



2016년 10월 25일 | Equity Research



컨슈머 Overweight

2016 중국 탐방기: 프리미엄 시장을 선점하라

- 양호한 소비/구조조정 완료/브랜드화/온라인화 배경 프리미엄화 가속
- 화장품: ODM시업규모 큰 폭 확대, 부지제 기회
 - *클리오 - 한국 색조 브랜드를 대표하다(합리적 적정주가 5.4만원)
- 음식료: 성장의 축은 'Q'에서 'P'로 이동, 국내 업체 니치 전략 유효

Industry In-depth

Top picks 및 관심종목

한국콜마(161890) BUY TP 124,000원 CP(10월24일) 87,200원
연우(115960) BUY TP 60,000원 CP(10월24일) 44,750원
제닉(123330) BUY TP 33,000원 CP(10월24일) 18,300원
오리온(001800) BUY TP 1,200,000원 CP(10월24일) 760,000원
농심(004370) BUY TP 460,000원 CP(10월24일) 292,000원



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 이동건
02-3771-8197
shawn1225@hanafn.com



CONTENTS

1. 중국 소비시장 따라잡기	4
1) 양호한 소비, 과점화/브랜드화 확대	4
2) 프리미엄 시장 선점 경쟁 가속화	4
3) 사드 영향 제한적, 한국 콘텐츠/브랜드 인지도 이상무	5
2. 중국 화장품 시장과 국내 업체 현황	6
1) 시장 현황과 이슈	6
2) 한국콜마: 메이저 중국 ODM 업체로 자리매김	8
3) 연우: 중국 시장 높은 수요+인지도	10
4) 제닉: 사업규모 본격 확대 국면 진입	12
5) 클리오: 한국 색조 브랜드를 대표하다	14
2. 중국 식품 시장과 국내 업체 현황	17
1) 시장 동향	17
2) 오리온	21
2) 삼립식품	23
3) 농심	25

2016년 10월 25일 | Equity Research

컨슈머

2016 중국 탐방기 : 프리미엄 시장 선점하라

중국 소비시장 프리미엄화 가속

2012년 이후 반부패 정책에 의한 소비 부진→재고 증가→생산/시장 위축 문제가 재고 소진으로 해소되고 있다. 양호한 소비 여력/구조조정에 따른 과점화/소비의 브랜드화/온라인 채널 확대로 프리미엄 시장 선점 경쟁이 가속화되고 있다. 화장품 시장 확대 효과는 한국 및 해외 브랜드로 집중되고 있고, 로컬 브랜드 업체들의 한국 ODM/용기 수요가 확대되고 있다. 사드 이슈로 원료 수입 절차 일부에 차질이 있으나, 한국 브랜드 인지도와 전반적인 사업에 영향은 제한적이다.

화장품: ODM사업규모 큰 폭 확대, 부자재 기회

지난 1~2년 사이 한국 ODM 업체들의 생산 Capa가 4배~5배 증가하면서 사업규모가 크게 레벨업 되고 있으며, 중국 내외 메이저 바이어 비중 확대로 사업은 안정화되고, 실적 가시성은 높아지고 있다. 향후 2~3년 동안 두배 이상 성장도 가능해 보인다. 여전히 한국과 수년 기술 격차를 유지하고 있으며, 특히, 프리미엄 용기 시장은 경쟁이 부재하다. 색조 소비세 폐지로 한국 ODM 가격 경쟁력이 제고 되었고, 리테일 경쟁심화로 납기일이 단축되면서 원재료 현지 조달 필요성이 증가하고 있다. 연우/토니모리 현지 공장이 기대되는 이유다.

성장의 축은 'Q'에서 'P'로 이동, 국내 업체 니치 전략 유효

중국 식품 시장은, ① 상위 업체들의 과점화가 가속화 되면서 'Q' 성장에서 'P' 성장으로 축이 이동하고 있는 것으로 판단된다. '오리온'과 같은 점유율 상위 업체들은 중장기 가격 인상을 통해 안전마진 확보가 가능할 것으로 전망한다. ② 온라인 채널 발달로 중국 소비자들의 소비 패턴은 한국 소비자 대비 빠르고 개방적이다. 눈높이도 상향 평준화되고 있다. 오리온은 내달 말 프리미엄 브랜드인 '브라우니'를 출시 예정이다. 제품력을 보유한 일부 국내 업체의 수출 확대도 기대된다. ③ 올해 5월부터 중국의 세무 및 행정 시스템이 전산화 됨에 따라 '관시' 영향은 점차 축소될 것으로 판단된다. 국내 업체에게는 긍정적 뉴스다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(10월24일)
한국콜마(161890)	BUY	124,000원	87,200원
연우(115960)	BUY	60,000원	44,750원
제넥(123330)	BUY	33,000원	18,300원
오리온(001800)	BUY	1,200,000원	760,000원
농심(004370)	BUY	460,000원	292,000원



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

RA 이동건
02-3771-8197
shawn1225@hanafn.com

1. 중국 소비시장 따라잡기

1) 양호한 소비, 과점화/브랜드화 확대

소비 부진→재고 증가→생산 및 시장 위축 문제, 재고 소진으로 해소

상해/북경 등 1성급 도시를 중심으로 부동산 시장 강세와 임금 상승 등으로 전체적인 소비는 양호한 상황이다. 2012년도 부정부패 척결 정책 이후 소비 부진→재고 증가→생산 및 시장 위축의 문제도 3년여 기간 재고가 소진되면서 해소되고 있다(의류). 온라인 고성장에 의한 온오프라인 채널 조정도 어느 정도 막바지에 있는 듯 하다. 이러한 구조조정으로 의류/식품 업계는 과점화가 확대되고 있다.

화장품 시장 확대 효과는 해외 브랜드로 집중

화장품의 경우 고소득층 소비자들이 해외브랜드를 선호하고 있고, 한국 브랜드 인지도가 높으며, 선점 효과도 상당하기 때문에 중국 화장품 시장 확대 효과는 한국 등 해외 브랜드들이 주로 가져갈 것으로 예상된다.

2) 프리미엄 시장 선점 경쟁 가속화

중국 소비시장 프리미엄 화
- 양호한 소비 여력
- 구조조정에 따른 과점화
- 소비시장 성숙화
- 온라인 채널 확대

중국의 양호한 소비 여력과 구조조정에 따른 과점화, 소비시장의 성숙화가 빠르게 진행되면서 전 부문에 걸쳐 프리미엄 시장 선점 경쟁이 가속화되고 있다. 특히, 온라인 채널 확대는 소비의 국경선을 허물고 눈높이를 상향 평준화시키면서, 중국 소비시장 프리미엄화의 촉매제가 되고 있다.

화장품은 한국을 비롯한 글로벌 브랜드 수요가 크게 증가하면서 2016년 중국 화장품 수입은 YoY 30% 내외 증가하고 있으며, 2016년 중국 화장품 시장 수입비중은 15%까지 상승할 것으로 예상된다. 중국 화장품 판매가 YoY 8% 증가에 머무르고 있고, 대표적인 중국 로컬 화장품 업체인 상해가화 매출이 1~2분기 연속 역성장하고 있는 것과 대조를 이룬다.

로컬 브랜드 업체들 한국 ODM/ 용기 수요 확대

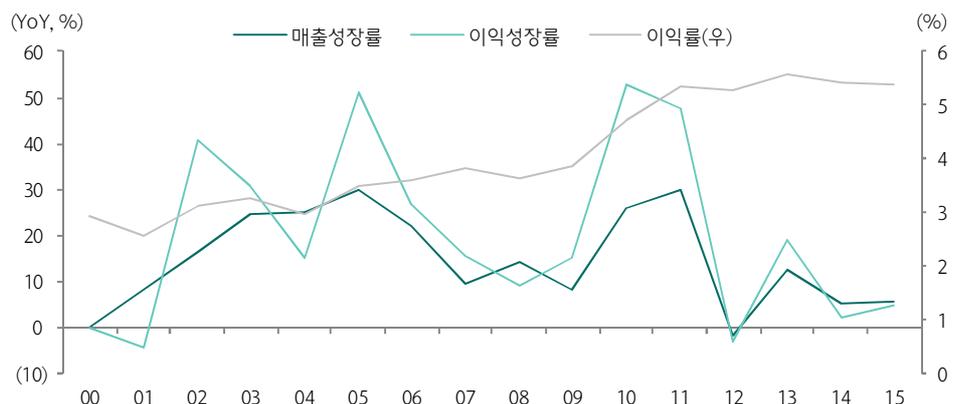
중국 소비자들의 상향구매를 따라잡기 위한 로컬 브랜드 업체들의 몸부림은 한국콜마와 코스맥스 등 메이저 ODM 업체들에 대한 발주 및 연우와 같은 프리미엄 용기에 대한 수요 확대로 이어지고 있다.

식품 시장 과점화 가속으로 'Q' 성장에서 'P' 성장으로 축 이동

중국 식품 시장은 상위 업체들의 과점화가 가속화 되면서 'Q' 성장에서 'P' 성장으로 축이 이동하고 있다. 오리온 같은 점유율 상위 업체들은 중장기 가격 인상을 통해 안전마진 확보가 가능할 것으로 보인다. 제품력을 보유한 일부 국내 업체의 수출 확대도 기대된다.

그림 1. 중국 의류 업종 실적 지표 추이

중국 의류 업체들 구조조정으로 성장률 둔화에도 영업이익률은 안정화되고 있음



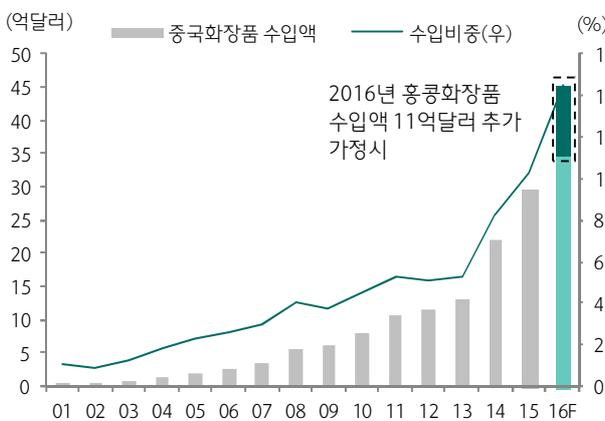
자료: WIND, 하나금융투자

3) 사드 영향 제한적, 한국 콘텐츠/브랜드 인지도 이상무

정부 관여 수입 절차 일부 차질

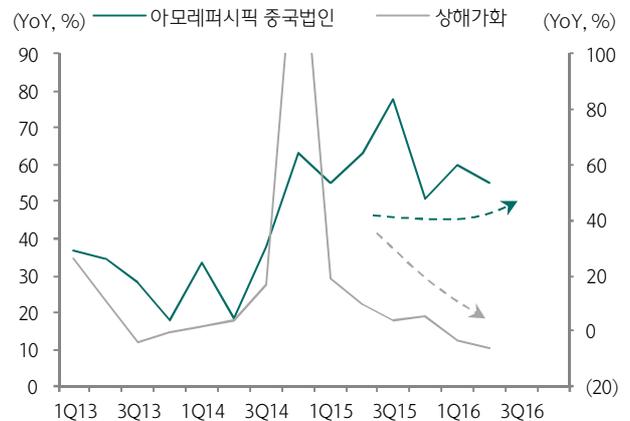
소비자 측면에서 사드 영향은 무시해도 될 듯 하다. 한국 드라마나 배우, 화장품 브랜드에 대한 선호는 변함이 없어 보인다. 다만, 정부가 관여하고 있는 수입 절차에는 차질이 있는 듯 하다. 한국으로부터 화장품 원료 수입은 생산에 지장을 줄 정도는 아니지만, 예전보다 통관이 2~3일 늦어진 감이 있다. 한국으로부터 수입 식품 60개 품목에 대한 제제도 실질적으로 사드 영향으로 해석하고 있다. 신공장 허가는 제닉/한국콜마/연우 모두 이상 없이 진행되고 있다. 해당 지역 취업과 세금 등 경제적 이익과 연관 있는 만큼, 문제가 발생할 가능성은 낮다는 판단이다. 전체적으로 사드 영향은 사업에 영향을 미칠만한 수준은 아니다. 화장품 ODM 업체들의 원료 현지화 비율은 높아지고 있다.

그림 2. 중국 화장품 수입액과 전체 화장품 시장대비 비중



자료: Euromonitor, 무역협회, 하나금융투자

그림 3. 아모레퍼시픽 중국법인 vs 상해가화 매출 성장률 비교



자료: 아모레퍼시픽, 상해가화, 하나금융투자

표 1. 중국 컨슈머 업체들 현황과 투자전략

산업	업체명	법인/관련 매출(16F)	영업이익	산업변화	사업현황	밸류에이션/투자판단
화장품	한국콜마	-매출 667억원 (YoY 80%) -매출 비중 9.8%	-영업이익 67억원 -이익 비중 8.4%		-2016년 매출 YoY 80% 가능 -매출 1,000억원 Capa 증설 -마스크팩~쿠션까지 자동충진설비 -중국 내외 메이저 바이어 수주 확대 -2017년 매출 1,100억원 목표	-12MF PER 25.4배 -국내외 사업구조 안정화 및 Capa 증설 효과 본격화 -밸류에이션 부담 완화 저가 매수 유효
	연우	-매출 100억원 (YoY 40%) -매출 비중 4% *16년 수출의10% 가정	-영업이익 12억원 -이익 비중 4% * 전체 OPM 적용	-화장품 소비 프리미엄화 -색조 소비세 폐지 -중국 색조 시장 고신장 -온라인 채널 확대 -납기일 단축 요구 증가 -한국 ODM/용기 수요 확대	-2017년 중국 공장 착공, 18년초 가동 -Capa 500억원 규모 추정 -영업법인 중국내외 업체 영업중	- 12MF PER 19.8배 -2017년 국내 Capa 증설 효과 본격화 -밸류에이션 부담 완화 저가 매수 유효
	제닉	-매출 264억원 (YoY 115%) -매출 비중 27%	-영업이익 67억원 -이익 비중 12.4%		-중국 내외 메이저 바이어 비중 확대 -2017년 하이드로겔 비중 30% 목표 -2017년 Capa 1,000억원으로 확대 -2017년 매출 350~400억원 목표	-12MF PER 11.7배 -2017년 Capa 증설 효과 본격화 -겔 비중 상승으로 수익성 개선 -밸류에이션 부담 완화 저가 매수 유효
음식료	오리온	-매출액 1조 4천억원 (YoY +2.9%) -매출 비중 56%	-영업이익 1,950억원 (OPM 14.2%) -이익 비중 62%	-중국 제과시장은 성숙시장 -올해 누적 기준 YoY -1.2% 역성장 추산	-오리온 제과 점유율은 상승 추세 -하반기 공격적 신제품 출시 계획, 상반기 부진 만회 전망	-12MF PER 21배 -중장기 주가는 PER 20배~25배 박스 전망, 박스 하단으로 매수 유효
	삼립식품	-파리바게트 중국 매출 1,600억원 -상해SPC(지분율 100%) 매출 390억원 예상	-소폭 적자~BEP	-제빵 시장은 확고한 1위 업체 없어 시장 선점에 따른 지배력 확대 기대	-현재 중국 점포수 184개 -내년 70개 신규 개점 계획 -2020년 점포수 500개 예상	-12MF PER 25배 -밸류에이션 다소 부담
	농심	-중국 법인 라면 매출 1,700억원 (YoY +14.4%)	-영업이익 130억원 (OPM 7~9%)	-대형마트 내 농심 라면 매대 확대 공적정, 로컬 업체와의 가격 갭은 30% 수준으로 프리미엄 제품으로 분류	-최근 상해 라면 생산 라인 1개 증설, 매년 물량 성장 10% 내외 유지 중, 마진도 향상	-12MF PER 18배, PBR 0.9배 -중국 내 꾸준한 라면 매출 증가 긍정적

자료: 각사, 하나금융투자

2. 중국 화장품 시장과 국내 업체 현황

1) 시장 현황과 이슈

(1) ODM Capa 증설 효과 본격화

한국콜마와 제닉 생산 Capa
4~5배 증가

화장품 ODM 업체들의 경우 내부적으로 경쟁심화나 퀄리티에 대한 걱정은 크게 없는 듯 하다. 중국 내외 메이저 바이어 비중이 확대되면서 사업은 안정화되고 후광효과는 커지고 있으며, 실적 가시성은 높아지고 있다. 한국콜마와 제닉 모두 생산 Capa가 4~5배 증가하고 가동률이 상승하면서 1~2년 사이 사업규모가 크게 증가했으며, 중국 내외 메이저 바이어 비중 확대에 향후 2~3년 동안 두배 이상 성장할 가능성도 커 보인다.

(2) 경쟁심화 우려 제한적

여전히 한국과 수년 기술 격차 유지
프리미엄 용기 시장 경쟁 부재

중국 로컬 화장품 업체들 기술력이 높아지고 있는 것은 사실이다. 한국 기술자들/마케터/자제/설비들이 다 들어와 있기 때문이다. 하지만, 당분간 경쟁 우려는 제한적으로 보고 있다. 여전히 한국과 수년 기술 격차가 유지되고 있고, 글로벌 브랜드 업체 등은 믿을 수 있는 회사한테만 발주하는 경향이 강하다. 아직, 로컬 업체와 거래 조짐은 없다. 특히, 용기는 풍부한 아이디어와 프리미엄 용기 시장 경쟁 부재로 현지 생산공장 가동시 고신장이 예상된다.

(3) 색조화장품 시장 확대 효과 기대

2015년도 이후 YoY 15% 성장,
시장 확대 해외 브랜드 선점 가능성,
색조소비세 폐지로 한국 ODM 가격
경쟁력 제고

중국 색조화장품 시장은 1980~90년대 출생한 세대들 수요가 크다. 2015년도 이후 YoY 15% 이상 성장하고 있으며, 2019년까지 연평균 12% 이상 성장을 지속하면서 화장품 시장 선도할 것으로 전망된다. 기초화장품(YoY 7~8%) 대비 훨씬 높은 성장률이다. 색조화장품 부문에서 중국 자체 브랜드 업체들의 인지도는 더 약하기 때문에 시장 확대 효과를 해외 브랜드가 선점할 가능성이 크다. 색조소비세 폐지는 한국 ODM 업체들의 가격 경쟁력 제고 시켜주면서 Capa 증설 효과를 극대화시킬 것으로 예상된다. 색조소비세 폐지 이후 색조 제품 관련 PT를 많이 나가고 있다.

(4) 납기일 단축 과제: 원재료 현지 진출 업체 수혜 예상

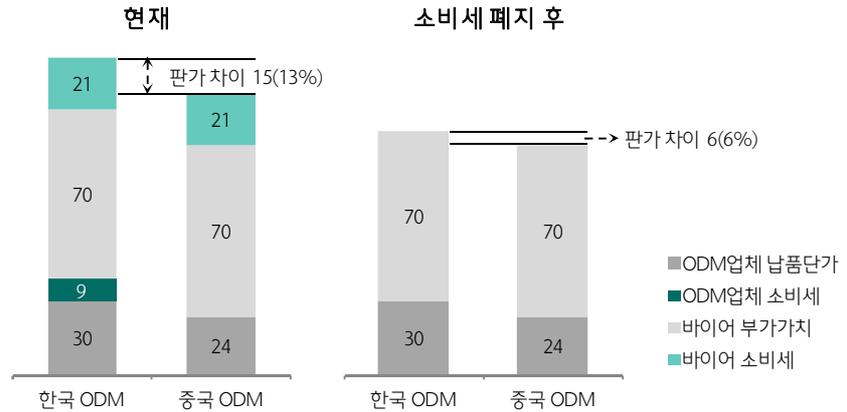
부자재와 원료 수급이 가장 큰 hurdle
현재 조달 필요성 증가
연우/토니모리 현지 공장 기대

최근 가장 큰 과제는 납기일 단축이다. 브랜드 업체들의 경쟁이 심화되고, 중국 역시 한국 못지 않은 트렌디한 시장이 형성 되면서, 기본 2개월, 빠른 것은 1개월, 어떤 경우 4주 납기를 요구하는 업체들도 발생하고 있다. 코스맥스와 같이 협상력이 큰 회사는 90일 납기에서 다소 여유가 있지만, 상대적으로 규모가 작은 제닉이나 한국콜마한테는 납기일 단축이 큰 과제가 될 수밖에 없다.

이 경우 부자재와 원료 수급이 가장 큰 hurdle이 된다. 원료 수급에 기본 30일 정도가 소요되기 때문이다. 납기일 요구가 빨라지면서 현지 조달 필요성이 증가하고 있으며, 현지 자체 소싱 및 개발을 강화하고 있다. 부자재의 경우 연우나 토니모리의 생산 공장 설립에 기대를 많이 하고 있다. 원료의 경우 바이오랜드의 중국 사업은 기회 요인이다.

그림 4. 색조화장품: 한국 ODM업체 vs. 중국 로컬 ODM업체 가격경쟁력 비교

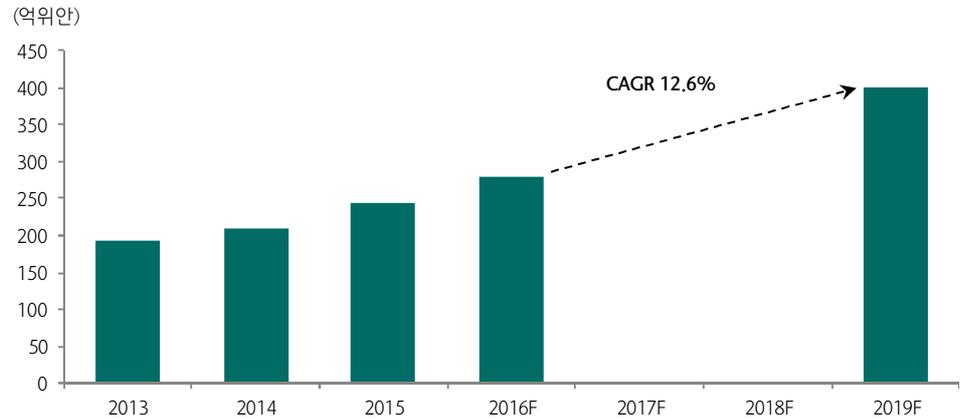
현재: 한국 ODM업체 생산 판가 13% 비싸게 형성
 소비세 폐지 이후: 6% 수준으로 간극 좁혀지면서 기초화장품 ODM과 동일한 경쟁력



자료: 하나금융투자

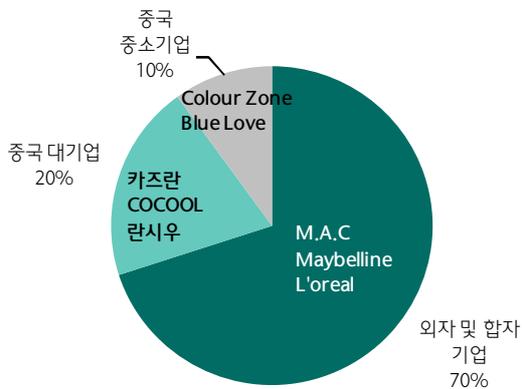
그림 5. 중국 색조화장품 시장 규모 및 성장을 추이

2019년까지 연평균 12% 이상 성장
 화장품 시장 선도 전망



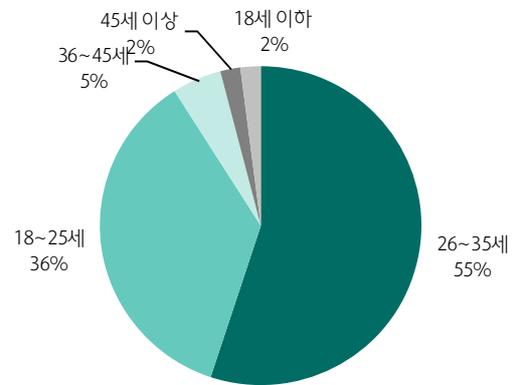
자료: KOTRA, 하나금융투자

그림 6. 중국 색조화장품 기업유형 및 점유율



자료: KOTRA, 하나금융투자

그림 7. 중국 색조 화장품 이용 연령대



자료: KOTRA, 하나금융투자

2) 한국콜마: 메이저 중국 ODM 업체로 자리매김

(1) Capa: 2016년 1억개, 2017년 무석 공장 완공

마스크팩과 기초/립스틱/파운데이션 /쿠션까지 자동충진설비 보유

2016년초 1억개 Capa로 증축이 마무리 단계에 있다(매출 기준 1,500억원 규모). 11월 3층 포장라인까지 완료되면 모든 공사가 끝나게 된다. 수동이나 반자동으로 생산했던 쿠션과 립스틱 자동충진설비가 추가될 예정인데, 이렇게 되면 마스크팩과 기초/립스틱/파운데이션/쿠션까지 자동충진설비를 보유하게 된다. 현재 북경공장은 월 350만개 생산 중이다.

무석 공장 2016년 12월 착공, 2017년 연말 완공, 2018년 4월 가동 중국 사업 중심 될 듯

상해 인근 무석지구에 2016년 12월 신공장을 착공해서 2017년 연말 완공, 2018년 4월 가동할 계획이다. 무석 공장(총 2만평)은 3차에 걸쳐 누적 4억개 규모까지 생산 Capa를 늘린다는 계획이다. 연구소도 무석 법인으로 옮기면서 실질적으로 무석 법인이 중국 사업의 중심이 될 것으로 보인다.

연구인력은 전년도 23명, 2016년 33명으로 증가했다. QC(Quality Control)까지 합치면 70명에 이른다. 이중 한국 직원은 6명으로 현지 인력이 빠르게 늘고 있다.

중국 법인의 원가율은 그렇게 낮지 않다. 한국보다 인건비는 1/3밖에 되지 않지만, 포장이 더 까다롭기 때문에 생산인력 더 많이 투입된다. 인건비는 한국과 유사하게 들어간다고 보는 것이 맞다. 다만, 판가가 한국보다 높기 때문에 한국보다 수익성이 양호한 것이다.

(2) 바이어: 중국 내의 메이저 바이어 비중 확대

로컬 바이어 비중 70~80% 중국 A사 색조 추가 계획 중국 C사 메탈쿠션 호조 한국 B사 원브랜드샵 매장 증대 효과 글로벌 D사 클렌징/마스크팩 납품

로컬 바이어 비중이 70~80%에 이른다. 최근 중국 A사의 기초 비중이 많이 늘어났고(매출 비중 25%), 국내 B사 비중이 20% 초반을 차지한다. 주로 기초인데, 두 회사 모두 2017년부터 색조도 추가할 계획이다. 특히, B사의 경우 중국에서 색조소비세 폐지로 원브랜드샵이 더욱 탄력을 받을 것으로 예상된다. 매장수 증대 효과가 클 것으로 보이며, 경쟁사와 제품 마찰로 인한 반사이익도 기대하고 있다. 2016년 실적 개선에는 중국의 메이저 A사와 C사의 기여도가 컸다. 특히, C사로는 메탈쿠션이 납품됐는데, 전체 매출의 7%까지 상승했다. 2017년 더 많은 매출이 기대된다.

글로벌 D사에 대한 트라이얼 제품(클렌징/마스크팩)이 납품될 계획이며, 빠르면 2017년 4~5월 본 물량이 생산될 것으로 보인다. 전체적으로 중국과 한국, 글로벌 메이저 브랜드 비중이 빠르게 상승하고 있다.

(3) 원재료 소싱: 현지 소싱/개발 강화

용기는 로컬 비중 높음 원료는 80% 수입 납기일 빨라지면서 현지 조달 필요성

용기의 경우 한국 바이어 제품은 한국에서 수입하고, 중국 바이어 제품은 특별히 요청이 없는 한 대체로 현지에서 조달하고 있다. 원료의 80%는 한국에서 수입하고 있다. 최근 납기일이 빨라지면서 원재료의 현지 조달 필요성이 증가하고 있다. 납기일은 기본이 2개월이고, 빠른 것들은 1개월이다. 원료 수급이 30일은 소요되기 때문에 이보다 단축시키기는 힘들다. 연우나 토니모리가 중국 생산공장을 짓게 되면 큰 도움이 될 것으로 보고 있다. 전체적으로 품질/비용/납기가 가장 기본적인 관리 항목들인데, 품질 관리는 문제가 없다. 최근 가장 큰 고민은 납기 관리이다. 빠른 고객 대응과 원재료 수급이 가장 핵심적인 개선 과제가 되고 있다.

(4) 영업과 경쟁상황: 색조 영업 확대

Capa 증설로 쿠션/마스크팩/립스틱 중심 마케팅 확대

현재 북경콜마 매출에서 기초와 색조 비중이 6:4 정도 된다(색조에서 BB크림 제외). 최근 Capa 증설에 따라 쿠션/마스크팩/립스틱 중심으로 마케팅을 확대하고 있다. 색조소비세 폐지 이후 색조 제품 관련 PT를 많이 나가고 있다. 중국 메이크업 시장 성장률이 2015년 이후 연평균 15%로 기초(YoY 7~8%)보다 높다. 향후 4~5년 이상 12% 내외 성장을 지속하면서 화장품 시장 선도할 것으로 전망하고 있다.

북경콜마의 색조 ODM 사업이 경쟁사보다 조금 늦은 감은 있으나, 전체 성장률이 YoY 70~80% 나오고 있고, 색조 설비 확충과 무석 공장 Capa 증설을 감안하면, 충분히 따라잡을 수 있다는 자신감이 있다.

반면, 한국에서 압도적인 기술적 우위에 있는 썬크림은 활발하지 못하다. 기본적으로 20만개 이상 되어야 의미가 있는데, 기능성 제품으로 허가 받기 힘들고, 비용도 많이 들어서 일부 메이저 네트워크 판매업체로만 납품하고 있다.

현지 로컬 업체의 기술력이 높아지고 있는 것은 사실 한국 기술자들/마케터/자재/설비들이 다 들어와 있기 때문이다. 기본적인 화장품 기반 기술이 좋기 때문에 전체 기술 수준이 상승하고 있지만, 아직 한국과 수년 격차가 유지되고 있는 것으로 판단하고 있다.

(5) 향후 실적 전망

2016년 매출 650억원~700억원
 2017년 매출 1,100억원 내외 전망
 영업이익률 증장기 8%
 - 대형 바이어 비중 상승
 - 설비 증설로 인원/고정비 증가
 - 본사 원료 수입 단가 상승

2016년 매출은 650억원~700억원 사이로 보고 있다. 2017년 매출은 1,100억원 내외가 될 것으로 전망한다. 중국 A사와 한국 B사 매출이 50% 이상 증가하고, 기타 신규 바이어 매출이 추가되면서 400억원 내외 매출이 증가할 것으로 예상된다. 2016년 영업이익률은 10%로 하락, 증장기적으로 8%까지 떨어질 것으로 보인다. 대기업 바이어 비중 상승하고, 설비 증설로 인원 및 고정비 부담이 증가하기 때문이다. 한국 본사로부터 원료 수입 단가가 상승한 것도 원인이다. 연간 감가상각비는 10억원 내외가 될 것으로 추정한다.

증장기 무석 법인 중심 생산 체제

2018년 무석 공장이 가동하게 되면, 매출 증가폭은 더욱 커질 전망이다. 북경 법인은 북경산 프리미엄 때문에 고정 수요가 있다. 증장기적으로 북경과 무석으로 나뉘어서 생산하게 되는데, 무석 법인 중심으로 메이저 바이어향 생산을 담당하게 될 것으로 보인다.

그림 8. 한국콜마 중국법인 Capa 및 매출 추이와 전망

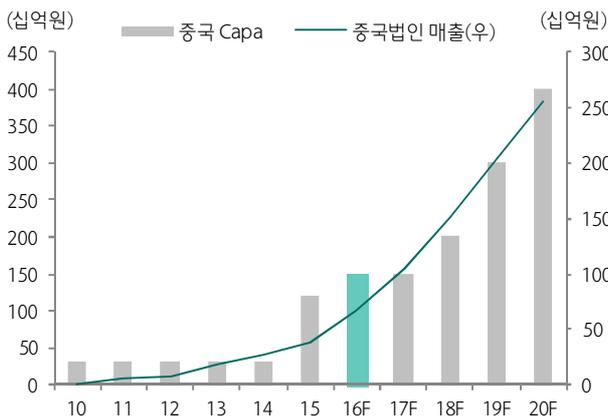
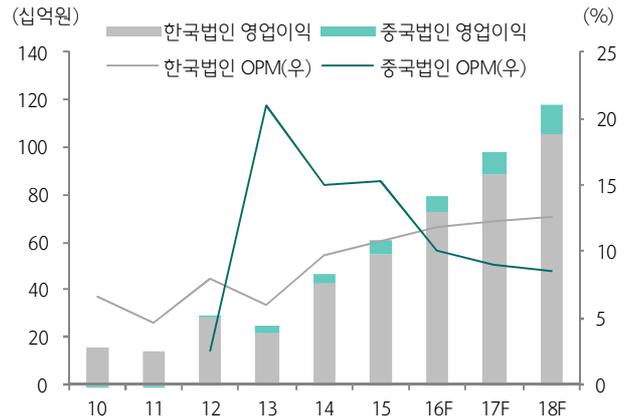


그림 9. 국내와 중국법인 영업이익과 영업이익률 추이와 전망



자료: 한국콜마, 하나금융투자

자료: 한국콜마, 하나금융투자

3) 연우: 중국 시장 높은 수요+인지도

(1) 중국 공장 설립: 2017년 말 완공

2017년 초 착공, 연말 완공,
2018년 1분기 가동
부품 수입 후 조립 공장 역할

연우의 중국 공장은 4분기 설계를 완료하고 2017년 착공, 연말에 공사를 완료할 계획이다. 절강성 후저우 지역에 위치하게 되는데, 핵심 부품을 한국에서 가져와서 조립하는 작업을 주로 이룰 것으로 보인다. 펌프가 들어가는 용기는 펌프가 기술의 70%를 차지하며, 후가공에서는 디자인이 70%의 비중을 이룬다. 중국 공장은 분업화의 확대 개념으로 이해하면 된다. 이러한 분업화로 양적인 확장은 더 커질 듯 하다.

착공과 공장 설립은 차질 없이 진행되고 있다. 국가가 주도하는 산업단지에 들어가는 것이기 때문에, 정부(후저우)가 모든 관련된 인허가를 책임지고 진행하고 있다.

2018년 1분기 가동을 예상한다. 레이아웃이 아직 확정되지는 않았다. 기계설비 대수/라인은 내부적으로 고민 중에 있다. 설비 매입과 셋팅은 1~2개월이면 충분하기 때문에 당시 수요를 감안하여 설비를 확충할 계획이다. 화장품 용기 관세율은 4%로 추가적인 가격 경쟁력이 존재한다.

(2) 영업현황: 프리미엄 용기에 대한 높은 수요

한국 ODM 업체들 연우 진출 환영

중국 공장 초기 글로벌 브랜드 수요 많을 듯

로컬 화장품 브랜드 업체는 물론, 한국 생산 업체들에게도 영업을 하고 있다. 아모레퍼시픽과 코스맥스, 한국콜마와 같은 큰 바이어는 본사에 직접 주문하고 있다. 중국에 공장을 갖고 있는 이런 회사들은 로컬에서 간단한 용기(바디부문)부문을 조달하고, 펌프만 대만이나 한국에서 사와서 조립한다. 한국 ODM A사는 브랜드업체한테 턴키로 받아서 용기를 자체적으로 공급하는 경우가 많기 때문에 연우의 현지 진출을 더 반기고 있다.

현재 중국 수요(글로벌 브랜드의 수요)가 한국 본사로 오고 있는데, 워낙 수요가 많아서 중국 생산공장이 생기더라도 한국 매출이 떨어지지는 않을 것으로 보인다. 중국 공장 초기에는 이들 글로벌 업체 주문이 많을 것으로 예상된다.

중국 업체들 간절히 원하는 것은 아이디어

중국 브랜드 업체들은 후발주자들이라서 아모레퍼시픽 등 대기업들 카피 제품들이 많다. 매스와 달리 프리미엄 라인은 미투 제품으로 접근했다가 실패할 가능성이 높기 때문에 이들 업체들 고민이 많다. 연우가 신제품을 제안하면 바이어들은 유사 제품이 어디로 납품되어 어느정도 매출을 기록한 제품인지 알고 싶어한다. 중국 업체들이 간절히 원하는 것은 아이디어다. 그 아이디어가 매출을 끌어줄 수 있는가가 핵심이다.

중국 영업 물량 우선 충당 정책
중국 4대 브랜드 모두 샘플 판매

상해에 영업법인이 생기기 전, 이쪽 브랜드 업체들은 연우를 잘 알지 못했다. 코스맥스와 한국콜마 등이 연우 용기를 사용/생산하면서 간접적으로 홍보가 되었다. 상반기 본사 매출에서 유럽 물량이 역대 최저 수준으로 떨어졌는데, 환율 문제도 있지만, 중국에서 영업해오는 물량을 충당하기 위해서가 주 이유다.

본격적인 영업을 4월부터 했는데, 납기기간 지연 없이 즉시 처리해주고 있다. 가격은 국내와 유사하다. 중국에 연우 정도 수준의 부자재 업체가 없기 때문에 가격을 낮게 책정할 이유가 없고, 목표하는 시장이 프리미엄이기 때문이기도 하다. 프로야/이너허브/상해가화/바이첸린 등 중국 4대 기업에 모두 샘플 만들어서 판매했다. 좋은 평가를 받는다면, 수량은 크게 증가할 수 있을 것이다.

(3) 중국 용기시장 경쟁: 높은 인지도와 진입장벽

중국 로컬 용기 시장은 CR 경쟁으로 프리미엄 부재

중국 로컬 용기 시장에서 프리미엄 제품이 없는 이유는 CR 경쟁으로 기술 진보가 어렵기 때문이다. 반면, 로컬 브랜드 업체들은 품질력 있고 검증된 업체들을 찾고 있다. 이태리나 프랑스 용기 회사도 들어와 있지만, 이들은 초기에 들어와서 대량생산 체제를 지향하고 있으며, 저렴한 가격의 매스 시장에 집중하고 있다. 스페인과 프랑스 업체 정도가 글로벌 경쟁력을 갖추고 있는 화장품 용기회사로 매스와 프리미엄을 다 하고 있다. 이들이 중국에 진출할 당시 매스를 손쉽게 접근할 수 있었다.

이태리/스페인/프랑스 용기 회사 매스 타겟 대량생산 체제 지향 신규 투자 가능성 제한적

기술은 있지만, 대량생산에 알맞은 시설을 중국에 두고 있기 때문에 프리미엄 용기로 진출하기 위해서는 새로 설비투자를 해야 한다. 기술자와 관리자 모두 이 체제에 최적화되어 있고, 적당히 이익도 내고 있는 상황이다. 사실, 본사 회사 규모도 연우보다 다 작다. 이들의 신규 투자 가능성은 제한적으로 보는 이유다.

한국 용기 업체가 인기가 많은 이유 혁신 제품을 많이 내놨기 때문

전세계적으로 보면 프랑스 압타 그룹이 유일하게 연우보다 큰 회사다. 전년도 전체 매출 2조원 가운데 30%가 화장품 용기다. 하지만, 이 회사도 프리미엄 용기는 하지 않고 있다. 중국에 작은 생산법인이 있다. 한국 용기 업체들 인기가 많은 이유는 한국이 혁신 제품을 많이 내놨기 때문이다. 중국 시장에서 당분간 이러한 인지도는 지속될 가능성이 크다.

(4) 연우의 장점과 기술력: 데이터 베이스 기반 풍부한 아이디어

2000년대 수출 본격화 이후 글로벌 트렌드 대응/선도

연우의 가장 큰 장점은 풍부한 아이디어다. 1990년대 로컬 화장품 업체들에게만 납품할 때는 몇몇 회사 컨셉을 벗어나지 못했다. 2000년대 수출이 본격화되면서 아이디어가 많이 나오기 시작했다. 국내외 400개 기업과 거래를 하면서 화장품 품목과 용기에 대한 데이터베이스 구축하고, 글로벌 트렌드에 대응할 수 있었다. 베스트셀러에 대한 납품 경험을 토대로 여러 컨설팅이 가능하다는 점은 추가적인 경쟁력이다.

화장품 시장 특성상 잦은 유행 변화 선두 업체에 유리

화장품은 유행이 빠르게 바뀐다. 카피 제품으로 내놓고, 매출을 올릴 만하면 유행이 바뀐다. 이런 유행성은 선두업체인 연우에게 매우 유리한 점이다. 연우는 디스펜서 펌프를 시작으로 에어리스 펌프를 거쳐 4세대 이상 기술 진보를 이어가면서 기능 불량이 거의 제로에 가까워졌다. 기술의 자기잠식을 통해 성장하면서, 한국에서도 2~3위 업체와 격차가 더 벌어졌다. 더구나, 프리미엄 용기 시장은 문제가 생기면 내용물까지 배상해줘야 하고, 낙인효과도 크기 때문에 진입장벽이 높다.

그림 10. 연우 매출처 변화

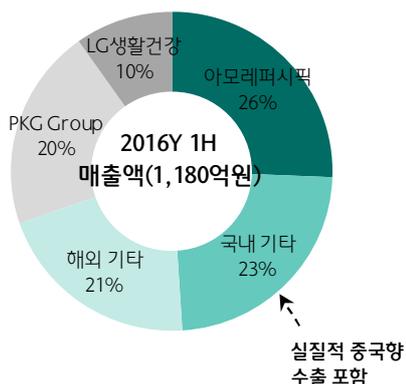
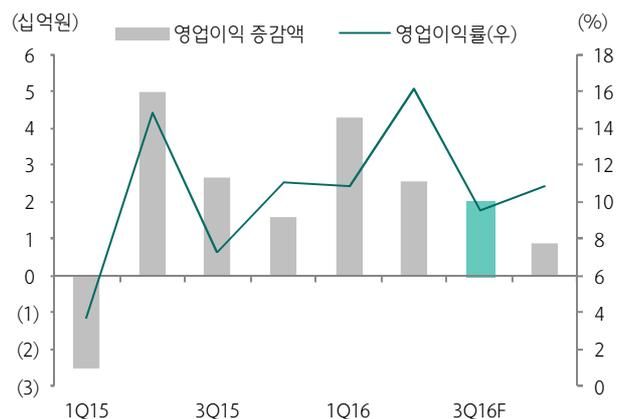


그림 11. 연우 분기별 영업이익 증감액과 영업이익률



자료: 연우, 하나금융투자

자료: 연우, 하나금융투자

4) 제닉: 사업규모 본격 확대 국면 진입

(1) 사업현황 및 경쟁상황: 로컬 바이어 비중 확대, 납기 문제 중요

중국 A사와 한국 B사가 30%씩 비중
시트 70%, 겔 10%, 기초 20%

상해법인 매출은 주로 중국 로컬 메이저 화장품 업체 A사와 국내 B사가 각각 30%씩 차지하고 있다. 품목별로는 시트 70%, 하이드로겔 10%, 기초가 20%다. 마스크팩 기술력과 제품력은 중국에서도 인정하고 있다.

한국 바이어 매출 비중 70%
2017년 한국:로컬, 5:5 목표

한국 바이어 매출 비중이 70%인데, 중국 로컬 바이어 비중이 점진적으로 상승하고 있다. 2017년 5:5를 목표로 하고 있다. 총 인원은 330명(정규직 80명+아웃소싱 생산인력 250명)이다. 신공장은 자동화했기 때문에 추가적인 인력 증가 규모는 제한적이다. 생산직 근무자들은 월급에 따라 이직이 잦다. 시간외 근무수당을 많이 받을 수 있는, 야근/주말근무가 많은 회사를 선호한다. 제닉의 경우 이러한 근무가 많기 때문에 숙련도 높은 생산인력의 이직률이 낮다.

납기일 60일 준수

중국 화장품 시장 경쟁이 심해지면서 납기 문제가 매우 중요해졌다. 제닉은 60일을 지키려고 하고 있다. 경쟁이 심하지는 않다. 글로벌 브랜드 업체 등은 믿을 수 있는 회사한테만 발주하는 경향이 강하다. 물론, 중장기적으로 로컬 생산업체와도 거래를 하겠지만, 아직 그런 조짐은 없다.

수입 원료 80% 현지화

방부제, 계면활성제 등 기본 원료들은 주로 독일/일본에서 주로 만들기 때문에 중국 에이전트에서 조달한다. 추출물을 쓸 때, 바이오렌드처럼 한국에서 진출한 기업이거나 일본과 대만 등 글로벌 표준에 맞는 회사라면 믿고 매입한다. 수입했던 원료를 80% 현지화했다.

(2) 제품 관련: 하이드로겔 비중 확대 노력

하이드로겔 가동률 20% 불과
장기 겔/시트/기초 비율=4:3:3

현재 상해 법인 생산 마스크팩 가운데 시트가 80%, 하이드로겔은 20%에 불과하며, 하이드로겔 라인 가동률은 20% 정도밖에 안된다. 기초와 하이드로겔 마진이 좋다. 가격 측면에서 하이드로겔 1개는 시트 4개와 같다. 중국법인은 장기적으로 하이드로겔과 시트, 기초 비율을 4:3:3으로 목표로 하고 있다. ASP 기준으로 7위안 저가팩, 10위안 일반팩, 중가는 15위안, 고가는 25위안 정도다.

2017년 글로벌 브랜드/드럭스토어
하이드로겔 납품으로 후광효과 기대
겔 비중 30%까지 상승 전망

2017년에는 글로벌 브랜드/드럭스토어 업체향 매출이 하이드로겔로 납품되면서, 중국 메이저 로컬 업체들도 하이드로겔 비중이 상승할 것으로 보인다. 하이드로겔 30%, 시트마스크 50%, 기초 20% 비중을 예상한다.

하이드로겔 마스크의 저변을 확대하는 방법으로는 홈쇼핑 채널을 이용하는 방법이 가장 빠르지만 가격이 무너질 수 있기 때문에 지양하고 있다. 글로벌 브랜드 업체에 런칭하는 것이 후광효과로 의미 있다는 판단이다. 시간이 좀 걸리더라도 시장성을 서서히 확보하는 방향으로 전개할 계획이다. 이들 글로벌 브랜드향 매출이 곧 본격화될 것으로 예상된다.

(3) Capa 증설: 2017년 생산 Capa 1,000억원

현재 생산 Capa는 250억원
 피인수 영향 신공장 준공 6개월 지연
 2017년 3월 완공 및 가동
 신공장 2년 후 Full Capa

솔브레인 피인수 영향으로 신공장 준공이 6개월 정도 지연되었다. 현재 생산 Capa는 250억원이며, 신공장이 가동되면 약 1,000억원 규모가 된다. 현재 임대공장에 있는 사무동까지 점진적으로 이전할 계획이다. 2017년 3월 완공 및 가동을 시작하게 되는데, 하이드로겔과 에센스 설비가 모두 들어갈 계획이다. 지금 추세로 가면 신공장은 2년 후면 Full Capa가 될 것으로 보이는 만큼, 2017년 후반부터 추가 설비 증설 계획을 잡게 될 것으로 예상된다. 신공장의 감가상각비는 연간 10억원 초반으로 본다.

(4) 매출과 수익성 관리: 중국 내외 메이저 신규 바이어 확대

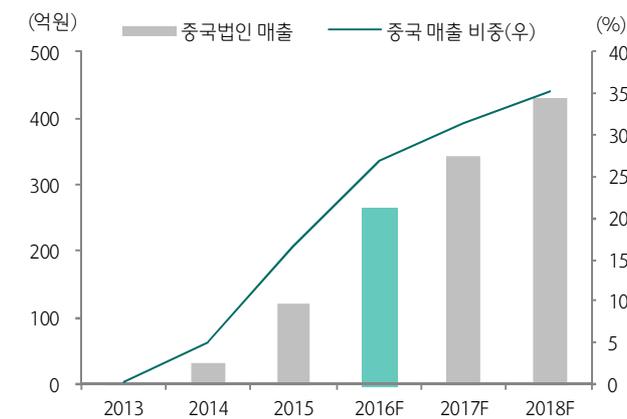
2017년 매출 350억원~400억원 규모
 신규 오더 확대
 - 유통회사 PB
 - 글로벌 브랜드/드럭스토어
 - 중국 메이저 C사 실사 재개
 - 글로벌 네트워크 판매 업체 미팅

2017년 매출은 350억원~400억원 규모가 가능할 것으로 예상된다. 2016년 대비 매출은 약 80억원 정도 증가하는데, 신규 오더로 중국 유통회사 PB, 글로벌 브랜드/드럭스토어 하이드로겔 OEM 기여도가 클 것으로 예상된다. 중국 메이저 브랜드 4사 가운데 2개사에 납품을 하고 있고, 전년도 Capa 부족으로 문제되었던 중국 메이저 C사에 대한 실사를 신공장 준공과 함께 재개할 계획이다. 글로벌 네트워크 판매 업체들과 미팅도 계획되어 있다. 국내 외 메이저 브랜드향 매출이 추가로 증가할 경우 실적 개선폭은 더 클 수 있다.

물론, 메이저 브랜드 업체향 매출은 수익성이 낮다. 매출 규모가 크기 때문에 라인 교체 비용이나 청소 비용이 안 들어가면서 일부 수익성을 보전한다. 그래도, 중국에서 판가가 높기 때문에 한국보다는 높은 마진을 받을 수 있다. 아울러, 후광효과로 중소형 바이어는 마진을 높게 가져갈 수 있다.

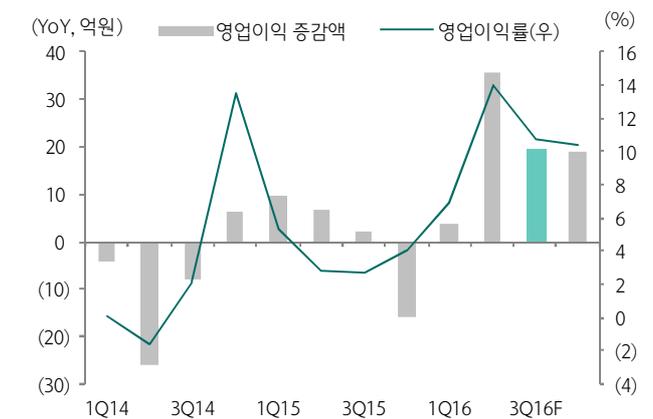
감가상각비와 고정비 증가에도 불구하고, 가동률 상승에 따른 영업레버리지 증가로 영업이익률은 7~8% 수준이 가능할 전망이다.

그림 12. 제닉 중국법인 매출과 매출 비중



자료: 제닉, 하나금융투자

그림 13. 제닉 분기별 영업이익 증감액과 영업이익률



자료: 제닉, 하나금융투자

5) 클리오: 한국 색조 브랜드를 대표하다

(1) 국내 H&B 채널 확대로 고성장, 대중국 외연 확대 중

색조 매출 비중 80% 이상
브랜드빌딩과 마케팅 강점

중국 색조화장품 시장의 가파른 성장과 높은 성장 여력은 클리오와 같은 색조 전문 화장품 업체들에게 큰 기회가 될 것으로 예상된다. 클리오는 아이/립/베이스/쿠션/브라이트닝 등 색조 매출비중이 80%에 이를 정도로 색조에 특화되어 있는 업체다. 마케팅과 디자인, 영업 등 브랜드파워 확대 인력이 총 인원의 70%에 이를 정도로 브랜드빌딩과 마케팅에 강점을 보유하고 있다.

국내 H&B 채널 확대와 강한 제품력 기반 고신장

올리브영을 중심으로 국내 H&B 채널 확대와 킬커버 리퀴드 쿠션, 워터프루프 펜/아이라이너, 틴티드타투 킬브로우 등 히트제품 판매 확대로 고성장하고 있다. 2015년부터 원브랜드샵(클럽클리오), 온라인, 면세점으로 채널을 확대하면서 사업규모를 크게 늘리고 있다.

원브랜드샵/온라인/면세점/중국으로 채널 확대 중

면세점 입점 매장수는 2016년 22개(현재 국내 15개+해외 3개)까지 목표하고 있고, 온라인 채널 확대는 수익성 및 고객 접점 확대 측면에서 긍정적이다. 대중국 매출이 큰 폭 증가하면서(2015년 기준 매출비중 40% 이상) 높은 실적 모멘텀을 구가하고 있다.

(2) 2016년 영업이익 403억원(YoY 79%) 예상

H&B 매장수 +200개
클럽클리오 115개까지 증가

2016년 매출과 영업이익은 각각 전년대비 103%, 79% 성장한 2,172억원과 403억원 수준이 가능할 전망이다. H&B와 클럽클리오를 비롯 전 채널이 100% 내외 고신장을 기록하면서 높은 실적 모멘텀을 기록할 것으로 예상된다. H&B 입점 매장수가 200개 가까이 추가, 클럽클리오 매장수가 115개까지 증가(2020년까지 310개 목표)하면서 외형 성장을 견인할 것으로 예상된다.

위생허가 250개 품목, 연말 335개
원브랜드샵/드럭스토어 전개 확대

대 중국 사업이 본격화될 것으로 보인다. 2016년 상반기 중국 클럽클리오 매장수는 9개(위탁 3개+직영 6개)에서 연말 30개(위탁 20개, 직영 10개)까지 증가를 목표하고 있다. 세포라는 9월 런칭, 하반기 내 110개 매장 확대 목표하고 있다. 왓슨스와 매닝스에도 구달 브랜드로 입점 계획이다. 250개 품목에 대해 위생허가를 받아냈고, 연말까지 335개를 목표하고 있다. 원브랜드샵을 전개하기에는 유효한 SKU다.

(3) 합리적 적정주가 5.4만원 추산

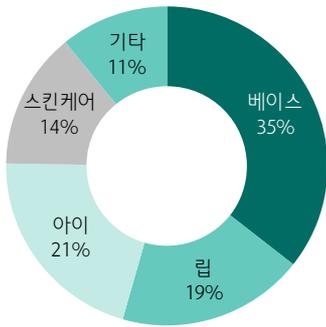
연간 40% 내외 높은 매출/이익 증가
국내외 다양한 채널 확대 전략
높은 제품력 긍정적

5.4만원은 2017년 EPS 기준 22배로 아모레퍼시픽 밸류에이션에서 10% 할인한 PER 수준이다. 연간 40% 내외 높은 매출 신장과 영업이익 증가, 국내외 다양한 채널 확대 전략, 높은 제품력이 돋보인다. 다만, 단일 브랜드로 특성상 실적 변동성이 크고, 채널 및 신규 브랜드 전략의 가시성이 상대적으로 떨어진다는 점은 고려해야할 사항이다.

중국 시장 채널 안착 관건

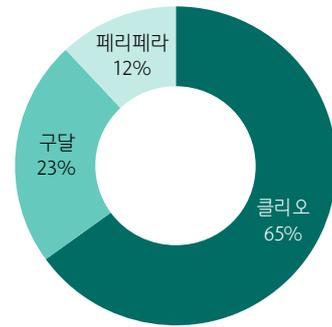
중국 시장 채널 안착 여부가 관건이다. 중국 사업이 일반도매(다이공 포함) 채널에서 글로벌(중국 드럭스토어+클럽클리오)로 무난히 이전될 수 있는지가 관건이다. 중국내 브랜드 빌딩과 채널 전환이 성공적으로 이뤄질 경우, 중국 색조소비세 폐지와 색조 화장품 시장 고성장에 수혜폭이 클 것으로 예상된다.

그림 14. 클리오 품목별 매출 비중



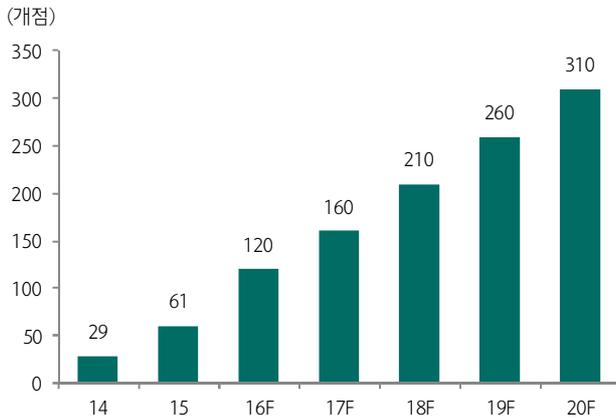
자료: 클리오, 하나금융투자

그림 15. 클리오 브랜드별 매출 비중



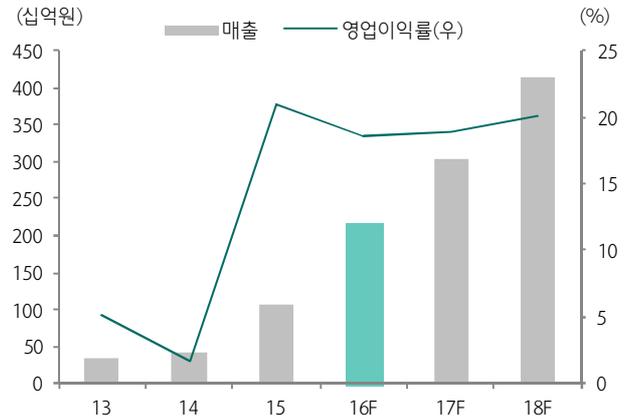
자료: 클리오, 하나금융투자

그림 16. 클럽클리오 매장 확대 전망



자료: 클리오, 하나금융투자

그림 17. 클리오 매출과 영업이익률 추이와 전망



자료: 클리오, 하나금융투자

표 2. 클리오 공모 개요

공모주식수		4,497,600
공모예정가(원)	최고	41,000
	최저	36,400
액면가	(원)	500
총 공모예정금액(억원)	최고	1,844
	최저	1,637
상장예정주식수		17,988,000

자료: 클리오, 하나금융투자

표 3. 클리오 공모 후 주주구성

구분	주식수	비중(%)	보호예수 기간
최대주주 등	11,647,940	64.8	6개월
소액주주	503,260	2.8	
기타주주	1,339,200	7.5	1년
우리사주	224,880	1.3	
공모주주	4,272,720	23.8	
합계	17,988,000	100	

자료: 클리오, 하나금융투자

합리적 적정주가 5.4만원
 2017년 EPS 기준 22배로
 아모레퍼시픽 밸류에이션에서
 10% 할인한 PER 적용

표 4. 클리오 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출	33.6	42.5	106.9	217.2	305.1	415.4
글로벌	71.0	101.0	152.0	258.4	413.4	599.5
면세&도매	75.0	48.0	340.0	821.2	883.6	989.0
온라인	0.0	0.0	12.0	198.0	291.6	414.7
H&B	75.0	48.0	328.0	623.2	592.0	574.3
클럽클리오	48.0	61.0	103.0	226.6	385.2	577.8
매출총이익	20.8	26.4	66.3	134.7	190.9	261.4
영업이익	1.7	0.7	22.5	40.3	57.9	83.3
세전이익	1.1	0.7	22.8	40.4	58.2	83.9
당기순이익	1.0	0.6	17.7	31.1	44.2	63.7
적정시가총액	21	14	388	684	973	1,402
주식수(천주)	17,988	17,988	17,988	17,988	17,988	17,988
적정주가(원)	1,169	780	21,588	38,051	54,089	77,943
적정PER	22	22	22	22	22	22
EPS(원)	53	35	981	1,730	2,459	3,543
YoY %						
매출액		26.6	151.6	103.2	40.4	36.2
영업이익		-60.1	3184.3	79.1	43.7	44.0
당기순이익		-33.2	2666.9	76.3	42.1	44.1
영업이익률(%)	5.1	1.6	21.0	18.5	19.0	20.1
세전이익률(%)	3.3	1.7	21.3	18.6	19.1	20.2
순이익률(%)	2.8	1.5	16.5	14.3	14.5	15.3

자료: 클리오, 하나금융투자

2. 중국 식품 시장과 국내 업체 현황

1) 시장 동향

(1) 점유율 상위 업체들의 과점 가속화

제과 시장 내 상위-하위 업체 간 점유율 격차 확대 중
확고한 1위 업체 없는 제빵시장에서 SPC 그룹 저변 확대 기대

상위 업체들의 과점화가 가속화 되고 있는 것으로 파악된다. 온라인 채널 발달 및 소비경기 부진에 기인해 유통 업체들의 과점화는 이미 앞서 진행되었다. 상위 대형마트의 과점화로 협상력이 약한 점유율 하위 식품 업체들의 진입장벽은 더욱 높아지고 있다. 대형마트 입점에 대한 기회비용(매대 및 입점 수수료 등)은 갈수록 증가 추세인 것으로 판단된다. 상위 식품 업체의 과점화로 과거 'Q' 성장에서 'P' 성장으로 축이 이동하고 있는 것으로 판단된다. 점유율 상위 업체들은 중장기 가격 인상을 통해 안전마진 확보가 가능할 것으로 전망된다.

중국 제과 시장 내 Major 업체로 자리 잡은 오리온의 시장 점유율(파이, 스낵, 비스킷, 껌 합산)은 14년 11.6%→ 15년 12.5%→ 16년 14%로 점진적 상승세를 보이고 있다. 반면, 달리(Dali), 오이시(Oishi) 등은 점진적으로 점유율 하락 추세다. 현재 중국 제과 판매 상위 30개 브랜드 중 오리온 제품은 7개가 포함되어 있는데 연말 10개 브랜드로 증가할 것으로 파악된다.

한편, 초기 시장으로 파악되는 제빵 시장은 SPC 그룹의 '파리바게트', 대만 업체 '85도씨', 싱가포르 업체 '브레드앤독' 등이 사업을 영위하고 있다. 아직까지 확고한 1위 업체가 부재한 상황인 만큼 시장 선점시 SPC 그룹의 성장 가능성은 높아 보인다. 중국 내 '파리바게트' 가맹점은 전년 60개에서 올해 80개를 상회할 것으로 파악된다. 직가맹을 합산한 전체 매장 수는 200개에 육박할 것으로 추산된다. '파리바게트' 점포 수 증가에 따라 삼립식품의 100% 자회사인 '상해SPC무역공사'의 매출 증대가 기대된다. 상해SPC무역공사는 중국에서의 파리바게트 원료 구매를 담당하는 법인이다. 2016년, 2017년 상해SPC무역공사 매출액은 각각 390억원, 640억원으로 예상된다. 삼립식품 전사 매출 대비 각각 2.2%, 3.1% 수준으로 매출 기여는 아직 미미하다.

(2) 중국 소비자의 특성: 개방적이고 빠른 구매 패턴, 눈높이 상향 평준화

인터넷 인프라 발달로 빠른 구매 패턴
→ 카테고리 불충분한 업체들의 매출 하락 가시화 VS. 제품력 보유한 업체들의 니치 전략 유효

중국은 고성장에서 축적한 부를 정보통신 분야에 집중 투하했다. 인터넷 인프라가 기하 급수로 발달하면서 '현금 거래→ 신용카드' 사용이 아닌 '전자화폐' 시대로 점프했다. 온라인 채널 발달로 중국 소비자들의 소비 패턴은 한국 소비자 대비 빠르고 개방적이다. 수십여개의 제품 비교를 통해 눈높이도 상향 평준화되고 있다. 중국 소비자의 구매 성향 설문조사에 따르면 중국 소비자들의 75%가 고품질 제품에 대해 구매 의향이 있다고 답했다. 신제품 및 프리미엄 제품의 구매 의향도 각각 69%, 64%로 높았다. 건강식품에 대한 구매 의향도 43%에 달했다.

당사와 미팅을 진행한 식품 업체들도 중국 소비자의 특성을 인지하고 있었다. 신제품 출시에 보수적이었던 오리온은 2015년부터 전략을 수정했다. 신규 브랜드 출시뿐만 아니라 기존 제품 맛 확장에도 적극적인 태도를 취하고 있었다. 8월 ‘말차 초코파이’, ‘허니맛 오감자’ 등을 출시했으며 하반기에도 추가적인 신제품 출시를 계획 중인 것으로 파악된다. 중국 내 ‘파리마켓’의 올해 동일 점포 매출 성장률은 YoY +7~8%로 추정되는데, 350개가 넘는 SKU 및 월별 10개 이상의 신제품 출시가 경쟁력으로 판단된다. 반면, 제품 카테고리가 충분하지 않은 업체들의 매출 하락은 가시화되고 있다. 위글리(Wrigley)는 지속되는 매출 감소로 비용 감축을 진행 중인 것으로 파악된다. 오리온을 제외하고 유일하게 점유율 상승을 보여줬던 펩시코(Pepsico)도 매출 대부분을 차지하는 Lay’s 매출이 올해 들어 감소 추세로 접어들자 신제품 출시에 집중하고 있는 것으로 파악된다.

주요 소비층 변화 및 주거용
부동산 가격 고공행진으로
프리미엄 제품 수요 증가
→ 제품력 보유한 국내 업체 수혜

반면, 제품력을 보유한 국내 업체들의 니치 전략은 유효해 보인다. 중국의 주 소비층으로 주목받고 있는 ‘바링허우’(80년대 이후 출생자)와 ‘주링허우’(90년대 출생자)는 한 자녀 정책으로 인해 물질적 풍요 속에서 성장했다. 이들의 소비 수준 및 한류에 대한 이해는 기존 세대 대비 높다. 또한 지난 1년 간 북경 및 상해를 중심으로 주거 부동산 가격이 각각 40%, 25% 상승한 점도 구매 여력 확대에 힘을 싣고 있다.

오리온은 내달 말 프리미엄 브랜드인 ‘브라우니’를 출시 예정이다. 제품력을 보유한 일부 국내 업체의 수출 확대도 기대된다. 국내 업체들의 프리미엄 제품에 대한 니치 전략은 유효해 보인다. 일례로 중국 대형마트에서 한국 업체들의 매대가 1년 전 대비 확대된 점을 확인할 수 있었다. 농심의 라면 매대가 과거 대비 확대되었으며 제조분유나 비비고 만두, 떡볶이 등 가공식품도 발견할 수 있었다.

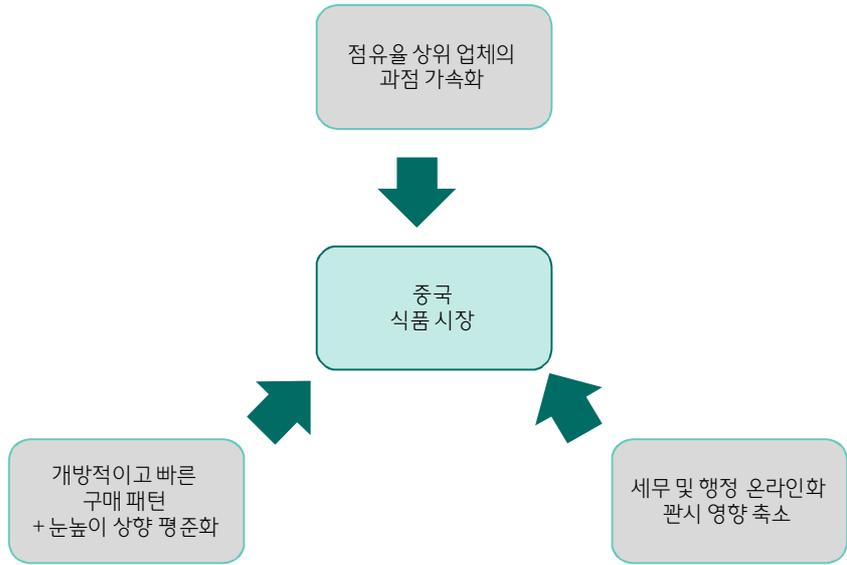
(3) 판시 영향 축소 전망/ 사드 영향 제한적

올해 5월부터 북경 및 상해를 중심으로 세무 및 행정 온라인화가 본격화되고 있다. 중국 소비자는 상점 바코드만 입력하면 세금 계산서를 집에서 출력 가능하다. 따라서 판시 영향은 점차 축소될 전망이다. 한국을 포함한 외자 업체의 사업 환경에는 긍정적 뉴스다. 한편, 최근 중국 국가질검총국이 발표한 중국 기준 미달 식품에 음료, 과자 등 총 61개 한국 식품이 포함되면서 사드에 대한 우려가 확산되었다. 그러나 오히려 중국 내 사업을 영위 중인 국내 업체들이 체감하는 영향은 극히 제한적이었다. 중국 생산라인을 보유하고 있는 국내 업체는 화장품 업체와 달리 원료 수입이 거의 없어 생산에 차질을 빚을 일이 만무하다. 특히 오리온의 경우 중국 소비자들이 로컬 업체로 인식하고 있는 만큼 사드의 부정적 영향을 체감하지 못했다.

세무 및 행정 온라인화로
판시 영향 축소 전망,
화장품과 달리 원료 수입 거의
없어 사드 영향 제한적

그림 18. 중국 식품 시장 현황

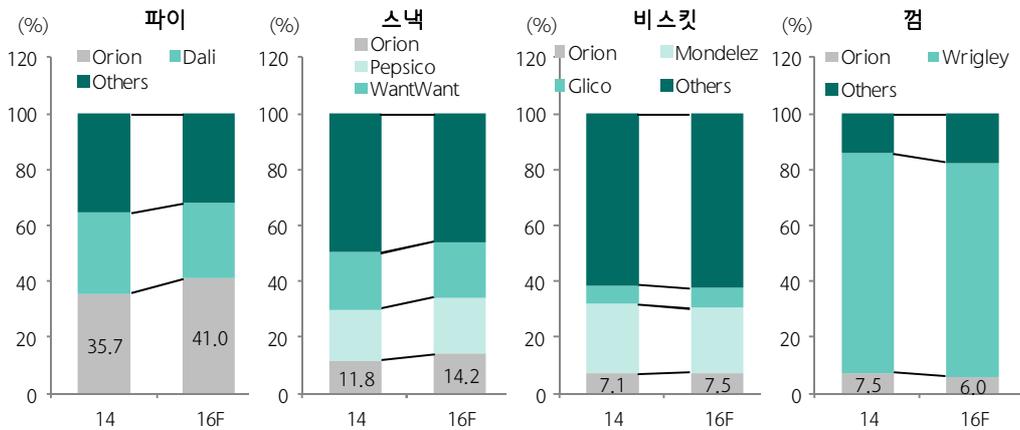
점유율 상위 업체의 지배력 확대
국내 업체는 프리미엄 수요 공략한
니치 전략 유효해 보임



자료: 하나금융투자

그림 19. 중국 제과 시장 주요 업체 점유율 추이

주요 카테고리 내 오리온 점유율 상승 추세



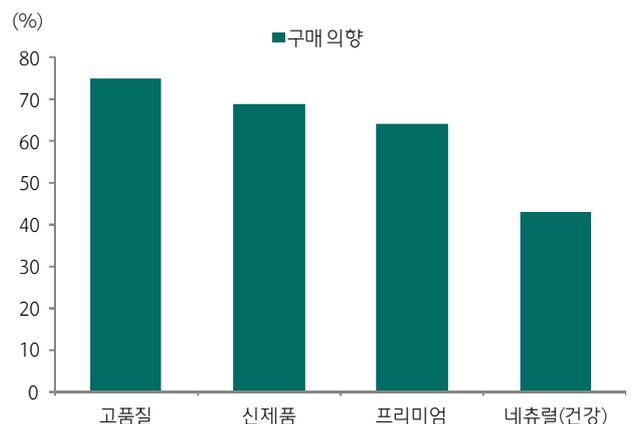
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 20. 제과 시장 내 주요 업체들 매출 성장률 추이(위안화 기준)



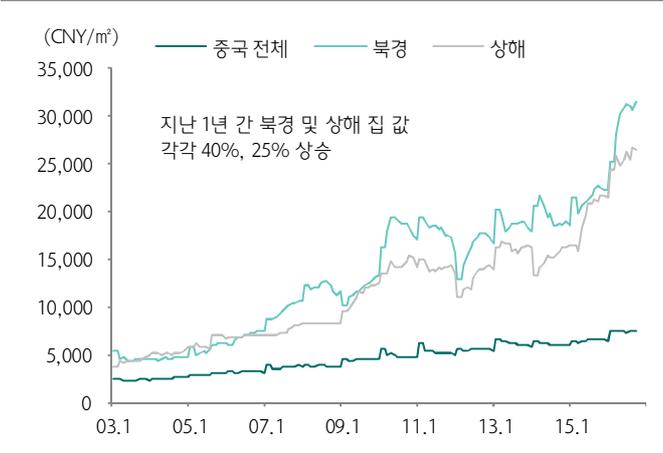
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 21. 중국 소비자들의 구매의향 설문조사



자료: 오리온, 하나금융투자

그림 22. 중국 집 값 고공행진 중



자료: 하나금융투자

그림 23. 중국 대형마트 내 오리는 제과 매대 점유율은 독보적



자료: 하나금융투자

그림 24. 한국 제조분유 입점되어 있었음



자료: 하나금융투자

그림 25. 농심 라면 매대가 1년 전 대비 넓어짐



자료: 하나금융투자

그림 26. 떡볶이 등 가공식품도 보임



자료: 하나금융투자

그림 27. CJ제일제당 비비고 만두도 입점



자료: 하나금융투자

2) 오리온

(1) 제과 시장 동향

중국 제과시장 올해 8월 누적 기준 YoY -1.2% 역성장

중국 제과시장은 저성장 기조로 들어섰다. 2015년 YoY +1.8% 성장(파이, 비스킷, 껌, 스낵 합산 수치)에 그친 것에 이어 올해 8월 누적 기준 YoY -1.2% 매출 성장을 시현 중인 것으로 추산된다. 상반기 대비 하반기 들어 시장 상황은 더욱 악화되고 있는 것으로 파악된다. 카테고리 별로는 껌과 캔디, 초코릿이 역성장 중이며, 스낵은 성장 중이다. 제과시장 둔화는 ① 인구 고령화에 따른 주요 소비층 감소, ② 온라인 채널 발달에 기인한 오프라인에서의 충동 구매 감소, ③ 건강에 대한 관심 확대에 대체재 증가에 기인한 것으로 판단된다.

긍정적인 점은, 오리온의 점유율(4개 카테고리 기준)은 2014년 11.6%→ 2016년 14%로 점진적 상승 추세를 보이고 있다는 점이다. 절대적 인지도 및 경쟁사 대비 다양한 제품 카테고리에 기반해 시장 지배력은 확대되고 있는 것으로 파악된다.

(2) 중장기 사업 계획

적극적 신제품 출시 원료의 수직 계열화

중장기 성장의 Key는 고품질의 신제품 출시를 통한 성장이다. 중국 소비자의 구매 성향 설문조사에 따르면, 중국 소비자들의 75%가 고품질 제품에 대해 구매 의향이 있다고 답했다. 신제품 및 프리미엄 제품의 구매 의향도 각각 69%, 64%로 높았다. 2015년부터 적극적으로 신제품을 출시하고 있으며 매년 5개 정도 신제품을 출시할 예정이다. 지난 8월 ‘말차 초코파이’, ‘허니맛 오감자’ 등 맛 익스텐션 제품을 출시했고 내달 프리미엄 제품 ‘브라우니’도 출시할 계획이다. ‘말차 초코파이’의 ‘초코파이’ 잠식효과는 10% 수준으로 파악되어 3분기 매출 성장에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 참고로 출시 이후 누적 매출액은 약 100억원 수준으로 파악된다. ‘브라우니’는 향후 2~3년 내 시장 안착을 목표로 하고 있다.

수익성 개선을 위해 원료의 수직 계열화를 도모하고 있다. 2002년 감자 조달을 위해 OBC 및 OBC 자회사인 OAB, OAC, OAD 법인을 신설했다. 현재 이들 법인을 통해 18%의 감자를 자체 생산하고 있다. 2019년 자체 생산 비율을 26%로 확대할 계획을 가지고 있다.

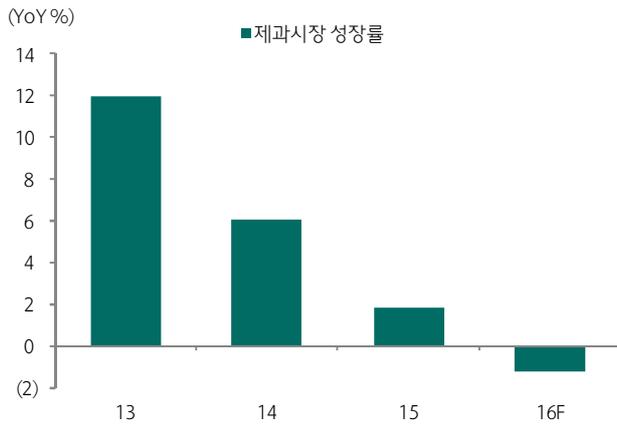
(3) 2분기 실적 부진 이유 및 올해 실적 전망

2분기 신제품 출시 앞두고 비용 집중적 투자, 하반기는 비용 이슈 없을 전망

2분기 실적 발표 이후 수익성에 대한 우려가 증폭되고 있다. 2분기는 하반기 제과 시장 부진을 예견해 신제품 출시(‘말차 초코파이’ 등)에 대한 비용을 선집행했던 것으로 파악된다. 비용 집행에 대한 효과가 다행히 3분기에 가시화되고 있는 것으로 보여진다. 내달 ‘브라우니’ 출시를 앞두고 있는데 2~3년 내 시장에 연착륙하는 것으로 목표로 하고 있다. 따라서 하반기 예상치 못한 과도한 비용 투자 가능성은 제한적일 것으로 판단한다.

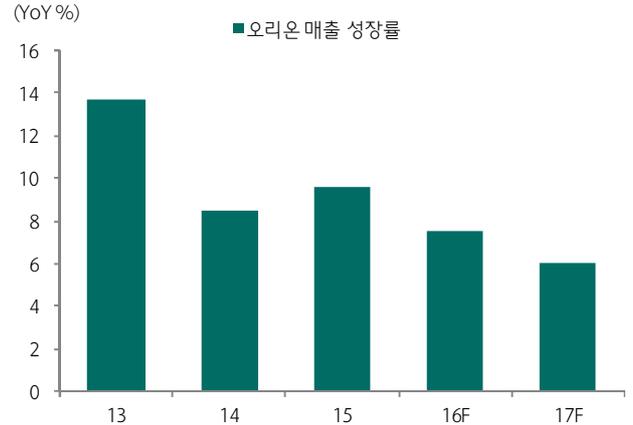
올해 중국 제과 매출 성장률은 YoY +7~8%로 전망한다. OPM은 14% 내외로 추정한다. 3분기는 2분기 비용 선집행에 따른 신제품 매출 증가, 4분기는 내년 이른 춘절을 앞둔 가수요 증가로 견조한 매출 성장이 예상되어 긍정적이다.

그림 28. 중국 제과시장 성장률(4개 카테고리 합산)



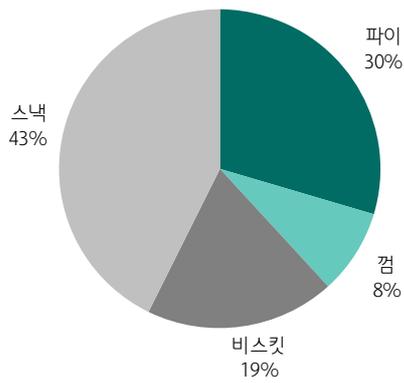
자료: 오리온, 하나금융투자

그림 29. 오리온 중국 법인 매출 성장률 전망(위안화 기준)



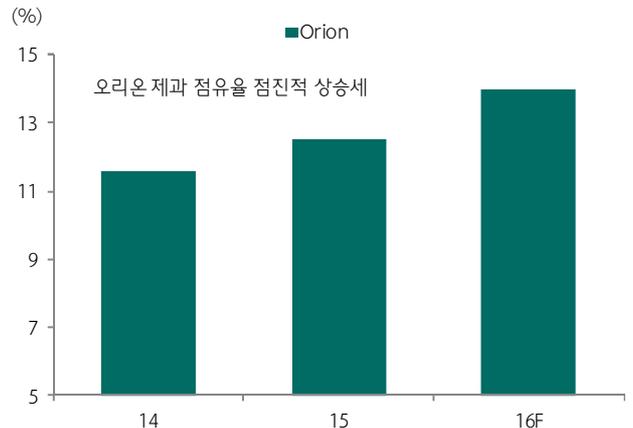
자료: 오리온, 하나금융투자

그림 30. 오리온 카테고리별 매출 비중



자료: 오리온, 하나금융투자

그림 31. 오리온 점유율 추이(4개 카테고리 합산)



자료: 오리온, 하나금융투자

3) 삼립식품

(1) 제빵 시장은 확고한 1위 업체 부재한 상황

확고한 1위 업체 없어 기회

초기 시장으로 파악되는 제빵 시장은 SPC 그룹의 ‘파리바게트’, 대만 업체 ‘85도씨’, 싱가포르 업체 ‘브레드앤독’ 등이 사업을 영위하고 있다. 아직까지 확고한 1위 업체가 부재한 상황인 만큼 시장 선점시 SPC 그룹의 성장 가능성은 높아 보인다.

(2) 파리바게트 가맹 상황

가맹점 늘리기 유리한 환경 조성 중

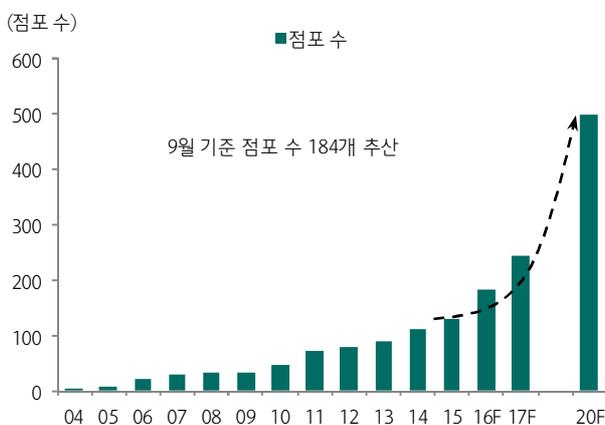
중국 내 ‘파리바게트’ 가맹점은 전년 60개에서 올해 80개를 상회할 것으로 파악된다. 직영 및 가맹을 합산한 전체 매장 수는 200개에 육박할 것으로 추산된다. 올해 5~60여개의 매장을 새로 오픈한 것으로 파악되며 내년에도 비슷한 수준이 될 것으로 예상된다. 2020년 점포 수는 500개에 육박할 것으로 판단된다. 향후 2~3년 간 출점 속도가 가속화될 것으로 전망되는데, ① 온라인 소비 확대로 상업용 건물의 평균 임대료가 3~40% 하락 하면서 가맹 점주들의 수익성이 개선되고 있고, ② 350여개가 넘는 SKU 및 매월 10개 이상의 신제품 출시로 경쟁사와는 달리 점당 매출액이 상승하고 있기 때문이다. ③ 본사에서 생지를 직접 조달하기 때문에 가맹점에 대한 관리 능력도 경쟁사 대비 우수해 입소문이 나고 있는 것으로 파악된다.

(3) 삼립식품의 100% 자회사 ‘상해SPC무역공사’의 수혜는?

상해SPC무역공사 올해 매출액 390억원 전망

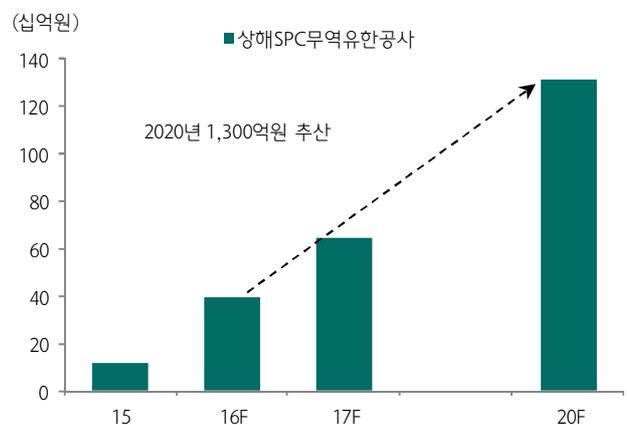
‘파리바게트’ 점포 수 증가에 따라 삼립식품의 100% 자회사인 ‘상해SPC무역공사’의 매출 증대가 기대된다. 상해SPC무역공사는 중국에서의 파리바게트 원료 구매를 담당하는 법인이다. 파리바게트의 2016년, 2017년 중국 매출은 각각 1,600억원, 2,600억원으로 예상된다. 원재료 구매율 35% 수준 감안시 상해SPC무역공사 매출액은 각각 390억원, 640억원으로 추산된다.

그림 32. 파리바게트 중국 내 점포수 전망



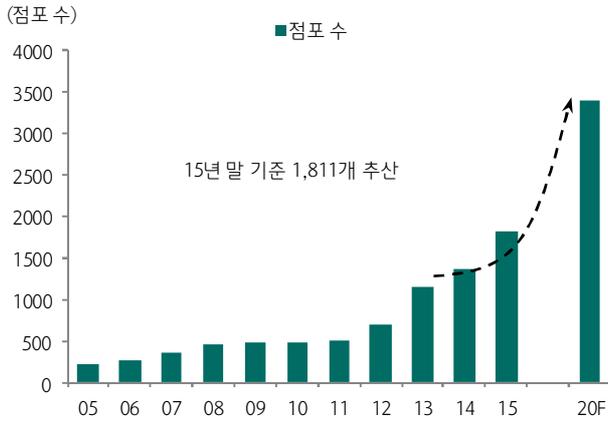
자료: 파리크라상, 하나금융투자

그림 33. 상해SPC무역공사 실적 전망



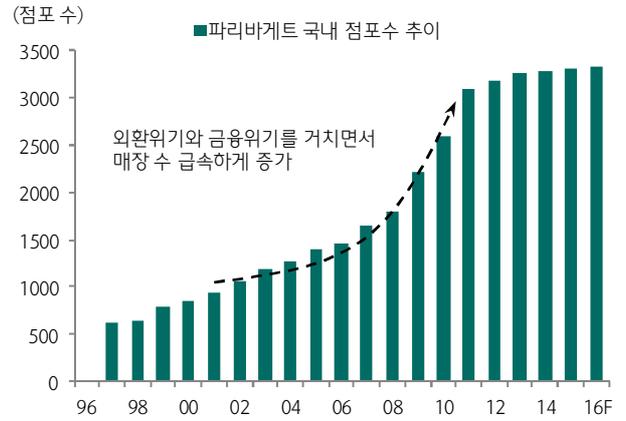
자료: 하나금융투자

그림 34. 중국 스타벅스 점포 수 추이



자료: 스타벅스, 하나금융투자

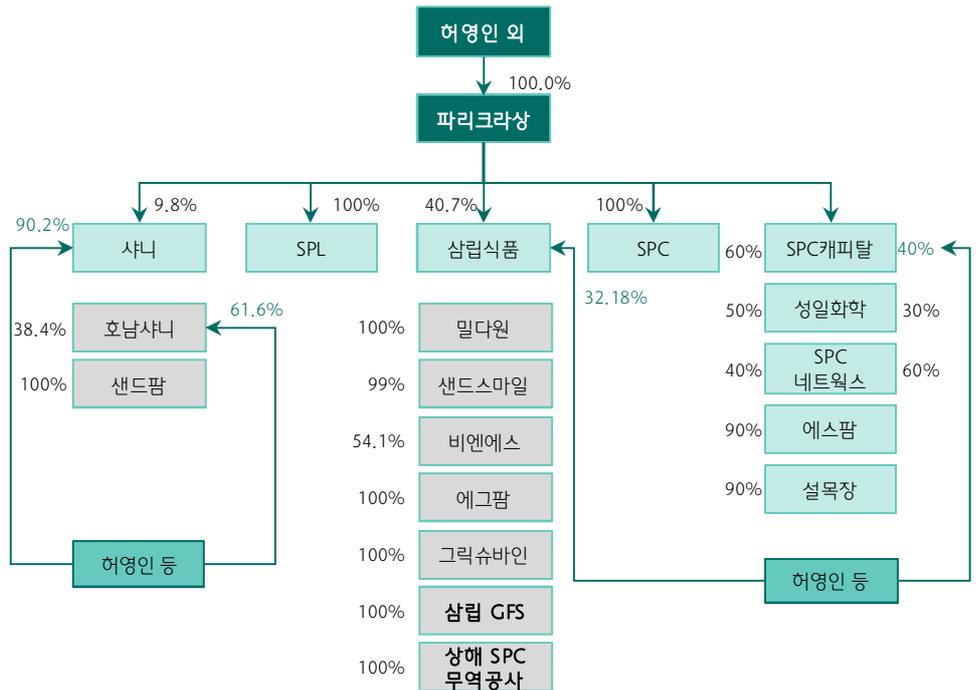
그림 35. 국내 파리바게트 점포수 추이



자료: 파리크라상, 하나금융투자

그림 36. 삼립식품 지배구조 요약

중장기 삼립GFS 및
상해SPC무역공사
역할 증대 가능성 긍정적



자료: SPC그룹, 하나금융투자

3) 농심

(1) 라면 매대 확대 긍정적

대형마트 내 농심 라면 매대 점유율이 높아진 점 긍정적

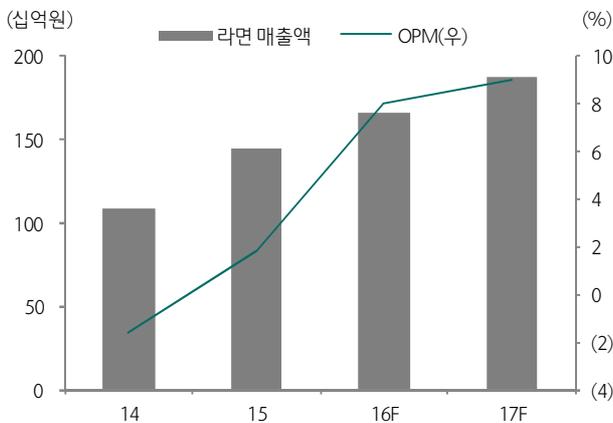
중국 대형마트 방문을 통해 느낀 점 중 하나는 농심의 라면 매대 점유율이 과거 대비 높아졌다는 점이다. 일본 원전 폭발 사고 이후 일본 업체에 대한 선호도 하락 및 로컬 업체의 식품 위생 문제는 농심의 인지도 향상에 긍정적 영향을 미쳤던 것으로 판단된다. 참고로 컵라면 기준으로 농심 제품은 로컬 대비 30% 고가에 판매되고 있었다. 올해 농심의 중국 라면 매출액은 1,700억원으로 추산된다. 전사 매출 대비 7.5%를 차지할 것으로 예상된다.

(2) 백산수 인지도는 아직 높지 않은 듯

중국 생수 시장은 로컬 업체 점유가 압도적

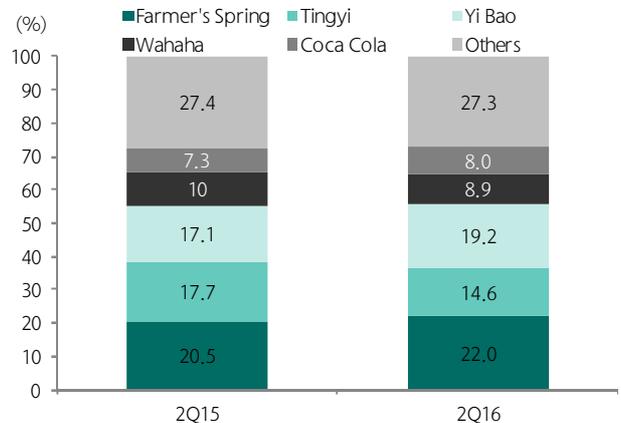
중국 소비자 사이에서 백산수 인지도는 아직 높지 않았다. 여전히 물은 저가 제품인 로컬 브랜드의 선호가 압도적 이었다. 올해 상반기 기준 중국 로컬 업체(농푸산취안, 캉스푸, 와하하)의 합산 점유율은 46%에 달한다. 다만, 대형마트 내 '에비앙' 등 프리미엄 생수의 매대가 확대된 점 감안시, 프리미엄 생수에 대한 니치 수요는 증가하고 있는 것으로 판단된다. 중국 내 생수가격은 1위안~10위안까지 다양하다. 에비앙은 최고가 생수에 속한다. 참고로, 백산수 판가는 3위안 수준이다. 올해 중국 백산수 매출액은 150억원으로 예상된다.

그림 37. 중국 라면 매출액 추이



자료: 농심, 하나금융투자

그림 38. 중국 Bottle Water 시장 점유율 현황



자료: 닐슨, 하나금융투자

표 5. 투자이견 및 투자지표

(단위: 십억원)

종목	투자이견	목표주가(원)		매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	P/E(배)	P/B(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)
한국콜마	BUY	124,000	2016F	616.0	73.0	57.3	2,715	33.0	7.1	22.4	23.8
			2017F	724.2	88.6	69.7	3,305	27.1	5.7	18.3	23.3
연우	BUY	60,000	2016F	239.5	28.5	23.0	1,858	24.2	3.1	13.6	13.5
			2017F	280.3	35.9	28.9	2,335	19.3	2.6	11.0	14.7
제닉	BUY	33,000	2016F	97.8	10.7	5.7	859	21.7	1.8	8.3	9.3
			2017F	109.3	13.7	10.7	1,540	12.1	1.7	6.3	15.4
오리온	BUY	1,200,000	2016F	2,436.0	315.1	191.5	31,980.8	23.5	2.9	11.3	13.1
			2017F	2,558.1	345.6	219.2	36,488.9	20.6	2.6	10.6	13.4
농심	BUY	460,000	2016F	2,210.4	95.5	198.7	32,672.3	8.9	0.9	6.7	11.5
			2017F	2,345.4	113.1	102.0	16,769.4	17.4	0.9	5.6	5.5

주: * 표시는 K-IFRS 연결기준
 자료: 하나금융투자

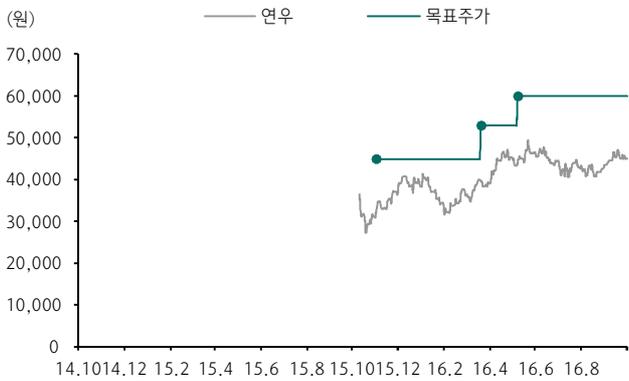
투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

한국콜마



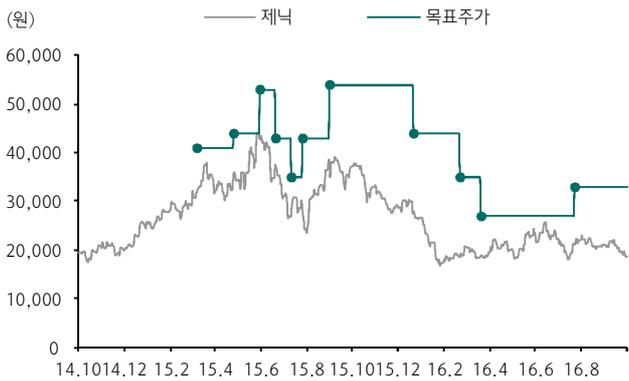
날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
16.7.7	BUY	124,000			
16.5.16	BUY	110,000			
16.4.24	BUY	124,000			
16.4.12	BUY	110,000			
15.6.15	BUY	124,000			
15.5.18	BUY	105,000			
15.3.30	BUY	78,000			
14.12.5	BUY	67,000			
14.11.5	BUY	74,000			

연우



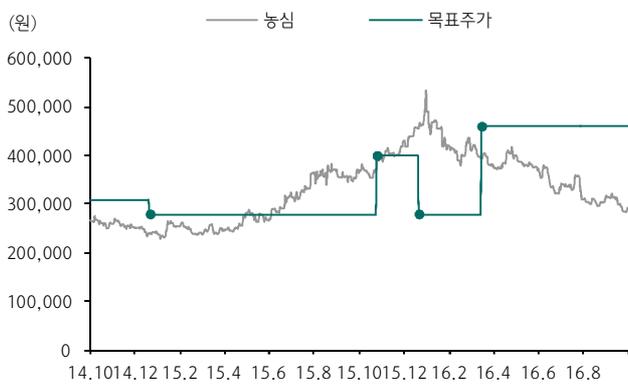
날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
16.5.31	BUY	60,000			
16.4.12	BUY	53,000			
15.11.24	BUY	45,000			

제닉



날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
16.8.15	BUY	33,000			
16.4.12	BUY	27,000			
16.3.15	BUY	35,000			
16.1.13	BUY	44,000			
15.9.23	BUY	54,000			
15.8.18	BUY	43,000			
15.8.3	BUY	35,000			
15.7.13	BUY	43,000			
15.6.22	BUY	53,000			
15.5.18	BUY	44,000			
15.3.30	BUY	41,000			

농심



날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
16.4.6	BUY	460,000			
16.1.12	Neutral	280,000			
15.11.16	Neutral	400,000			
15.1.12	Neutral	280,000			

오리온



날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
16.7.11	BUY	1,200,000			
15.5.11	BUY	1,500,000			
15.4.7	BUY	1,400,000			
14.11.16	BUY	1,080,000			

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.1%	10.6%	1.3%	100.0%

* 기준일: 2016년 10월 23일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대,심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2016년 10월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대,심은주)는 2016년 10월 25일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.