 출국 뒤 중국에 귀국한 지 180일 이내에 구매가 가능한 곳이다. 따라서 주로 항공사 직원이나 선박 승무원, 외교관 등이 이용하고 있다. 당사는 북경 중출복면세점 탐방으로 중국 현지 면세업체들이 아직까지 브랜드나 인프라 면에서 상당히 부족하다는 점을 확인할 수 있었다.

더불어 CNSC는 2016년 1월 상해 悦达(Yueda) 889 쇼핑몰에 3,500㎡ 규모의 면세점을 오픈하기로 되어있으나, 북경 면세점의 입점 브랜드를 보았을 때는 바잉 파워 및 명품 브랜드 유치에 아직 부족한 면이 많다고 보고 있다. CNSC 회장 Robert Lee가 올해 상해 889 면세점의 홍보를 위해 진행했던 프레젠테이션에 따르면, 중국의 시내면세점 사업을 이제 막 시작된 걸음마 단계로 표현하고 있다.

따라서 한국 면세점처럼 규모와 구색을 갖추는 데에는 어느 정도 시간이 걸릴 것으로 판단하고 있다.

그림54 북경 시내 중출복면세점 둘러보기

북경 시내면세점 입구, 지하철역에서 도보로 20 분거리	북경 시내면세점 입구 장동건 입간판	북경 시내면세점 매장 전경
북경 시내면세점 명품 코너	북경 시내면세점 쿠첸 밥솥 코너	SNP 마스크팩 1 박스 123 위안 (국내가 30,000 원)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

3. 로컬 브랜드의 성장은 장기적 관점에서 OEM·ODM 업체 수혜

로컬 브랜드의 성장은 장기적 관점에서 한국 OEM · ODM 업체들에게 유리할 것으로 전망한다. 당사가 집계하는 타오바오 판매지수에서는 로컬 브랜드들이 최근 상위권으로 올라오기 시작했다. 다만 대부분 중저가 제품으로 파악되어, 로컬 업체들이 고급 화장품으로 Positioning 하는 데에는 시간이 걸릴 것으로 전망한다.

당사가 북경에서 실시한 탐방에 따르면 고급 백화점에는 유명 해외 브랜드만 입점되어 있었으며, 중급 백화점이나 전문점으로 내려가면 1~2개 정도의 로컬 브랜드가 입점되어 있는 정도였다. 대형마트에는 상대적으로 로컬 브랜드들이 많이 입점되어 있는 모습을 볼 수 있었다. 현지 업체에 따르면 로컬 브랜드들은 주로 3~4선 도시에 오프라인 매장을 많이 가지고 있어 로컬 브랜드들이 해외 브랜드를 따라잡는 데에는 일정 부분 시간이 소요될 것으로 전망한다.

로컬 브랜드의 성장과 더불어 쥐메이를 비롯한 화장품 유통채널들의 PB(Private Brand)에 대한 관심이 높아지고 있다. 쥐메이를 기준으로 PB상품의 매출총이익률은 약 70%에 달하며, 판매 주체가 개발 및 유통과정을 직접 수행하므로 제3자 유통에 따른 짝퉁 문제에서도 자유로워 지기 때문에 유리하다. 탐방을 통해 확인한 결과 쥐메이는 현재 20% 미만의 수준인 PB상품 비중을 향후 50%까지 늘리려는 목표를 가지고 있다.

쥐메이에 따르면 현재 OEM 주문은 중국 업체들의 비중이 높은 편으로 파악되고 있다. 최근에는 이를 제품 품질 개선을 위해 해외 OEM · ODM 업체 쪽으로 비중을 늘리려고 하는 중이며, 한국 업체들도 우선순위 고려 대상에 있는 것으로 파악된다.

Appendix. 중국 내 유통채널별 주요 품목 가격 비교

1. 고급 백화점: 신광천지 백화점(新光天地百貨)

- 화장품, 명품, 식당가, 아동 층에 있는 놀이터 공간이 가장 트래픽 활발
- 의류 매장은 상대적으로 한산, 한국 여성 의류 브랜드 가격 매우 고가에 판매되고 있음(여성 여름 정장 한 벌: 약 180만원 수준)
- 화장품의 경우 유명 해외 브랜드(에스티 로더, SK-II, 랑콤, 바비 브라운, 디올 등) 입점. 일본 브랜드는 시세이도(Shiseido, IPSA), 폴라(POLA), 판클(FANCL), 입점. 한국 브랜드는 설화수, 후(Whoo), 아이오페 입점. 로컬 브랜드 입점 無.

그림55 신광천지 백화점 내 주요 국내 화장품 입점 브랜드

설화수 섬리안크림 780 위안 (국내가 115,000 원)	후(Whoo) 공진향 폼 클렌저 285 위안 (국내가 40,000 원)	아이오페 에어쿠션 340 위안 (국내가 40,000 원)
설화수 상백크림 510 위안 (국내가 75,000 원)	후(Whoo) 공진향 립스틱 300 위안 (국내가 45,000 원)	아이오페 퍼펙트 스킨 파운데이션 270 위안(국내가 34,000 원)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2. 중급 백화점: 신세계백화점(新世界百貨)

- 화장품 매장이 가장 트래픽 활발(1층), 2층부터는 트래픽 거의 없음
- 화장품의 경우 유명 해외 브랜드 입점하지 않음. 일본 브랜드는 시세이도의 오프레(Aupres), KOSE의 세키세이(雪肌精) 등 중가 브랜드 입점. 한국 브랜드는 라네즈(백화점 정문 바로 앞), 마몽드, 바닐라코, 미샤 등 입점. 로컬 브랜드 쯔란탕(自然堂), Herborist 입점
- 완다플라자와 붙어있는 큰 건물이고, 건물 앞은 대로변임에도 불구하고 백화점 앞마당에 매대가 깔려있고 염가 의류 판매 중. 백화점 옆의 완다 시네마 역시 트래픽 양호했음.

그림56 신세계백화점 내 주요 국내 화장품 입점 브랜드

백화점 앞 염가의류 판매 중	정문 바로 앞의 라네즈 매장	'꽃'을 컨셉으로 리뉴얼한 마몽드 매장
마몽드 모이스트 마스크 쿠션 269 위안 (국내가: 30,000 원)	쯔란탕 기본 비비쿠션 190 위안	쯔란탕 기본라인 수분크림 158 위안

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

3. 복합쇼핑몰: 왕푸징(王府井) APM, 융안리(永安里) 더플레이스, 파크뷰그린

- 오프라인 채널 중 가장 트래픽 활발. 규모도 매우 크고, 가족 단위 및 젊은 세대 위주의 트래픽. 음식점과 유명 SPA브랜드가 많이 입점되어 있고, 의류 매장 중 가장 붐빔. 융안리 파크뷰그린은 건물 오너가 세계 3대 수집가 중 한 명이라 갤러리 수준으로 꾸며놓았음.
- 더플레이스에는 파리 바게뜨와 비비고가 중앙 광장 한가운데 위치
- 이니스프리 매장은 젊은 여성들 위주의 트래픽 활발. 쇼핑몰 폐점 시간이 가까웠는데도 손님이 꽤 있었고, 남성 고객도 있었음.

그림57 왕푸징 APM 이니스프리 매장

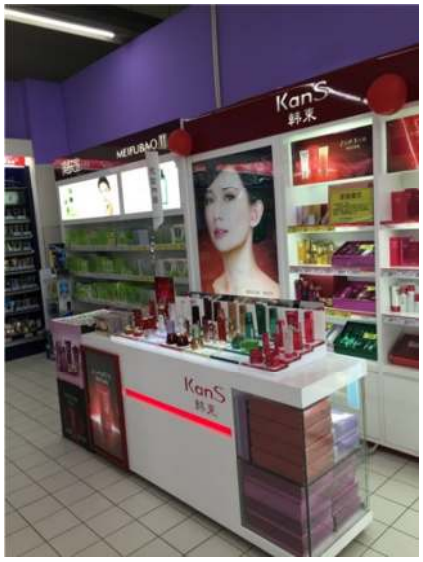
이니스프리 매장 입구	이니스프리 매장 전경	이니스프리 한란 나이트크림 250 위안 (국내가: 28,000 원)
이니스프리 애플쥬이시 클렌징 오일 120 위안 (국내가: 13,000 원)	이니스프리 롱웨어 쿠션 188 위안 (국내가: 20,000 원)	이니스프리 에코 네일 칼라 30 위안 (국내가: 3,000 원)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

4. 대형마트: 왕징(望京) 롯데마트, 까르푸

- 대형마트는 상대적으로 한산
- 대형마트에는 대부분 중저가 화장품 브랜드들이 입점 되어 있었으며, 로컬 브랜드를 가장 많이 볼 수 있었던 채널

그림58 왕징 롯데마트, 까르푸 매장 둘러보기

메이푸바오 매장: 대부분 중저가	마트 내 KanS 매장	MG(美即)마스크팩 5 개 세트 51.8 위안
		
KanS 마스크팩 14 위안	죽염치약 14.5 위안	P&G Rejoice 샴푸 세일

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

5. 화장품 전문점: 왕징(望京) 왓슨스, 차오양먼(朝阳门) 세포라

- 왓슨스 및 세포라 모두 PB상품을 판매 중. 왓슨스에서는 생활용품 코너도 비중있게 구성 되어 있었음. 로컬 브랜드인데 패키지에 의미없는 한글을 의도적으로 넣은 상품도 판매 중
- 세포라에는 라네즈를 비롯해 유명 브랜드들이 입점. 흥미로운 점은 클라리소닉(Clarisonic) 진동 세안기나 자동으로 얼굴에 수분을 분사해주는 미스트 기기 등 최근 한국에서 인기를 끌기 시작한 이미용 기기 등의 코너도 비중있게 구성 됨.
- 왓슨스의 마스크팩 코너에는 한국의 메디힐을 제외하고는 모두 로컬 브랜드로 구성. 세포라에는 Herborist와 쯔란탕(自然堂) 입점

그림59 전문점 내 주요 입점 브랜드

라네즈 퍼펙트 리뉴 크림 405 위안 (국내가: 57,000 원)	라네즈 포어컨트롤 BB 쿠션 345 위안 (국내가: 37,000 원)	왓슨스 매장 전경
왓슨스 마스크팩 코너	순수한면 생리대 16 개입 39.5 위안 (국내 최저가 2,300 원 수준)	패키지에 한글을 의도적으로 넣은 화장품

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 국내외 화장품 주요 품목 가격

	국내 정가 (원)	중국 오프라인 채널가격(위안)	Jumei.com (위안)	JD.com (위안)	Tmall (위안)	롯데면세점 (USD)
설화수 진설크림	450,000	2,700	2269	2680	2295	331
설화수 섬리안크림	115,000	780	-	655	663	85
설화수 상백크림	75,000	510	429	479	480	55
후 공진향 폼클렌저	40,000	285	285	285	285	30
후 공진향 립스틱	45,000	300	330	330	330	33
후 진율향 마사지 마스크	70,000	560	560	560	560	52
아이오페 에어쿠션(15g x 2)	40,000	340	289	280	245	29
아이오페 퍼펙트 스킨 파운데이션	34,000	270	-	269	-	-
라네즈 퍼펙트리뉴 크림	57,000	405	405	345	405	42
라네즈 퍼펙트리뉴 에센스	57,000	405	-	n/a	-	42
라네즈 포어컨트롤 BB 쿠션	37,000	345	325	325	325	27
마몽드 모이스트 마스크 쿠션	30,000	269	149	149	158	-
미샤 M 퍼펙트 커버 BB	15,800	168	109	108	126	10
바닐라코 렛미베베 BB 크림	25,000	280	-	-	-	-
이니스프리 한란 나이트크림(국내명: 인텐스크림)	28,000	250	-	238	230	-
이니스프리 애플쥬이시 클렌징 오일(120ml)	13,000	120	-	115.2	96	-
SHISEIDO 아넷사 썬크림	48,000	300	209	198	198	33

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 국내외 화장품 주요 품목 가격(원화 환산)

(1USD = 1,130 원 / 1CNY = 180 원 적용)	국내 정가 (원)	중국 오프라인 채널가격(원)	Jumei.com (원)	JD.com (원)	Tmall (원)	롯데면세점 (USD)
설화수 진설크림	450,000	486,000	408,420	482,400	413,100	374,030
설화수 섬리안크림	115,000	140,400	-	117,900	119,340	96,050
설화수 상백크림	75,000	91,800	77,220	86,220	86,400	62,150
후 공진향 폼클렌저	40,000	51,300	51,300	51,300	51,300	33,900
후 공진향 립스틱	45,000	54,000	59,400	59,400	59,400	37,290
후 진율향 마사지 마스크	70,000	100,800	100,800	100,800	100,800	58,760
아이오페 에어쿠션(15g x 2)	40,000	61,200	52,020	50,400	44,100	32,770
아이오페 퍼펙트 스킨 파운데이션	34,000	48,600	-	48,420	-	-
라네즈 퍼펙트리뉴 크림	57,000	72,900	72,900	62,100	72,900	47,460
라네즈 퍼펙트리뉴 에센스	57,000	72,900	-	-	-	47,460
라네즈 포어컨트롤 BB 쿠션	37,000	62,100	58,500	58,500	58,500	30,510
마몽드 모이스트 마스크 쿠션	30,000	48,420	26,820	26,820	28,440	-
미샤 M 퍼펙트 커버 BB	15,800	30,240	19,620	19,440	22,680	11,300
바닐라코 렛미베베 BB 크림	25,000	50,400	-	-	-	-
이니스프리 한란 나이트크림(국내명: 인텐스크림)	28,000	45,000	-	42,840	41,400	-
이니스프리 애플쥬이시 클렌징 오일(120ml)	13,000	21,600	-	20,736	17,280	-
SHISEIDO 아넷사 썬크림	48,000	54,000	37,620	35,640	35,640	37,290

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 국내외 화장품 주요 품목 가격(국내 정가 대비)

국내 정가 대비	국내 정가 (원)	중국 오프라인 채널 가격	Jumei.com	JD.com	Tmall	롯데면세점
설화수 진설크림	450,000	8.0%	-9.2%	7.2%	-8.2%	-16.9%
설화수 섬리안크림	115,000	22.1%	-	2.5%	3.8%	-16.5%
설화수 상백크림	75,000	22.4%	3.0%	15.0%	15.2%	-17.1%
후 공진향 폼클렌저	40,000	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	-15.3%
후 공진향 립스틱	45,000	20.0%	32.0%	32.0%	32.0%	-17.1%
후 진율향 마사지 마스크	70,000	44.0%	44.0%	44.0%	44.0%	-16.1%
아이오페 에어쿠션(15g x 2)	40,000	53.0%	30.1%	26.0%	10.3%	-18.1%
아이오페 퍼펙트 스킨 파운데이션	34,000	42.9%	-	42.4%	-	-
라네즈 퍼펙트리뉴 크림	57,000	27.9%	27.9%	8.9%	27.9%	-16.7%
라네즈 퍼펙트리뉴 에센스	57,000	27.9%	-	-	-	-16.7%
라네즈 포어컨트롤 BB 쿠션	37,000	67.8%	58.1%	58.1%	58.1%	-17.5%
마몽드 모이스트 마스크 쿠션	30,000	61.4%	-10.6%	-10.6%	-5.2%	-
미샤 M 퍼펙트 커버 BB	15,800	91.4%	24.2%	23.0%	43.5%	-28.5%
바닐라코 렛미베베 BB 크림	25,000	101.6%	-	-	-	-
이니스프리 한란 나이트크림(국내명: 인텐스크림)	28,000	60.7%	-	53.0%	47.9%	-
이니스프리 애플쥬이시 클렌징 오일(120ml)	13,000	66.2%	-	59.5%	32.9%	-
SHISEIDO 아넷사 썬크림	48,000	12.5%	-21.6%	-25.8%	-25.8%	-22.3%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 국내외 화장품 주요 품목 가격(중국 오프라인 채널 대비)

중국 오프라인 채널 대비	국내 정가	중국 오프라인 채널 가격(원)	Jumei.com	JD.com	Tmall	롯데면세점
설화수 진설크림	-7.4%	486,000	-16.0%	-0.7%	-15.0%	-23.0%
설화수 섬리안크림	-18.1%	140,400	-	-16.0%	-15.0%	-31.6%
설화수 상백크림	-18.3%	91,800	-15.9%	-6.1%	-5.9%	-32.3%
후 공진향 폼클렌저	-22.0%	51,300	0.0%	0.0%	0.0%	-33.9%
후 공진향 립스틱	-16.7%	54,000	10.0%	10.0%	10.0%	-30.9%
후 진율향 마사지 마스크	-30.6%	100,800	0.0%	0.0%	0.0%	-41.7%
아이오페 에어쿠션(15g x 2)	-34.6%	61,200	-15.0%	-17.6%	-27.9%	-46.5%
아이오페 퍼펙트 스킨 파운데이션	-30.0%	48,600	-	-0.4%	-	-
라네즈 퍼펙트리뉴 크림	-21.8%	72,900	0.0%	-14.8%	0.0%	-34.9%
라네즈 퍼펙트리뉴 에센스	-21.8%	72,900	-	-	-	-34.9%
라네즈 포어컨트롤 BB 쿠션	-40.4%	62,100	-5.8%	-5.8%	-5.8%	-50.9%
마몽드 모이스트 마스크 쿠션	-38.0%	48,420	-44.6%	-44.6%	-41.3%	-
미샤 M 퍼펙트 커버 BB	-47.8%	30,240	-35.1%	-35.7%	-25.0%	-62.6%
바닐라코 렛미베베 BB 크림	-50.4%	50,400	-	-	-	-
이니스프리 한란 나이트크림(국내명: 인텐스크림)	-37.8%	45,000	-	-4.8%	-8.0%	-
이니스프리 애플쥬이시 클렌징 오일(120ml)	-39.8%	21,600	-	-4.0%	-20.0%	-
SHISEIDO 아넷사 썬크림	-11.1%	54,000	-30.3%	-34.0%	-34.0%	-30.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

아모레퍼시픽 (090430) 54
LG 생활건강 (007070) 58
코스맥스 (192820) 61
한국콜마 (161890) 64
호텔신라 (008770) 67
한화갤러리아타임월드 (027410) 71

Universe

종목명	투자판단	목표주가
아모레퍼시픽	Buy (유지)	465,000 원 (유지)
LG 생활건강	Buy (유지)	1,110,000 원 (유지)
코스맥스	Buy (신규)	260,000 원 (신규)
한국콜마	Buy (신규)	125,000 원 (신규)
호텔신라	Buy (신규)	160,000 원 (신규)
한화갤러리아타임월드	Buy (유지)	180,000 원 (하향)

아모레퍼시픽 (090430)

2015. 10. 26 | 화장품

Analyst 오린아
02. 3779-0053
lina.oh@ebestsec.co.kr

올해 3 분기가 바닥이다

Buy (maintain)

목표주가 465,000 원
현재주가 376,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

3Q15 실적은 바닥 찍고, 4 분기부터 회복 예상

아모레퍼시픽의 2015년 3분기 K-IFRS 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,999억원(YoY +20.4%)과 1,674억원(YoY +13.4%)을 기록할 것으로 예상한다. 올해 2분기에 시작된 메르스 사태로 3분기 여행 수요가 주춤하기 시작했고, 이에 3분기 면세점 매출액은 전년동기대비 28.6% 증가하는 데에 그칠 것으로 판단한다. 해외 법인은 상반기 흐름처럼 중국 법인의 고성장으로 실적 호조를 이어갈 것으로 예상한다.

주가의 Key Driver: 면세점 회복 & 해외 법인 고성장

면세점 매출은 올해 3분기를 바닥으로 회복될 것으로 예상한다. 메르스가 종식되고 중추절 및 국경절 연휴를 기점으로 중국인 관광객들이 입국을 시작했고, 내년에는 시내면세점 2개점이 추가 출점한다. 시내면세점 출점에 따른 아모레퍼시픽의 매장 확대는 9~10개 수준을 전망하고 있다.

올해 3분기 해외 법인 실적은 면세점 매출 둔화로 국내 사업 대비 돋보일 것으로 예상한다. 2분기에 주춤했었던 아시아 지역 영업이익률은 3분기에 회복될 것으로 예상하는데, 그 이유는 올해 2분기에 중국 지역 마케팅 비용을 매출액 대비 30% 수준까지 지출한 반면 3분기에는 TV광고 등을 축소한 것으로 파악되기 때문이다.

투자의견 Buy, 목표주가 465,000 원 유지

아모레퍼시픽에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 465,000원을 유지한다. 목표주가 465,000원은 아모레퍼시픽의 12MF EPS에 Target multiple 36배를 적용한 수치다. Target multiple은 중국 화장품 시장의 고성장에도 불구하고 최근 위안화 변동성의 확대와 3분기까지 지속될 메르스 영향에 따라 보수적으로 적용했고, 향후 상향 여지가 남아있다고 판단한다. 단기적 이슈에도 불구하고 중국 화장품 시장의 성장과 해외여행 인구 증가에 대해서는 이견이 없다. 1) 소득 증가에 따른 인바운드 여행객 증가와 사회진출 여성인구 증가에 따른 화장품 시장의 성장, 2) 동사의 한국 화장품 브랜드로서의 확고한 브랜드력과 경쟁력을 바탕으로 실적은 우상향 할 것으로 전망한다.

Stock Data

KOSPI (10/23)		2,040.4pt
시가총액		219,804 억원
발행주식수		58,458 천주
52 주 최고가 / 최저가		445,000 / 214,455 원
90 일 일평균거래대금		808.62 억원
외국인 지분율		30.3%
배당수익률(15.12E)		2.4%
BPS(15.12E)		50,254 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.4%
	6 개월	2.9%
	12 개월	47.1%
주주구성	㈜아모레퍼시픽그룹외	49.3%
	국민연금공단	8.1%

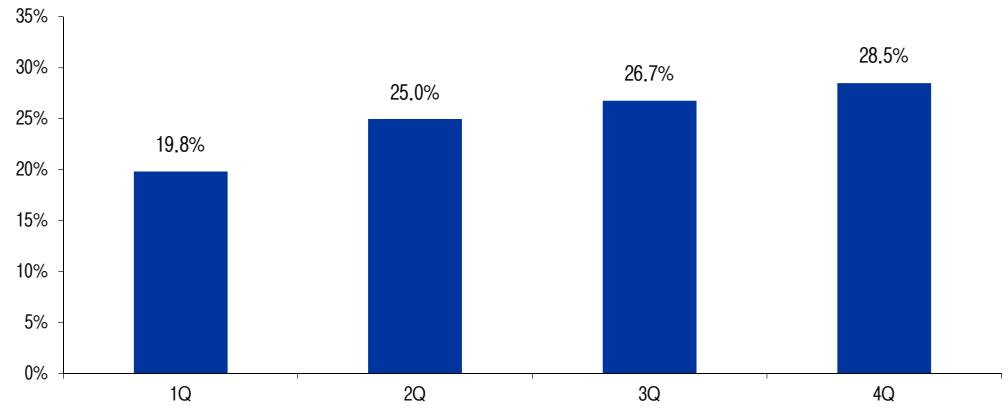
Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	3,100	370	364	267	4,585	-0.9	493	21.8	12.2	2.7	11.0
2014	3,874	564	530	385	6,487	41.5	700	34.2	19.5	5.4	14.0
2015E	4,836	844	891	674	9,834	51.6	949	38.2	24.0	7.5	21.2
2016E	6,168	1,138	1,202	909	13,922	41.6	1,293	27.0	17.7	6.9	25.2
2017E	7,933	1,412	1,477	1,117	17,483	25.6	1,592	21.5	14.4	6.1	27.9

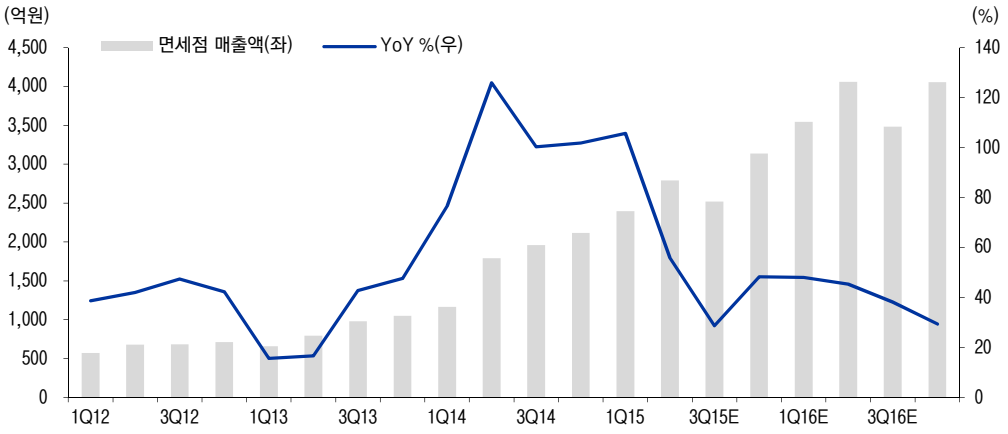
자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림60 아모레퍼시픽 분기별 면세점 매출액 비중



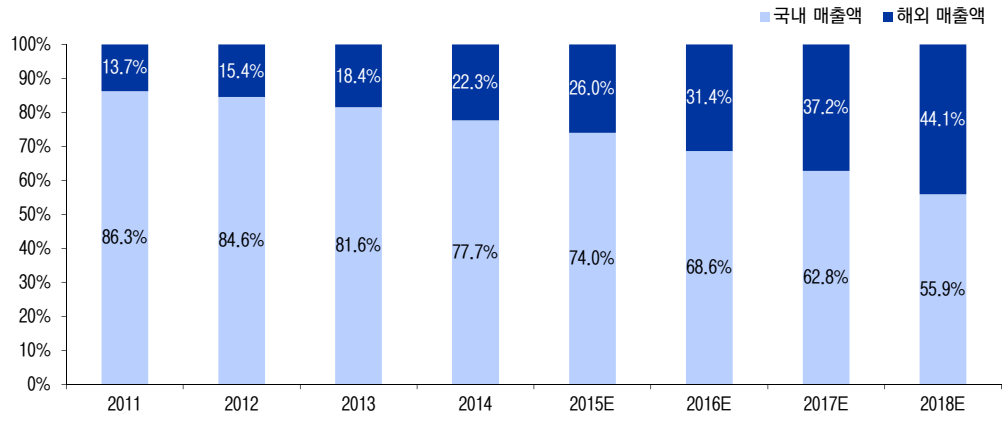
주: 2011~2014 년 평균
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 아모레퍼시픽 면세점 실적 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 2018년 해외매출 비중 44%에 달할 전망



자료: 아모레퍼시픽, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 아모레퍼시픽 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	2014	2015E	2016E
추정 실적											
매출액	9,318.0	9,666.0	9,968.0	9,787.0	12,044.0	11,956.0	11,999.2	12,363.5	38,739.0	48,362.7	61,675.1
국내	7,395.0	7,763.0	8,010.0	7,247.0	9,351.0	9,179.0	9,150.9	8,545.4	30,415.0	36,226.3	42,852.6
Cosmetics	6,076.0	6,746.0	6,654.0	6,313.0	7,962.0	8,061.0	7,723.0	7,574.0	25,789.0	31,320.1	37,714.9
Mass & Sulloc	1,319.0	1,017.0	1,356.0	934.0	1,389.0	1,118.0	1,427.9	971.4	4,626.0	4,906.2	5,137.7
해외	1,923.0	1,903.0	1,958.0	2,540.0	2,693.0	2,777.0	2,848.3	3,818.1	8,324.0	12,136.4	18,822.5
Asia	1,717.0	1,758.0	1,766.0	2,305.0	2,524.0	2,598.0	2,610.4	3,629.1	7,546.0	11,361.5	17,909.5
Europe	226.0	176.0	194.0	217.0	165.0	150.0	187.1	211.2	813.0	713.3	641.4
North America	79.0	89.0	84.0	97.0	112.0	102.0	114.9	144.8	349.0	473.6	678.6
Others	-99.0	-120.0	-86.0	-79.0	-108.0	-73.0	-64.0	-167.0	-384.0	-412.0	-407.0
영업이익	1,757.0	1,510.9	1,477.0	892.7	2,779.8	2,082.9	1,674.2	1,910.0	5,637.5	8,446.9	11,376.4
국내	1,521.0	1,327.0	1,263.0	645.0	2,235.0	1,826.0	1,362.3	1,373.2	4,756.0	6,796.4	9,007.4
Cosmetics	1,355.0	1,240.0	1,121.0	715.0	2,021.0	1,727.0	1,174.1	1,326.6	4,431.0	6,248.7	8,436.8
Mass & Sulloc	166.0	87.0	142.0	-70.0	214.0	99.0	188.1	46.6	325.0	547.7	570.6
해외	237.0	184.0	214.0	247.0	546.0	255.0	311.9	536.8	882.0	1,649.8	2,369.0
Asia	247.0	227.0	207.0	271.0	546.0	314.0	336.6	565.3	952.0	1,761.9	2,437.2
Europe	9.0	-38.0	18.0	1.0	14.0	-2.0	3.2	-2.7	-10.0	12.5	26.0
North America	7.0	12.0	0.0	-12.0	22.0	-5.0	-4.9	-6.7	7.0	5.4	13.6
Others	-26.0	-17.0	-11.0	-13.0	-36.0	-52.0	-23.0	-19.0	-67.0	-130.0	-107.8
성장성 (%)											
매출액	15.9%	21.0%	25.7%	38.8%	29.3%	23.7%	20.4%	26.3%	24.9%	24.8%	27.5%
국내	9.5%	19.4%	22.4%	25.9%	26.5%	18.2%	14.2%	17.9%	19.0%	19.1%	18.3%
Cosmetics	12.3%	22.9%	30.2%	29.7%	31.0%	19.5%	16.1%	20.0%	23.5%	21.4%	20.4%
Mass & Sulloc	-1.8%	0.4%	-5.3%	4.8%	5.3%	9.9%	5.3%	4.0%	-1.1%	6.1%	4.7%
해외	49.6%	28.0%	41.4%	96.7%	40.0%	45.9%	45.5%	50.3%	52.8%	45.8%	55.1%
Asia	59.1%	42.2%	57.8%	89.1%	47.0%	47.8%	47.8%	57.4%	62.2%	50.6%	57.6%
Europe	20.9%	-18.9%	-18.8%	-16.9%	-27.0%	-14.8%	-3.6%	-2.7%	-10.1%	-12.3%	-10.1%
North America	41.1%	45.9%	42.4%	64.4%	41.8%	14.6%	36.7%	49.2%	48.5%	35.7%	43.3%
영업이익	25.3%	59.6%	72.6%	80.7%	58.2%	37.9%	13.4%	114.0%	52.4%	49.8%	34.7%
국내	9.1%	49.3%	37.0%	17.1%	46.9%	37.6%	7.9%	112.9%	26.6%	42.9%	32.5%
Cosmetics	14.3%	49.0%	61.8%	7.2%	49.2%	39.3%	4.7%	85.5%	31.2%	41.0%	35.0%
Mass & Sulloc	-20.6%	52.6%	-38.0%	적지	28.9%	13.8%	32.5%	흑전	-14.2%	68.5%	4.2%
해외	2270.0%	2966.7%	흑전	흑전	130.4%	38.6%	45.8%	117.3%	흑전	87.0%	43.6%
Asia	696.8%	1094.7%	흑전	1494.1%	121.1%	38.3%	62.6%	108.6%	4039.1%	85.1%	38.3%
Europe	80.0%	적지	흑전	흑전	55.6%	적지	-82.2%	적전	적지	흑전	108.3%
North America	흑전	흑전	적지	적지	214.3%	적전	적지	적지	흑전	-23.1%	151.7%
수익성 (%)											
영업이익률	18.9%	15.6%	14.8%	9.1%	23.1%	17.4%	14.0%	15.4%	14.6%	17.5%	18.4%
국내	20.6%	17.1%	15.8%	8.9%	23.9%	19.9%	14.9%	16.1%	15.6%	18.8%	21.0%
Cosmetics	22.3%	18.4%	16.8%	11.3%	25.4%	21.4%	15.2%	17.5%	17.2%	20.0%	22.4%
Mass & Sulloc	12.6%	8.6%	10.5%	-7.5%	15.4%	8.9%	13.2%	4.8%	7.0%	11.2%	11.1%
해외	12.3%	9.7%	10.9%	9.7%	20.3%	9.2%	11.0%	14.1%	10.6%	13.6%	12.6%
Asia	14.4%	12.9%	11.7%	11.8%	21.6%	12.1%	12.9%	15.6%	12.6%	15.5%	13.6%
Europe	4.0%	-21.6%	9.3%	0.5%	8.5%	-1.3%	1.7%	-1.3%	-1.2%	1.8%	4.1%
North America	8.9%	13.5%	0.0%	-12.4%	19.6%	-4.9%	-4.2%	-4.7%	2.0%	1.1%	2.0%
Others	26.3%	14.2%	12.8%	16.5%	33.3%	71.2%	35.9%	11.4%	17.4%	31.5%	26.5%

자료: 아모레퍼시픽, 이베스트투자증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	968	1,427	1,971	2,059	2,308
현금 및 현금성자산	294	343	807	677	625
매출채권 및 기타채권	223	228	266	356	484
재고자산	283	305	308	412	560
기타유동자산	168	551	590	614	639
비유동자산	2,434	2,427	2,658	3,004	3,447
관계기업투자등	15	10	11	11	12
유형자산	1,936	1,744	1,902	2,172	2,538
무형자산	133	174	224	278	332
자산총계	**3,402**	**3,855**	**4,629**	**5,063**	**5,755**
유동부채	543	651	836	974	1,164
매입채무 및 기타재무	298	367	353	473	643
단기금융부채	82	34	28	28	28
기타유동부채	162	250	455	473	493
비유동부채	291	325	304	312	320
장기금융부채	77	146	115	115	115
기타비유동부채	214	179	189	197	205
부채총계	**834**	**976**	**1,140**	**1,286**	**1,483**
지배주주지분	2,554	2,859	3,466	3,754	4,250
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
이익잉여금	1,815	2,136	2,744	3,032	3,527
비지배주주지분(연결)	14	20	23	23	23
자본총계	**2,568**	**2,878**	**3,489**	**3,777**	**4,272**

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**3,100**	**3,874**	**4,836**	**6,168**	**7,933**
매출원가	912	1,028	1,267	1,626	2,086
매출총이익	**2,189**	**2,846**	**3,569**	**4,542**	**5,847**
판매비 및 관리비	1,819	2,282	2,725	3,404	4,435
영업이익	**370**	**564**	**844**	**1,138**	**1,412**
(EBITDA)	493	700	949	1,293	1,592
금융손익	9	12	13	18	19
이자비용	2	3	0	0	0
관계기업등 투자손익	3	0	0	0	0
기타영업외손익	-19	-46	33	46	46
세전계속사업이익	**364**	**530**	**891**	**1,202**	**1,477**
계속사업법인세비용	96	145	218	293	360
계속사업이익	267	385	674	909	1,117
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**267**	**385**	**674**	**909**	**1,117**
지배주주	268	379	670	909	1,117
총포괄이익	**265**	**386**	**674**	**909**	**1,117**
매출총이익률 (%)	70.6	73.5	73.8	73.6	73.7
영업이익률 (%)	11.9	14.6	17.5	18.4	17.8
EBITDA 마진률 (%)	15.9	18.1	19.6	21.0	20.1
당기순이익률 (%)	8.6	9.9	13.9	14.7	14.1
ROA (%)	8.3	10.4	15.8	18.8	20.7
ROE (%)	11.0	14.0	21.2	25.2	27.9
ROIC (%)	12.4	17.5	26.0	32.0	33.8

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**427**	**586**	**875**	**1,005**	**1,207**
당기순이익(손실)	267	385	674	909	1,117
비현금수익비용가감	249	316	183	163	188
유형자산감가상각비	124	136	105	156	180
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-4	14	78	7	8
영업활동 자산부채변동	-18	0	49	-67	-98
매출채권 감소(증가)	-28	7	24	-90	-128
재고자산 감소(증가)	-15	-15	-13	-104	-148
매입채무 증가(감소)	15	31	32	120	170
기타자산, 부채변동	10	-24	6	8	8
투자활동 현금	**-349**	**-491**	**-405**	**-514**	**-637**
유형자산처분(취득)	-307	-263	-302	-425	-547
무형자산 감소(증가)	-18	-55	-53	-54	-54
투자자산 감소(증가)	1	-151	-9	-13	-14
기타투자활동	-26	-22	-40	-21	-22
재무활동 현금	**49**	**-46**	**-56**	**-62**	**-62**
차입금의 증가(감소)	90	-3	-4	0	0
자본의 증가(감소)	-45	-46	-60	-62	-62
배당금의 지급	45	46	60	62	62
기타재무활동	4	2	0	0	0
현금의 증가	**123**	**49**	**464**	**429**	**508**
기초현금	171	294	343	747	1,176
기말현금	294	343	747	1,176	1,684

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	21.8	34.2	38.2	27.0	21.5
P/B	2.7	5.4	7.5	6.9	6.1
EV/EBITDA	12.2	19.5	24.0	17.7	14.4
P/CF	13.4	21.8	30.3	24.2	19.9
배당수익률 (%)	6.5	4.1	2.4	2.4	2.4
성장성 (%)					
매출액	8.8	25.0	24.8	27.5	28.6
영업이익	1.2	52.4	49.8	34.7	24.1
세전이익	0.5	45.9	68.1	34.8	22.9
당기순이익	-0.7	44.1	74.9	35.0	22.9
EPS	-0.9	41.5	51.6	41.6	25.6
안정성 (%)					
부채비율	32.5	33.9	32.7	34.0	34.7
유동비율	178.3	219.2	235.8	211.4	198.4
순차입금/자기자본(x)	-10.7	-15.9	-28.3	-23.1	-19.5
영업이익/금융비용(x)	149.2	217.5	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	160	180	143	143	143
순차입금 (십억원)	-274	-456	-988	-871	-833
주당지표 (원)					
EPS	4,585	6,487	9,834	13,922	17,483
BPS	37,032	41,444	50,254	54,426	61,607
CFPS	7,487	10,163	12,411	15,548	18,926
DPS	6,500	9,000	9,010	9,020	9,030

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

LG생활건강 (051900)

2015. 10. 26 | 화장품

안정적인 성장과 턴어라운드

Analyst 오린아
02. 3779-0053
lina.oh@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 1,110,000 원
현재주가 920,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

화장품은 3 분기가 저점

LG생활건강의 2015년 3분기 K-IFRS 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 전년동기대비 8.9% 성장한 1조 3,400억원과 전년동기대비 13.2% 증가한 1,700억원을 기록할 것으로 예상한다. 이는 대체로 컨센서스에 부합하는 수치다. 화장품 부문은 상반기 대비해서 성장세가 둔화될 것으로 예상하는데, 이는 MERS 발병으로 인해 3분기 면세점 매출액이 전년동기대비 26.8% 증가하는 데에 그칠 것으로 판단하기 때문이다.

음료와 생활용품의 안정적 턴어라운드

생활용품 부문은 헤어케어 제품 중심으로 성장 중이다. 더불어 추석 선물세트 환입이 지난해에는 3분기에 반영되었으나, 올해는 대부분 4분기에 반영될 것으로 예상되어 4분기 실적은 베이스 부담이 적을 것으로 판단한다. 또한 연말에 동사의 헤어케어 브랜드 '리엔'이 중국에 진출함에 따라 중국 현지법인의 성장 모멘텀이 기존 화장품에서 생활용품까지 확대될 것으로 전망한다. 실제로 상반기 동사의 생활용품 부문 내 헤어케어 제품 매출액이 43% 신장해, 이는 중국인 관광객들의 수요가 있었던 것으로 풀이된다.

음료부문은 지난 해 3분기 날씨영향과 소비 심리 위축, 더불어 통상임금 관련 인건비 이슈까지 겹쳤던 기저효과로 올해 3분기는 4%대의 양호한 성장을 예상한다. 수익성이 높은 탄산음료의 매출 호조가 지속될 것이며, 경쟁 상황 완화 및 원가 효율 상승 노력을 통해 이익률 개선이 나타나는 점이 긍정적이다.

투자의견 Buy, 목표주가 1,110,000 원 유지

LG생활건강에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 1,110,000원을 유지한다. 3분기까지 메르스 영향은 지속되겠으나, 4분기 인바운드 관광객의 회복에 따라 면세점 매출의 회복이 예상되고, 음료와 생활용품 부문의 기저효과로 부담이 없다. 동사의 화장품 브랜드 Su:m이 내년 초 중국 시장에 정식으로 진출할 것이며, 헤어케어 브랜드도 진출을 앞두고 있는 만큼 중국 현지법인의 실적이 우상향 할 것으로 전망한다.

Stock Data

KOSPI (10/23)		2,040.4pt
시가총액		143,687 억원
발행주식수		15,618 천주
52 주 최고가 / 최저가		933,000 / 573,000 원
90 일 일평균거래대금		442.93 억원
외국인 지분율		39.4%
배당수익률(15.12E)		0.4%
BPS(15.12E)		113,396 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	5.7%
	6 개월	7.1%
	12 개월	45.2%
주주구성	(주)LG 외 2 인	34.0%
	국민연금공단	9.3%

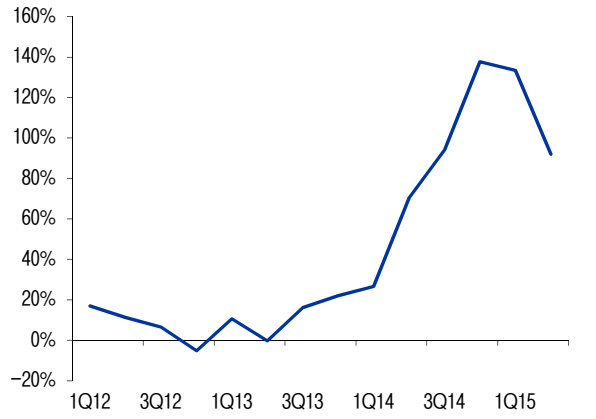
Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	4,326	496	473	366	22,877	17.6	607	24.0	16.5	6.9	27.4
2014	4,677	511	480	355	22,373	-2.2	632	27.8	17.6	6.7	22.9
2015E	5,234	649	610	452	28,181	26.0	780	32.6	20.3	8.1	24.6
2016E	6,100	795	757	559	35,229	25.0	939	26.1	16.5	6.5	24.8
2017E	7,068	921	883	652	41,196	16.9	1,078	22.3	14.0	5.3	23.4

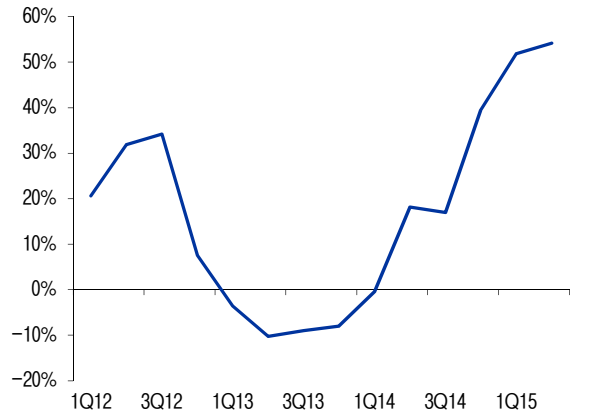
자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림63 LG 생활건강 Whoo 매출액 성장률 추이



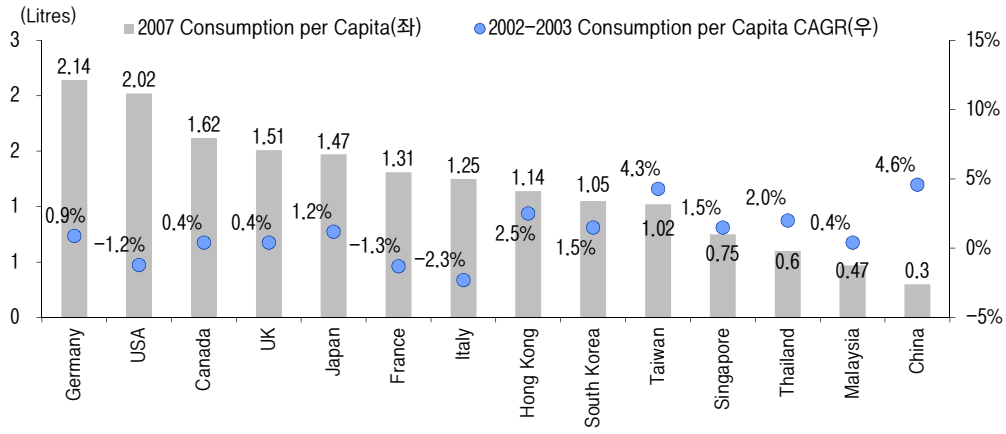
자료: LG 생활건강, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 LG 생활건강 Su:m 매출액 성장률 추이



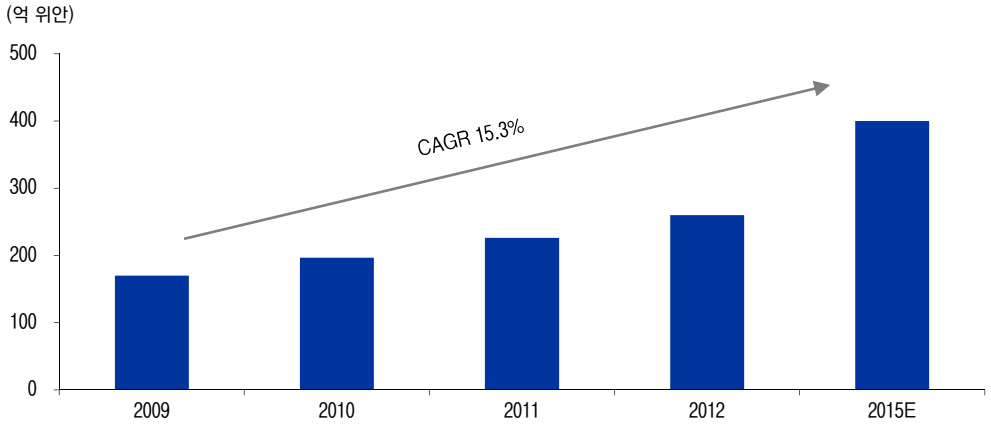
자료: LG 생활건강, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 국가별 1 인당 헤어케어 소비금액



자료: Euromonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 중국 헤어케어 시장 규모 및 전망



자료: Datamonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

LG 생활건강 (051900)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	981	1,214	1,561	2,041	2,590
현금 및 현금성자산	143	338	611	919	1,295
매출채권 및 기타채권	424	427	472	562	652
재고자산	376	411	425	505	585
기타유동자산	39	38	53	55	57
비유동자산	2,454	2,614	2,721	2,837	2,978
관계기업투자등	47	52	48	50	52
유형자산	1,022	1,102	1,186	1,302	1,444
무형자산	1,286	1,346	1,347	1,340	1,332
자산총계	**3,435**	**3,828**	**4,282**	**4,878**	**5,568**
유동부채	982	1,036	1,268	1,367	1,466
매입채무 및 기타재무	383	416	452	538	623
단기금융부채	398	369	490	490	490
기타유동부채	201	251	326	340	353
비유동부채	978	1,084	933	942	952
장기금융부채	734	840	703	703	703
기타비유동부채	244	245	230	239	249
부채총계	**1,960**	**2,120**	**2,201**	**2,310**	**2,419**
지배주주지분	1,409	1,637	2,009	2,497	3,078
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	1,415	1,689	2,070	2,558	3,139
비지배주주지분(연결)	67	71	71	71	71
자본총계	**1,475**	**1,709**	**2,081**	**2,568**	**3,149**

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**4,326**	**4,677**	**5,234**	**6,100**	**7,068**
매출원가	2,032	2,102	2,248	2,532	2,933
매출총이익	**2,294**	**2,575**	**2,987**	**3,569**	**4,135**
판매비 및 관리비	1,798	2,064	2,337	2,774	3,214
영업이익	**496**	**511**	**649**	**795**	**921**
(EBITDA)	607	632	780	939	1,078
금융손익	-23	-28	-26	-25	-25
이자비용	37	38	33	32	32
관계기업등 투자손익	4	5	7	6	6
기타영업외손익	-4	-8	-19	-19	-19
세전계속사업이익	**473**	**480**	**610**	**757**	**883**
계속사업법인세비용	108	126	158	198	231
계속사업이익	366	355	452	559	652
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**366**	**355**	**452**	**559**	**652**
지배주주	357	349	449	559	652
총포괄이익	**279**	**315**	**452**	**559**	**652**
매출총이익률 (%)	53.0	55.1	57.1	58.5	58.5
영업이익률 (%)	11.5	10.9	12.4	13.0	13.0
EBITDA 마진률 (%)	14.0	13.5	14.9	15.4	15.3
당기순이익률 (%)	8.5	7.6	8.6	9.2	9.2
ROA (%)	11.5	9.6	11.1	12.2	12.5
ROE (%)	27.4	22.9	24.6	24.8	23.4
ROIC (%)	17.9	15.4	18.9	21.9	23.7

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**390**	**466**	**567**	**634**	**742**
당기순이익(손실)	366	355	452	559	652
비현금수익비용가감	273	306	250	148	161
유형자산감가상각비	97	105	115	128	142
무형자산상각비	14	16	16	16	16
기타현금수익비용	-15	-10	119	4	4
영업활동 자산부채변동	-92	-32	-25	-73	-72
매출채권 감소(증가)	-44	11	-38	-90	-89
재고자산 감소(증가)	-49	-32	-7	-81	-80
매입채무 증가(감소)	42	3	12	86	85
기타자산, 부채변동	-41	-14	9	12	12
투자활동 현금	**-493**	**-278**	**-205**	**-255**	**-294**
유형자산처분(취득)	-130	-177	-188	-244	-283
무형자산 감소(증가)	-7	-5	-7	-8	-8
투자자산 감소(증가)	1	-6	-1	3	3
기타투자활동	-357	-90	-8	-6	-6
재무활동 현금	**185**	**8**	**-90**	**-71**	**-71**
차입금의 증가(감소)	260	72	-22	0	0
자본의 증가(감소)	-63	-64	-67	-71	-71
배당금의 지급	63	64	67	71	71
기타재무활동	-11	0	0	0	0
현금의 증가	**78**	**195**	**273**	**308**	**376**
기초현금	65	143	338	611	919
기말현금	143	338	611	919	1,295

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	24.0	27.8	32.6	26.1	22.3
P/B	6.9	6.7	8.1	6.5	5.3
EV/EBITDA	16.5	17.6	20.3	16.5	14.0
P/CF	15.2	16.7	23.2	23.1	20.0
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
매출액	11.0	8.1	11.9	16.5	15.9
영업이익	11.4	2.9	27.1	22.4	15.9
세전이익	10.0	1.4	27.1	24.0	16.7
당기순이익	17.2	-3.0	27.6	23.5	16.7
EPS	17.6	-2.2	26.0	25.0	16.9
안정성 (%)					
부채비율	132.8	124.1	105.8	89.9	76.8
유동비율	99.9	117.2	123.1	149.3	176.6
순차입금/자기자본(x)	66.2	49.9	26.9	9.8	-4.0
영업이익/금융비용(x)	13.3	13.6	19.6	24.7	28.6
총차입금 (십억원)	1,132	1,209	1,193	1,193	1,193
순차입금 (십억원)	976	852	561	252	-125
주당지표 (원)					
EPS	22,877	22,373	28,181	35,229	41,196
BPS	79,516	92,417	113,396	140,926	173,706
CFPS	36,052	37,270	39,630	39,870	45,905
DPS	3,750	4,000	4,010	4,020	4,030

코스맥스 (192820)

2015. 10. 26 | 화장품

굿을 보고 떡을 먹는다

Analyst 오린아
02. 3779-0053
lina.oh@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가 260,000 원
현재주가 184,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

3Q15 실적, 대체로 컨센서스 부합할 전망

코스맥스의 3Q15 매출액은 전년동기대비 41% 증가한 1,287억원, 영업이익은 전년동기대비 108% 증가한 101억원을 기록할 것으로 예상한다. 지난 해 낮은 기저효과로 영업이익률은 전년동기대비 2.6%p 개선될 것으로 예상한다. 통상 3분기가 국내 사업의 비수기이지만 중국 법인 매출이 올해 상반기에 이어 높은 성장세를 이어간 것으로 추정한다. 중국 법인은 지난 해 11월 진행된 상해 A공장 증설로 신규 주문 확보가 가능해졌으며, 기저효과와 capa 증설 완료에 따라 수익성이 개선된 것으로 판단한다.

앞으로 펼쳐질 굿을 보며 떡을 먹는다

중국 내 로컬브랜드의 성장과 전문점 채널의 성장, 중국 화장품 유통업체들의 PB상품 수요로 인해 중국에 설비를 가지고 있는 코스맥스에게 유리한 환경이 펼쳐질 전망이다. 코스맥스는 상해와 광저우에 공장을 보유하고 있으며, 현재 전체 중국 생산 capa은 2.4억개 수준이다. 상해 법인 설비 증설로 인허가 완료 시 기존 2억개 capa에서 2016년 말 4억개까지 늘어날 전망이다. 광저우는 기존 공장 증축으로 현재 4,000만개 캐파에서 2016년 말 1억개까지 증가할 수 있을 것으로 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 260,000 원으로 커버리지 개시

코스맥스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 260,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2016~2017년 평균 EPS에 Target multiple 45배를 적용해 산정했다. Target multiple은 브랜드 업체와 달리 중국 로컬 브랜드의 성장에도 수혜를 볼 수 있는 면이 프리미엄 부여에 타당하다고 판단, 브랜드 업체 대비 25% 할증한 수치다. 코스맥스는 중국 화장품 시장의 고성장 및 로컬 브랜드의 성장에 따른 수혜를 고스란히 받을 수 있는 업체라고 판단한다. 2017년 동사의 중국 지역 매출액은 전체 매출액의 51.4% 수준을 차지할 것으로 전망한다.

Stock Data

KOSPI (10/23)		2,040.4pt
시가총액		16,604 억원
발행주식수		9,000 천주
52 주 최고가 / 최저가		231,000 / 85,600 원
90 일 일평균거래대금		182.78 억원
외국인 지분율		20.4%
배당수익률(15.12E)		0.3%
BPS(15.12E)		11,567 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-15.4%
	6 개월	20.7%
	12 개월	33.1%
주주구성	코스맥스비티아이외	25.8%
	국민연금관리공단	6.6%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2014	336	24	22	16	1,845	n/a	31	54.0	33.2	11.1	n/a
2015E	535	42	38	27	3,126	69.4	55	59.0	33.2	16.0	30.4
2016E	659	61	63	45	4,990	59.6	82	37.0	22.2	11.5	36.1
2017E	819	81	83	59	6,572	31.7	110	28.1	16.7	8.3	34.4

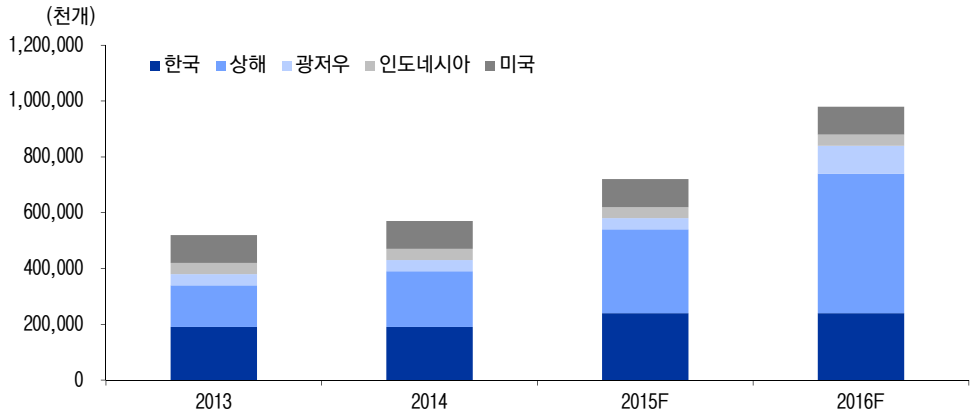
자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준
주: 2014 년 실적은 2014.3~12 월까지의 실적

표16 코스맥스 Valuation

(원)	Value	비고
EPS	5,781	2016~2017 년 평균 적용
Target Multiple (x)	45	브랜드 업체 대비 25% 할증한 수치
목표주가	260,150	
현재주가	184,500	
상승여력 (%)	41.0%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 코스맥스 Capa 증설 추이 및 전망



자료: 코스맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망(K-IFRS 연결 기준)

(억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	2014	2015F	2016F
추정 실적											
매출액	852.6	1,025.9	912.7	1,092.6	1,163.6	1,483.3	1,286.9	1,412.9	3,883.7	5,346.6	6,588.7
국내	665.3	780.8	670.0	788.5	810.2	1,024.2	854.1	910.1	2,904.6	3,598.6	4,034.5
해외	236.2	321.6	306.8	378.9	436.3	605.4	523.2	599.5	1,243.6	2,164.4	3,034.9
중국	235.7	318.6	305.0	373.8	431.0	599.6	515.8	590.4	1,233.1	2,136.9	2,979.9
코스맥스차이나	228.4	294.6	278.0	334.6	369.9	506.7	445.0	516.0	1,135.6	1,837.7	2,463.7
광저우코스맥스	21.8	32.7	48.1	61.6	76.1	97.5	97.6	109.7	164.2	380.9	647.6
인도네시아	0.5	3.0	1.8	5.1	3.7	3.8	5.4	6.6	10.4	19.5	39.0
코스맥스 USA	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	2.0	2.0	2.5	0.0	8.0	15.9
영업이익	82.7	112.2	48.7	42.8	76.2	138.4	101.2	104.8	286.4	420.5	611.1
국내	48.8	64.4	27.9	38.4	49.1	80.6	60.0	66.0	179.5	255.7	306.8
해외	33.9	47.8	20.9	4.4	27.1	57.8	41.2	38.8	107.0	164.8	304.3

자료: 코스맥스, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 부문별 영업이익은 이베스트투자증권 추정치

코스맥스(192820)

재무상태표

(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	178	215	215	224
현금 및 현금성자산	11	22	7	13
매출채권 및 기타채권	96	115	114	116
재고자산	58	65	80	80
기타유동자산	14	14	14	15
비유동자산	148	192	256	333
관계기업투자등	3	3	3	3
유형자산	132	173	234	307
무형자산	3	7	9	11
자산총계	**326**	**408**	**471**	**556**
유동부채	199	254	277	307
매입채무 및 기타재무	75	94	116	145
단기금융부채	111	145	145	145
기타유동부채	14	16	16	17
비유동부채	46	49	50	50
장기금융부채	34	37	37	37
기타비유동부채	12	13	13	14
부채총계	245	304	327	357
지배주주지분	81	104	145	199
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	60	60	60	60
이익잉여금	16	39	79	134
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0
자본총계	**81**	**104**	**145**	**199**

손익계산서

(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**336**	**535**	**659**	**819**
매출원가	280	437	533	663
매출총이익	**56**	**98**	**126**	**157**
판매비 및 관리비	32	56	64	75
영업이익	**24**	**42**	**61**	**81**
(EBITDA)	31	55	82	110
금융손익	-3	-2	-1	-1
이자비용	4	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
기타영업외손익	1	-2	3	2
세전계속사업이익	**22**	**38**	**63**	**83**
계속사업법인세비용	6	11	18	24
계속사업이익	16	27	45	59
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**16**	**27**	**45**	**59**
지배주주	17	28	45	59
총포괄이익	**17**	**27**	**45**	**59**
매출총이익률 (%)	16.8	18.3	19.0	19.1
영업이익률 (%)	7.2	7.9	9.3	9.9
EBITDA 마진률 (%)	9.2	10.2	12.5	13.4
당기순이익률 (%)	4.7	5.1	6.8	7.2
ROA (%)	n/a	7.7	10.2	11.5
ROE (%)	n/a	30.4	36.1	34.4
ROIC (%)	n/a	12.9	15.3	17.3

현금흐름표

(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**1**	**27**	**75**	**115**
당기순이익(손실)	16	27	45	59
비현금수익비용가감	20	21	22	29
유형자산감가상각비	6	12	21	27
무형자산상각비	0	0	1	1
기타현금수익비용	0	9	1	1
영업활동 자산부채변동	-29	-15	9	27
매출채권 감소(증가)	-25	-24	2	-2
재고자산 감소(증가)	-17	-8	-15	0
매입채무 증가(감소)	17	19	22	29
기타자산, 부채변동	-4	-3	0	0
투자활동 현금	**-46**	**-48**	**-85**	**-105**
유형자산처분(취득)	-41	-44	-81	-101
무형자산 감소(증가)	-1	-4	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-3	1	0	0
기타투자활동	0	-1	0	0
재무활동 현금	**44**	**32**	**-4**	**-4**
차입금의 증가(감소)	44	36	0	0
자본의 증가(감소)	0	-4	-4	-4
배당금의 지급	0	4	4	4
기타재무활동	0	0	0	0
현금의 증가	**-1**	**11**	**-14**	**5**
기초현금	12	11	22	7
기말현금	11	22	7	13

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

주요 투자지표

	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)				
P/E	54.0	59.0	37.0	28.1
P/B	11.1	16.0	11.5	8.3
EV/EBITDA	33.2	33.2	22.2	16.7
P/CF	24.8	34.2	24.9	18.9
배당수익률 (%)	0.5	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)				
매출액	n/a	59.0	23.2	24.4
영업이익	n/a	72.8	45.3	33.4
세전이익	n/a	71.9	65.8	31.8
당기순이익	n/a	72.0	65.7	31.6
EPS	n/a	69.4	59.6	31.7
안정성 (%)				
부채비율	304.4	291.6	226.0	179.4
유동비율	89.3	84.7	77.7	72.9
순차입금/자기자본(x)	161.4	150.5	118.3	83.0
영업이익/금융비용(x)	6.0	32.0	56.1	56.1
총차입금 (십억원)	145	182	182	182
순차입금 (십억원)	130	157	171	165
주당지표 (원)				
EPS	1,845	3,126	4,990	6,572
BPS	8,977	11,567	16,057	22,129
CFPS	4,024	5,390	7,406	9,758
DPS	500	500	500	500

한국콜마 (161890)

2015. 10. 26 | 화장품

천천히, 단단하게

Analyst 오린아
02. 3779-0053
lina.oh@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가 125,000 원
현재주가 88,900 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

3Q15 실적, 컨센서스 부합할 전망

한국콜마의 2015년 3분기 K-IFRS 연결 기준 매출액은 전년동기대비 17.4% 증가한 1,317억원, 영업이익은 전년동기대비 37.8% 증가한 144억원을 기록할 것으로 예상한다. 메르스로 인한 주문 감소 영향은 미미한 수준으로 파악되며, 수익성이 전년동기대비 개선될 것으로 전망한다.

홈쇼핑 채널과 관계사 매출 증가로 국내 화장품 부문 매출액은 전년동기대비 12.5% 증가한 872억원을 기록할 것으로 전망한다. 동사의 영업이익률은 올해 들어서부터 개선되고 있는데, 이는 브랜드샵들의 프리미엄 제품 및 고가제품 수주 확대에 따른 것이다. 올해 3분기 영업이익률은 전년동기대비 1.7%p 개선될 것으로 예상한다.

주가의 Key Driver: 북경법인의 성장 속도

한국콜마는 경쟁사 대비 중국 매출액 규모가 작고 수익성 기여도가 낮았으나, 북경법인의 Capa 증설을 통해 일어날 성장의 속도가 향후 주가의 방향성을 제시할 것이라고 판단한다.

동사의 북경법인은 중국 로컬업체 기존 capa는 매출액 기준 300억원 수준이었으나, 올해 10월 1,500억원으로 5배 증설이 완료되면서 올해 말부터 본격적인 성장이 시작될 전망이다. Capa 증설로 중국 로컬 고객사 등의 신규 수주가 확대될 것으로 전망해, 올해 매출액 목표치인 460억원은 달성 가능한 수준으로 보고 있다. 향후 북경 외에 광저우 공장(매출 기준 1,000억원 규모)의 착공 또한 계획되어 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 120,000 원으로 커버리지 개시

한국콜마에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 120,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 중국 Capa 증설로 매출 확대가 본격화 되는 2016~2017년 평균 EPS에 Target multiple 40배를 적용해 산정했다. 중국의 주요 고객사 신규수주가 지속적으로 증가하고 있으며, 특히 북경법인은 단가가 높고 수익성이 좋은 기능성 기초제품들에 집중하고 있는 점도 긍정적이다.

Stock Data

KOSPI (10/23)		2,040.4pt
시가총액		18,758 억원
발행주식수		21,100 천주
52 주 최고가 / 최저가		113,500 / 43,650 원
90 일 일평균거래대금		145.24 억원
외국인 지분율		41.7%
배당수익률(15.12E)		0.2%
BPS(15.12E)		10,696 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-12.5%
	6 개월	25.0%
	12 개월	58.1%
주주구성	한국콜마홀딩스(주)외	21.8%
	NIHON KOLMAR	13.2%
	국민연금공단	10.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	282	20	17	14	722	-41.7	24	37.8	22.8	4.8	13.3
2014	461	47	43	33	1,647	23.4	54	26.7	17.1	5.2	16.8
2015E	542	64	65	49	2,336	41.8	73	38.1	25.5	8.3	24.3
2016E	638	78	79	61	2,875	23.1	91	30.9	20.4	6.6	23.9
2017E	752	91	93	71	3,355	16.7	109	26.5	17.1	5.4	22.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준
주: 2013 년은 결산월 변경에 따라 4~12 월 수치

표18 한국콜마 Valuation

(원)	Value	비고
EPS	3,115	2016~2017 년 평균 적용
Target Multiple (x)	40	브랜드 업체 대비 10% 할증한 수치
목표주가	125,000	
현재주가	88,500	
상승여력 (%)	41.2%	

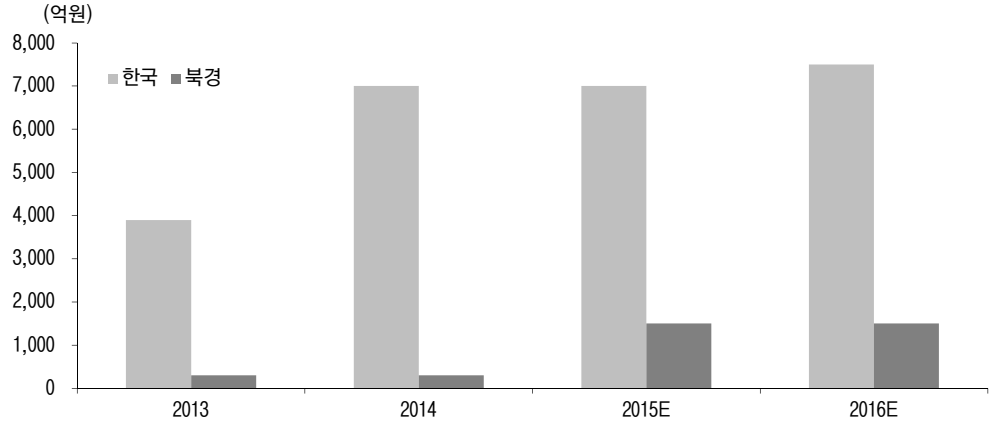
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표19 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망(K-IFRS 연결 기준)

(억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	2014	2015E	2016E
추정 실적											
매출액	1,068.0	1,224.7	1,121.4	1,198.5	1,264.4	1,420.4	1,316.7	1,419.3	4,613.3	5,418.9	6,381.4
한국	1,034.8	1,176.4	1,073.9	1,100.6	1,222.4	1,338.6	1,204.3	1,261.6	4,391.6	5,026.9	5,839.1
화장품	768.5	888.9	775.2	809.8	913.1	1,018.7	872.1	929.8	3,242.4	3,733.8	4,410.1
제약	266.3	287.5	298.7	290.8	309.2	319.9	332.1	331.8	1,143.2	1,293.1	1,429.0
북경	38.6	58.7	58.9	114.0	57.8	97.6	128.4	173.6	270.2	457.4	599.2
연결조정	-6.9	-11.8	-12.8	-17.0	-16.6	-16.7	-16.0	-16.0	-48.5	-65.4	-56.9
영업이익	88.9	136.7	104.6	138.2	144.9	175.8	144.2	176.6	468.4	641.5	780.5
한국	83.4	127.1	96.2	118.7	138.5	151.4	118.0	141.3	425.4	549.2	654.8
북경	4.9	9.2	9.6	18.7	8.1	24.2	26.3	35.8	42.5	94.4	126.5
영업이익률	8.3%	11.2%	9.3%	11.5%	11.5%	12.4%	11.0%	12.4%	10.2%	11.8%	12.2%

자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 한국콜마 지역별 Capa 추이 및 전망



자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

한국콜마(161890)

재무상태표

(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	209	218	230	251
현금 및 현금성자산	21	5	11	9
매출채권 및 기타채권	87	92	88	97
재고자산	37	45	53	62
기타유동자산	64	76	79	82
비유동자산	128	178	238	303
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	121	157	200	251
무형자산	4	19	35	49
자산총계	**336**	**395**	**468**	**554**
유동부채	144	154	170	188
매입채무 및 기타재무	69	80	95	112
단기금융부채	60	60	60	60
기타유동부채	14	14	15	15
비유동부채	13	15	15	16
장기금융부채	9	10	10	10
기타비유동부채	4	5	6	6
부채총계	**157**	**170**	**185**	**203**
지배주주지분	180	226	283	350
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116
이익잉여금	53	99	156	224
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0
자본총계	**180**	**226**	**283**	**350**

손익계산서

(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**461**	**542**	**638**	**752**
매출원가	360	413	493	577
매출총이익	**101**	**129**	**145**	**175**
판매비 및 관리비	54	65	67	84
영업이익	**47**	**64**	**78**	**91**
(EBITDA)	54	73	91	109
금융손익	-2	0	2	2
이자비용	4	1	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	0	0	0
세전계속사업이익	**43**	**65**	**79**	**93**
계속사업법인세비용	10	15	19	22
계속사업이익	33	49	61	71
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**33**	**49**	**61**	**71**
지배주주	33	49	61	71
총포괄이익	**33**	**49**	**61**	**71**
매출총이익률 (%)	21.8	23.8	22.8	23.3
영업이익률 (%)	10.2	11.8	12.2	12.1
EBITDA 마진률 (%)	11.7	13.5	14.3	14.5
당기순이익률 (%)	7.1	9.1	9.5	9.4
ROA (%)	7.6	13.5	14.0	13.9
ROE (%)	16.8	24.3	23.9	22.4
ROIC (%)	16.8	25.0	24.3	23.0

현금흐름표

(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**34**	**56**	**86**	**87**
당기순이익(손실)	33	49	61	71
비현금수익비용가감	21	17	13	18
유형자산감가상각비	6	7	8	10
무형자산상각비	1	2	5	8
기타현금수익비용	-1	8	0	0
영업활동 자산부채변동	-13	-1	12	-1
매출채권 감소(증가)	-18	-5	5	-9
재고자산 감소(증가)	-5	-7	-8	-10
매입채무 증가(감소)	12	17	15	17
기타자산, 부채변동	-3	-5	0	0
투자활동 현금	**-16**	**-70**	**-76**	**-86**
유형자산처분(취득)	-37	-43	-52	-61
무형자산 감소(증가)	-1	-16	-22	-22
투자자산 감소(증가)	23	-11	-3	-3
기타투자활동	-1	0	0	0
재무활동 현금	**-12**	**-2**	**-3**	**-3**
차입금의 증가(감소)	-24	0	0	0
자본의 증가(감소)	10	-3	-3	-3
배당금의 지급	2	3	3	3
기타재무활동	1	1	0	0
현금의 증가	**7**	**-17**	**6**	**-2**
기초현금	15	21	5	11
기말현금	21	5	11	9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

주요 투자지표

	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)				
P/E	26.7	38.1	30.9	26.5
P/B	5.2	8.3	6.6	5.4
EV/EBITDA	17.1	25.5	20.4	17.1
P/CF	16.4	28.3	25.3	21.1
배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)				
매출액	0.3	17.5	17.7	17.9
영업이익	38.9	36.9	21.7	16.9
세전이익	44.7	50.3	23.0	16.6
당기순이익	26.1	50.2	23.1	16.8
EPS	23.4	41.8	23.1	16.7
안정성 (%)				
부채비율	87.1	75.2	65.5	58.0
유동비율	145.3	140.9	135.5	133.6
순차입금/자기자본(x)	-5.7	-1.9	-4.6	-4.1
영업이익/금융비용(x)	11.0	94.3	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	70	70	70	70
순차입금 (십억원)	-10	-4	-13	-14
주당지표 (원)				
EPS	1,647	2,336	2,875	3,355
BPS	8,521	10,696	13,411	16,606
CFPS	2,686	3,142	3,510	4,214
DPS	160	160	160	160

호텔신라 (008770)

2015. 10. 26 | 유통

요우커가 다시 로그인 하셨습니다

Analyst **오린아**
02. 3779-0053
lina.oh@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가 **160,000 원**
현재주가 **104,500 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

3Q15 실적이 바닥이다

호텔신라의 2015년 3분기 K-IFRS 연결 기준 매출액은 전년동기대비 16.8% 감소한 6,579억원, 영업이익은 전년동기대비 91.7% 감소한 48억원을 기록할 것으로 예상한다. 면세점 매출액은 5,771억원(YoY -19.0%), 영업이익은 75억원(YoY -86.4%)으로 추정한다.

4 분기 인바운드 회복을 기점으로 2016 년 실적 급상승 예상

호텔신라는 MERS로 위축되었던 중국인 관광객의 회복과 수익성 정상화, 바잉파워 확보에 따른 원가율 개선 등에 따라 올해 4분기부터 강한 실적 모멘텀이 시작될 전망이다. 9월 중국인 입국자는 전년동기대비 +4.8%를 기록하며 회복된 모습이다. 10월 국경절 및 연말 휴일 효과를 고려하면 4분기 중국인 입국자수는 전년동기대비 약 8.7% 증가한 1,569,030명 수준을 예상한다. 더불어 12월 말 영업을 시작해 2016년 3월부터 영업이 본격화 될 HDC신라면세점 또한 동사에게 지분법이익으로 인식되면서 2016년 세전이익은 2015년 대비 166% 증가할 전망이다. 이에 따른 EPS 성장률 또한 172%에 달할 것으로 추정한다.

최근 주가에 부정적으로 작용했던 내용은 면세점 특허 수수료 인상에 대한 이슈 때문이었다. 현재 대기업의 경우 매출액의 0.05%를 지급하고 있는데, 이에 관해 독과점 논란이 일면서 이를 최대 1%까지 인상하자는 안건이 나왔기 때문이다. 이는 1) 타 국가 대비 높은 수준으로 파악되고, 2)수수료 인상분을 가격에 전가시키면 결국은 소비자들에게 피해가 돌아간다는 관점에서 역효과로 작용할 수 있다고 판단한다.

투자의견 Buy, 목표주가 160,000 원으로 커버리지 개시

호텔신라에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 160,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2016~2017년 EPS에 Target P/E 36배를 적용했다. MERS의 여파에 따른 실적 우려와 면세점 특허수수료 인상에 대한 내용으로 주가는 52주 최고가대비 37% 하락한 상태다. 2016년에는 인바운드 관광객의 회복에 따른 면세 사업 정상화가 기대되며, 창이공항 면세점 또한 BEP를 달성할 것으로 전망하고 있다.

Stock Data

KOSPI (10/23)		2,040.4pt
시가총액		41,014 억원
발행주식수		39,248 천주
52 주 최고가 / 최저가		138,000 / 85,800 원
90 일 일평균거래대금		389.45 억원
외국인 지분율		37.6%
배당수익률(15.12E)		0.3%
BPS(15.12E)		19,295 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-14.1%
	6 개월	-10.6%
	12 개월	-7.5%
주주구성	삼성생명(고객계정)외	17.5%
	국민연금공단	12.7%
	삼성생명보험	7.9%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	2,297	87	16	11	275	-89.3	138	241.4	21.7	3.9	1.6
2014	2,909	139	114	73	1,872	579.8	203	48.8	19.9	5.0	10.4
2015E	3,195	111	87	55	1,395	-25.5	186	74.9	26.0	5.4	7.3
2016E	3,730	231	231	149	3,800	172.3	311	27.5	15.6	4.6	17.8
2017E	4,657	293	309	200	5,076	33.6	383	20.6	12.8	3.8	20.0

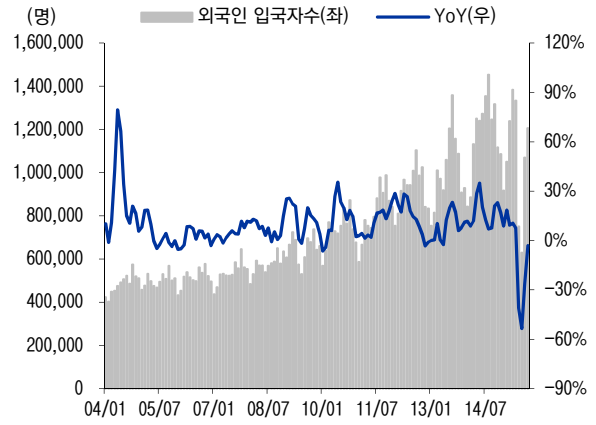
자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표20 호텔신라 Valuation

(원)	Value	비고
EPS	4,438	2016~2017 년 평균 적용
Target Multiple (x)	36	신규면세점 추가 출점 및 카니발 효과 고려
목표주가	159,768	
현재주가	104,500	
상승여력 (%)	53.1%	

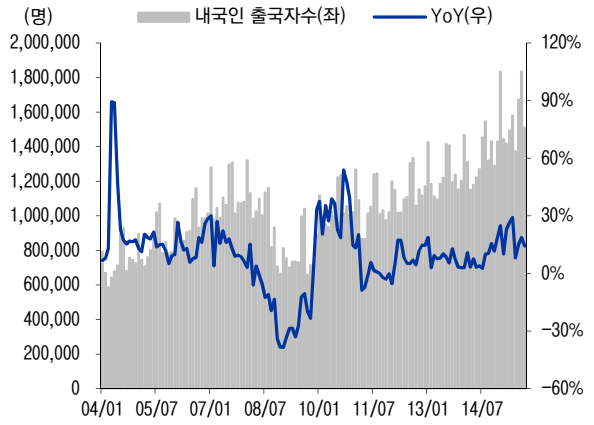
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 외국인 입국자수 추이



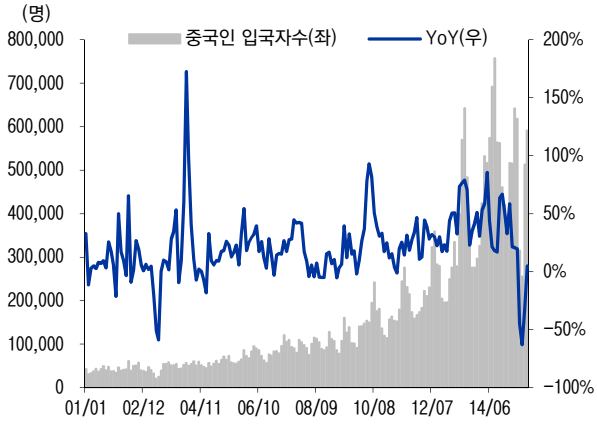
자료: 관광정보지식시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 내국인 출국자수 추이



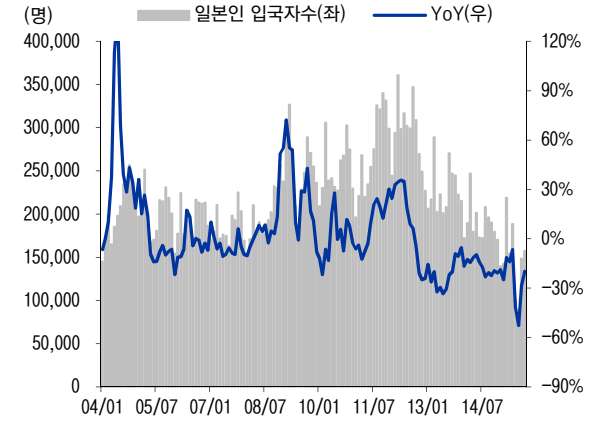
자료: 관광정보지식시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 중국인 입국자수 추이



자료: 관광정보지식시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 일본인 입국자수 추이



자료: 관광정보지식시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

표21 호텔신라 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	2014	2015E	2016E
추정 실적(억원)											
매출액	5,940.5	7,090.5	7,922.0	8,136.7	8,285.1	8,447.0	6,579.0	8,637.8	29,089.8	31,948.9	37,300.1
면세유통	5,243.0	6,382.0	7,129.0	7,370.0	7,527.0	7,666.0	5,771.0	7,652.8	26,124.0	28,616.8	33,258.1
호텔	532.0	587.0	676.0	681.0	544.0	614.0	646.0	851.0	2,476.0	2,655.0	3,315.0
생활레저	182.0	144.0	152.0	129.0	214.0	167.0	162.0	134.0	607.0	677.0	727.0
영업이익	217.0	329.0	578.0	265.0	336.0	294.0	48.2	434.2	1,389.0	1,112.3	2,313.0
면세유통	295.0	335.0	550.0	309.0	430.0	317.0	75.0	474.5	1,489.0	1,296.5	2,297.9
호텔	-104.0	-36.0	-6.0	-61.0	-126.0	-67.0	-62.7	-69.8	-207.0	-325.4	-134.8
생활레저	26.0	29.0	34.0	17.0	32.0	44.0	35.8	29.5	106.0	141.3	149.9
세전이익	153.3	289.4	505.0	189.2	232.7	259.9	6.4	369.7	1,136.9	868.7	2,313.6
당기순이익	115.1	211.0	368.5	39.3	155.0	152.3	4.1	238.8	734.0	550.2	1,494.3
성장률(%)											
매출액	24.3%	31.4%	15.5%	37.1%	39.5%	19.1%	-16.8%	6.2%	26.6%	9.8%	16.7%
면세유통	18.7%	27.0%	15.4%	40.4%	43.6%	20.1%	-19.0%	3.8%	25.2%	9.5%	16.2%
호텔	103.8%	142.6%	15.8%	21.0%	2.3%	4.6%	-4.4%	25.0%	50.1%	7.2%	24.9%
생활레저	65.5%	6.7%	32.2%	-13.4%	17.6%	16.0%	6.6%	3.9%	19.3%	11.5%	7.4%
영업이익	193.2%	-1.2%	44.1%	356.9%	54.8%	-10.6%	-91.7%	63.8%	60.4%	-19.9%	107.9%
면세유통	136.0%	-2.0%	40.7%	191.5%	45.8%	-5.4%	-86.4%	53.6%	54.5%	-12.9%	77.2%
호텔	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
생활레저	62.5%	-21.6%	3.0%	-45.2%	23.1%	51.7%	5.3%	73.4%	-9.4%	33.3%	6.1%
세전이익	흑전	59.6%	102.3%	흑전	51.8%	-10.2%	-98.7%	95.4%	608.1%	-23.6%	166.3%
당기순이익	흑전	56.2%	95.1%	흑전	34.6%	-27.8%	-98.9%	507.5%	576.9%	-25.0%	171.6%

자료: 호텔신라, 이베스트투자증권 리서치센터

호텔신라(008770)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	709	823	1,000	1,047	1,160
현금 및 현금성자산	226	187	288	272	202
매출채권 및 기타채권	104	106	127	139	173
재고자산	337	494	554	604	751
기타유동자산	43	37	31	32	34
비유동자산	1,003	1,084	1,230	1,350	1,503
관계기업투자등	31	25	35	37	38
유형자산	643	704	776	876	1,009
무형자산	23	33	33	36	38
자산총계	**1,712**	**1,907**	**2,229**	**2,397**	**2,662**
유동부채	433	435	455	486	564
매입채무 및 기타재무	187	237	262	286	356
단기금융부채	140	0	4	4	4
기타유동부채	106	198	189	196	204
비유동부채	601	742	1,003	1,004	1,006
장기금융부채	449	599	968	968	968
기타비유동부채	152	144	35	37	38
부채총계	**1,034**	**1,177**	**1,458**	**1,490**	**1,570**
지배주주지분	679	730	772	907	1,093
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	288	344	385	520	705
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**679**	**730**	**772**	**907**	**1,093**

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**2,297**	**2,909**	**3,195**	**3,730**	**4,657**
매출원가	0	0	1,755	2,063	2,571
매출총이익	**2,297**	**2,909**	**1,440**	**1,667**	**2,087**
판매비 및 관리비	2,210	2,770	1,328	1,436	1,794
영업이익	**87**	**139**	**111**	**231**	**293**
(EBITDA)	138	203	186	311	383
금융손익	-8	-15	-20	-15	-15
이자비용	27	26	32	36	36
관계기업등 투자손익	0	-1	-5	14	29
기타영업외손익	-62	-9	1	1	1
세전계속사업이익	**16**	**114**	**87**	**231**	**309**
계속사업법인세비용	5	40	32	82	109
계속사업이익	11	73	55	149	200
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**11**	**73**	**55**	**149**	**200**
지배주주	11	73	55	149	200
총포괄이익	**3**	**69**	**56**	**149**	**200**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	45.1	44.7	44.8
영업이익률 (%)	3.8	4.8	3.5	6.2	6.3
EBITDA 마진률 (%)	6.0	7.0	5.8	8.3	8.2
당기순이익률 (%)	0.5	2.5	1.7	4.0	4.3
ROA (%)	0.7	4.1	2.7	6.5	7.9
ROE (%)	1.6	10.4	7.3	17.8	20.0
ROIC (%)	6.3	8.4	5.6	10.0	11.2

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**129**	**122**	**99**	**185**	**157**
당기순이익(손실)	11	73	55	149	200
비현금수익비용가감	104	123	116	67	62
유형자산감가상각비	42	52	63	66	76
무형자산상각비	9	12	12	14	15
기타현금수익비용	30	5	41	-13	-28
영업활동 자산부채변동	31	-62	-45	-31	-105
매출채권 감소(증가)	0	5	-9	-11	-34
재고자산 감소(증가)	16	-151	-61	-50	-148
매입채무 증가(감소)	28	55	13	24	70
기타자산, 부채변동	-13	28	13	6	7
투자활동 현금	**-285**	**-146**	**-225**	**-186**	**-213**
유형자산처분(취득)	-217	-128	-145	-167	-208
무형자산 감소(증가)	-6	-5	-8	-17	-17
투자자산 감소(증가)	0	-4	-3	13	28
기타투자활동	-63	-10	-69	-16	-16
재무활동 현금	**109**	**-14**	**226**	**-14**	**-14**
차입금의 증가(감소)	143	16	251	0	0
자본의 증가(감소)	-12	-6	-14	-14	-14
배당금의 지급	12	6	14	14	14
기타재무활동	-22	-24	-11	0	0
현금의 증가	**-48**	**-39**	**101**	**-15**	**-71**
기초현금	274	226	187	288	272
기말현금	226	187	288	272	202

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	241.4	48.8	74.9	27.5	20.6
P/B	3.9	5.0	5.4	4.6	3.8
EV/EBITDA	21.7	19.9	26.0	15.6	12.8
P/CF	23.1	18.6	24.5	19.3	16.0
배당수익률 (%)	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
매출액	3.5	26.6	9.8	16.7	24.9
영업이익	-33.0	60.5	-19.9	107.9	26.7
세전이익	-88.0	610.1	-23.6	166.2	33.5
당기순이익	-89.3	579.8	-25.1	171.4	33.5
EPS	-89.3	579.8	-25.5	172.3	33.6
안정성 (%)					
부채비율	152.3	161.3	188.9	164.3	143.7
유동비율	163.9	189.1	219.9	215.5	205.6
순차입금/자기자본(x)	53.4	56.4	88.5	77.0	70.4
영업이익/금융비용(x)	3.2	5.3	3.5	6.4	8.1
총차입금 (십억원)	589	599	972	972	972
순차입금 (십억원)	362	411	683	699	769
주당지표 (원)					
EPS	275	1,872	1,395	3,800	5,076
BPS	16,964	18,249	19,295	22,679	27,316
CFPS	2,874	4,913	4,272	5,412	6,550
DPS	150	350	350	350	350

한화갤러리아타임월드 (027390)

2015. 10. 26 | 유통

Analyst 오린아
02. 3779-0053
lina.oh@ebestsec.co.kr

2016 년부터 가파른 실적 상승 전망

Buy (maintain)

목표주가 180,000 원
현재주가 106,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

3Q15 실적, 면세점 출점 비용 부담으로 작용 예상

한화갤러리아타임월드의 2015년 3분기 K-IFRS 별도 기준 총매출액은 전년동기대비 8% 감소한 938억원, 순매출액은 전년동기대비 18.0% 감소한 362억원, 영업이익은 전년동기대비 71.5% 감소한 23억원을 기록할 것으로 예상한다. 올해 2분기 동사의 제주면세점 부문은 MERS 영향으로 인한 제주도 관광객 감소와 상반기 시내면세점 관련 컨설팅 비용 등으로 21억원의 영업적자를 기록했다. MERS가 누그러지면서 9월 전승절기념일을 기점으로 중국인 입국자수가 회복되고 있으나, 하반기에도 시내면세점 출점 관련 비용이 약 30억원 정도 발생할 것으로 예상한다. 이에 3분기 면세점 부문은 적자 전환해 34억원 수준의 손실을 기록할 것으로 추정한다.

서울 시내면세점, 올해 말 개장 예정

서울 시내면세점은 12월 28일 개장을 목표로 준비 중이며, 영업면적은 3,000평 수준이다. 2016년 예상 총매출액은 5,040억원, 영업이익률은 5%로 사측에서 공시하였으나, 우리는 알선수수료 경쟁 심화를 예상해 2%대 수준의 보수적 추정을 했다. 향후 수익성에 대한 내용이 확인되면 추정치를 상향할 예정이다.

시내면세점 관련 투자비는 총 1,690억원으로 공시 되었다. 내용은 매장공사 682억원, IT/인터넷면세점 관련 개발 비용 45억원, 보증금 등 99억원, 오픈 초도 물량 매입대금 864억원 등이다. 상품 매입대금 864억원 중 500억원은 이번 9월 CB발행을 통해 조달했다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 180,000 원으로 하향

한화갤러리아타임월드에 대해 투자의견 Buy를 유지하나 목표주가는 기존 212,000원에서 180,000원으로 하향한다. 목표주가의 하향은 3분기 실적을 조정 반영함에 따른 것이다. 올해까지는 시내면세점 출점에 따른 진출 비용으로 실적 모멘텀은 미미할 것으로 예상하지만, 빠르면 올해 말부터 영업을 시작하는 서울 시내면세점의 개장으로 내년 실적은 가파르게 상승할 것으로 전망한다. 시내면세점 운영으로 확보되는 추가 영업가치는 2016년 1,690억원, 2017년에는 1조 1,786억원에 달할 전망이다.

Stock Data

KOSPI (10/23)		2,040.4pt
시가총액		6,390 억원
발행주식수		6,000 천주
52 주 최고가 / 최저가		200,000 / 54,300 원
90 일 일평균거래대금		98.41 억원
외국인 지분율		8.0%
배당수익률(15.12E)		0.9%
BPS(15.12E)		49,220 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-10.7%
	6 개월	80.7%
	12 개월	53.1%
주주구성	(주)한화갤러리아	69.5%
	FIDELITY PURITAN	10.0%

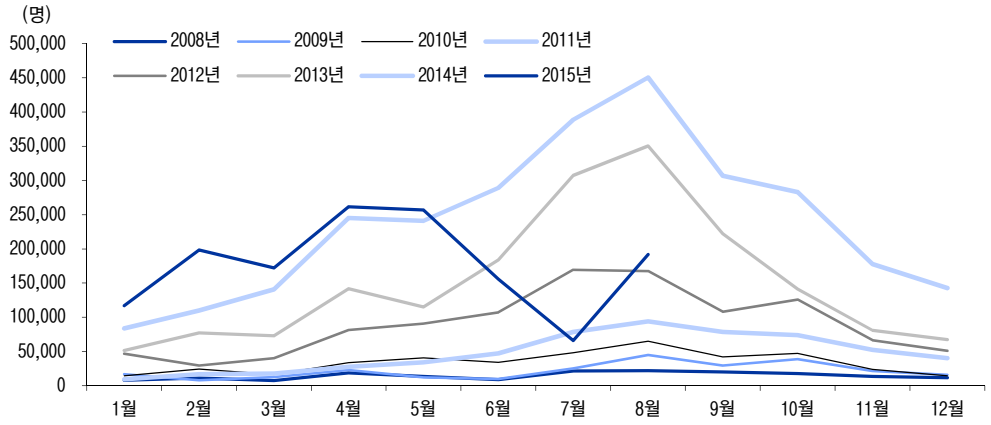
Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	125	36	31	12	2,035	-68.4	44	15.0	3.9	0.7	4.9
2014	160	33	32	24	4,076	100.3	40	18.7	11.3	1.6	9.0
2015E	177	24	22	17	2,904	-28.7	30	36.7	21.2	2.2	6.0
2016E	689	47	43	34	5,742	97.7	55	18.5	12.3	2.0	11.1
2017E	1,135	97	93	75	12,455	116.9	106	8.6	6.3	1.6	20.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

그림73 제주도 입도 중국인 관광객 추이



자료: 제주특별자치도관광협회, 이베스트투자증권 리서치센터

표22 한화갤러리아타임월드 분기별 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	2014	2015E	2016E
추정 실적											
총매출액	924.7	963.2	1,018.7	1,230.2	1,046.1	1,029.4	937.7	1,389.2	4,136.8	4,402.4	12,309.4
백화점	924.7	872.8	797.9	1,056.3	882.6	860.6	812.8	1,127.5	3,651.7	3,683.5	3,883.4
면세점(제주+서울)	-	90.4	220.8	173.9	163.4	168.7	124.9	261.8	485.12	718.87	8,426.0
순매출액	323.9	364.4	442.0	472.3	419.8	414.6	362.4	578.1	1,602.7	1,774.8	6,894.5
매출총이익	256.9	286.4	326.5	369.6	317.7	317.3	271.5	416.1	1,239.5	1,322.6	4,864.4
영업이익	86.4	59.0	79.7	108.9	61.0	39.0	22.7	116.3	334.0	239.0	467.7
백화점	86.4	70.1	60.9	115.2	70.5	60.3	57.1	117.2	332.6	305.1	329.5
면세점(제주+서울)	0.0	-11.1	18.7	-6.3	-9.5	-21.3	-34.4	-0.9	1.3	-66.1	138.2
세전이익	99.6	53.1	78.2	86.1	90.4	24.9	5.4	98.9	317.0	219.5	430.6
순이익	76.5	41.4	60.8	66.0	72.3	18.6	4.0	73.8	244.6	174.3	344.5
성장률											
총매출액	3.5%	10.9%	34.5%	17.7%	13.1%	6.9%	-8.0%	12.9%	16.0%	6.4%	179.6%
백화점	3.5%	0.6%	5.3%	1.1%	-4.3%	12.0%	2.1%	7.0%	2.4%	0.9%	5.4%
면세점(제주+서울)	-	-	-	-	-	86.7%	-43.4%	50.5%		48.2%	1072.1%
순매출액	1.3%	19.1%	60.1%	34.7%	29.6%	13.8%	-18.0%	22.4%	28.3%	10.7%	288.5%
매출총이익	0.8%	15.5%	51.3%	27.4%	23.6%	10.8%	-16.8%	12.6%	22.9%	6.7%	267.8%
영업이익	-3.9%	-27.6%	30.4%	-13.7%	-29.5%	-33.9%	-71.5%	6.8%	-6.7%	-28.4%	95.7%
백화점	-3.9%	-14.1%	-0.2%	-8.3%	-18.5%	-13.9%	-6.3%	1.8%	-7.1%	-8.3%	8.0%
면세점(제주+서울)	-	-	-	-	-	적지	적전	흑전	-	적전	흑전
세전이익	5.6%	-25.2%	99.2%	-22.1%	-9.2%	-53.2%	-93.2%	14.9%	0.8%	-30.8%	96.2%
순이익	4.8%	-160.7%	92.0%	-23.0%	-5.4%	-55.2%	-93.4%	11.9%	100.3%	-28.7%	97.7%
수익성											
매출총이익률	27.8%	29.7%	32.0%	30.0%	30.4%	30.8%	29.0%	30.0%	30.0%	30.0%	39.5%
영업이익률	9.3%	6.1%	7.8%	8.9%	5.8%	3.8%	2.4%	8.4%	8.1%	5.4%	3.8%
백화점	9.3%	8.0%	7.6%	10.9%	8.0%	7.0%	7.0%	10.4%	9.1%	8.3%	8.5%
면세점(제주+서울)	-	-12.3%	8.5%	-3.6%	-5.8%	-12.6%	-27.5%	-0.4%	0.3%	-9.2%	1.6%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한화갤러리아타임월드(027390)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	24	28	80	51	74
현금 및 현금성자산	10	6	53	25	34
매출채권 및 기타채권	9	10	12	10	16
재고자산	2	7	10	10	17
기타유동자산	4	5	6	6	6
비유동자산	352	380	390	454	487
관계기업투자등	155	165	164	171	177
유형자산	186	185	196	251	277
무형자산	2	2	2	2	2
자산총계	**376**	**408**	**471**	**505**	**561**
유동부채	97	97	98	103	89
매입채무 및 기타재무	81	84	77	81	67
단기금융부채	0	0	12	12	12
기타유동부채	16	13	10	10	11
비유동부채	21	28	77	78	79
장기금융부채	0	0	50	50	50
기타비유동부채	21	28	27	28	29
부채총계	**118**	**125**	**175**	**181**	**168**
지배주주지분	258	284	295	324	392
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	18	18	18	18	18
이익잉여금	207	224	236	264	333
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**258**	**284**	**295**	**324**	**392**

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	**125**	**160**	**177**	**689**	**1,135**
매출원가	24	36	45	203	340
매출총이익	**101**	**124**	**132**	**486**	**795**
판매비 및 관리비	65	91	108	440	699
영업이익	**36**	**33**	**24**	**47**	**97**
(EBITDA)	44	40	30	55	106
금융손익	2	1	3	3	3
이자비용	0	1	0	1	1
관계기업등 투자손익	-3	0	-2	-3	-3
기타영업외손익	-3	-4	-4	-4	-4
세전계속사업이익	**31**	**32**	**22**	**43**	**93**
계속사업법인세비용	7	7	5	9	19
계속사업이익	24	24	17	34	75
중단사업이익	-12	0	0	0	0
당기순이익	**12**	**24**	**17**	**34**	**75**
지배주주	12	24	17	34	75
총포괄이익	**17**	**33**	**17**	**34**	**75**
매출총이익률 (%)	80.5	77.3	74.5	70.6	70.0
영업이익률 (%)	28.7	20.8	13.5	6.8	8.5
EBITDA 마진률 (%)	34.9	24.8	17.1	8.0	9.3
당기순이익률 (%)	9.8	15.3	9.8	5.0	6.6
ROA (%)	3.3	6.2	4.0	7.1	14.0
ROE (%)	4.9	9.0	6.0	11.1	20.9
ROIC (%)	23.2	25.7	15.3	23.1	36.2

현금흐름표

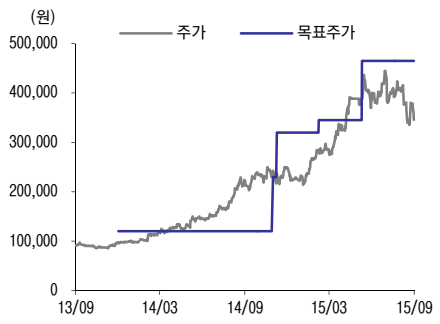
(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	**38**	**25**	**11**	**53**	**61**
당기순이익(손실)	12	24	17	34	75
비현금수익비용가감	30	13	13	12	13
유형자산감가상각비	8	6	7	8	9
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	3	-1	6	4	4
영업활동 자산부채변동	4	-5	-15	6	-27
매출채권 감소(증가)	-1	-1	-1	2	-6
재고자산 감소(증가)	0	-5	-3	-1	-7
매입채무 증가(감소)	7	3	-7	4	-14
기타자산, 부채변동	-2	-1	-2	0	0
투자활동 현금	**-77**	**-22**	**-20**	**-74**	**-46**
유형자산처분(취득)	-9	-5	-18	-63	-34
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-108	1	-5	-10	-10
기타투자활동	40	-18	3	-1	-1
재무활동 현금	**-4**	**-7**	**56**	**-6**	**-6**
차입금의 증가(감소)	0	0	62	0	0
자본의 증가(감소)	-4	-6	-6	-6	-6
배당금의 지급	4	6	6	6	6
기타재무활동	0	-1	0	0	0
현금의 증가	**-44**	**-4**	**47**	**-28**	**9**
기초현금	53	10	6	53	25
기말현금	10	6	53	25	34

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도 기준.

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	15.0	18.7	36.7	18.5	8.6
P/B	0.7	1.6	2.2	2.0	1.6
EV/EBITDA	3.9	11.3	21.2	12.3	6.3
P/CF	4.3	12.1	21.3	13.7	7.3
배당수익률 (%)	3.3	1.3	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
매출액	-0.9	28.3	10.7	288.5	64.7
영업이익	-2.8	-6.7	-28.4	95.7	106.7
세전이익	-34.2	0.8	-30.8	96.2	116.9
당기순이익	-68.4	100.3	-28.7	97.7	116.9
EPS	-68.4	100.3	-28.7	97.7	116.9
안정성 (%)					
부채비율	45.9	43.9	59.4	55.9	42.9
유동비율	25.0	29.2	81.5	49.6	82.7
순차입금/자기자본(x)	-4.6	-3.1	2.1	10.5	6.3
영업이익/금융비용(x)	474.7	34.9	55.4	67.4	171.9
총차입금 (십억원)	0	0	62	62	62
순차입금 (십억원)	-12	-9	6	34	25
주당지표 (원)					
EPS	2,035	4,076	2,904	5,742	12,455
BPS	43,008	47,298	49,220	53,961	65,416
CFPS	7,094	6,294	5,000	7,779	14,685
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

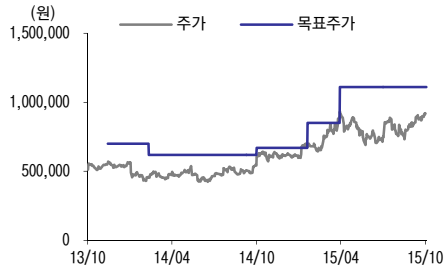
아모레퍼시픽 목표주가 추이(액면분할 환산 반영)



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2013.12.05	Buy	1,200,000 원			
2014.01.20	Buy	1,200,000 원			
2014.11.03	Buy	2,300,000 원			
2014.11.11	Buy	3,200,000 원			
2015.02.10	담당자변경	오린아			
2015.02.10	Buy	3,450,000 원			
2015.04.06	Buy	3,450,000 원			
2015.05.15	Buy	465,000 원			
2015.06.18	Buy	465,000 원			
2015.09.07	Buy	465,000 원			
2015.10.26	Buy	465,000 원			

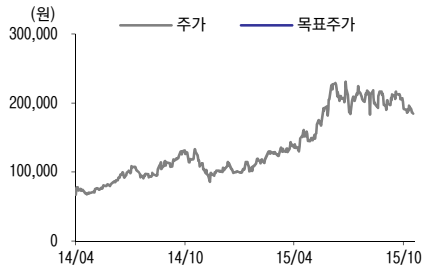
LG 생활건강 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2013.12.05	Buy	700,000 원			
2013.12.17	Buy	700,000 원			
2014.01.24	Buy	700,000 원			
2014.03.04	Buy	620,000 원			
2014.10.23	Buy	670,000 원			
2014.12.10	Buy	670,000 원			
2015.02.10	담당자변경	오린아			
2015.02.10	Buy	850,000 원			
2015.04.21	Buy	1,110,000 원			
2015.07.27	Buy	1,110,000 원			
2015.10.26	Buy	1,110,000 원			

코스맥스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

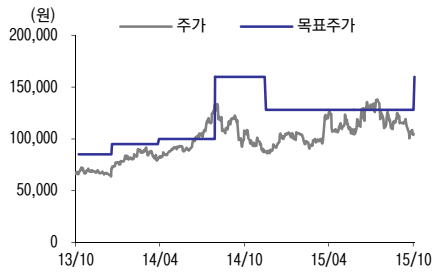
일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2015.10.26	담당자변경	오린아			
2015.10.26	Buy	260,000 원			

한국콜마 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2014.12.11	Buy	61,000 원			
2015.10.26	담당자변경	오린아			
2015.10.26	Buy	125,000 원			

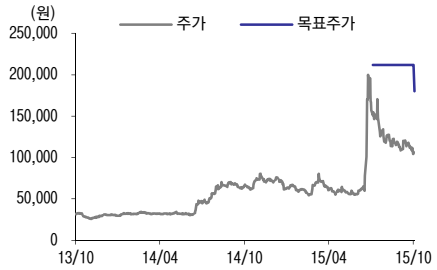
호텔신라 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2013.10.29	Buy	85,000 원			
2014.01.09	Buy	95,000 원			
2014.01.27	Buy	95,000 원			
2014.04.21	Buy	100,000 원			
2014.04.29	Buy	100,000 원			
2014.05.02	Buy	100,000 원			
2014.06.10	Buy	100,000 원			
2014.08.20	Buy	160,000 원			
2014.12.08	Buy	128,000 원			
2015.02.04	Buy	128,000 원			
2015.10.26	담당자변경	오린아			
2015.10.26	Buy	160,000 원			

한화갤러리아타임월드 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격
2015.07.27	담당자변경	오린아			
2015.07.27	Buy	212,000 원			
2015.09.07	Buy	212,000 원			
2015.10.26	Buy	180,000 원			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오린아)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다..

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	90.2% 9.8%	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2014. 10. 1 ~ 2015. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)