2017년 6월 1일 I Equity Research

코스메카코리아 (241710)

ODM 삼강구도의 완결

ODM 메이저 3강 고성장의 필연적 배경

한국 ODM시장은 2003년 이후 원브랜드샵 고성장을 기반으로 사업규모를 확대했고, ODM 메이저 3사는 치열한 경쟁 하에서 기술개발과 카테고리 확대로 높은 진입장벽을 형성하면서 고신장을 지속하고 있다(제1모멘텀). 중국 화장품 시장의 구조적 특징, 즉 수요와 공급의 퀄리티 격차 확대는 국내 ODM 업체들에게 블루오션으로 작용하고 있다(제2모멘텀). 중국 시장 프리미엄화에 따른 글로벌 브랜드들의 동북아 생산기지 확대 필요성은 제3의 실적 모멘텀으로 작용하고 있다. 아울러, 최근 H&B스토어 시장 확대는 또 하나의 신규 성장 동력으로 작용할 전망이다.

2017년 영업이익 177억원, YoY 35% 증가 전망

코스메카코리아는 국내 ODM 시장 점유율 약 9%의 MS 3위 업체로 ODM 시장 구조적 성장 국면에서 높은 실적 가시성과 성장 여력을 보유하고 있다. 2017년 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 2,130억원(YoY 29%), 177억원(YoY 35%)으로 추정한다. 내수 부문은 원브랜드샵 부진에도 불구하고, 클리오/닥터자르트 등 H&B스토어 향 수요 확대로 YoY 20% 고성장을 지속할 전망이다. 수출 부문은 글로벌 브랜드향 매출 본격화로 YoY 37% 증가하며 기여도를 높일 것으로 기대한다. 중국 부문은 현지 로컬 브랜드 등 수요 확대, Capa 증설효과로 YoY 58% 성장하면서 사업규모를 확대할 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 91,000원으로 커버리지 개시

9.1만원은 2019년 예상 당기순이익에 적정 PER 25배를 적용한 후 10%로 현재가치 할인한 값이다. 12MF PER 30배 수준으로 국내 ODM 상위 2개사(코스맥스, 한국콜마) 대비 할인 이유가 없다는 판단이다. 1) 높은 기술력과 Capa 증설을 기반으로 2) 국내 H&B스토어 확대 수혜가 클 것으로 예상되며, 3) 중국 사업 본격화로 2016~19년까지 연결 연평균 매출과 영업이익이 각각 26%, 27% 성장할 것으로 예상한다. 하반기 높은 실적 모멘텀에 대비한 비중확대가 유효하다.

Initiation

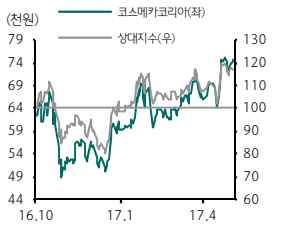
BUY(신규)

I TP(12M): 91,000원(신규) I CP(5월 31일): 74,500원

Key Data			
KOSDAQ 지수 (pt)			652.04
52주 최고/최저(원)			75,200/48,800
시가총액(십억원)			397.8
시가총액비중(%)			0.19
발행주식수(천주)			5,340.0
60일 평균 거래량(천주)			32.7
60일 평균 거래대금(십억원)			2.2
17년 배당금(예상,원)			0
17년 배당수익률(예상,%)			0.00
외국인지분율(%)			13.36
주요주주 지분율(%)			
박은희 외 3 인			38.95
박선기			7.12
주가상승률	1M	6M	12M
절대	13.1	44.1	0.0
상대	8.9	31.7	0.0

Consensus Data	2017	2018
매출액(십억원)	229.1	306.4
영업이익(십억원)	19.1	26.9
순이익(십억원)	16.1	22.5
EPS(원)	3,048	4,220
BPS(원)	22,619	26,603

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	99.1	165.2	213.0	271.6	332.1
영업이익	십억원	6.4	13.1	17.7	20.4	26.9
세전이익	십억원	5.5	13.4	17.9	20.5	26.8
순이익	십억원	5.0	11.5	15.1	17.3	22.7
EPS	원	1,257	2,698	2,827	3,242	4,244
증감률	%	270.8	114.6	4.8	14.7	30.9
PER	배	N/A	20.75	26.35	22.98	17.55
PBR	배	N/A	2.85	3.32	2.90	2.49
EV/EBITDA	배	N/A	15.69	16.57	14.13	10.43
ROE	%	24.58	18.02	13.43	13.46	15.25
BPS	원	5,716	19,633	22,460	25,702	29,947
DPS	원	0	0	0	0	0

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

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

하나금융투자

CONTENTS

1. 코스메카코리아 투자포인트 및 Valuation 3

1) 투자의견 BUY, 목표주가 91,000원 제시
2) 매출 추정: 2016~19년 CAGR 26% 성장 예상
3) 매출원가: Capa 증설로 2018년 일시 상승 후 하락 전망
4) 판관비: 인건비 증가 부담 점진적 완화 전망
5) 영업이익: 2016년 130억원에서 2019년 270억원까지 2배 이상 증가 전망

2. 코스메카코리아 개요와 강점 9

1) 국내 ODM 3위 규모
2) 높은 기술력과 영업력
3) Capa 증설 본격화

3. ODM 시장의 규모와 특성 11

1) ODM 시장 규모 2016년 1.9조원
2) 실적가시성: 기술력으로 높은 진입장벽 형성
3) 수익성: 제한적인 영업 레버리지

4. ODM 시장 성장 배경 13

1) 화장품 유통 구조 변화 ①: 원브랜드샵의 등장
2) 화장품 유통 구조 변화 ②: H&B스토어로 전환
3) 중국 화장품 시장: 수요와 공급의 퀄리티 갭 메우기
4) 한국으로 이동하는 글로벌 생산기지

1. 실적 추정 및 Valuation

1) 투자의견 BUY, 목표주가 91,000원 제시

투자포인트
- 중국 시장 한국 ODM수요 확대
- 글로벌&H&B스토어 수요 확대
- Capa 증설 효과 본격화

코스메카코리아에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 91,000원을 제시한다. 코스메카코리아는 ① 중국 화장품 시장 한국 ODM수요 확대, ② 글로벌 브랜드향 매출 및 H&B스토어 시장 확대 등 양호한 영업환경 하에서 ③ 높은 기술력과 영업력을 기반으로 2017년부터 Capa 증설 효과가 본격화될 전망이다. 2016~19년 매출과 영업이익이 연평균 26%~27% 고신장하면서 사업규모와 투자가치를 높일 것으로 기대한다.

목표주가 91,000원은 2019년 예상 당기순이익에 적정 PER 25배를 적용한 후 10%로 현재가치 할인한 값이다. 12MF PER 30배 수준으로 국내 ODM 상위 2개사(코스맥스, 한국콜마) 대비 할인 이유가 없다는 판단이다. 현재 ODM 업체들은 12MF PER 24~32배를 적용 받고 있으며 코스메카코리아의 현재주가는 12MF PER 25배다.

2017년 연결 매출과 영업이익은 각각 전년대비 29%, 35% 성장한 2,130억원과 177억원 수준이 가능할 전망이다. 분기별로는 1분기 높은 실적 모멘텀을 보였으나, 2분기 사드 보복 조치 영향 등으로 영업이익이 YoY 10% 성장에 그칠 것으로 예상한다. 3분기 이후 중국 인바운드 및 내수 소비 경기 회복으로 YoY 30% 이상 실적 모멘텀 회복이 가능할 전망이다.

2016~19년 매출과 영업이익 연평균 26%~27% 고신장하면서 사업규모와 투자가치를 높일 전망

표 1. 코스메카코리아 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준) (단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	99.1	165.2	213.0	271.6	332.1
국내	95.4	153.5	191.3	233.5	275.8
내수	74.9	111.7	134.0	167.6	201.1
수출	20.5	41.8	57.3	65.9	74.7
중국	7.2	22.3	35.3	55.3	77.0
매출총이익	21.8	35.1	45.8	55.7	69.7
영업이익	6.4	13.1	17.7	20.4	26.9
세전이익	5.5	13.4	17.9	20.5	26.8
당기순이익	5.0	11.5	15.1	17.3	22.7
적정시가총액	387	426	468	515	567
주식수(천주)	5,340	5,340	5,340	5,340	5,340
적정주가(원)	72,472	79,719	87,691	96,460	106,106
적정PER	77	37	31	30	25
EPS	941	2,154	2,827	3,242	4,244
YoY %					
매출액	45.1	66.6	29.0	27.5	22.3
영업이익	156.2	105.5	35.0	15.3	31.5
당기순이익	270.9	128.8	31.2	14.7	30.9
영업이익률(%)	6.4	7.9	8.3	7.5	8.1
세전이익률(%)	5.6	8.1	8.4	7.5	8.1
순이익률(%)	5.1	7.0	7.1	6.4	6.8

자료:코스메카코리아 하나금융투자

2분기 연결기준 매출과 영업이익은 각각 YoY 18%. 10% 성장한 514억원과 44억원 추정

표 2. 코스메카코리아 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016년	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2017년
매출	34.1	43.5	43.5	44.0	165.2	50.6	51.4	55.5	55.6	213.0
국내	34.1	39.5	39.2	40.6	153.5	44.9	46.0	49.9	50.5	191.3
내수	26.3	29.6	27.5	28.3	111.7	32.9	33.2	34.1	33.9	134.0
수출	7.8	9.9	11.7	12.3	41.8	12.0	12.9	15.8	16.6	57.3
중국	2.5	5.9	7.0	6.9	22.3	8.9	8.6	9.1	8.6	35.3
영업이익	3.4	4.0	3.5	2.2	13.1	4.8	4.4	4.7	3.8	17.7
세전이익	3.1	4.4	3.6	2.3	13.4	4.2	4.4	4.7	4.6	17.9
순이익	2.8	4.0	2.9	1.9	11.5	3.5	3.7	4.0	3.9	15.1
영업이익률(%)	10.0	9.1	8.0	5.1	7.9	9.5	8.5	8.5	6.9	8.3
세전이익률(%)	9.0	10.1	8.4	5.2	8.1	8.2	8.6	8.6	8.2	8.4
순이익률(%)	8.1	9.1	6.7	4.2	7.0	6.9	7.2	7.2	7.0	7.1

자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

현재 ODM 업체들 주가 수준은 12MF PER은 24~32배 코스메카코리아 12MF PER 25배

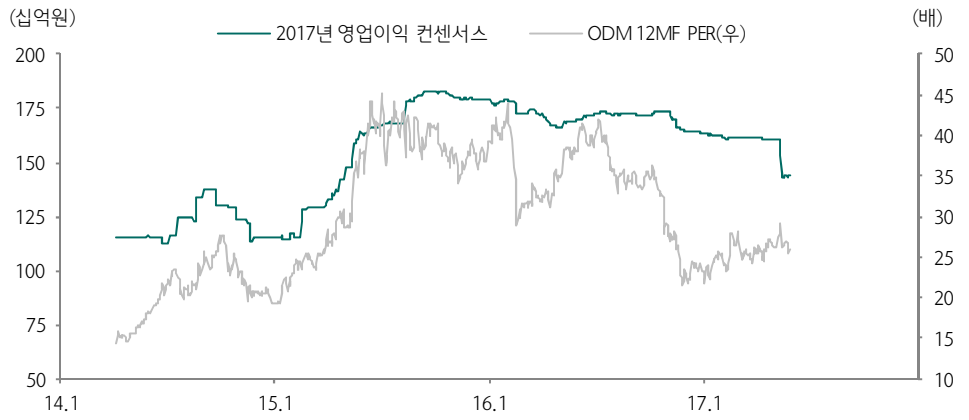
표 3. 국내 ODM업체 Peer 밸류에이션 비교

		코스맥스	한국콜마	코스메카코리아
주가(원)		128,000	85,400	74,500
시가총액(십억원)		1,286.3	1,808.2	395.6
PER	2015	60.6	39.8	78.7
	2016	36.9	34.1	34.4
	2017F	37.4	25.7	26.2
	2018F	25.8	21.7	22.8

주: 연도별 PER을 현재 시가총액/해당연도 당기순익
자료:Quantiwise 하나금융투자

최근 ODM 업체들은 견조한 실적과 전망에도 불구하고 주가 하락으로 밸류에이션 부담이 완화되었음

그림 1. 한국콜마+코스맥스 12MF PER과 실적 추이와 전망



자료:Quantiwise 하나금융투자

2) 매출 추정: 2016~19년 CAGR 26% 성장 예상

① 국내 부문: H&B스토어, 수출 확대

경기 부진에 따른 내수 위축 속에서도 코스메카코리아는 매출처 다변화와 수출 확대를 통해 견조한 성장세를 지속하고 있다. 국내 부분은 내수 시장을 대상으로 한 순수 내수 부문과 국내에서 생산해 해외로 납품하는 수출 부문으로 나누어진다.

순수 내수 2016년 1,117억원 규모 전체 매출의 65% 차지

순수 내수는 2016년 1,117억원 규모로 전체 매출의 68%를 차지했다. 로드샵 브랜드들을 중심으로 홈쇼핑과 온라인 등 기타 채널 매출이 추가되면서 견조한 성장세를 이어갈 전망이다. 2016년 내수 매출은 YoY 49%를 기록했으며, 2015년도부터 발생한 홈쇼핑 매출이 400억원 규모까지 올라서며 매출 비중 25%까지 상승했다. 홈쇼핑은 2017년 YoY 30% 이상 성장할 것으로 전망한다. 기존 로드샵 매출은 클리오/닥터자르트/카버코리아 등 H&B 스토어향 매출이 크게 증가하고 있다.

2017년 수출 YoY 35% 성장 예상

수출 부문 2016년 매출규모는 420억원으로 YoY 100% 이상 성장했다. Capa 증설에 따라 글로벌 브랜드 업체향 납품을 본격화하기 시작했으며, 미국은 물론 유럽, 기타 아시아 지역까지 매출처를 다양화하고 있다. 이코스메틱향 납품 본격화와 유럽 Y사 물량 증가를 고려하면 실적 가시성이 높다는 판단이다. 수출은 2017년 YoY 35% 내외 성장할 전망이며, 2019년 750억원 규모까지 성장할 것으로 추정한다.

국내 생산 Capa 2016년 1억개에서 2018년 2.9억개까지 증가 전망

국내 생산 Capa는 2016년 기준 1억개에서 2018년 2.9억개까지 증가할 전망이다. 음성 신공장은 2017년 말 완공, 2018년 초부터 가동에 들어가는데, 기존 공장은 색조, 신공장은 기초로 전개할 계획이다. 국내 부문 매출은 2016년 1,530억원에서 2019년 2,760억원까지 연평균 21% 성장할 것으로 예상한다.

② 중국 부문: 2017년 매출 350억원(YoY 58%) 추정

중국 생산 Capa 2016년 8,000만개에서 2019년 2.4억개까지 증가 전망

중국 로컬업체와 글로벌 브랜드업체들의 현지 생산 수요 확대로 Capa와 기술력을 보유한 한국 ODM업체들은 고신장세를 보이고 있다. 코스메카코리아의 중국 생산 Capa는 2016년 8,000만개에서 2017년 1.2억개, 2018년 1.8억개, 2019년 2.4억개로 지속 증가할 전망이다. 절강성 공장은 제조 및 생산시설로 2018년 6,000만개 Capa에서 2019년 1.2억개 규모까지 증설을 계획하고 있으며, 광저우 공장은 충진/포장을 담당하게 되는데, 2016년 800만개에서 2018년 4,800만개까지 Capa를 확대할 예정이다. 중국 로컬 및 글로벌/국내 브랜드 바이어 확대와 기존 바이어들의 주문량 확대로 2017년 중국 매출은 YoY 58% 증가한 350억원 수준이 가능할 전망이다.

2016년 1,530억원에서 2019년 2,760억원까지 연평균 21% 예상

표 4. 국내 부문 매출 추정

(단위: 억원)

	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	629	676	954	1,535	1,913	2,335	2,758
내수	573	577	749	1,117	1,340	1,676	2,011
수출	56	99	205	418	573	659	747
YoY %		8.7	45.1	66.6	29.0	27.5	22.3
Capa(만개)	5,233	5,655	7,332	10,000	22,000	29,000	29,000

자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

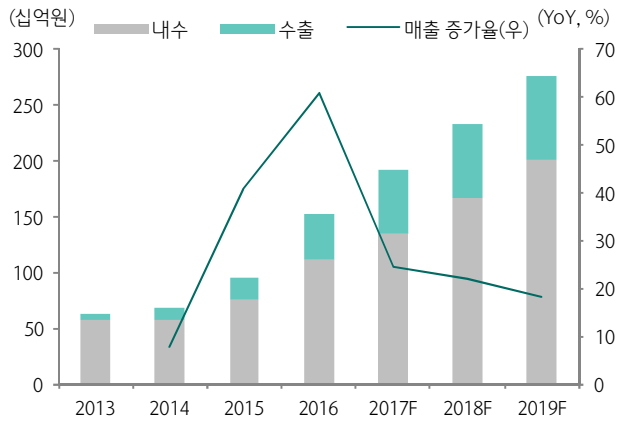
2017년 매출 350억원(YoY 58%) 추정

표 5. 중국 부문 매출 추정

	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	7	72	223	353	553	770
YoY %		957.5	209.9	57.8	56.8	39.3
Capa(만개)	1,976	2,542	8,000	12,000	18,000	24,000
소주	1,976	2,542	7200	7200	7200	7200
절강성(제조 및 생산공장)					6000	12000
광저우(충진/포장 공장)			800	4800	4800	4800

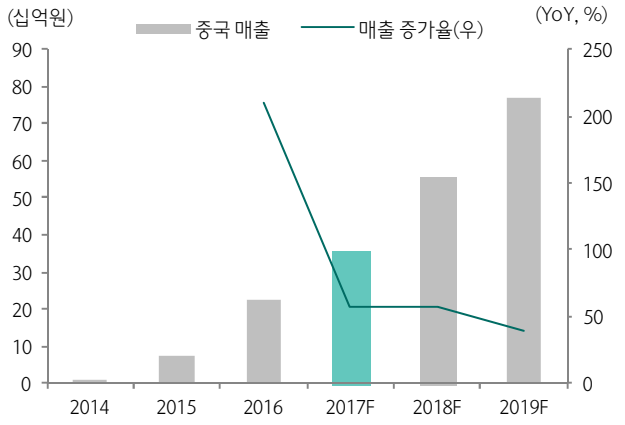
자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

그림 2. 국내 매출 규모와 전망



자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

그림 3. 중국 부문 매출 규모와 전망



자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

3) 매출원가: Capa 증설로 2018년 일시 상승 후 하락 전망

2017년 매출원가율은 가동률 상승으로 YoY 0.2%p 하락한 78.5%로 추정

코스메카코리아의 매출원가는 원재료 40%(추정), 외주가공비 8.8%로 구성되어 있으며 원재료의 가격 변동성은 크지 않은 편이다. 일정 수량에 대해 외주를 통해 충진 및 포장 작업을 맡기고 있는데 2016년 외주가공비는 115억원으로 매출원가의 8.8%를 차지했다. 2014년 10.8%, 2015년 9.4%에 이어서 점차 하락하고 있다. 국내 Capa 증설이 완료됨에 따라 외주가공은 점진적으로 줄어들 것으로 보이는 만큼, 원가율 상승을 제한하는 요인으로 작용할 전망이다. 통상적으로 ODM업체가 i) 원료/부자재를 대량구매 할 수 있는 바잉 파워를 보유하거나 ii) 대량주문을 받아 규모의 경제를 실현시키고 iii) 설비의 자동화가 진행될 수록 원가율은 낮아진다. 반대로 기초보다 상대적으로 마진이 낮은 색조 화장품의 비중이 높아지거나, 협상력이 높은 메이저 브랜드 업체들의 저마진 상품 비중이 높아지는 경우, 또는 다품종 소량 생산 비중이 높을수록 원가율은 상승한다. 코스메카코리아의 색조 비중은 30% 내외이며 중국 내 수요 확대와 Capa 증설로 비중 상승 가능성이 존재한다. 2017년 매출원가율은 가동률 상승으로 2016년 대비 0.2%p 하락한 78.5%로 추정한다. 2018년 Capa 증설 관련 감가상각비 등 비용 증가로 1%p 이상 일시적으로 상승할 수 있지만, 가동률 상승으로 2019년부터 다시 하락할 것으로 예상한다.

4) 판관비: 인건비 증가 부담 점진적 완화 전망

높은 매출 증가율로 판관비율은 2016년 13.3%에서 연간 0.1~0.2%p 하락할 것으로 추정

코스메카코리아의 판관비는 2016년 기준 인건비(급여+퇴직급여+복리후생비)가 43%, 경상연구개발비 25%, 지급수수료 5%, 기타 27%로 구성되어있다. 절대적인 비중을 차지하는 것은 인건비인데 Capa 증설과 사업규모 확대로 R&D 비용 증가가 불가피하며, 우수한 인력 스카웃을 위해 업계 트렌드를 따라 급여 인상을 계획하고 있다. 그러나, 향후 인력 증가는 2016년을 정점으로 둔화될 것으로 보이며, 인건비 상승율보다 높은 매출의 증가율로 판관비율은 점차 하락할 것으로 예상한다. 2017년 인건비 증가율은 YoY 27%로 추정한다. 연구개발비는 매출대비 3% 초반 비율을 유지할 것으로 본다. 높은 매출 증가율로 매출 대비 판관비율은 2016년 13.3%에서 연간 0.1~0.2%p씩 하락할 것으로 추정한다.

5) 영업이익: 2016년 130억원에서 2019년 270억원까지 2배 이상 증가 전망

영업이익률 2016년 7.9%에서 2019년 8.1%까지 점진적 개선 전망

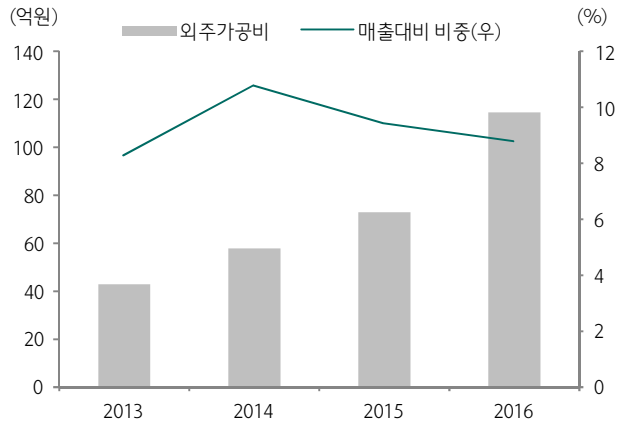
Capa 증설로 인한 원가율 상승과 제반 고정비 증가 부담에도 불구하고 연평균 25% 이상 매출이 고성장하면서 영업이익률은 2016년 7.9%에서 2019년 8.1%까지 점진적으로 개선될 전망이다. ODM 사업 특성상 높은 수익성 개선을 기대하기는 힘들지만, 높은 외형성장으로 영업이익 규모 역시 2016년 130억원에서 2019년 270억원까지 2배 이상 증가할 것으로 추정한다.

2분기 연결기준 매출과 영업이익은 각각 YoY 18%. 10% 성장한 514억원과 44억원 추정

2분기 연결기준 매출과 영업이익은 각각 전년동기대비 18%, 10% 성장한 514억원과 44억원 규모로 추정한다. 수출과 중국 사업 부문이 각각 YoY 30%, 45% 성장하면서 전반적인 외형 성장을 견인할 것으로 예상한다. 중국 사드 보복 조치에 의한 중국 인바운드 둔화 및 소비 저하로 국내 내수 매출은 YoY 12% 성장에 그칠 것으로 보인다. 고정비 증가와 Capa 증설에 따른 원가율 상승으로 영업이익률은 8.5%(YoY -0.6%p)까지 하락할 것으로 추정한다.

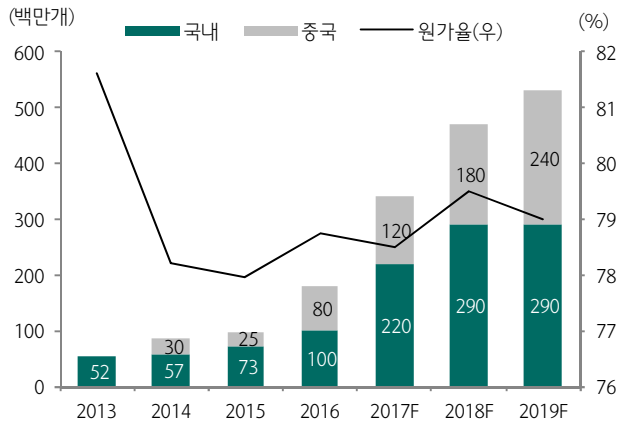
2분기를 저점으로 국내 내수가 회복세로 전환되면서 3분기부터 영업이익은 YoY 30% 이상 큰 폭 증가할 것으로 예상한다.

그림 4. 외주가공비와 매출 대비 비중 추이



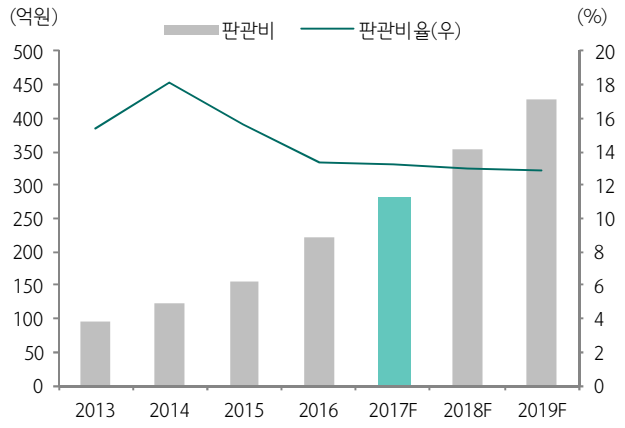
자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

그림 5. 생산 Capa와 원가율 추이와 전망



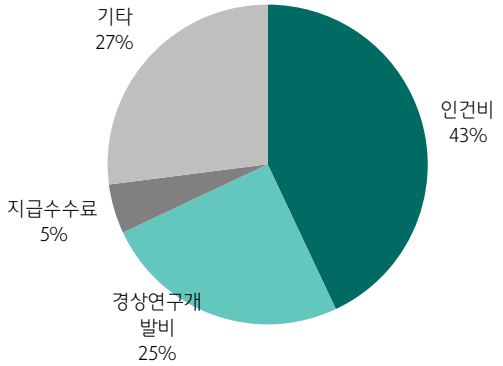
자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

그림 6. 판관비율 추이와 전망



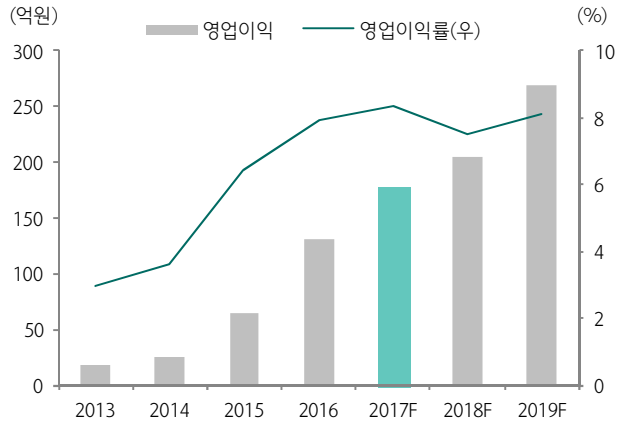
자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

그림 7. 판관비 구성



자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

그림 8. 영업이익과 영업이익률 추이와 전망



자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

2. 코스메카코리아 개요와 강점

1) 국내 ODM 3위 규모

2016년 기준 8.8% 시장점유율
국내외 사업규모 확대 중

코스메카코리아는 1999년 설립된 화장품 연구개발 및 개발생산 전문 기업으로서 제품 개발과 생산 설비를 통해 고객사의 브랜드 상표를 부착한 상품을 개발 및 생산하여 공급하는 OEM/ODM 사업을 전개하고 있다. 2011년에서 2016년까지 615개사에 달하는 고객사들의 기초, 색조, 기능성, 유아용, 헤어, 바디케어 등 화장품용 제품류를 주로 생산했으며 2016년 기준 8.8% 시장점유율로 국내 ODM 업체 중 3위 규모다.

국내 매출에서 브랜드샵(에이블씨엔씨, 에뛰드, 토니모리, 클리오, 닥터자르트, 카버코리아 등)과 홈쇼핑(ex: 탈모방지 샴푸), 온라인(ex: 미미박스) 채널, 수출이 각각 35%, 20%, 20%, 25% 매출 비중을 보이고 있다. 국내 부문에서는 최근 H&B스토어향 브랜드 매출이 큰 폭 증가하고 있다. 수출 부문에서는 L사 납품 비중이 상승하고 있는데, 최근 유럽 등 기타 지역으로 고객 다양화가 빠르게 나타나고 있다.

2013년 설립한 자회사 중국 소주 법인은 중국 로컬브랜드와 중국에 진출한 글로벌 브랜드 및 한국 브랜드로의 발주 물량을 개발 및 생산하고 있다. 소주 법인의 매출 비중은 로컬브랜드 74%, 한국계 브랜드사 23% 글로벌 기타 1%이다.

2) 높은 기술력과 영업력

매출 대비 R&D 투자 비중 4.2%
경쟁사 대비 높은 수준

코스메카코리아의 대표이사는 한국콜마 초대 연구소장 출신이며 대부분의 임원들은 화장품 공장장 또는 연구소 출신으로 글로벌 탑 수준의 연구개발 능력을 보유할 수 있는 근간이 되고 있다. 꾸준한 R&D를 통해 3중 기능성 BB크림, 톤업 크림을 포함한 다수의 히트 제품을 개발해 국내외 화장품 업체들에게 공급하며 이름을 알렸다.

코스메카코리아의 매출 대비 R&D 투자 비중은 2015년 기준 4.2%로 경쟁사 대비 높은 수준이며 R&D 관련 인력은 전체인원의 34%에 달한다. 코스메카코리아는 2013년 249개, 2014년 272개, 2015년 333개의 매출처와 거래하였으며, 이 중 4년 이상 거래를 지속한 업체가 75%에 달한다. 안정적인 기존 매출처를 기반으로 신규 매출처가 지속적으로 증가하면서 사업 규모를 키우고 있다.

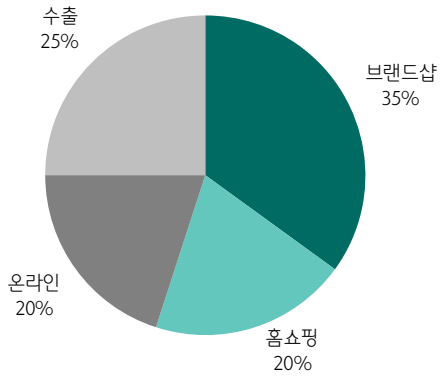
3) Capa 증설 본격화

Capa 증설 효과로 매출은
2019년 3,320억원, 2016년 대비
2배 이상 증가할 전망

시장점유율 상승과 고객 확보를 위해서 선제적인 Capa 증설은 필수적이다. 통상적으로 ODM업체들의 평균 가동률은 80%이다. 가동률이 너무 높으면 정확한 납기일과 물량에 대한 불안감으로 발주를 꺼린다.

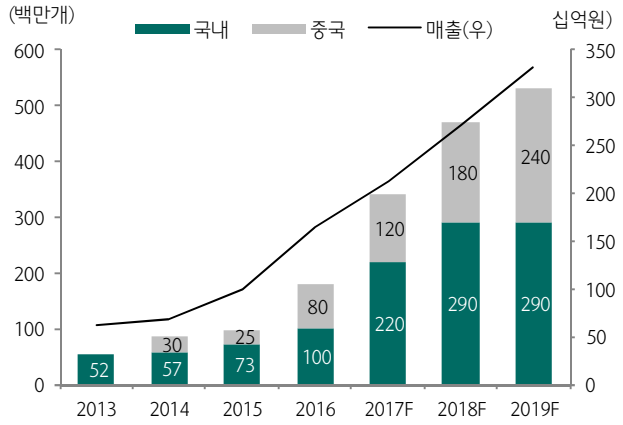
코스메카코리아의 국내 Capa는 2013년 약 5,200만개에서 2016년 1억개로 증가했다. 2017년 2.2억개, 2018년 2.9억개까지 추가 증설할 계획이다. 중국 현지 수요 대응을 위해 설립한 소주법인의 Capa는 2014년 약 2,000만개에서 2016년 7,200만개까지 큰 폭으로 늘어났다. 광저우에 충진 및 포장을 위한 생산공장을 설립했다. 광저우 Capa는 2016년 800만개에서 2018년 4,800만개로 늘어날 예정이다. 또한, 신규로 중국 절강성에 제조 및 생산공장을 2018년(6,000만개)에 완공하여 2019년 1.2억개까지 Capa를 확대할 계획이다. Capa 증설로 코스메카코리아 매출은 2019년 3,320억원 수준으로 2016년 대비 2배 이상 증가할 것으로 추정한다.

그림 9. 국내 채널별 매출 구성(2016년)



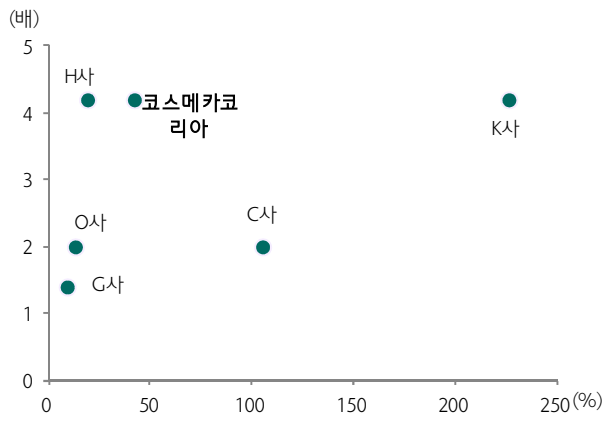
자료:코스메카코리아 하나금융투자

그림 10. 코스메카코리아 Capa, 매출 추이와 전망



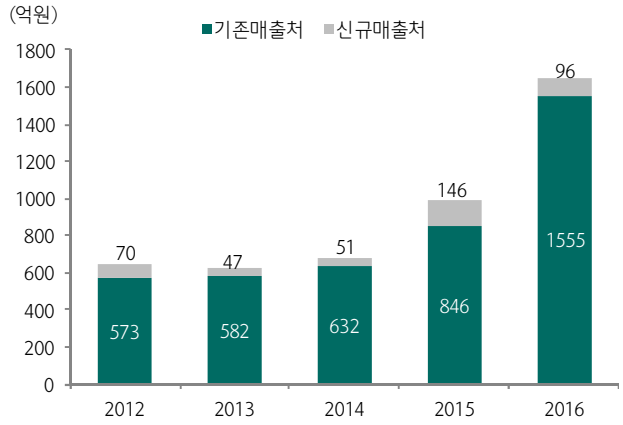
자료:코스메카코리아 하나금융투자

그림 11. 주요 기업 R&D 투자(2015년 기준)



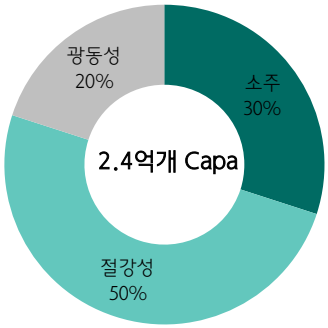
자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

그림 12. 기존/신규 매출 추이



자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

그림 13. 2019년 예상 코스메카코리아 중국 Capa



자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

3. ODM 시장의 규모와 특성

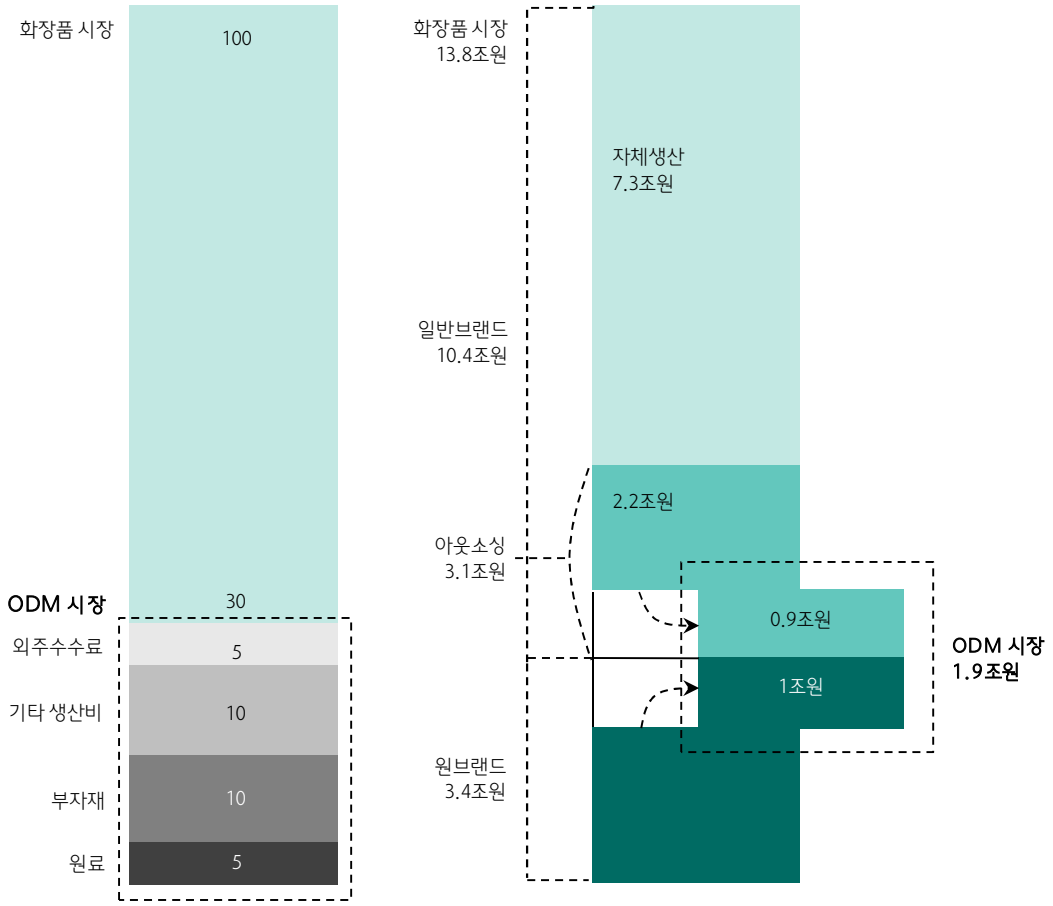
1) ODM 시장 규모 2016년 1.9조원

ODM 시장 2003년 4,750억원에서 2016년 1.9조원, 연평균 11.5% 성장

화장품 밸류체인은 브랜드업체, ODM(제조/판매 기업), 원부자재 업체로 나눌 수 있다. 화장품 가격을 100으로 가정하면, 브랜드 업체의 자체 생산 원가율은 25%이고 외주 생산으로 ODM업체에게 맡길 경우 25%의 원가율에 외주수수료를 더한 30% 내외를 ODM 시장으로 볼 수 있다. 화장품 시장은 크게 자체 생산 시설을 보유하지 않은 브랜드샵과 일반브랜드로 나누어 볼 수 있다. 국내 화장품 시장 13.8조원(2016년 기준) 중 브랜드샵 시장 규모는 3.4조원으로 추정되며, 이 중 30%가 브랜드샵에서 창출된 ODM 시장 규모라고 할 수 있다.

전체 화장품 시장에서 브랜드샵 시장을 제외한 10.6조원은 생산시설을 보유하고 있는 종합화장품 업체에서 판매하는 일반브랜드로 볼 수 있는데, 통상적으로 매출의 30% 내외를 아웃소싱한다. 아웃소싱 금액의 30%가 ODM업체들의 매출이다. 국내 화장품 ODM 시장 규모는 원브랜드샵과 일반브랜드샵의 아웃소싱에서 각각 창출된 1조원과 0.9조원을 더한 1.9조원으로 추정된다. ODM 시장은 2003년 4,750억원 규모에서 2016년 1.9조원까지 연평균 11.5%의 성장세를 보였으며, 중국 시장과 글로벌 브랜드 향 매출이 추가되며 견조한 성장세를 지속할 것으로 예상한다.

그림 14. ODM 시장 규모 추정(2016년 기준)



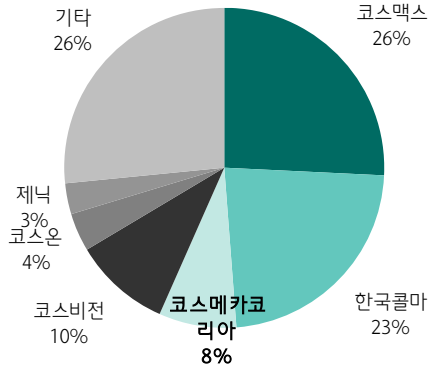
자료: 업계, 하나금융투자

2) 실적가시성: 기술력으로 높은 진입장벽 형성

상위 4개 업체가 60% 이상 점유율

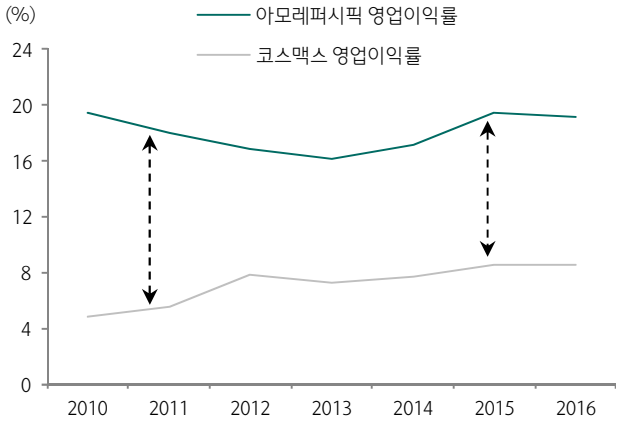
화장품 시장의 높은 성장률로 생산실적이 있는 화장품 OEM/ODM업체는 2012년 1,810개에서 2015년 3,840개로 증가했다. 그러나, 2016년 기준 화장품 ODM시장 점유율은 코스맥스 25.5%, 한국콜마 23%, 코스메카코리아 7.8%, 코스비전 9.8%으로 상위 4개 업체가 60% 이상 점유율을 보유하고 있다. 코스비전은 아모레퍼시픽의 캡티브 생산 업체로 ODM시장 성장보다는 개별 브랜드 성장과 연관성이 있으며 코스비전을 제외한 상위 3개사는 Capa 증설에 따라 계속 점유율이 상승하고 있다. ODM 생산의 경우 처방전을ODM 업체가 보유하고 있기 때문에 사업 파트너로 선정된 이후 연속성이 매우 높다. 메이저 ODM 업체들의 R&D 능력과 생산 Capa는 높은 진입장벽을 형성하면서, 고객사 선점과 시장점유율 상승 요인으로 작용한다.

그림 15. ODM 시장 점유율



자료:코스메카코리아, 하나금융투자

그림 16. 아모레/코스맥스 영업이익률 비교



자료: 아모레퍼시픽,, 코스맥스, 하나금융투자

3) 수익성: 제한적인 영업 레버리지

구조적 수익성 낮은 이유
- 브랜드 로열티 부재
- 다품종소량생산 구조
- 가동률 한계

매출 증가로 영업레버리지 효과를 누릴 수 있는 브랜드 업체와는 달리 ODM업체들은 특성상 영업이익률 개선이 제한적이다.

첫째, 브랜드업체와 달리 ODM업체들은 브랜드로열티의 개념이 없다. 즉, 바이어들은 가격에 민감할 수밖에 없다. 이에 따라 ODM업체들은 수익성을 개선시키기보다 다양한 처방전 개발과 기술력으로 가격 경쟁력을 제고해 고객사들을 추가로 확보하거나 생산 품목을 늘리려는 경향이 강하다.

둘째, 저마진, 다품종소량생산 상품 비중이 크다. 한국의 경우 시장규모가 상대적으로 작기 때문에 품목수에 비해 생산량이 많지 않다. 아울러, 화장품 ODM시장은 전체 화장품 시장 대비 기초보다 색조 비중이 높은데, 통상적으로 색조화장품은 기초화장품에 비해 원가율이 높으며 다품종소량생산의 성격을 보인다. 또한 생산시설을 갖춘 브랜드업체는 고마진 기초 제품을 자체 생산함으로써 수익을 극대화한다.

셋째, 가동률이 낮다. ODM업체들의 가동률은 70%를 거의 넘지 않는다. 여러 바이어들에게 납품을 하는 특성상 가동률이 너무 높을 경우 바이어들이 원하는 날짜에 원하는 물량을 하자 없이 납품 받을 수 있을지 우려되기 때문이다.

4. ODM 시장 성장 배경

1) 화장품 유통 변화 ①: 원브랜드샵의 등장

원브랜드샵 등장은 한국 화장품 유통 구조의 큰 변화

원브랜드샵 등장은 한국 화장품 유통 구조의 큰 변화다. 잡화도매상, 제조사 중심 방문판매, 화장품 전문점, 원브랜드샵이 차례로 시장을 주도하며 한국 화장품 시장의 성장과 궤를 같이했다. 한국전쟁 후, 1960년대 '특정외래품 판매금지법' 제정과 함께 국내 화장품 로컬기업들이 크게 늘어났고 화장품 산업은 제조/도매/소매판매 개념을 바탕으로 성장했다. 잡화도매상 중심으로 성장해오던 화장품 시장은 1965년 아모레퍼시픽을 비롯한 화장품 제조사들의 자체 방문판매 채널을 도입하면서 본격적인 성장기를 맞게 된다. 공급 우위였던 화장품 시장에서 소비자와 밀접하게 소통할 수 있는 판매 수단인 방문판매는 주요 유통채널로 부상하면서 1980년대 전체 화장품 시장의 80%의 비중까지 차지하게 된다.

화장품 전문점의 등장으로 방문판매 채널의 가파른 성장세는 제동이 걸리게 된다. 정가 가격에 화장품을 판매하던 방문 판매 채널과는 달리 화장품전문점은 아모레퍼시픽, LG생활건강, 코리아나 등의 여러 브랜드의 상품을 납품 받아 할인된 금액으로 판매하는 멀티브랜드샵의 개념이었다. 하지만, 과도한 할인 경쟁으로 제조사들의 원성을 산 전문점은 2003년 카드대란과 함께 위축되기 시작한다.

카드대란 기점 원브랜드샵 탄생

카드대란을 기점으로 원브랜드샵이 탄생하게 되는데 그 포문을 연 것은, 에이블씨엔씨의 '3,300원 화장품' 미샤다. 미샤는 유통 단계를 단순화시켜 불필요한 비용을 줄이면서 가격을 낮췄다. 2002년 5월 이대 1호점 오픈 이후 급격한 성장세를 보였다. 공급자→브랜드샵→소비자로 간소화된 유통구조는 불경기와 맞물려 '원브랜드샵'은 고성장했다. 미샤의 매장수는 2004년 240개로 폭발적인 증가세를 보였으며 2003년 매출 129억원에서 2004년 매출 1,200억원을 기록했다. 후발주자인 더페이스샵은 2003년 말 명동 1호점 오픈 이후 2005년 매출 1,550억원을 달성하며 2010년 LG생활건강에 인수되었다.

원브랜드샵 등장으로 생산과 브랜드 분리

원브랜드샵의 등장은 생산과 브랜드의 분리를 의미했다. 원브랜드샵은 i) SKU(Stock Keeping Unit)가 다양하며 상품의 교체주기가 짧고, ii) 생산을 아웃소싱하며 iii) 진입장벽이 낮은 특징이 있다. 통상적으로 원브랜드샵은 1개의 브랜드로 500개 내외의 SKU를 보유하며 트렌디한 소비자의 니즈를 반영하여 상품의 교체주기가 6개월에서 1년 내외이다. 교체주기가 짧아 재고 부담이 큰 만큼, 원브랜드샵의 마케팅과 제품력은 가맹점 확보에 매우 중요하다. 생산설비가 필요 없기 때문에 자본과 아이디어, 네트워크만 있으면 누구나 들어올 수 있는 시장이다.

2016년 2.8조원으로 20%비중 추정 ODM 성장 기반으로 작용

2003년 1,260억원으로 전체 화장품 시장의 2.5%를 차지했던 원브랜드샵은 2016년 2.8조원으로 비중 20%까지 성장했다. 원브랜드샵의 폭발적인 성장과 치열한 경쟁은 국내 화장품 시장을 전세계에서 가장 트렌디하며 다양한 상품 카테고리를 가지고 있는 시장으로 만들었으며 이에 맞춰 국내 화장품 ODM 업체들은 차별적인 기술력과 제품력을 겸비한 업체들로 성장해 나가게 된다. 코스맥스와 한국콜마의 합산 매출은 2005년 1,190억원에서 2016년 1조4,245억원으로 CAGR 25%의 원브랜드샵 시장보다 높은 성장률을 구가했다. 상위 ODM 업체들은 국내에서 쌓은 R&D 기술력과 시장 대응 능력으로 시장점유율을 높여갔으며, 이를 기반으로 중국 시장에서 압도적인 제품력으로 현지 ODM 시장을 창출하게 된다.

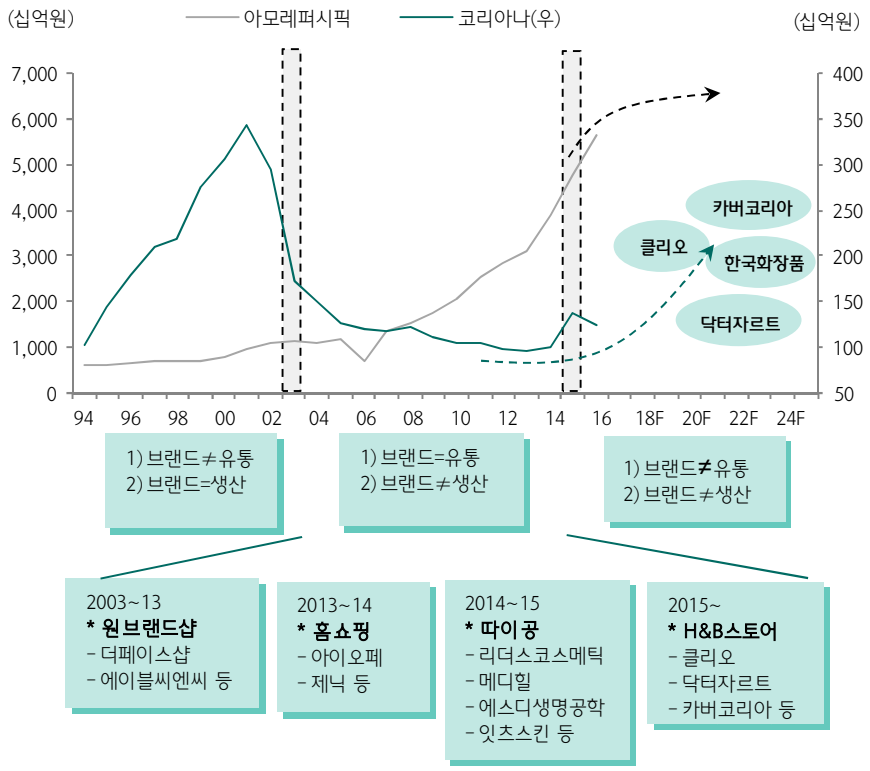
표 6. 원브랜드샵/전문점/샵인샵 비교

	원브랜드샵	전문점	샵인샵(백화점)
해당 브랜드/업체	이니스프리, 미샤, 더페이스샵	SEPHORA, 샤샤	라네즈, 설화수
SKU	500개	500개	50~100개
브랜드 수	1개	여러 개	1개
면적	15평	15평	5평
투자비	인테리어/보증금	인테리어/보증금	인테리어
임대료	고정비	고정비	판매수수료
운영방식	직영/프랜차이즈	직영/프랜차이즈	직영
특징	고비용 · 고마진	고비용 · 저마진 (바잉파워 중요)	저비용 · 저마진

자료: 하나금융투자

그림 17. 화장품 시장 유통구조 변화와 전망

H&B스토어 시장 확대는 브랜드와 유통의 재분리로 화장품 유통 시장의 대변화를 의미



자료: 아모레퍼시픽, 코리아나, 하나금융투자

2) 화장품 유통 변화 ②: H&B스토어로 전환

원브랜드샵 → 홈쇼핑 → 보따리상 → H&B로 중소형 성장 채널 이동

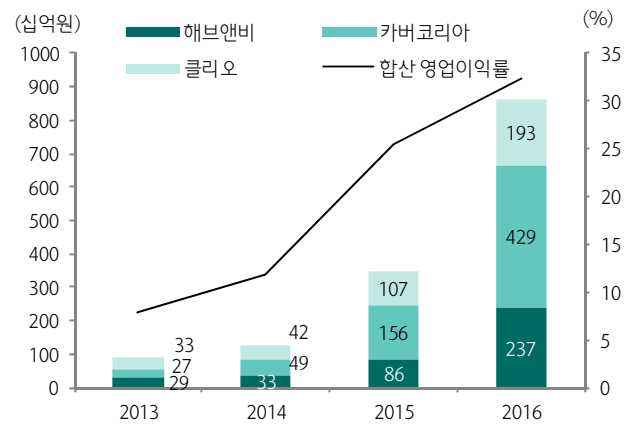
지난 10년간 한국 화장품 시장이 연평균 8% 내외 꾸준히 성장했지만, 메이저 브랜드 업체와 원브랜드샵 업체들에 집중되었고, 한국화장품과 코리아나 등 중견 브랜드 업체들은 입지가 크게 약화되었다. 전세계에서 가장 많이 팔리고 있는 화장품 브랜드 P&G의 '올레이(OLAY)'를 한국에는 보기 힘들다. 판매채널이 없기 때문이다. 중소형 브랜드 업체들이 의미있게 제품을 판매할 수 있는 채널은 고작해야 홈쇼핑이었다('제닉'이 대표적). 최근에는 따이공 채널이 성장을 견인했다. 한국 화장품 붐을 타고 잇츠스킨/리더스코스메틱/에스디생명공학/메디힐 같은 업체들 제품이 엄청나게 팔려나갔다. 따이공 채널이 성장의 중요한 기반이었고, 매출 비중도 컸기 때문에 최근 중국 정부 규제로 힘들어지고 있는 것이다.

H&B스토어 기반 클리오/닥터자르트/카버코리아 고성장

최근 새로운 채널이 화장품 시장 성장을 견인하고 있다. 클리오나 닥터자르트, 카버코리아 같은 업체들은 H&B스토어를 기반으로 성장해왔다. 클리오의 2015년 매출에서 H&B스토어 매출 비중은 30%를 넘는다. 올리브영 매출의 55%가 화장품이다. 사실, 한국 유통시장에서 H&B스토어는 가능성이 크지 않아 보였다. 이미 수많은 원브랜드샵과 대기업의 전문점으로 로드샵이 포화되어 있기 때문이다. 반면, 고정비는 많이 들어간다. SKU가 1,000개가 넘고 여러 브랜드들이 전개되기 때문에 규모가 크며, 다운타운에 입지해야 하기 때문에 임대료도 높았다. 화장품이 핵심이기 때문에 개별 상품을 직접 설명해줄 수 있는 종업원 역시 상대적으로 많이 필요했다. 하지만, 올리브영은 지난해 800개까지 점포를 늘리면서, 외형과 이익(2014년~15년 영업이익률 각각 6.6%, 5%)면에서 모두 성공을 거두었다. 무엇보다 MD 역량이 뛰어났다고 봐야 한다. 컨슈머 그룹으로서 CJ의 인프라와 신제품 발굴, 소비자들의 니즈와 트렌드 변화에 즉각 반응하고 우수한 국내외 제품을 매입하는 능력이 우위에 있었다. 또한, 색조 시장으로 소비 이전(H&B채널은 색조 유통 비중이 높다)과 소비자들의 기호의 다양화, 합리적/가치형 소비확대(백화점→로드샵) 등이 복합적으로 작용했다고 볼 수 있다. 이러한 변화를 원브랜드샵이 따라가기에는 한계가 있다.

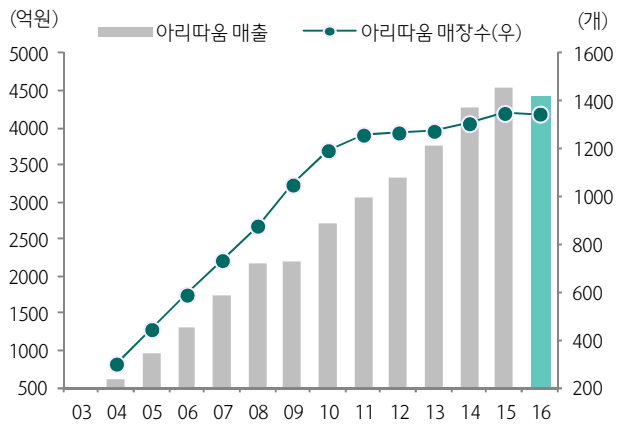
올리브영 원브랜드샵 시장 포화 등 악조건 불구 성공

그림 18. H&B스토어 브랜드 3사 합산 매출과 영업이익률



자료: 전자공시시스템, 하나금융투자

그림 19. 아리따움 매출과 점포수 추이



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

② H&B스토어로 전환(계속): 시장규모 2016년 1.3조원 → 2025년 4.5조원

H&B스토어 화장품 채널 비중 3.6%

H&B스토어 현재 시장 규모는 2016년 1.3조원 수준이다. 현재 한국 화장품 시장 규모가 14조원인데, H&B스토어 비중은 3.6%밖에 되지 않는다. 소비자의 합리적 구매성향 확대, 선호 스펙트럼 확장, 색조 시장 확대 등으로 인해 원브랜드샵을 대체할 가능성이 크다. 국가별 H&B스토어 비중을 보면 한국은 글로벌 평균 대비 현저히 낮은 수준에 머물러 있는 것을 확인할 수 있다. 한국은 직판(방판) 비중이 유난히 높은 것이 특징이다. 전문점이 25%를 넘고 있지만 엄격히 말하면 원브랜드샵이 이 가운데 2/3를 차지하고 있다. 세포라(Sephora)와 얼타(Ulta)와 같은 전문점 시장 규모는 1조원 내외로 추산되는데, 아모레퍼시픽(아리따움)과 LG생활건강(보떼)가 70% 이상 점유하고 있다. 실질적으로 한국은 멀티브랜드샵이 없는 것이나 다름 없다.

원브랜드샵과 겹치는 수요
- 다운타운 위치
- 10~30대 여성 주 고객
- H&B스토어 화장품 비중 50%

한국의 H&B스토어는 화장품 비중이 55%를 차지할 만큼 높다. 실질적으로 H&B스토어가 멀티브랜드샵의 기능까지 겸하고 있는 것이다. 브랜드샵과 H&B스토어 수요는 겹친다고 볼 수 있다. 주로 i) 다운타운에 위치하고, ii) 10~30대 여성이 주 고객이고, iii) H&B스토어의 화장품 매출 비중은 50%에 이른다. 중저가의 다양한 브랜드와 카테고리를 즐긴다. 전 세계적으로 원브랜드샵은 한국에만 있는 독특한 형태다. H&B스토어가 멀티브랜드샵 역할을 확대하면서 원브랜드샵을 침식해갈 가능성이 크다.

2017년 시장규모 1.7조원(YoY 28%)
2020년(2.7조원)까지 연평균 20%
- 화장품 시장 5.8% 채널 비중

2015년 4.5조원, 화장품 유통의 8.2% 비중 가능

한국 화장품 시장에서 H&B 채널의 잠재 시장 규모는 글로벌 평균 18%에서 최대 원브랜드샵을 포괄한 20%에 이른다고 볼 수 있다. 현재 대비 H&B 시장은 5배 이상 잠재 여력이 있는 것이다. 2013년부터 16년까지 연평균 3%p 채널 비중을 높이고 있다. 2016년 들어 그 상승 폭은 커지고 있다. 2017년도부터 유통 대기업들의 진출이 본격화되는 만큼 점포수 증가 폭도 커질 것으로 본다. 2017년도 H&B스토어 시장 규모는 1.7조원으로 전년대비 28% 성장할 전망이다. 2020년까지 연평균 20% 성장을 지속하면서 2.75조원 규모로 전체 화장품 시장의 5.8% 비중까지 상승할 것으로 추정한다. 연간 0.5%p씩 채널 비중이 상승한다고 가정할 경우, 2025년 H&B시장 규모는 4.5조원으로 전체 화장품 시장의 8.3%까지 상승할 것으로 본다. 이는 원브랜드샵 등 전문점 시장점유율을 4.6%p 가져온 수치로 글로벌 평균과 비교해봐도 크게 부담스러운 수준이 아니다. 소비패턴 변화와 더페이스샵을 비롯 아리따움까지도 전년도 매출이 역신장했다는 점을 감안하면 충분히 가시성이 높다.

* H&B스토어와 드럭스토어는 구분할 필요가 있다. 산업통상자원부에서는 W스토어와 판도라의 경우 의약품 중심 드럭스토어로, 올리브영과 왓슨스 등은 H&B스토어로 분류하고 있다. 이에 따라 〈표7〉의 화장품 시장 채널별 구분에서도 약국 채널을 따로 분리했다.

코스메카코리아의 H&B스토어 브랜드향 매출 비중은 국내 매출의 20%로 경쟁사 대비 가장 높은 수준

이러한 H&B스토어 시장 확대는 코스맥스와 한국콜마, 코스메카코리아 등 메이저 ODM업체들에게 긍정적이다. 브랜드간 경쟁심화는 언제나 이들 ODM 업체들에게 우호적인 사업 환경이다. 신규 바이어와 계약을 통해 지속적인 성장을 도모할 수 있으며, 글로벌 브랜드들의 중저가 브랜드들에 대한 신규 수주가 가능하다. H&B스토어 PB브랜드 역시 중요한 신규 매출처가 될 수 있다. 코스메카코리아의 H&B스토어 브랜드향 매출 비중은 국내 매출의 20% 내외로 파악되고 있다. 경쟁사 대비 가장 높은 수준이다.

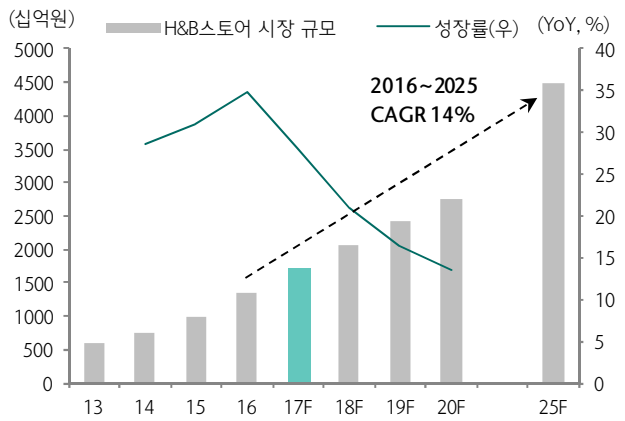
표 7. H&B스토어 시장 규모 추정

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2025F
H&B스토어 시장 규모	590	758	993	1,339	1,713	2,069	2,408	2,731	4,544
올리브영	457	580	760	1,027					
GS왓슨스	91	109	127	146					
롭스	5	24	50	96					
분스(부츠)	9	10	8	7					
점포수	478	557	724	1,021	1,346	1,676	2,011	2,351	4,058
올리브영	375	417	552	800					
GS왓슨스	87	104	113	128					
롭스	10	30	53	87					
분스(부츠)	6	6	6	6					
화장품 매출규모	331	374	421	502	589	681	776	880	1,454
(%,개)									(CAGR)
H&B스토어 시장 규모(YoY)		28.5	30.9	34.9	27.9	20.8	16.4	13.4	10.7%
점포수		79	167	297	325	330	335	340	341
화장품 매출 비중	56.1	49.3	42.4	37.5	34.4	32.9	32.2	32.2	32.0
화장품시장대비 비중	2.8	3.0	3.2	3.6	4.2	4.7	5.2	5.8	8.3
화장품 시장규모	11,814	12,454	13,167	13,816	14,106	14,495	14,865	15,230	17,569
YoY(%)		5.4%	5.7%	4.9%	2.1%	2.8%	2.6%	2.8%	2.9%
Prestige	4,560	4,645	4,674	4,725	4,776	4,826	4,873	4,917	
인적판매	2,634	2,628	2,541	2,528	2,521	2,516	2,513	2,511	
백화점	1,926	2,018	2,133	2,197	2,256	2,310	2,360	2,406	
Mass	7,254	7,808	8,493	9,091	9,330	9,670	9,992	10,313	
전문점	2,989	3,275	3,740	4,053	4,067	4,200	4,330	4,464	
브랜드샵	2,540	2,777	3,187	3,426	3,478	3,519	3,553	3,584	
H&B스토어	331	374	421	502	589	681	776	880	1,454
약국	118	125	132	124	121	118	115	114	
마트	2,375	2,453	2,541	2,625	2,695	2,758	2,813	2,861	
대형마트	1,512	1,594	1,672	1,768	1,850	1,922	1,986	2,042	
슈퍼 등	862	859	869	857	845	836	827	819	
통신판매	1,595	1,781	1,896	2,086	2,229	2,360	2,484	2,609	
홈쇼핑	603	660	711	815	875	926	975	1,024	
인터넷	992	1,121	1,185	1,271	1,354	1,434	1,509	1,585	
편의점	213	224	237	249	260	272	285	298	
기타	83	75	79	78	79	79	80	81	

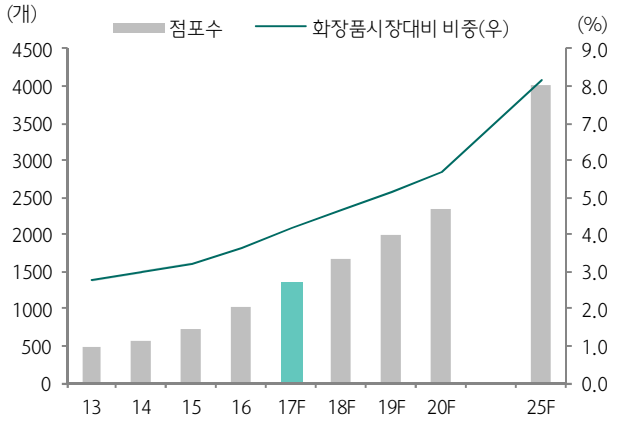
주: 단 화장품 시장 규모에서 면세점 제외
자료: 각사, 하나금융투자

그림 20. 국내 H&B스토어 시장 규모와 성장률 추이와 전망



자료: 하나금융투자

그림 21. H&B스토어 점포수와 화장품 채널 비중 전망



자료: 하나금융투자

3) 중국 화장품 시장: 수요와 공급의 퀄리티 갭 메우기

중국 화장품 시장 39조원 규모 세계 2위

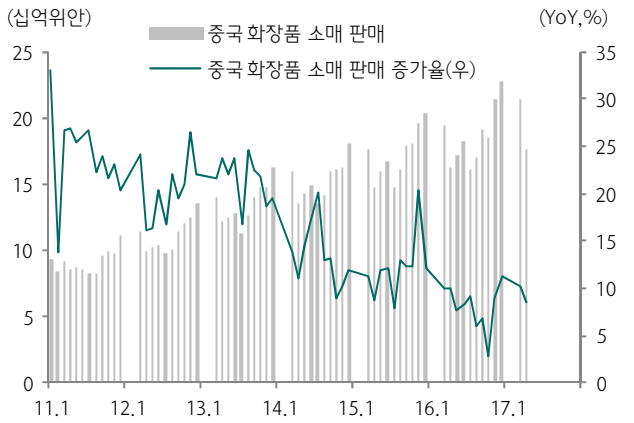
국내 메이저 ODM 업체들은 국내 사업을 기반으로 빠르게 성장하는 중국 화장품 시장에 주목했다. 중국의 화장품 시장은 2007년부터 2016년까지 연평균 10% 성장하면서 2016년 기준 약 39조원 규모 세계 2위 시장이다. 중산층 확대에 따른 구매력 증가와 미용에 대한 관심으로 중국 소비자들의 니즈는 이미 선진국 수준이지만, 로컬업체의 제품과 브랜드 경쟁력은 현저히 떨어진다. 중국 화장품 시장의 프리미엄화로 이러한 수요와 공급의 불균형은 심화되었고, 중국의 화장품 수입은 시장의 성장보다 높은 속도로 증가하고 있다.

2016년 수입증가율 30% 상회

중국의 화장품 소매판매는 2016년 YoY 8.1% 증가했지만, 수입증가율은 30%를 넘었다. 2016년 중국의 수입 화장품 비중은 11.2%로 2010년 대비 6.7%p 상승했다. 특히, 한국 화장품 수입 증가 폭이 컸다. 중국의 한국 화장품 수입은 2016년 YoY 53% 성장했는데 그 비중은 전체 화장품 수입액의 27%로 수입국가 중 1위를 차지했다.

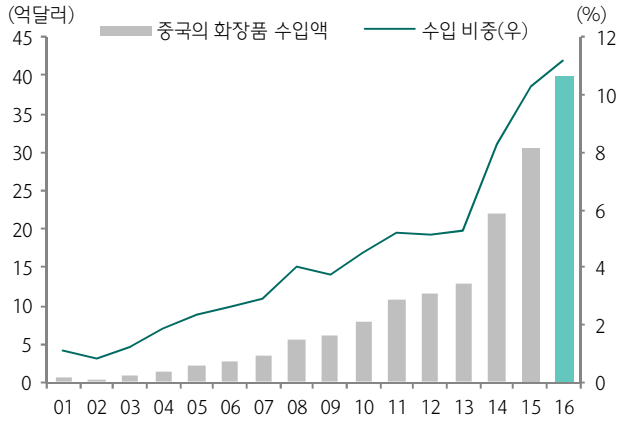
중국 화장품 시장의 프리미엄화는 또 한편으로 글로벌 ODM업체들의 중국 진출을 가속화시켰다. 특히, 한국 ODM업체들은 한국 화장품에 대한 높은 인지도와 기술력, 다양한 카테고리, 영업력을 기반으로 로컬 브랜드는 물론, 중국 진출 글로벌 업체 수요까지 흡수하며 높은 성장세를 시현하고 있다.

그림 22. 중국 화장품 소매판매액



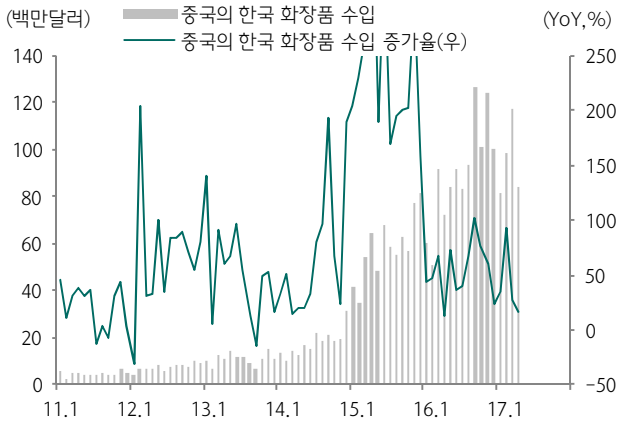
자료: CEIC, 하나금융투자

그림 23. 중국 화장품 수입액과 수입비중



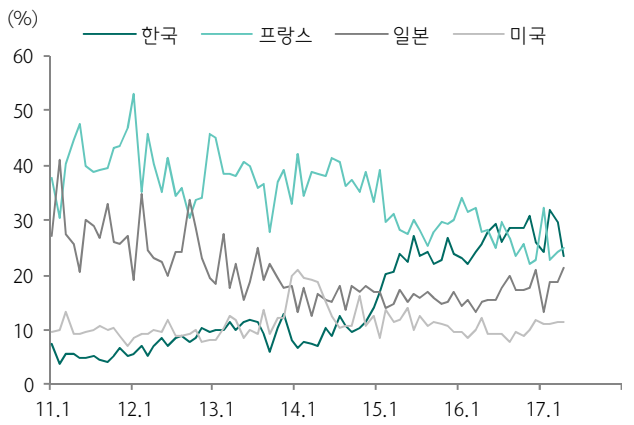
자료: KITA, 하나금융투자

그림 24. 중국의 한국 화장품 수입액과 증가율



자료: KITA, 하나금융투자

그림 25. 중국 화장품 수입 국가 비중



자료: KITA, 하나금융투자

① 중국 로컬 브랜드 수요

한국 ODM 업체들에게 중국 시장은 '공급자시장', 뚜렷한 경쟁상대 없음

중국 화장품 시장은 한국 못지 않게 트렌드와 히트 상품 교체 주기가 짧은 다이나믹한 시장이다. 그러나, 중국 로컬 브랜드와 OEM/ODM 업체들의 역량은 이러한 시장 수요에 대응하기에 아직 역부족이다. 특히, 브랜드 업체들은 브랜드력 확보를 위해 자체적인 기술과 제품개발보다 마케팅과 인지도 제고에 주력하고 있는 상황이다. 이러한 로컬 업체들에게 한국 ODM 업체들의 제품 개발 능력과 수많은 히트상품 카테고리는 높은 경쟁력으로 작용하고 있다.

코스맥스와 한국콜마, 코스메카코리아 중국법인의 로컬브랜드향 매출은 전체 매출의 70% 내외

한국 ODM업체들에게 뚜렷한 경쟁상대가 없다. 중국 로컬 OEM 업체들과 한국 ODM 업체들의 기술력 격차는 5년 이상이라는 것이 전문가들의 일반적인 견해이며, 브랜드샵 전개를 위해서는 취급품목이 최소 700개 내외 필요한데 로컬업체들의 처방전과 기술 및 Capa는 이에 크게 못 미친다. 또한, 인터코스와 일본콜마 등 글로벌 ODM 업체들과는 비즈니스 모델이 달랐다. 이들은 로컬 브랜드 업체가 아닌 글로벌 브랜드 업체들의 소싱 지역으로써 중국에 진출했기 때문이다. 최근 로컬 브랜드 업체와 사업 전개를 도모하고 있지만, 한국 ODM 업체들의 선점 효과와 영업력을 극복하기에는 한계가 있다는 판단이다. 한국 ODM 업체들에게 중국 시장은 '공급자시장'이다. 즉, 공급이 부족한 상황으로 당분간 Capa 증설만큼 매출이 이어질 수 있다는 말이다. 코스맥스와 한국콜마, 코스메카코리아 중국법인의 로컬브랜드향 매출은 전체 매출의 70% 내외다.

표 8. 대표적인 중국 토종 화장품 기업 및 브랜드

회사명	설립연도	소재지	주요업종	브랜드
바이췌링(百雀羚)	1931	상하이	한방화장품	Pechoin, Flavor
환야그룹(廣州環亞集團)	1990	광저우	한방, 선케어	Maifubao(美膚寶), FRANIC(法蘭琳卡), LEILA(蕾拉)
완메이(丸美)	1994	광 둥	고가 화장품	MARUBI(丸美)
상하이쟈화(上海家化)	1999	상하이	스킨케어, 바디워시	Liushen(六神), HERBORIST(佰草集), maxam(美加净), VIVE(雙妹)
샹이번차오(相宜本草)	2000	상하이	한방 스킨케어	Inoherb
쟈란그룹(伽藍集團)	2001	상하이	스킨케어	CHANDO(自然堂), MAYSU(美素), insea(醫婷) AGLALIA(雅格麗白)
보라이야(珀莱雅)	2003	항저우	스킨케어	PROYA, UZRO(優資萊) ANYA, YOYA(悠雅)

자료: KITA, 하나금융투자

② 중국 진출 글로벌업체/국내 브랜드 수요

중국 '위생허가' 강화로 현지 생산 비중 상승 불가피

한편, 중국에 진출한 글로벌 화장품 업체와 국내 브랜드 업체들은 중국 정부의 '위생허가' 규제 강화로 중국 현지 생산 비중을 점차 늘려갈 수밖에 없는 처지다. 중국 위생허가는 자국 산업 보호를 위한 중국 정부의 핵심 규제로 수입을 자국 생산으로 유도하기 위한 정책이다. '1사 1허가제'로 ODM업체에서 생산한 특정 제품은 그 제품을 생산해 등록한 업체만 생산할 수 있게 되어있다. 한국의 메이저 ODM 업체들은 모든 제형과 제품들에 대해 위생허가를 받아놓았다. 제품명을 바꿔 등록하는데 걸리는 기간은 3개월 내외로 상대적으로 빠르다. 이는 바이어들에게 높은 영업력으로 작용하고 있다.

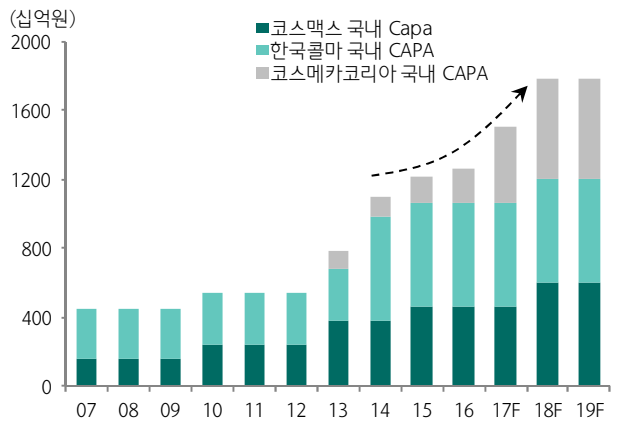
4) 한국으로 이동하는 글로벌 생산기지

글로벌 브랜드향 ODM 증가 이유
- 일본 대지진
- 우월한 기술력과 제품력
- 중국인들의 Made in Korea 선호
- Capa증설 완료

최근 글로벌 브랜드업체들의 국내 ODM 업체향 발주가 늘고 있다. 미국 화장품 기업 네리움은 2015년도 6월부터 생산기지를 미국에서 한국으로 전환했다. 중국 화장품 시장이 프리미엄화되면서 글로벌 업체들의 중국 이외 생산기지에 대한 수요가 늘어났다. 중국 현지는 중저가 제품을 주로 생산하기 때문에 글로벌 명품 업체에게는 맞지 않았고, 2011년 후쿠시마 원전사태 이후, 일본에서 생산하는 제품에 대한 선호도는 떨어졌다.

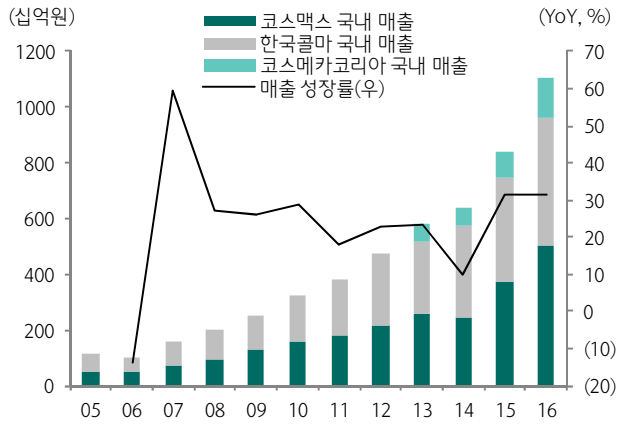
한국은 세가지 이유에서 가장 매력적인 생산기지로 부상했다. 첫째, 우월한 기술력과 제품력이다. 한국 화장품 업체들은 BB크림, CC크림, 에어쿠션 등 글로벌 메가 히트 제품으로 시장을 선도하고 있다. 2015년 크리스챤 디올은 아모레퍼시픽의 쿠션 기술을 공유하는 MOU를 체결했으며 과거 인터코스의 에이전트였던 코스맥스는 인터코스 매출을 추월하며 중국 화장품 시장 트렌드를 이끌고 있다. 둘째, 중국 소비자들의 'Made in Korea' 선호 또한 큰 경쟁력으로 작용하고 있다. 셋째, Capa 증설 마무리이다. 높은 가동률은 글로벌 브랜드향 ODM의 제약조건으로 작용했다. 적극적인 투자로 코스맥스의 국내 생산 Capa는 2010년 1.2억개에서 2016년 2.3억개까지 증가했으며, 한국콜마도 3,000억원에서 6,000억원까지 Capa가 크게 증가했다. 코스메카코리아 역시 국내 Capa를 2016년 1억개에서 2017년 2.2억개, 2019년 2.9억개까지 증설을 계획하고 있다.

그림 26. 3사 국내 Capa 추이와 전망



자료: 코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아, 하나금융투자

그림 27. ODM업체 국내 부문 실적



자료: 코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	**99.1**	**165.2**	**213.0**	**271.6**	**332.1**
매출원가	77.3	130.1	167.2	216.0	262.4
매출총이익	21.8	35.1	45.8	55.6	69.7
판관비	15.5	22.0	28.1	35.2	42.9
영업이익	**6.4**	**13.1**	**17.7**	**20.4**	**26.9**
금융손익	(0.9)	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.3)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
세전이익	**5.5**	**13.4**	**17.9**	**20.5**	**26.8**
법인세	0.5	1.9	2.8	3.2	4.2
계속사업이익	5.0	11.5	15.1	17.3	22.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**5.0**	**11.5**	**15.1**	**17.3**	**22.7**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**5.0**	**11.5**	**15.1**	**17.3**	**22.7**
지배주주지분포괄이익	4.8	11.1	15.1	17.3	22.7
NOPAT	5.8	11.3	15.0	17.3	22.7
EBITDA	8.8	15.9	20.2	22.7	28.9
성장성(%)					
매출액증가율	45.1	66.7	28.9	27.5	22.3
NOPAT증가율	123.1	94.8	32.7	15.3	31.2
EBITDA증가율	91.3	80.7	27.0	12.4	27.3
영업이익증가율	156.0	104.7	35.1	15.3	31.9
(지배주주)순익증가율	257.1	130.0	31.3	14.6	31.2
EPS증가율	270.8	114.6	4.8	14.7	30.9
수익성(%)					
매출총이익률	22.0	21.2	21.5	20.5	21.0
EBITDA이익률	8.9	9.6	9.5	8.4	8.7
영업이익률	6.5	7.9	8.3	7.5	8.1
계속사업이익률	5.0	7.0	7.1	6.4	6.8

대차대조표

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	**39.8**	**101.4**	**128.5**	**160.0**	**196.8**
금융자산	5.7	52.7	65.7	79.8	98.9
현금성자산	3.2	50.0	62.3	75.5	93.6
매출채권 등	23.6	31.3	40.4	51.5	62.9
재고자산	9.9	15.2	19.6	25.0	30.6
기타유동자산	0.6	2.2	2.8	3.7	4.4
비유동자산	**30.1**	**41.6**	**39.7**	**38.1**	**36.7**
투자자산	1.7	1.7	2.3	2.9	3.5
금융자산	1.7	1.7	2.3	2.9	3.5
유형자산	25.9	37.9	35.6	33.4	31.5
무형자산	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4
기타비유동자산	1.8	1.3	1.2	1.3	1.3
자산총계	**69.9**	**143.0**	**168.2**	**198.1**	**233.6**
유동부채	**40.5**	**36.3**	**45.9**	**57.6**	**69.8**
금융부채	13.0	2.4	2.4	2.4	2.4
매입채무 등	26.3	31.9	41.2	52.5	64.2
기타유동부채	1.2	2.0	2.3	2.7	3.2
비유동부채	**6.6**	**1.9**	**2.5**	**3.2**	**3.9**
금융부채	5.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.5	1.9	2.5	3.2	3.9
부채총계	**47.0**	**38.2**	**48.4**	**60.8**	**73.7**
지배주주지분	**22.9**	**104.8**	**119.9**	**137.3**	**159.9**
자본금	2.0	2.7	2.7	2.7	2.7
자본잉여금	0.0	70.2	70.2	70.2	70.2
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	20.7	32.1	47.2	64.5	87.1
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**22.9**	**104.8**	**119.9**	**137.3**	**159.9**
순금융부채	12.4	(50.3)	(63.3)	(77.4)	(96.5)

투자지표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,257	2,698	2,827	3,242	4,244
BPS	5,716	19,633	22,460	25,702	29,947
CFPS	2,323	4,227	3,777	4,212	5,345
EBITDAPS	2,208	3,718	3,781	4,246	5,410
SPS	24,787	38,741	39,890	50,870	62,191
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	20.8	26.3	23.0	17.6
PBR	N/A	2.9	3.3	2.9	2.5
PCFR	N/A	13.2	19.7	17.7	13.9
EV/EBITDA	N/A	15.7	16.6	14.1	10.4
PSR	N/A	1.4	1.9	1.5	1.2
재무비율(%)					
ROE	24.6	18.0	13.4	13.5	15.3
ROA	8.3	10.8	9.7	9.5	10.5
ROIC	19.2	25.5	26.6	29.3	36.3
부채비율	205.7	36.4	40.3	44.3	46.1
순부채비율	54.3	(47.9)	(52.8)	(56.4)	(60.3)
이자보상배율(배)	14.1	32.2	185.6	214.1	281.5

자료: 하나금융투자

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	**2.7**	**4.4**	**13.6**	**14.7**	**19.7**
당기순이익	5.0	11.5	15.1	17.3	22.7
조정	4.0	6.5	2.5	2.2	2.0
감가상각비	2.4	2.7	2.5	2.2	2.0
외환거래손익	0.5	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.1	3.8	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(6.3)	(13.6)	(4.0)	(4.8)	(5.0)
투자활동 현금흐름	**(1.7)**	**(13.2)**	**(1.3)**	**(1.6)**	**(1.6)**
투자자산감소(증가)	1.6	(0.0)	(0.5)	(0.6)	(0.6)
유형자산감소(증가)	(3.1)	(12.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.2)	(0.7)	(0.8)	(1.0)	(1.0)
재무활동 현금흐름	**0.5**	**55.5**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
금융부채증가(감소)	0.8	(15.7)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	70.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.3)	0.3	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**1.5**	**46.8**	**12.3**	**13.1**	**18.1**
Unlevered CFO	9.3	18.0	20.2	22.5	28.5
Free Cash Flow	(0.4)	(8.1)	13.6	14.7	19.7

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

코스메카코리아

날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
17.6.1	BUY	91,000			

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	88.2%	11.1%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 5월 31일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)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 2017년 6월 1일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2017년 6월 1일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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.