

화장품 (OVERWEIGHT)

2016.08.29



박신애
3777-9096
shinay.park@kbsec.co.kr

8월 면세점 실적에 충격은 없을 것, 다만 안도도 우려도 아직은 시기상조

- ✓ 8월 중국인 입국자수는 전월과 유사한 92만명 수준 예상
- ✓ 다만 음성적 유통으로 인해 입국자수 기반 실적 추정은 어려워
- ✓ 9월 초 G20 정상회담 이후의 중국 정부 행보를 지켜볼 필요 있어

Recommendations 기준일: 2016년 8월 26일

아모레퍼시픽 (090430)	투자 의견: BUY (유지)
현재주가: 381,000원	목표주가: 460,000원
LG생활건강 (051900)	투자 의견: BUY (유지)
현재주가: 946,000원	목표주가: 1,100,000원

▶ 8월 중국인 입국자수는 최대 성수기임에도 7월 대비 포함 예상

중국 13개 항공사의 여객 수송 데이터를 통해 8월 중국인 입국자수 현황을 파악해보면, 8월 중국인 입국자수는 약 92만명을 기록하여 7월 대비 포함세를 보일 전망이다. 8월이 일년 중 중국인이 가장 많이 들어오는 달이고, 2013년과 2014년 8월 입국자수가 7월 대비 15%씩 증가한 점을 감안했을 때 계절성을 거스르는 수치라고 보여져 다소 부정적이다. 다만 사드 보복 우려를 감안했을 때 전월대비 하락하지 않은 것은 위안이 될 수 있다. 결론은 지나친 안도도, 지나친 우려도 아직은 시기상조라는 것이다. 9월 4~5일 개최될 G20 정상회담 이후 중국 정부의 행보를 기다려 볼 필요가 있다. 향후 추가 악재가 발생하지 않는다면 2016년 중국인 입국자수는 38% YoY 증가한 828만명을 기록할 전망이다 (이는 전년 메르스 영향 제거 시 13% YoY 성장에 해당).

▶ 국내 면세점 시장 규모에서 '아모레퍼시픽+LG생활건강' 비중 20% 상회

국내 면세점 시장 규모에서 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 합산 기여도는 2015년 18%에서 2016년 상반기 21%까지 확대됐다. 7월 면세점 판매액이 사상 최대 월 수치를 기록했다고 언론에 크게 보도됐으나, 이는 전월 (6월) 대비 4% 증가한 수준으로, 7월 총 입국자수가 10% MoM 증가했고, 내국인 출국자수도 17% MoM 증가한 점을 감안할 때 크게 환호할 만한 수치는 아니라고 판단된다. 2Q16 이후 최근 동향은 면세점 매출액 성장률이 입국자수 성장률을 따라가지 못하는 모습이다.

▶ 음성적 유통으로 인해 中 입국자수 기반 면세점 매출 추정은 어려워

매월 발표되는 중국인 입국자수와 對중국 화장품 수출액 수치를 주식시장이 민감하게 반응하고 있다. 그러나 실상은 국내 면세점 시장에 횡행하고 있는 음성적 유통 때문에 중국인 입국자수와 면세점 실적 간 상관관계가 매우 약해졌다는 것이다. 8월 중국인 입국자수 수치가 평년 대비 다소 부진하더라도, 이와 별개로 면세점 매출액은 훨씬 좋을 수도 있다. 3Q16 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 면세점 매출액은 각각 4,122억원 (+100% YoY), 3,100억원 (+127% YoY)을 기록할 전망이다. 한국인 선상비자 체류 가능 일수 축소로 타이공 활동이 위축됐을 가능성이 있어 공격적인 추정은 배제했다.

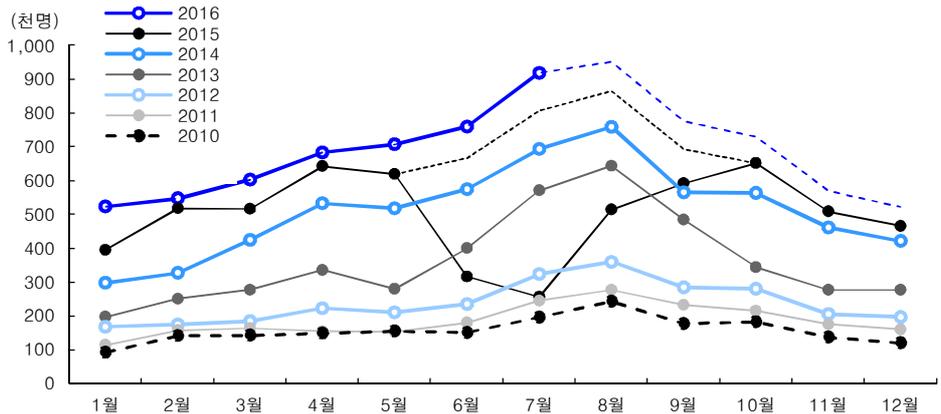
2016년 중국인 입국자수 성장률은 메르스 영향 제거 시 이미 10%대로 하락

2016년 중국인 입국자수는 메르스가 없었다고 가정했을 경우 전년 대비 13% 성장에 그칠 전망

2016년 7월 중국인 입국자수가 91.7만명 (+259% YoY)을 기록했다는 소식에 주식시장이 환호했다. 일부 시장 참가자들은 해외 여행은 보통 1~2달 전에 계획하기 때문에 7월은 사드 배치 영향을 받지 않은 기간이라고 지적하면서 8월 이후 수치를 확인해야 한다고 경계심을 놓지 않았다. KB투자증권은 8월 중국인 입국자수가 7월과 유사한 92만명을 기록할 것으로 예상한다. 연내에 사드 배치 관련 중국 정부의 직접적인 보복이 없다면 2016년 연간 중국인 입국자수는 828만명 (+38% YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

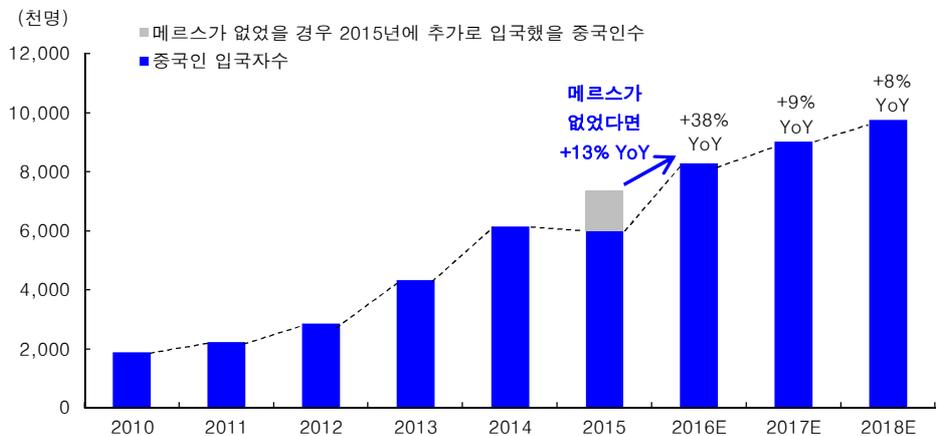
2015년 한해 동안 598만명의 중국인이 한국에 입국했는데, 만일 메르스 사태가 없었다면 730만명 정도가 입국했을 것으로 추정된다. 2016년 연간 추정치인 828만명은 메르스가 없었을 경우의 가정치 대비해서 13% YoY 성장에 그치는 수준이다. 2017년~2018년 성장률은 10% 이하로 하락할 확률이 상당하다.

그림 1. 중국인의 한국 입국자수: 월별 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, KB투자증권

그림 2. 중국인의 한국 입국자수: 연간 추이 및 전망



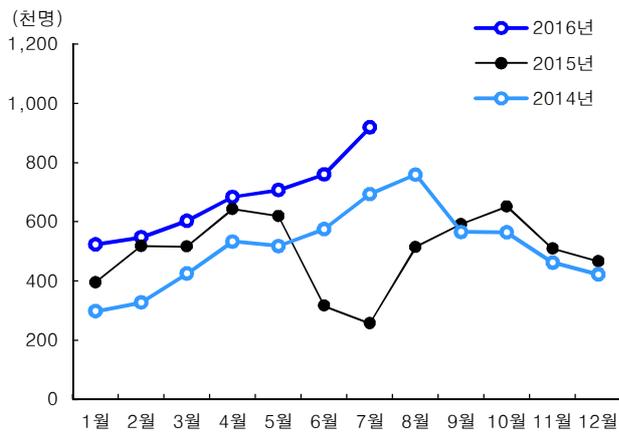
자료: 한국관광공사, KB투자증권

중국 3개 국적기 & 10개 LCC 여객 수송량으로 8월 입국자수 추정 가능

중국 13개 항공사 합산 여객 수송 추이는 공식 중국인 입국자수 추이와 매우 유사함

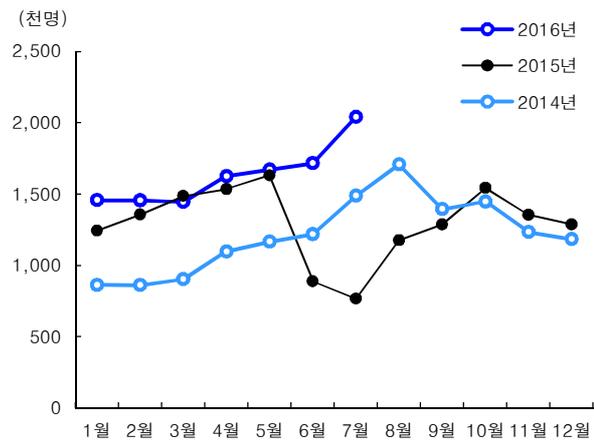
공식 외국인 입국자수는 월간 수치만 발표되기 때문에 항공사들의 일간 여객 수송 수치를 활용해 8월 현황을 파악하고자 한다. KB투자증권은 중국 3개 국적기와 10개 LCC를 통해 한국에 들어오고, 한국을 떠나는 여객 수 추이를 살펴보았다. <그림 3~4>에서와 같이 중국 항공사를 통한 국내 공항 출입국 여객 추이는 중국인 입국자수 수치와 그 흐름이 매우 유사하다.

그림 3. 중국인 입국자수 월별 추이



자료: 한국관광공사, KB투자증권

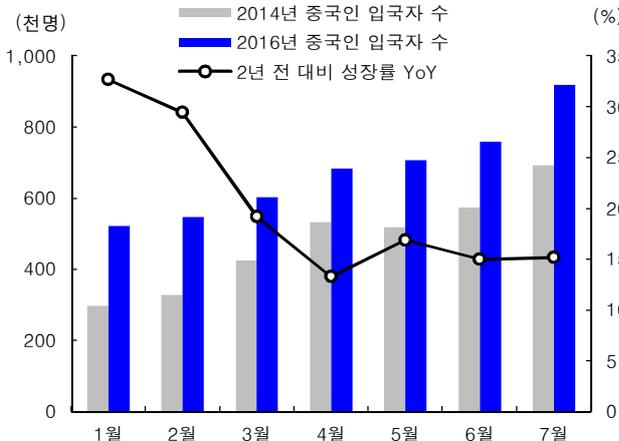
그림 4. 중국 13개 항공사 합산 월별 여객 수송 추이



주: 3개 중국 국적기와 10개 중국 LCC의 한국 내 모든 공항에서의 출발 및 도착 여객 수
자료: 항공정보포털시스템, KB투자증권

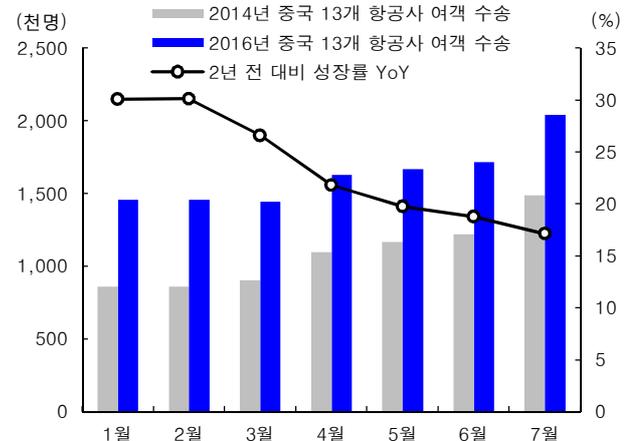
또한 2014년 1~7월 대비 2016년 1~7월 월별 성장률 역시 각각의 데이터가 유사한 흐름을 보인다 (2015년은 메르스로 인해 YoY 비교가 어렵기 때문에 2년 전인 2014년 월별 수치 대비 성장률을 살펴보는 것이 더 적합하다고 판단).

그림 5. 중국인 입국자수: 2014년 및 2016년 월별 비교



자료: 한국관광공사, KB투자증권

그림 6. 중국 13개 항공사 합산 여객 수송: 2014년 및 2016년 월별 비교



주: 3개 중국 국적기와 10개 중국 LCC의 한국 내 모든 공항에서의 출발 및 도착 여객 수
자료: 항공정보포털시스템, KB투자증권

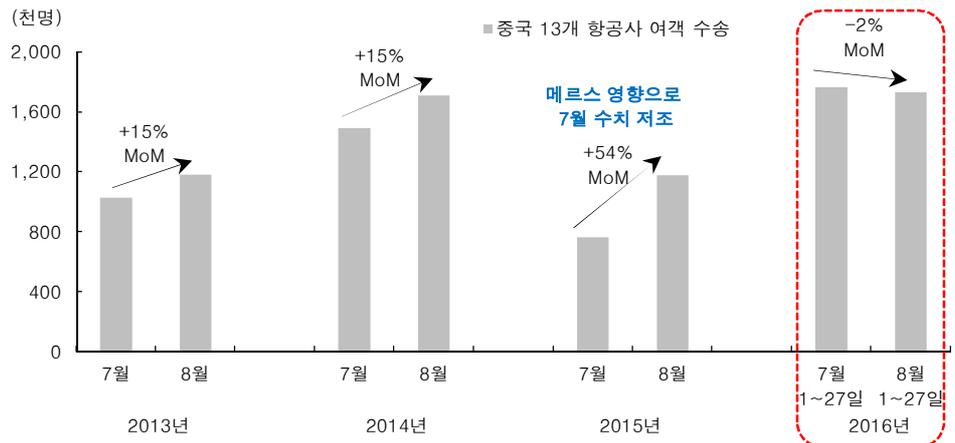
8월이 1년 중 최대 성수기임에도, 1일~27일 누계 여객 수송 2% MoM 감소

8월 입국자수 수치에는 안도와 우려가 교차할 전망으로, 사드 관련 영향을 판단하기는 어려울 것

중국인들의 한국 관광은 6월~9월이 계절적 성수기이고, 특히 8월은 일년 중 중국인이 가장 많이 입국하는 달이다. 아래 <그림 7>에서와 같이 중국 13개 항공사의 합산 8월 여객 수송은 2013년과 2014년에 모두 전월 (7월) 대비 15%씩 증가했다. 그러나 2016년 8월 1일~27일 여객 수송은 7월 1일~27일 대비 2% 감소했다.

사드 보복 우려를 감안했을 때, 견조했던 7월 수치 대비 8월이 보합세를 보였다는 점은 위안이 될 수 있지만, 그렇다고 마냥 안심할 수는 없는 수치이다. 사드와 관련된 부정적 영향이 없었다고 가정하고 볼 경우, 8월 수치가 전월 대비 증가하지 못한 것은 계절성을 거스르는 추세이기 때문이다. 8월 입국자수 수치를 통해 도출할 수 있는 결론은 지나친 안도도, 지나친 우려도 아직은 시기상조라는 것이다. 9월 4~5일 중국 항저우에서 개최될 G20 정상회담 이후 중국 정부의 행보를 기다려 볼 필요가 있다.

그림 7. 중국 13개 항공사 합산 여객 수송: 2013년~2016년의 7월 대비 8월 증가율 추이



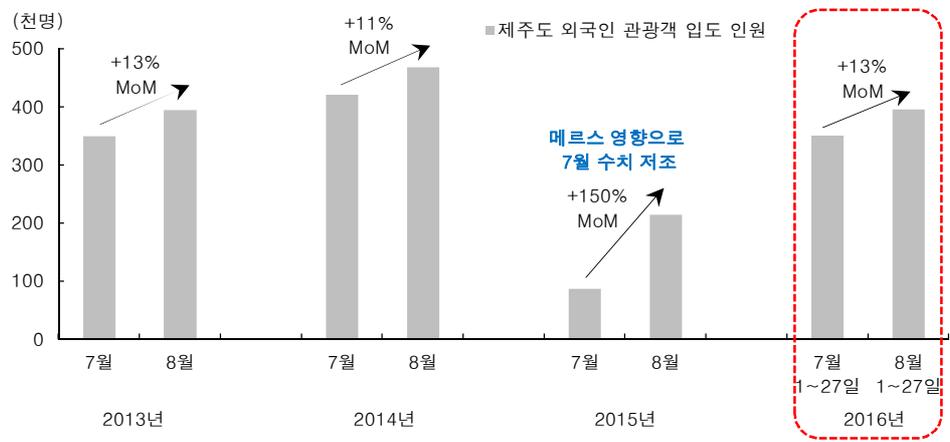
주: 3개 중국 국적기와 10개 중국 LCC의 한국 내 모든 공항에서의 출발 및 도착 여객 수
 자료: 항공정보포털시스템, KB투자증권

8월 제주도 관광객 수치는 건조

한편 제주도에 입도하는 외국인 관광객은 2016년 8월 1일~27일 전월 (7월) 같은 기간 대비 13% 증가하면서 평년의 추세를 이어가는 긍정적인 모습이다 (제주도에 방문하는 전체 외국인 관광객 중 중국인 비중은 86% 수준).

다만 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 면세점 매출액에서 서울 시내 상위 5개 면세점 합산 판매액이 차지하는 비중이 70% 수준이라는 점을 감안할 때, 제주도 입도 관광객수 추이가 양사의 면세점 실적에 미치는 영향력은 다소 제한적이라고 볼 수 있다 (상위 5개 면세점은 2015년 기준, 롯데면세점 소공점, 신라면세점 장충점, 동화면세점, 위키힐면세점, 롯데면세점 잠실점 등임).

그림 8. 제주도 외국인 관광객 입도 인원: 2013년~2016년의 7월 대비 8월 증가율 추이



자료: 제주특별자치도관광협회, KB투자증권

사드 때문에 국내 관광업이 힘들어졌다는 언론 보도는 과장된 부분이 있어

7월~8월은 유례에 없던 중국인 관광객 호황기

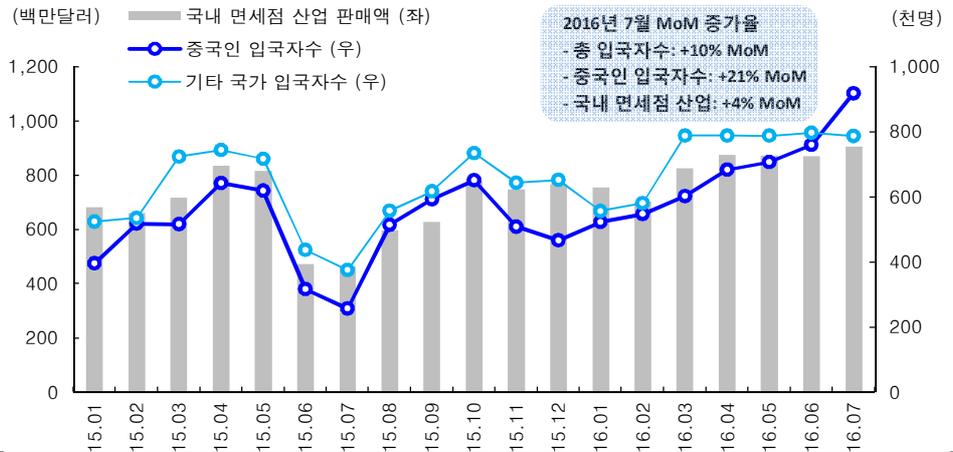
국내 관광 업계가 사드로 인해 직접적인 타격을 받고 있다는 언론 보도에는 과장된 부분이 있다고 보여진다. 7월 중국인 입국자수는 사상 최대치를 기록했고, 8월 역시 7월 대비 소폭 감소했을 뿐 7월~8월은 여전히 유례에 없던 중국인 관광객 호황기라고 볼 수 있기 때문이다. 사드 영향으로 중국인 관광객이 급감해 명동과 제주도 등의 상점들이 어려움을 겪고 있다는 뉴스 역시 부풀려진 부분이 있다고 판단된다.

7월 국내 면세점 매출액 4% MoM 증가, 중국인 입국자수는 21% MoM 증가

7월 국내 면세점 판매액은
입국자 및 출국자 수치 감안 시
크게 환호할 만한 수준은 아님

7월 면세점 판매액이 사상 최대 월 수치인 9억 546만달러를 기록했다고 언론에 크게 보도됐다. 그러나 이는 전월(6월) 대비 4% 증가한 수준으로 7월 총 입국자수가 10% MoM 증가했고, 내국인 출국자수도 17% MoM 증가한 점을 감안할 때 크게 환호할 만한 수치는 아니라고 판단된다. 특히 면세점 매출 성장을 주도하고 있는 것으로 파악되는 중국인 입국자수가 7월에 21% MoM 증가했음에도 면세점 판매액의 MoM 성장률은 이에 크게 미치지 못했다.

그림 9. 국내 면세점 시장 규모 vs. 중국인 입국자수

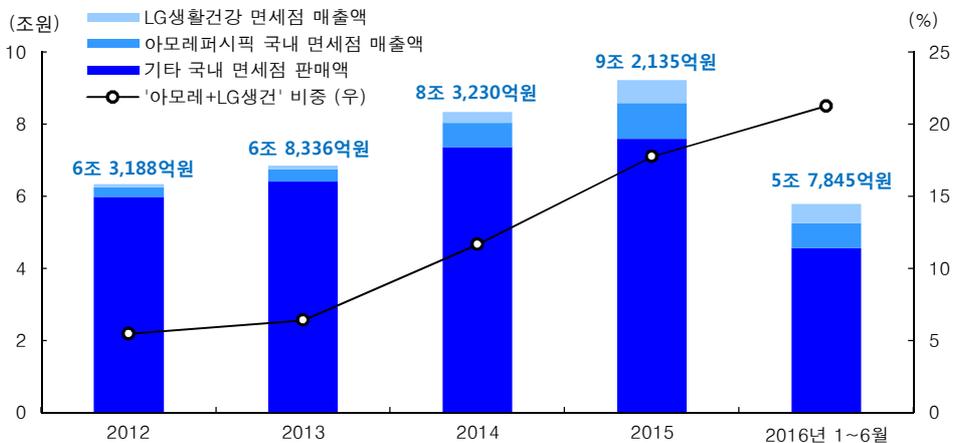


자료: 한국면세점협회, 한국관광공사, KB투자증권

국내 면세점 시장 규모에서
아모레퍼시픽과 LG생활건강의
합산 기여도가 21%까지 확대됨

한편, 국내 면세점 시장 규모에서 아모레퍼시픽과 LG생활건강이 차지하는 비중은 갈수록 높아지는 추세이다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 합산 기여도는 2015년 18%에서 2016년 상반기에는 21%까지 상승한 것으로 파악된다. 한국 화장품에 대한 인기가 지속되는 점은 긍정적이나, 한국 관광의 핵심 경쟁력인 '쇼핑'이 화장품 부문에 치우쳐가는 점은 다소 아쉽다.

그림 10. 국내 면세점 시장 규모 및 '아모레퍼시픽 + LG생활건강' 비중



주: 아모레퍼시픽은 전체 면세점 매출액에서 해외 부분 제거, LG생활건강은 전체 면세점 매출액 수치 사용
자료: 한국면세점협회, 아모레퍼시픽, LG생활건강, KB투자증권

음성적 유통으로 인해 면세점 실적과 중국인 입국자수 간 상관관계 찾기 어려워

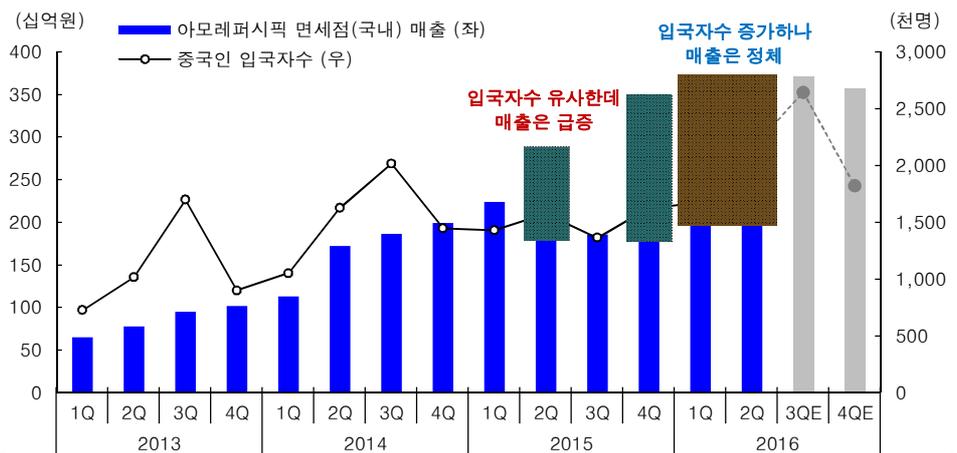
중국인 입국자를 기반으로
상장사들의 면세점 실적을
추정하기는 어려워

매월 발표되는 중국인 입국자수와 對중국 화장품 수출액 수치에 주식시장이 민감하게 반응하고 있다. 그러나 결론은 국내 면세점 시장에 횡행하고 있는 음성적 유통 때문에 중국인 입국자수와 면세점 실적 간 상관관계가 매우 약해졌다는 것이다. 입국자수 성장률을 토대로 아모레퍼시픽이나 LG생활건강의 면세점 실적을 추정한다면 정확도가 떨어진다.

한국인 선상비자 체류 일수 축소로
타이공 활동 위축 가능성 있어

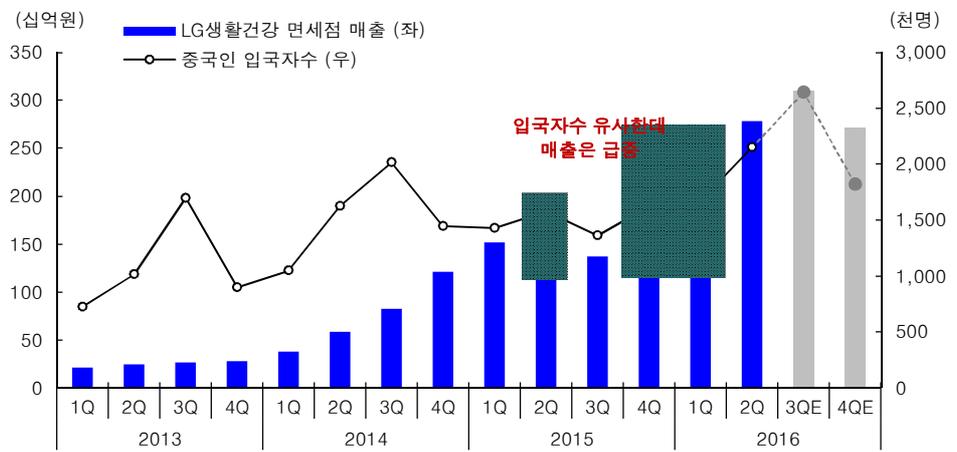
8월 중국인 입국자수 수치가 평년 대비 다소 부진할 것으로 예상되나, 이와 별개로 면세점 매출액은 훨씬 좋을 수도 있다. 관광객 외에 음성적 유통을 통해 발생하는 매출 비중이 상당해 입국자수 추이와 동떨어진 실적이 발표될 수 있기 때문이다. 3분기 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 면세점 매출액은 각각 4,122억원 (+100% YoY), 3,100억원 (+127% YoY)을 기록할 전망이다. 한국인 선상비자 체류 가능 일수 축소로 타이공 활동이 위축됐을 가능성이 있어 공격적인 추정은 배제했다.

그림 11. 아모레퍼시픽 면세점 매출 vs. 중국인 입국자수



주: 아모레퍼시픽은 전체 면세점 매출액에서 해외 부분 제거
자료: 한국관광공사, 아모레퍼시픽, KB투자증권

그림 12. LG생활건강 면세점 매출 vs. 중국인 입국자수



자료: 한국관광공사, LG생활건강, KB투자증권

KB 리서치 커버리지 스타일 분류

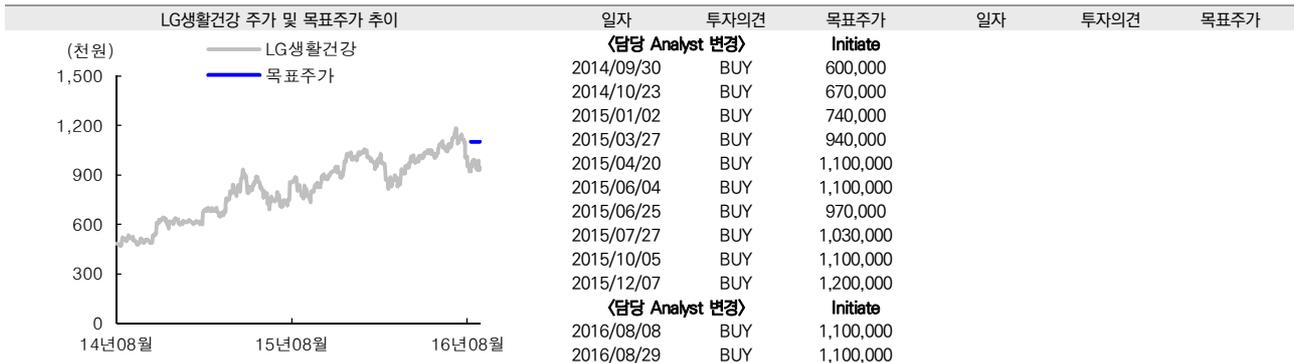
- KB투자증권 커버리지 종목에 대하여 애널리스트 의견 및 계량 분석을 통해 해당 종목의 투자기간, 스타일, 투자성향을 분류하여 제시함

구분	아모레퍼시픽 (090430)	LG생활건강 (051900)	기준
투자기간	단기		6개월 이내 의미 있는 주가 변동이 예상되는 종목
	장기	✓	12개월 이내 의미 있는 주가 변동이 예상되는 종목
스타일	성장	✓	해당 기업의 매출액, 당기순이익의 3년 평균 성장률, 지속가능성장률을 중심으로 점수를 산정 후 평균 점수 이상인 종목
	가치		해당 기업의 주당순자산비율 (PBR), 주가수익비율 (PER), 배당수익률을 중심으로 상대적으로 저평가된 종목
	배당		배당의 연속성 (3년 연속 배당), 배당성장, 배당 증가 여부, 이익의 안정 및 성장 등을 종합적으로 분석하여 배당주로서 매력도 존재하는 종목
투자성향	고위험	✓	주가 변동성 (수익률의 표준편차)이 상위 1/3에 포함시 고위험, 중위 1/3에 포함시 중위험, 하위 1/3에 포함시 저위험으로 분류함
	중위험		
	저위험		

주1: 위의 커버리지 스타일은 KB투자증권의 자체 기준으로 분류한 것으로 해당 종목에 대한 절대적인 기준이 아닌 참고용 자료임

주2: 스타일은 각 Factor에 대해 상대비교에 의하여 선정되는 것으로, 일정 기준에 부합되지 않을 경우 제시되지 않을 수 있음

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 추이



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

투자의견 비율 (기준일: 2016/06/30)

투자등급	비율
BUY	88.8%
HOLD	11.2%
SELL	0%

[Compliance Notice]

- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 발간일 현재 동 자료의 조사분석담당자는 조사 분석 대상 법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 및 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰 할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사가 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 투자자 본인의 판단하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 이용될 수 없음을 알려드립니다. 본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.