



2022년 1월 21일 | Equity Research



# 화장품 Neutral

## 화장품 산업분석의 기초(2)-밸류체인편

Industry In-depth

- | 소비패턴 변화에 의한 밸류체인 상 개별업체들 영향 분석
- | 브랜드는 대 중국 인지도 관건, ODM/부자재 > 원료
- | ODM/부자재는 벤처 브랜드 ETF 성격, M&A시장 확대 필요



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

RA 안도현  
02-3771-7776  
dohyunahn@hanafn.com



# CONTENTS

<b>1. 한국 화장품 산업 밸류체인 특징</b>	<b>4</b>
1) 사라지는 시장이 있다	4
2) 시장 점유율이 다르다: 브랜드>ODM>부자재>원료	8
3) 진입장벽의 차이: ODM>용기>브랜드>원료	9
<b>2. '브랜드 사업'의 특징</b>	<b>11</b>
1) 브랜드력이 모든 걸 가른다	11
2) 브랜드 업체의 수익성에는 끝이 없다	13
3) 브랜드는 변곡점이 없다	15
4) 브랜드 프리미엄: 지속 성장 가능성 지표	16
5) 럭셔리와 중저가 브랜드 차이	17
6) 해외 진출과 제품 믹스	20
<b>3. 케이스 스터디: 로레알 vs. 아모레퍼시픽</b>	<b>22</b>
1) 로레알: 글로벌 1위 화장품 브랜드 업체	22
2) 아모레퍼시픽: 기로에 선 한국 최대 화장품 브랜드	30
<b>4. ODM 시장: 쇼는 아직 끝나지 않았다</b>	<b>41</b>
1) 중국 상해 화장품 박람회의 기억	41
2) OEM/ODM/OBM의 차이	43
3) 시가총액은 브랜드보다 작지만 더 높은 네임밸류	44
4) 영업이익률 10%를 넘기 힘든 이유	46
5) 온라인화는 화장품 ODM 업체에게 우호적 환경	47
6) 중국 시장 ODM 경쟁력 여전히 제고 중	49
7) 글로벌 화장품 브랜드향 ODM 확대	51
<b>5. 부자재 용기 업체들의 글로벌 경쟁력</b>	<b>53</b>
1) 화장품 밸류 체인의 종결자	53
2) 진입장벽이 높은 이유	56
3) 프리미엄 용기 중국 수요 이제 시작	57
4) 화장품 용기 관련 규제와 영향	58
<b>6. 결론: 한국 화장품 산업의 현재와 전략 방향</b>	<b>60</b>
1) 채널 분석: 2015년 이후 온라인/중국/벤처 큰 축	60
2) 밸류체인 분석: 브랜드간 높은 격차, ODM 최대 수혜	61
3) 한국 화장품 산업의 지속 성장을 위한 과제	63

2022년 1월 21일 | Equity Research

# 화장품

## 화장품 산업분석의 기초(2)-밸류체인편

### 소비패턴 변화에 의한 밸류체인 상 개별업체들 영향 분석

화장품 산업분석의 기초 2부는 밸류체인에 대한 분석이다. 지난편에 다른 채널분석이 소비패턴 변화에 따른 화장품 산업의 변화를 다룬 것이라면, 밸류체인 분석은 그런 소비패턴 변화가 어떻게 밸류체인별 경제주체, 개별 업체들에게 영향을 미쳤는지에 대한 천작이다. 2010~21년 한국 화장품 산업은 연평균 12% 성장했다. 브랜드 업체들은 양극화가 커져, 아모레퍼시픽과 LG생활건강 등 브랜드력이 높은 업체들은 시장 성장률을 뛰어넘었지만, 대부분의 중소형 브랜드 업체들은 2~3년 이상 성장을 이어가지 못했다. 대 중국 브랜드 인지도를 얼마나 형성/유지하느냐에 따라 편차가 컸다.

### 브랜드는 대 중국 인지도 관건, ODM/부자재 > 원료

ODM과 부자재 업체들은 국내 화장품 시장 성장을 온전히 개별 업체들이 흡수했다. 중국과 미국 등 해외 진출 및 수출 확대로 고신장을 만들어 냈다. 그래서 국내 화장품 ODM, 부자재 시장 규모보다 개별 업체들의 합산 매출 규모가 더 크다. 반면, 원료 업체들은 수입 비중이 높아지면서 국내 화장품 원료 시장보다 성장률이 낮으며, 규모도 더 작다.

### ODM/부자재는 벤처 브랜드 ETF 성격, M&A시장 확대 필요

채널과 밸류체인 분석의 교집합을 만들어보면, 면세점과 수출은 대 중국 브랜드 인지도를 의미한다. 온라인과 H&B는 클리오 등 신규 브랜드들의 성장 채널이다. 이들은 전량 생산을 아웃소싱하며 ODM 업체들 실적과 연동된다. 부자재 용기 수요는 연우와 펌텍코리아 등으로 집중된다. 따라서, 톱 ODM/부자재 용기 업체들에 대한 투자는 벤처 브랜드 ETF 성격을 갖는다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 지속 성장을 위해서는 1) 글로벌 선진 시장에서 브랜드 인지도 정립, 2) 럭셔리 세컨 브랜드 빌딩, 3) 중소 브랜드에 대한 M&A가 필요하다. M&A 활성화는 메이저 브랜드 업체들의 과제일 뿐 아니라, 한국 화장품 산업의 지속 성장을 위한 필요충분 조건이기도 하다.

Industry In-depth

Neutral



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

RA 안도현  
02-3771-7776  
dohyunahn@hanafn.com

## 1. 한국 화장품 산업 밸류체인 특징

### 1) 사라지는 시장이 있다

**화장품 밸류체인 별 성장률 차이**

2015년 화장품 업종이 주식 시장의 총아로 떠오를 때, 아모레퍼시픽과 LG생활건강, 리더스 코스메틱, 코스맥스 등의 주가가 급등하면서 투자자들은 새로운 화장품 관련 투자처를 찾기에 눈빛이 반짝였다. 계열사 가운데 화장품 사업 하는 회사를 찾기도 했다. '엔프라니'를 계열사로 두고 있는 한국주철관은 1년도 안돼 주가가 3배 이상 올랐다. 회사 정관에 '화장품'이라는 말만 들어가 있어도 일단 기대감으로 주가가 오를 때였다. 회사 이름에 '화'자만 들어가 있어도 주가가 오른다는 우스갯소리가 나올 때였다. 당연히 화장품 밸류체인에 관심을 갖게 되었다. 용기는 누가 만들지? 원료는 누가 공급하지? 라는 관심으로 떠오른 회사들이 '연우', '현대바이오랜드', '대봉엘에스', '에이씨티(현 협진)' 같은 회사들이다. 이들 업체 가운데 펀더멘탈과 같이 주가가 상승한 업체는 연우 정도 밖에 없다. 특히, 원료 업체들은 전방산업인 브랜드와 ODM 업체들 매출이 고신장할 때도 이렇다할 실적 개선이 없었다. 밸류체인을 따라 산업의 온기가 전달되지 않은 것이다.

**밸류체인 분석은 채널 구조 변화에 따른 개별 기업 영향 분석**

지난 리포트에서 기술한 채널에 대한 분석은 리테일 기준 수치를 중심으로 한 것이다. 화장품 밸류체인 기준으로 본다면, 브랜드 업체들을 총 망라한 것이라고 볼 수 있다. 그 브랜드 업체들의 제품이 어떤 과정과 업체들을 거쳐 만들어지는 지에 대한 분석이 밸류체인, ODM/부자재/원료 업체들에 대한 이야기다. 따라서, 화장품 채널에 대한 분석이 소비패턴과 채널 구조의 변화를 살펴본 것이라면, 밸류체인 분석은 그 채널구조 변화에 따라 개별 기업들이 어떤 영향을 받고, 적응하고 있는지에 대한 구체적인 마이크로적 분석이다.

**밸류체인 크게 브랜드/ODM/원재료 업체로 구분**

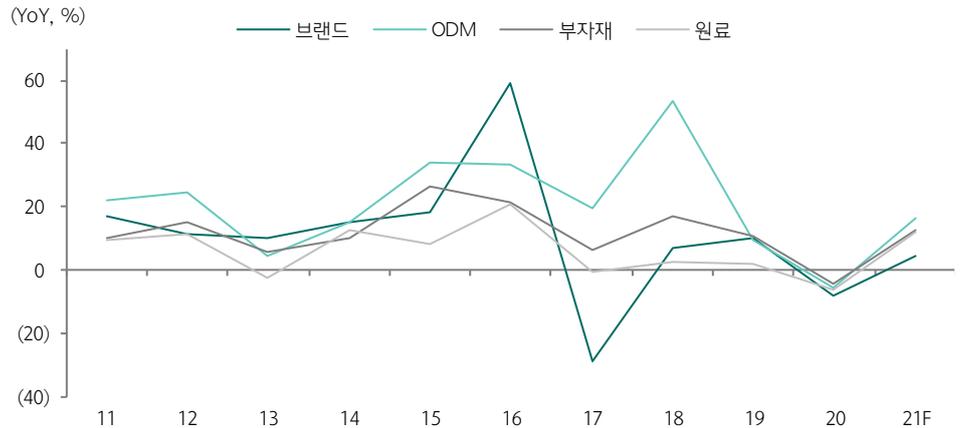
화장품 밸류체인은 크게 브랜드 업체와 ODM/OEM(이하 ODM), 원재료 업체로 나뉜다. 맨 앞에 유통 업체가 있지만, 화장품 업체들이 아닌 경우가 많기 때문에 제외한다. 주지하다시피 브랜드에는 아모레퍼시픽/LG생활건강/애경산업/클리오/에이블씨엔씨 같은 업체들이 있고, ODM에는 코스맥스/한국콜마/코스메카코리아 같은 업체들이 있다. 원재료는 용기와 같은 부자재와 원료로 나뉘는데, 원료 업체들로는 현대바이오랜드/대봉엘에스/에이씨티가 대표적인 원료 회사들이고, 부자재 업체로는 연우와 펌텍코리아 등이 있다.

**브랜드/ODM 업체 대비 원료업체 성장률 낮음**

컨슈머 시장에서 가장 중요한 밸류에이션 프리미엄 요인을 꼽는다면 높은 i) 시장 점유율과 ii) 진입장벽, 그리고 iii) 산업 성장 여력이 될 것이다. 이 세 가지가 만족되면 매출 성장 폭이 커지고, 높은 실적 가시성으로 높은 밸류에이션을 적용할 수 있다. 동일 업종이라도 밸류체인 상 부문에 따라 다른 특성을 보일 수 있고, 같은 부문이라도 개별 업체마다 차별화되기 일쑤다. 2011년부터 2021년까지 주요 화장품 브랜드와 ODM, 원료업체들의 합산 매출 성장률을 비교해보면, 밸류체인별로 큰 차이가 발생함을 바로 알 수 있다. 10년 동안 브랜드와 ODM, 부자재 업체들은 연평균 각각 8%, 19%, 12% 성장했는데, 원료 업체들은 6%에 그쳤다. 왜 이런 현상이 발생했을까?

2012~21년 연평균 매출 성장률:  
 브랜드 8%, ODM 19%,  
 부자재 12%, 원료 6%

그림 1. 화장품 밸류체인 별 매출성장률



주: 브랜드는 아모레퍼시픽, LG생활건강, 애경산업, 클리오 합산, ODM은 코스맥스, 한국콜마 합산, 부자재는 연우, 팜텍코리아 합산, 원료는 현대바이오랜드, 대성엘에스 합산  
 자료: 각 사, 하나금융투자

화장품 시장 규모 대비 ODM/원료 시장 규모 작음, '사라지는 시장' 존재

일반적으로 화장품 가격을 100이라고 할 때, 자체 생산 시 원가율은 25% 정도다. 내용물이 약 5%, 부자재 10%, 기타 생산비용 즉 공장운영비와 인건비 등이 10%를 차지한다. 제품 생산을 외주로 돌릴 때, 이 25% 원가에 외주 수수료를 추가한 것이 ODM 시장이라고 볼 수 있는데 리테일 가격의 30% 수준으로 볼 수 있다. 실제로 에이블씨엔씨 원가율이 30% 수준이다. 국내 화장품 시장규모는 약 34조원이다. 100% 외주를 준다면, 국내 ODM 시장 규모는 10.2조원 규모여야 하고, 원료 시장 규모는 1.7조원이어야 한다. 그런데, 실제 ODM 시장 규모는 4.1조원, 원료 시장 규모는 1조원에 불과하다. 성장률 측면에서도 브랜드/ODM 업체들에 비해서 원료 업체들은 그렇지 못하다. '사라지는 시장' 이 있는 것이다.

'사라지는 시장' 주요 원인은 브랜드 생산 내재화

가장 큰 원인은 브랜드 대기업들의 생산 내재화 때문이다. 일반적으로 프리스티지/프리미엄 이상 브랜드에 대해서 자체 생산하는 경향이 있다. 국내 화장품 시장의 럭셔리/프리미엄 비중은 60% 내외, 일반적으로 메이저 화장품 업체들의 자체 생산 비율은 70% 이상이다. 프리미엄 이상급, 즉, 업체의 기술적 노하우가 집약되어 있는 제품들은 자체 생산한다. 색조는 주로 외주를 주지만 기초 제품은 직접 만든다. 아모레퍼시픽의 경우 설화수, 헤라, 아이오페까지, LG생활건강은 후와 슢, 오뮴까지 색조나 특별한 제형을 제외한 대부분 제품을 자체 생산한다. 최근에는 자체 생산 비중이 더 커지고 있다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강 모두 자체 생산 매출 비중은 85%에 달한다. 이유는 세가지다.

브랜드 업체의 생산 내재화 원인:  
 1. 자체 생산 브랜드가 성장 견인

첫째, 매출 성장이 주로 이런 자체 생산 브랜드에서 나왔기 때문이다. LG생활건강의 '후' 매출은 2014년 3,940억원에서 2021년 약 2조 9천억원으로 7배 이상 증가했고, '설화수' 매출 역시 2014년 약 7,200억원에서 2021년 약 1조 5,000억원으로 두배 이상 늘었다. 두 회사 모두 면세점 채널이 전체 외형 성장을 견인했는데, 면세점 매출의 많은 부분을 설화수, 후와 같은 럭셔리 브랜드가 채우고 있다. 자연스럽게 자체 생산 비중이 상승한 것이다.

2. 프리미엄 브랜드 매출 감소

둘째, 프리미엄 브랜드 매출 규모가 줄어들었다. 아모레퍼시픽의 아이오페, 라네즈와 한울, LG생활건강의 라끄베르, 이자녹스와 수려한 등의 매출이 계속 감소했다. 아모레퍼시픽의 프리미엄 브랜드 군 매출은 2014년 1조 천억원에 달했지만 2021년에는 7,800억원 수준에 머문 것으로 보인다. 생산 Capa에 여유가 생긴 만큼, 이니스프리와 더페이스샵까지도 외주에서 자체 생산으로 돌렸다.

3. ODM 업체들의 협상력 상승

셋째, ODM 업체들의 협상력 상승이다. 코스맥스와 한국콜마 등 주요 ODM 업체들의 역량이 제고되면서 저마진 OEM보다 고마진 ODM 매출 비중이 상승하기 시작했다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 OEM 물량은 자연스럽게 줄어들었다. 2010년에는 코스맥스와 한국콜마 Top 5 고객사에 아모레퍼시픽과 LG생활건강이 빠짐없이 들었지만, 지금은 Top 5는 카베코리아, AHC, 클리오 등 모두 2015년 이후 사업 규모를 키운 벤처 브랜드들이다.

럭셔리 브랜드 위주 성장이  
후방산업으로 이어지지 않음

메이저 브랜드 업체들의 성장이 럭셔리 브랜드 위주로 이뤄지고, 자체 생산 비중이 높아지면서 이들 업체들의 성장은 밸류체인 상 후방 산업으로 '낙수효과'를 기대하기 어렵게 된 것이다. 실제로 코스맥스의 2014년 국내부문 실적은 메이저 브랜드들의 호실적에도 불구하고 원 브랜드숍 바이어들의 부진으로 좋지 못했다. 반면, 최근 벤처 브랜드의 약진은 ODM 산업 입장에서 긍정적이다. 100% 아웃소싱하는 벤처 브랜드들이 국내 화장품 시장 점유율을 높이고 있기 때문이다. 고신장하는 럭셔리 브랜드 비중 확대로 ODM 비중이 낮아지고 있지만, 자체 생산하던 프리미엄 브랜드들의 시장을 100% 아웃소싱하는 벤처 브랜드들이 일부 가져가면서 전체 화장품 산업에서 ODM 비율은 균형을 가져가고 있다.

원료 해외 수입 비중 40%

'사라지는 시장'은 원료에도 있다. 원료의 경우 수입 비중이 40% 정도로 높다. 코스맥스와 한국콜마 등 주요 ODM업체들의 경우 해외 수입 비율은 더 높아서 50% 이상 원료를 해외에서 수입하고 있고, 이 비율은 계속 높아지고 있다. 수요의 눈높이가 상승하고 있고, 글로벌 화장품 원료 시장에서 핵심 원료들은 프랑스와 일본이 과점하고 있기 때문이다. 바스프와 대형 화학 업체들의 비중 또한 무시할 수 없다. 물론, ODM 업체들의 해외 사업 확대가 국내 원료 업체들의 매출 규모를 키울 수 있다. 코스맥스 중국 법인의 한국으로부터 원료 수입 비중은 50% 수준인데, 비율은 점차 떨어지고 있다. i) 중국 내에서 값싸게 공급할 수 있는 원료 비중이 상승하고 있으며, ii) 중국 법인 입장에서는 한국 역시 다양한 매입처(국가) 가운데 하나로 어떤 에이전트가 동일 원료에 대해 프랑스나 일본산 원료를 싸게 제시할 경우 매입처를 언제든지 바꿀 수 있다. 아울러, iii) 중국 정부 입장에서 이러한 수입은 GDP 측면에서 도움이 되지 않지 않기 때문에, 다양한 방법으로 중국 내 소싱을 장려할 수도 있다.

부자재 100% 내수 충당

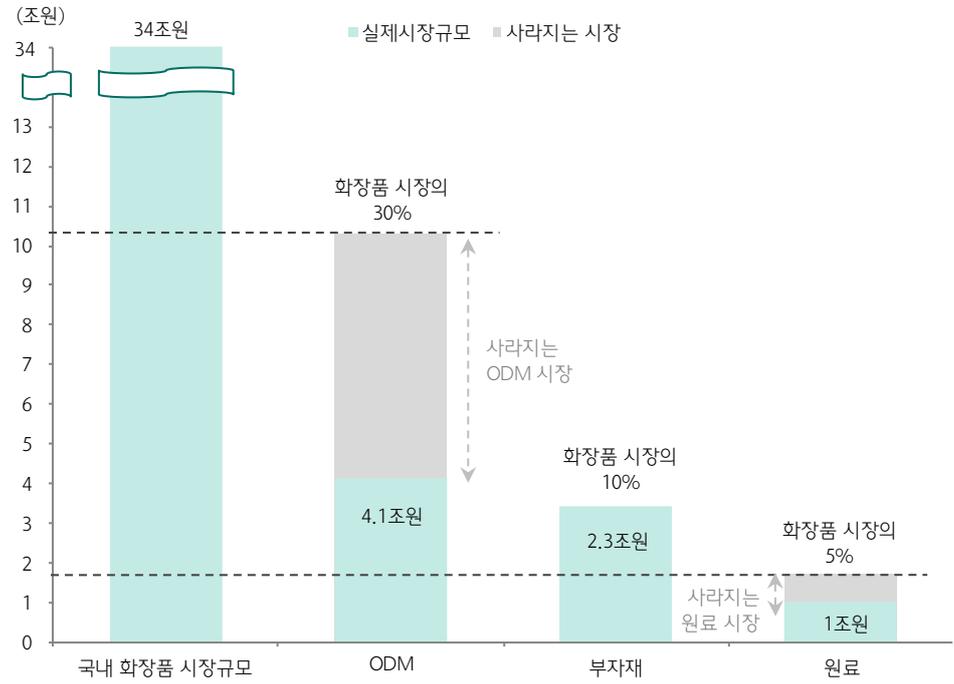
한편, 부자재의 경우 100% 내수에서 충당하기 때문에 시장 규모와 차이가 없다. 오히려 연우와 펴택코리아 등 주요 업체들의 매출에서 수출 비중이 40%에 이르기 때문에 국내 부자재 시장 규모보다 한국 부자재 업체들의 매출 규모가 더 크다. 원료 시장과는 반대다. 이외에도 '사라지는 시장'이 있는 이유로 수입 브랜드 수요를 들 수 있다. 랑콤이나 샤넬, 에스티로더 등 수입 브랜드의 경우 해외에서 만들어서 들어오기 때문에 국내 생산과 무관하다. 국내 화장품 시장에서 수입 비중은 3%정도밖에 안된다.

브랜드/ODM/부자재 업체 수출 및  
해외법인 매출 비중 증가

'국내 화장품 시장'은 리테일 기준 내수 수요에 한정된 개념이기 때문에 수출과 해외 현지 사업을 같이 봐야 한다. 브랜드/ODM/부자재 부문의 경우 개별 업체들의 역량 제고로 수출 및 해외 법인 매출 비중이 커지고 있기 때문에 국내 화장품 시장 규모보다 개별 업체들의 합산 매출 규모가 더 커지고 있다. 반면, 전체 국내 화장품 원료 시장 규모보다 한국 원료 업체들의 매출 규모가 더 작다. 다른 밸류체인 상 주요 업체 대비 원료 업체들의 성장률이 뒤쳐진 이유다.

사라지는 시장 존재  
 -브랜드 대기업 생산 내재화  
 -원료 높은 수입 비중

그림 2. 화장품 시장 밸류체인과 시장 규모



자료: 하나금융투자

## 2) 시장 점유율이 다르다: 브랜드>ODM>부자재>원료

MS는 시장 성장 수혜 정도의 근거, 2017년 이후 메이저 브랜드 업체 MS 하락

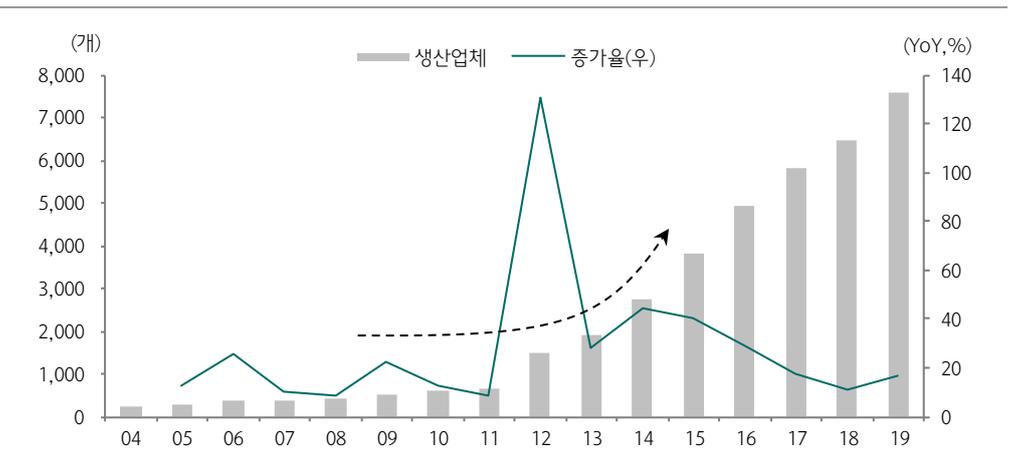
시장 점유율은 시장 성장의 수혜 정도를 나타내는 근거가 된다. 화장품 밸류체인 상에서 브랜드와 ODM 시장은 상위 업체들이 높은 시장 점유율로 산업 성장의 열매를 향유하고 있다. 가장 전방에 있는 브랜드 부문을 보면, 2016년까지 한국 화장품 시장은 아모레퍼시픽과 LG생활건강 두 대기업이 주도했다. 특히, 중국 시장을 본다면, 설화수와 라네즈, 이니스프리, 후라는 특별한 몇 개의 브랜드만 중국 또는 한국 면세점에서 선전하고 있었다. 하지만, 2017년 이후 국내 화장품 시장에서 상위 업체 시장 점유율은 벤처 브랜드들의 선전으로 하락하고 있다. 특히, 중저가 매출 비중이 컸던 아모레퍼시픽의 데미지가 컸다. 2021년 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 국내 시장 점유율은 11%, 10%로 추산한다.

ODM 시장 상위 업체들의 시장 점유율 상승세 지속

ODM시장은 상위 업체들의 시장 점유율이 계속 높아지고 있다. 코스맥스와 한국콜마, 코스메카코리아 세 회사는 한국 화장품 시장의 모든 제품들을 만들 수 있는 기술력을 보유하고 있다. 코스맥스와 한국콜마의 국내 ODM 시장 점유율을 합치면 24%나 된다. 국내 화장품 생산업체 수가 7,500여개라는 점을 감안하면 높은 수치다. 부자재 시장은 펌프를 중심으로 팩트, 스틱 등 카테고리별로 분화돼 있다. 연우와 펌텍코리아가 양강구도를 보이고 있는데, 두 회사의 합산 매출 규모는 5,050억원으로 국내 부자재 수요의 11%를 공급하고 있다. 반면, 원료 회사들의 시장 점유율은 큰 의미가 없다. 현대바이오랜드만 시장 점유율이 5%로 잡힐 뿐이고, 이외에는 모두 낮은 한 자리 수 이하다. 원료 시장은 중소형 제조사들과 다양한 수입처로 분산되어 있다. 코스맥스와 한국콜마와 같은 메이저 ODM 업체들의 거래처는 300개 이상이며, 한 회사의 집중도는 대단히 낮다. 원료 시장 성장의 실적 모멘텀이 상당히 분산될 수밖에 없다.

2019년 생산업체 7,580개, YoY 16.8%

그림 2. 국내 화장품 생산업체 수 추이



자료: 한국보건산업진흥원, 하나금융투자

### 3) 진입장벽의 차이: ODM>용기>브랜드>원료

#### (1) ODM/용기 업체들 기술력 기반 높은 진입장벽

##### ODM 진입장벽 가장 큼

진입장벽은 향후 시장 성장의 수혜 정도를 짐작할 수 있게 하며, 높은 밸류에이션의 근거가 된다. ODM 업체들의 진입장벽이 가장 크다고 할 수 있다. 기술력을 기반으로 하기 때문이다. 특히 화장품 ODM 사업의 경우 처방전을 브랜드 업체가 아닌 ODM 업체가 갖고 있기 때문에 한번 사업 파트너가 된 경우 사업 지속성이 대단히 높다. 대형 ODM 업체들의 막대한 R&D 투자와 설비, 기술력은 원브랜드숍 시장의 다양한 트렌드 변화에 대한 대응력으로 대변되며, 높은 협상력으로 작용한다. 특히, 중국 시장 집중도는 더욱 커지고 있다. 현지 업체와 기술 및 Capa 격차가 워낙 크기 때문이다. 코스맥스나 한국콜마처럼 i) 막대한 양의 ii) 많은 SKU(Stock Keeping Unit)를 iii) 단기간에 공급할 수 있는 ODM 업체가 없기 때문이다. 이러한 차별적 경쟁력은 국내 대비 높은 영업이익률의 이유가 되고 있다. 기술 기반 특성 때문에 브랜드의 ODM 업체들에 대한 가격전가는 점점 어려워지고 있다. 심지어 최근 글로벌 시장점유율 1위 코스맥스는 아모레퍼시픽 제품을 생산하고 있지 않다.

##### 용기 업체 대체 가능성 낮음

용기 업체들 역시 한번 채택되면 대체 가능성이 낮고, 높은 기술력과 R&D가 요구되기 때문에 주문이 상위 업체에 집중되는 경향이 있다. 에어졸은 승일이 전체 시장의 70%를 점유하고 있으며, 연우는 펌프 부문에서 국내 시장 40%를 점유하고 있는 것으로 파악되고 있고, 튜브는 펌텍코리아가 크게 앞선다. 화장품 ODM 사업이 일반적인 다양한 원료를 갖고 R&D 능력을 기반으로 차별적인 제품을 만들어내는 것처럼, 부자재 용기는 화장품 시장 또 하나의 ODM 시장인 것이다.

#### (2) 브랜드의 치열한 경쟁과 원료의 수많은 대체재

##### 중저가 브랜드 시장은 진입장벽 낮음

브랜드 업체들 역시 기술장벽이 존재한다. 아모레퍼시픽의 R&D 규모와 기술력은 다른 업체 대비 압도적으로 높다. 하지만, 기본적으로 화장품 ‘브랜드’는 기술적 성능 이외에도 마케팅과 이미지 등 여러 요소들이 복합적으로 작용한 결과이기 때문에 항상 경쟁의 불확실성이 존재한다. 특히, 중저가 시장은 특별한 생산시설이나 기술 없이 아이디어와 돈만 있으면 누구든지 들어올 수 있는 시장이기 때문에 실질적으로 진입장벽이 존재하지 않는다고 해도 과언이 아니다. ‘특히’ 제품들이 있지만, 유사한 기능을 발휘할 수 있는 다양한 방법들이 존재하기 때문에, 선점효과 이외 진입장벽을 논하기는 어렵다. 과거 미샤의 SKII 미투 제품 ‘레볼루션 에센스’의 선전이나 2016년 전후 LG생활건강과 미샤, 랑콤의 에어쿠션 미투 제품 출시는 좋은 예다. 과거에는 오프라인 매장의 개수와 핵심 상권의 입지가 나름대로 신규 브랜드에게는 진입장벽으로 작용했지만, 온라인 시장이 가파르게 성장하면서 의미가 희석되었다.

**중국 시장 MS 보편적으로 낮고 경쟁 심화 특징**

중국 시장의 경우 시장 점유율은 더욱 의미가 없다. 중국 화장품 시장 점유율 1위는 로레알이 차지하고 있지만, 14% 정도에 불과하다. 나머지 업체들은 모두 10% 이하이다. 특히, 중국 화장품 시장은 온라인 침투율이 더 높기 때문에 오프라인 매장이 특별히 없더라도 왕홍 마케팅이나 입소문만으로 상위권으로 진입할 수 있는 상황이다. 2010년 이후 바이체린, 카슬란, 퍼펙트다이어리, 화씨즈 등으로 1~2년에 한번씩 주도 브랜드가 바뀌고 있다. K-뷰티의 한류가 거뒀던 2015년 중국 화장품 시장에서 가장 인기 좋았던 제품이 잇츠스킨의 달팽이크림과 마유크림이지만, 지금은 특별한 수요가 없다.

**화장품 원료 업체 대체재 많아 진입장벽 형성 어려움**

화장품 원료 업체들은 더욱 뚜렷한 진입장벽을 형성하기 힘들다. 일반/필수 성분의 경우 대체재가 워낙 많아서 대체로 에이전트를 통해 매입하고 있다. 전술한 바와 같이 코스맥스와 한국콜마의 경우 약 국내 300개 업체로부터 원료를 매입하고 있으며, 원료 업체들 역시 대체로 국내 모든 화장품 생산 업체에 원료를 납품하고 있다. 한방과 같은 특별한 원료들은 높은 진입장벽이 형성될 수 있으나, 한정된 매출처로 고성장을 구가하기가 쉽지 않다. 예를 들어, 현대바이오랜드의 화장품 원료 매출은 2014~15년 크게 부각되었지만, 그 이후 설화수 성장을 둔화와 함께 밋밋한 흐름을 보였다. 벤처 브랜드 고신장을 전혀 향유하고 있지 못하다.

표 1. 주요 화장품 원료 성분과 특징

성분	특징
물	<ul style="list-style-type: none"> <li>보통 전성분 표시의 '정제수'에 해당</li> <li>제품의 10% 이상을 차지하는 매우 중요한 성분</li> </ul>
유성원료	<ul style="list-style-type: none"> <li>피부의 수분손실을 조절하며 흡수력을 향상</li> <li>대표성분: 오일류, 왁스류, 고급 지방산류, 고급 알코올류, 탄화수소류, 에스테르류, 실리코너 등</li> </ul>
계면활성제	<ul style="list-style-type: none"> <li>두 물질의 경계면에 흡착해 성질을 변화시키는 물질</li> <li>물과 기름을 잘 섞이게 하는 유화제와 소량의 기름을 물에 녹여주는 가용화제, 고체 입자를 물에 균일하게 분산시키는 분산제, 그 외 습윤제, 기포제, 소포제, 세정제 등</li> </ul>
보습제	<ul style="list-style-type: none"> <li>건조한 피부를 진정시키고 피부를 부드럽고 매끄럽게 하는 성분으로 흡수성이 높은 수용성 물질</li> <li>대표성분: 글리세린, 프로필렌글라이콜, 부틸렌글라이콜, 솔비톨, 히알론산나트륨 등</li> </ul>
점증제	<ul style="list-style-type: none"> <li>점도를 유지하거나 제품의 안정성을 유지하기 위해 사용. 보습제, 계면활성제로 일부 이용</li> <li>대표성분: 구아검, 크산탄 검, 젤라틴, 메틸셀룰로오스, 알긴산염, 폴리비닐알코올, 벤토나이트 등</li> </ul>
색소	<ul style="list-style-type: none"> <li>제품의 색깔을 내는 성분으로 타르색소, 천연색소, 무기안료로 나눌 수 있음</li> </ul>
보존제	<ul style="list-style-type: none"> <li>화장품을 개방한 후 미생물에 의한 변질을 막기 위해 사용</li> <li>우리나라에서 사용가능한보존제는 총 69종으로 배합한도가 정해져 있음</li> <li>대표성분: 파라벤, 이미다졸리디닐우레아, 페녹시에탄올, 페노립 등</li> </ul>
착향제	<ul style="list-style-type: none"> <li>향을 내는 성분</li> <li>무향료란 제품에 향료를 첨가하지 않은 것으로 원료 자체의 향이 나는 것은 가능</li> <li>무향제품은 향을 없앤 제품으로 원료의 향을 없애기 위해 향료를 사용하기도 함</li> </ul>
효능원료	<ul style="list-style-type: none"> <li>미백, 주름개선, 탄력감을 올리는 등의 특정 기능을 하는 효소 성분</li> <li>트러블 없이 최대한 효능을 낼 수 있는 적정량을 사용하도록 식품의약품안전처에서 관리감독</li> </ul>

자료: 녹색소비자연대, 하나금융투자

## 2. '브랜드 사업'의 특징

### 1) 브랜드력이 모든 걸 가르친다

한국 화장품 산업 중국 의존도 높음

계속 말하지만 한국 화장품 산업은 철저히 중국 소비시장에 기대어 있다. 면세점과 수출을 제외하면 한국 화장품 내수 시장 성장률은 민간 소비 증가율과 크게 다르지 않다. 중화권 이외 국가에 대한 수출 비중은 대단히 낮다. 미국이나 유럽, 일본 화장품 시장을 신규 성장 동력으로 삼기에는 시장 자체가 너무 포화돼 있고, 글로벌 대표 브랜드들이 선점해 있다. 이들 지역에서 일정한 지위 확보는 중국 시장에서 지속적인 성장을 위한 중장기 포석이라는 측면이 강하다. 선진 시장에서 브랜드 인지도가 제한적인 K-뷰티가 이미 글로벌 톱 수준 소비행태와 기호를 보이고 있는 중국 소비자들 마음을 계속 붙잡아둘 수 있을지 의문이다. 아무튼, 한국 화장품 업종의 높은 밸류에이션과 성장 여력에 대한 의문은 '한국 화장품이 얼마나 오랫동안 중국 소비자들에게 브랜드 로열티를 가져갈 수 있을 것인가?'라는 질문으로 치환 가능하다.

K-뷰티에 대한 중국 로열티 지속 가능성 여부가 중요

K-뷰티에 대한 브랜드 로열티가 중장기적으로 지속될 수 있는 저력을 갖고 있다면, 우리는 한국 화장품 업종에 대한 지속적인 관심과 기대를 갖고, 투자를 늘려야 할 것이다. 개별적인 종목 선정은 그 다음 문제다. 반면, 브랜드 로열티가 다분히 단기적 유행이었고, 그래서 '안 보면 멀어지는(Out of sight Out of mind)' 가벼움이었던다면, 한국 화장품 업종은 De-rating 국면으로 접어들게 될 것이다. 종목 찾기 보다 점진적으로 투자 비중을 줄이는 출구 전략을 모색하는 것이 타당할 것이다.

'브랜드력'은 협상력/수익성 원천

따라서, '브랜드력'에 대한 이해는 화장품 산업을 분석하는데 가장 기초적인 입문이다. 브랜드 업체들은 브랜드력이 모든 것을 설명한다. 브랜드력은 전방 산업이라고 할 수 있는 유통 업체와 후방 산업인 OEM 업체에 대한 협상력의 원천으로 OEM 업체와 유통 업체에 대한 수수료를 최대한 낮출 수 있다. 또 소비자에게는 높은 브랜드 로열티를 형성하여 가격에 대한 소비의 비탄력성으로 자유로운 ASP 상승과 높은 수익성을 도모할 수 있다.

브랜드 업체 자체 생산은 럭셔리/프리스티지 한정

생산과 유통 측면에서 나눠서 살펴보자. 일반적으로 브랜드 업체들이 자체적인 생산시설을 갖는 경우는 많지 않다. 특수한 제조공법을 보유하고 있는 세탁/주방세제(LG생활건강/애경 산업)나 주방용품(락앤락), 식품(오리온, 농심)의 경우는 예외다. 화장품의 경우 성분의 배합이나 처방전이 막대한 R&D 산물일 경우 자체적인 생산시설을 갖추고 있다. 그러나 설화수나 후 등 일부 프리스티지/럭셔리 제품에 한정된다. 브랜드숍을 포함한 대부분 중저가 매스 브랜드 제품들은 대체로 한국콜마와 코스맥스와 같은 ODM/OEM 업체에서 생산되는 경우가 많다.

럭셔리/프리스티지 자체생산은  
메이저 브랜드-원브랜드숍 간  
밸류에이션 격차 형성

물론 이러한 차이는 주가 측면에서 메이저 화장품 업체와 원브랜드숍 업체의 밸류에이션 격차를 형성한다. 프리스티지/럭셔리 시장은 자체적인 대규모 생산시설과 R&D센터, 특허와 유통망을 확보하고 있기 때문에 진입장벽이 대단히 높은 반면, 중저가 매스 시장은 자본과 아이디어, 가맹점주들을 확보할 수 있는 네트워크만 있으면 언제든지 시장 진입이 가능하기 때문에 밸류에이션이 낮다. LG생활건강과 애경산업 밸류에이션 격차가 PER 기준 10배 이상 발생하는 원인 중 하나는 이러한 진입장벽의 문제다. 연간 1,000억 원 이상을 R&D로 쏟아 붓는 LG생활건강과 아모레퍼시픽의 기술력을 에이블씨엔씨나 잇츠한불과 동일선 상에 두고 본다는 가정은 무리일 것이다. 의류/패션 업체들의 밸류에이션과 진입장벽이 낮은 이유도 여기에 있다. 의류/패션 업체들은 대체로 디자인과 유통을 담당하고 생산은 아웃소싱을 한다. 화장품과 달리 패션 업체는 디자인이 모든 상품가치를 판가름하는 핵심 요소이기 때문에 생산시설까지 내재화하는 경우가 많지 않다. 즉 화장품 원브랜드숍 시장처럼 디자인 역량과 유통 네트워크만 갖고 있으면 누구든지 진출할 수 있다. 더구나 브랜드력이 특별하지 않거나 단일 브랜드에 크게 의존하고 있다면 회사의 존망이 어떻게 될지 모르는 불확실한 시장이다. 그래서 유난히 의류/패션 업체의 흥망과 교체가 빠르게 나타나는 것일 수 있다.

표 2. 화장품 라인업 정리

구분	종류	비고	
1군	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 브랜드 로열티가 높음</li> <li>• 대부분 고가제품</li> <li>• 기초화장, facial makeup</li> <li>• 비탄력적 소비</li> <li>• 일반적으로 대기업 제품</li> </ul>	클렌저 스킨(토너) 에센스(세럼, 앰플) 로션(에멀전) 크림 메이크업베이스 파운데이션 파우더 팩트	얼굴에 있는 이물질을 씻어내는 역할 피부결 정돈, 피부 진정, 수분 공급 농축한 영양성분 피부에 침투시켜 피부의 기능 활성화 피부에 수분과 유분 등을 보충 피부 보습, 다양한 기능성 크림 존재 화장하기 전에 피부톤 보정해주는 역할 메이크업 베이스 다음에 사용, 피부톤 보정, 파우더 기능 지원 얼굴 기름 잡아주는 역할 수정화장용
2군	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 브랜드 로열티 중립적</li> <li>• 대부분 중저가제품</li> <li>• 색조화장</li> <li>• 단위탄력적 소비</li> </ul>	선크림 BB크림 아이섀도우 아이라이너 마스크라 아이브로우 메이크업리무버	자외선으로부터 피부 보호 Blemish Balm의 약자, 잡티를 가려주고 피부톤 정리 눈꺼풀에 칠하여 눈매를 돋보이게 하는 색조화장품 눈꺼풀에 선을 그어 눈을 선명하고 또렷하게 보이게 하는 역할 속눈썹이 짙고 길어 보이도록 하기 위해 칠하는 화장품 눈썹 그릴 때 사용 색조화장 지우는 데 특화된 세안제
3군	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 브랜드 로열티 낮음</li> <li>• 대부분 저가제품</li> <li>• 탄력적 소비</li> </ul>	립스틱/틴트/립글로스 매니큐어	입술에 도포해 색을 내는 역할 손톱이나 발톱에 색을 칠해 꾸미는 화장품

자료: 하나금융투자

### 2) 브랜드 업체의 수익성에는 끝이 없다

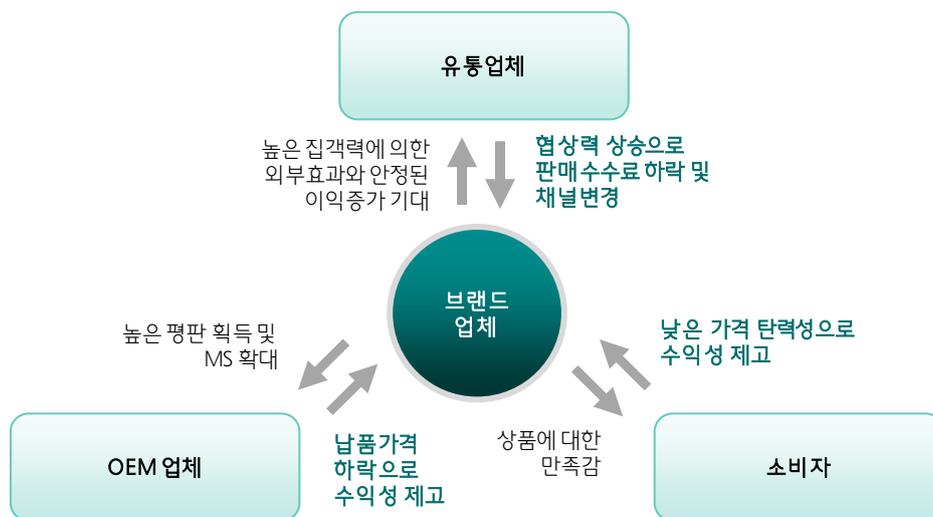
브랜드 업체 수익성은 브랜드력에 따른 편차 발생

국내 진출한 글로벌 브랜드 업체들의 2020년 실적을 보면, 루이비통코리아 영업이익은 YoY 177%나 증가했다. 주목할 부분은 영업이익률이다. 샤넬과 루이비통은 15% 내외, 에르메스 코리아는 30%가 넘었다. 브랜드 업체들의 수익성은 브랜드력에 따라 편차가 크게 나타난다. 브랜드 업체들은 브랜드력을 빌드업하는 데 상당한 시간과 노력이 소요된다. 브랜드력이란 유통업이나 OEM 업체보다 좀 더 복잡한 소비자들의 선호와 트렌드를 포괄하고 있기 때문에 단순히 마케팅비를 확대한다고 형성되는 것도 아니다. 거기에는 우연도 있고 역사도 있다. 후는 시진핑 부인 펑리위안이 애용하는 것으로 알려지면서 ‘황후의 화장품’으로 브랜드 정체성을 만들기 시작했다. 코코샤넬의 패션 철학, 마릴린 먼로의 향수 샤넬 No.5, 1982년에 첫 선을 보인 에스티 로더 나이트리페어는 ‘더 좋게 만들 여지가 없을 만큼 뛰어난 제품’으로 유명하다. 소비에는 브랜드의 역사와 철학 그리고 우연한 사건과 이야기 등 눈에 보이지 않는 심리적 만족도가 크게 작용한다. 플라시보 효과(placebo effect)라고 말할 수도 있다. 이런 무형의 자산들이 쌓이면서 브랜드력은 견고한 성처럼 지속력을 갖는다.

브랜드력 확보 시 높은 수익성으로 시장 독식 가능

브랜드력은 아이디어의 산물이므로 특별한 규모를 요구하지 않지만 경쟁이 아주 치열하다. 따라서 신규 브랜드가 시장에서 일정 규모 이상으로 성공하기란 대단히 힘들며, 특정 브랜드가 이미 시장을 강하게 선점한 상황에서는 더욱 그렇다. 반면에 살아남아 높은 브랜드력을 확보한 업체는 높은 수익성으로 시장을 독식하게 된다. 브랜드력이 확보된 이후에는 브랜드 로열티의 상승으로 가파른 수익성 제고가 가능하다. 기술력과 디자인력이 막대한 부가가치를 창출하면서 원가율을 낮추고 수익성을 개선시킨다. 소비 밸류체인 상에서 브랜드 업체들의 수익성 개선 방향성은 크게 3가지로 나타난다.

그림 3. 브랜드 업체들의 수익성 제고 방향성



자료: 하나금융투자

브랜드 업체 수익성 개선 방향성:

1. 유통업체: 협상력 상승, 판매수수료 하락

첫째, 유통 업체에 대해서는 협상력이 상승하면서 판매수수료는 하락한다. 일반적인 패션 상품의 백화점 판매수수료가 30% 이상인데 비해 명품이나 글로벌 SPA의 백화점 판매수수료는 10% 내외로 알려져 있다. 백화점은 판매수수료를 낮춰 주는 대신 높은 집객력에 의한 외부 효과와 안정된 이익 증가를 기대할 수 있다. 그래서, 명품은 항상 백화점 1층에 위치한다.

2. OEM 업체: 납품가 하락, 수익성 제고

둘째, OEM 업체에 대해서는 납품 가격을 낮추면서 수익성을 제고한다. 국내 TOP 화장품 브랜드들에 대한 OEM 업체 마진은 거의 0%에 가까운 것으로 알려져 있다. 코스맥스 상해 법인의 경우 바이철헤린 생산 초기에는 마진이 높았지만, 점점 바이철헤린 브랜드력이 높아지고 물량이 증가하면서 영업이익률이 하락한 바 있다. 대신 OEM 업체들은 높은 평판을 얻게 되고 신규 수주 및 사업 규모 확대를 기대할 수 있다.

3. 소비자: 낮은 가격 탄력성, 수익성 제고

셋째, 소비자들에 대해서는 낮은 가격 탄력성으로 수익성을 제고한다. 소비의 가격 탄력성이 낮다는 말은 가격을 올려도 소비가 계속 유지되거나 증가한다는 말이다. 해당 제품의 브랜드력을 판단하는 중요한 기준이다. 2021년 아모레퍼시픽이 중국에서 설화수 가격대를 운조에서 자음생 라인으로 올렸음에도 설화수의 소비량은 줄지 않았고, 덕분에 설화수 매출은 YoY 28% 이상 성장하면서 고무적인 평가를 받고 있다. 가격 탄력성이 낮을 경우 일정 기간 이후 리뉴얼 신제품에 대해 비용 대비 높은 가격 인상으로 영업이익률을 지속적으로 올릴 수 있다. 소비자들은 양질의 퀄리티와 디자인에 대한 만족감은 물론 명품 소비의 자부심을 향유할 수 있다. 이러한 고객 로열티를 기반으로 한 높은 진입장벽은 수익성 제고와 사업의 연속성을 확보하면서 글로벌 브랜드 업체들의 높은 밸류에이션을 정당화시킨다.

표 3. 2020년 해외 명품 업체 국내 법인 실적

(단위:억원)

회사	매출		영업이익	
		YoY(%)		YoY(%)
에르메스코리아	4,191	15.8	1,334	15.9
루이비통코리아	10,468	33.4	1,519	176.7
샤넬코리아	9,296	-12.6	1,491	34.4
프라다코리아	2,714	4.8	175	45.5
몽클레르코리아	1,499	13.6	318	57.4
펜디코리아	787	27.5	70	103.3
토즈코리아	313	-22.6	-18	적전

자료: 각 사, 하나금융투자

### 3) 브랜드는 변곡점이 없다

소비재와 소재/산업재의 산업구조 차이

소재/산업재와 소비재는 산업구조가 근본적으로 다르다. 철강/조선/화학은 큰 변곡점이 존재한다. 대규모 투자와 수요의 사이클이기 때문에 업사이클과 다운사이클이 크고 주기도 길다. 예를 들어 중국 경제의 고신장과 글로벌 물동량 증가로 2010년까지 조선 수요가 크게 증가했지만, 그 이후 10년 동안 수요 부족으로 조선업종은 부진을 이어오고 있다. 그래서, 소재/산업재에 대한 투자는 항상 Peak out을 고민해야 한다.

소비의 선순환 구조

하지만, 소비재는 특별한 변곡점이 존재하지 않는다. 단기적인 경기 변동은 작용할 수 있지만, 소재/산업재처럼 빅 사이클은 없다. 대체로 국가의 경제구조가 일반적으로 투자에서 소비로 이동하는데, 소비 다음에는 역시 소비이기 때문이다. 소비→기업의 이익 증가→투자확대→임금상승→고용증가→가계수입증가→소비의 선순환이 작동한다.

그래서 미국이나 일본처럼 내수 비중이 높은 나라는 경기 회복이 소비에서 시작한다. 이러한 선순환 구조 때문에 GDP에서 소비 비중이 상승하기 시작하면 중장기적으로 소비 비중은 계속 올라간다. 중국 소비 시장 확대는 빅 사이클이 아니라, 그냥 새로운 소비시장이 열린 것이라는 점을 분명히 인식해야 한다.

소비재는 소비패턴 변화, 브랜드력에 대한 투자

투자관점에서 소재/산업재와 소비재의 차이점은 해당 산업의 기본적 성질과 일치한다. 투자와 소비 차이와 같다. 소재/산업재가 국가 경제의 투자사이클에 근거한 투자라면, 소비재는 소비패턴 변화, 브랜드력에 대한 투자다. 그래서, 소재/산업재는 섹터에 대한 전망이 중요하지만, 소비재는 마이크로적인 개별 기업 경쟁력이 중요하다. 매크로 지표에 의한 Peak out을 고민하기 보다 회사의 펀더멘탈에 주의를 기울여야 한다.

소비재 업체는 개별적인 브랜드력 차이 발생

예를 들어 로레알과 에스티로더의 실적을 보면 단기적인 부침은 있었지만 결국 매출이 계단식 증가를 지속하고 있다. 산업재/소재 섹터의 포스코나 현대중공업과는 사뭇 다른 모습이다. 소비의 안정성에 기반한 브랜드 사업의 연속성을 말해주는 것이다. 또한, 업종 내 업체들의 실적이 같은 방향으로 가지 않는다. LG생활건강과 에이블씨엔씨, 휠라코리아와 LF의 실적과 주가는 제각각이다. 소재/산업재들이 대체로 같은 방향으로 실적과 주가가 움직이는 반면, 소비재 업체들은 개별적인 브랜드력에 따라 부상하는 업체와 사라지는 업체가 있기 때문이다.

#### 4) 브랜드 프리미엄: 지속 성장 가능성 지표

브랜드력 기반 '소프트파워' 진입장벽 높음

브랜드력은 무형자산이며, 진입장벽이다. 가성비를 넘어서는, 가격에 대해 비탄력적인 요인들이 포함되어 있다. 튀이비통 가방과 설화수/후에 대한 가성비를 계산하기 쉽지 않다. 눈에 보이지 않는 심리적 만족도가 크게 소비에 작용하기 때문이다. 브랜드는 품질(가성비) 이외  $+α$  가 존재한다. 가격으로 따질 수 없는 로열티다. 그건 우연한 사건이나, 막연한 이미지, 긴 역사 또는 이벤트에 의해 형성된 것이다. 이러한 브랜드들은 분명한 건 소비가 가격에 대해 대단히 비탄력적이라는 사실이다. 이런 무형의 가치가 '소프트파워' 다. 소프트파워의 진입장벽은 기술력과 가성비에 기반한 하드파워보다 훨씬 높다.

브랜드력 기반 소비는 가성비 기반 소비와는 다름

이는 자동차나 휴대폰처럼 엔진의 성능이나 CPU의 속도 등 주로 가성비를 구매 기준으로 하는 소비재와는 또 다른 면이다. 가성비를 중요시하는 소비재 업체들의 밸류에이션은 매출 성장률이 떨어지면 밸류에이션도 낮아진다. 언제든지 우수한 제품과 기업이 나오면 자리를 내줘야 할 만큼 기본적인 진입장벽이 낮기 때문이다. 중국 휴대폰 시장 1위는 삼성에서 사 오미, 지금은 화웨이로 교체됐다. IT는 늘 새로운 기술이 나오기 때문에 당장 내년에 경쟁이 어떻게 될 지 모른다. 하지만, 화장품 브랜드는 한번 럭셔리 반열에 오르면 웬만해서는 흔들리지 않는다. 스마트폰은 스펙에 따라 구매가 언제든지 달라질 수 있지만, 화장품은 한번 그 제품이 내 피부에 맞다라고 하면, 특히 기초의 경우 가격이 좀 오르더라도 재구매율이 굉장히 높다. 그 소비 행위가 브랜드 로열티가 중심인지, 가성비(스펙) 중심인지는 간단하다. 제품을 구매할 때 '사양'을 자세히 보면 가성비 기반 소비다. 아무리 갤럭시S라도 CPU 속도와 메모리 용량이 얼마인지는 철저히 확인한다. 하지만, 화장품 살 때 제품을 뒤집어 '성분'을 꼼꼼하게 살펴보는 소비자는 거의 없다. 삼성전자가 비약적인 성장에도 불구하고 항상 PER이 낮은 이유가 여기에 있다.

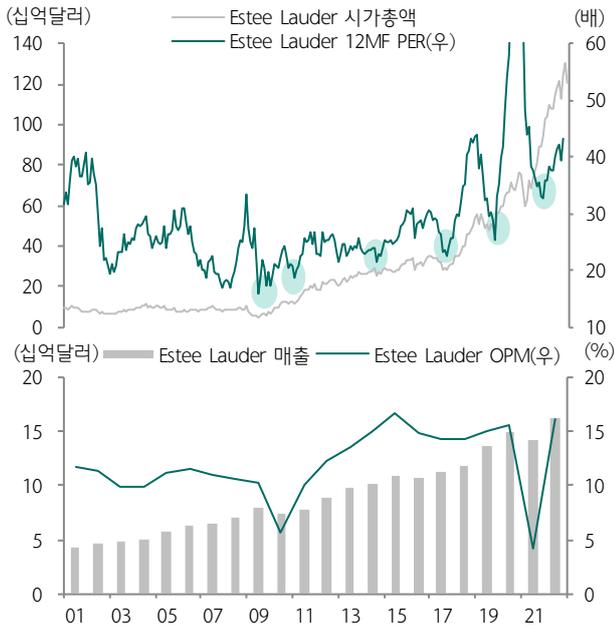
브랜드력 제고시 매출 지속 성장, 중장기 실적 가시성 높아 밸류에이션 프리미엄 요인

주가 측면에서 '실적 가시성'과 '사업의 연속성'이 높을 수록 PER이 높게 된다. 로레알과 에스티로더, 나이키 등 글로벌 브랜드 업체들의 12MF PER 추이를 보면 매출 성장률이 떨어지더라도 이전 밸류에이션 수준으로 돌아가지 않는다. 조금씩 밸류에이션 저점이 상승하고 있다. 매출의 지속적인 성장은 결국 브랜드력 제고를 의미한다. 한번씩 경기순환을 겪을 때마다 어김없이 실적 회복이 나타난다는 것은 중장기 실적 가시성이 높아진다는 말과 같다. 좀더 먼 미래의 실적까지 현재가치로 할인 반영함으로써 기업가치를 높일 수 있는 것이다. 글로벌 화장품/패션 브랜드 업체들의 핵심적인 밸류에이션 프리미엄 요인이다.

소비재 카테고리에서 브랜드 로열티 따라 밸류에이션 차이

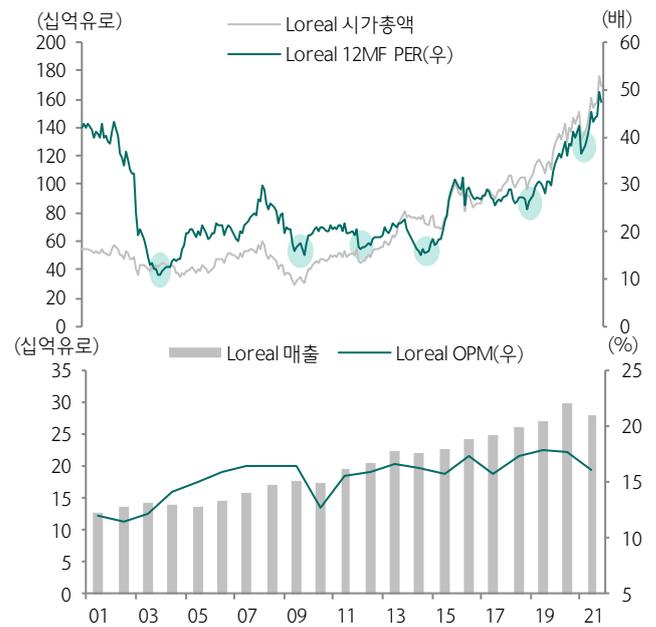
소비재는 각 카테고리가 얼마나 가성비를 추구하느냐 또는 브랜드 로열티를 추구하느냐에 따라 실적의 연속성과 가시성, 즉 밸류에이션이 달라진다. IT와 자동차는 화장품보다는 훨씬 가성비를 추구하는 소비재라고 볼 수 있다. 세제와 같은 생활용품보다 화장품이 더 브랜드 로열티를 추구한다. 그래서, 삼성전자나 현대차보다 P&G나 유니레버가 밸류에이션이 높고, P&G나 유니레버보다 에스티로더와 로레알 밸류에이션이 더 높다.

그림 4. 에스티 로더 실적과 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 로레알 실적과 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 5) 럭셔리와 중저가 브랜드 차이

신세계인터내셔널 중국 화장품  
수출 급증하며 밸류에이션  
상승하였으나 중장기 전망 회의적

신세계인터내셔널은 아마 중국 화장품 모멘텀의 마지막 주자였을 것이다. 비디비치 매출이 급증하면서 2019년 주가가 30만원을 넘었다. 1년 사이 주가가 3배 이상 상승한 것이다. 2017년 갑자기 없던 화장품 매출이 600억원 이상 생겼고, 2019년에는 3,600억원을 넘어 전체 매출의 30%에 근접했다. 홀세일 매출 비중이 높아서 영업이익에서 차지하는 비중은 80%에 달했다. 2019년 비디비치 매출이 2,300억원이었는데, 대부분 중국 수요였다. 내수도 아니고 중국 소비시장을 대상으로 막대한 매출이 발생한 것이다. 의류/패션 업체에서 화장품 브랜드 회사로, 내수 업체에서 수출 회사로 변모하면서 밸류에이션도 크게 상승했다. 당시 신세계인터내셔널은 의류/패션 업종으로 분류돼 있었기 때문에 필자는 커버하고 있지 않았다. 시장에서 워낙 관심이 컸기 때문에 화장품 업종 애널리스트로서 어떻게 보냐는 질문을 많이 받았다. 신세계인터내셔널의 중장기 전망에 대해서는 회의적이었다. 이유는 두가지다.

1. 중저가 화장품은 중장기 실적  
가시성 낮음

첫째, 중저가 화장품이라는 점이다. 화장품은 브랜드력이 높아야 중장기 실적 가시성이 높아 지는데, 이는 일반적으로 럭셔리 브랜드들이다. 럭셔리 브랜드는 올해 실적이 좋을 경우 내년 실적은 더 좋을 가능성이 크다. 럭셔리 반열에 오르는 것은 어렵지만, 한번 그 트랙에 올라 타면 브랜드 로열티가 높기 때문에 실적 가시성 역시 높아진다. 크림을 30만원짜이나 주고 산다는 건 웬만큼 제품에 대한 확신과 로열티 없이는 불가능하다. 그만큼 반복 구매 가능성이 높은 것이다. 설화수 자음생 에센스가 2019년 중국 런칭이후 매출이 빠르게 올라오고 있다면, 2021년은 물론 2022년 설화수 실적 개선 가시성은 상당히 높아진다.

반면, 중저가 브랜드는 매우 트렌디하기 때문에 올해 실적이 좋다면, 오히려 내년 실적은 부진할 가능성이 있다. 2019년 클리오의 히트상품 청굴비타C와 프로아이팔레트가 2021년, 2022년에도 그렇게 인기를 끌 수 있을까? 물론 그럴 수도 있지만, 흥수처럼 쏟아지는 중저가 신규/벤처 브랜드들의 신제품들과 미투 제품들을 생각해보면 낙관하기 어렵다. 2020년 여의도 IFC몰 세포라 매장에 팔레트 제품만 수십개 깔렸다. 2012년 미샤의 레볼루션에센스가 그랬고, 2014년 잇츠한불의 달팽이크림, 2015년 리더스코스메틱도 단발성에 그쳤다. 그래서, 화장품 업종은 평균 PER이 별로 의미가 없다. 럭셔리와 중저가 업체들의 밸류에이션은 PER 10배 이상 차이가 나기도 한다.

2. 국내 인지도 낮음

둘째, 국내에서 브랜드 인지도가 없다는 점이다. 브랜드가 오래 가려면 Origin 국가에서 브랜드 인지도가 높아야 한다. 특히, 최근 중국 소비자들은 Origin 국가에서 브랜드 인지도를 굉장히 중요시하고 있다. 중국 중저가 시장은 로컬 브랜드 업체들의 입지가 상당히 높아졌다. 2017년 기초 화장품 부문에서 1위는 바이철헤린이었으며, 총 6개 로컬 브랜드가 톱 10에 이름을 올릴 때였다. K-뷰티만으로 중국 소비자들에게 어필하던 때는 이미 지났다.

특히, 현재 중국 20대 주 소비층을 이루고 있는 95허우나 00허우는 인터넷을 통한 정보 획득과 네트워크 형성이 능숙하며, 1인당 가처분소득 증가와 출생률 하락으로 풍족한 환경 속에서 성장하고 있기 때문에 소비욕구와 개성추구 성향이 강하다. 이들 95허우 소비자들의 브랜드 소비 결정 요소에서 '가격'과 함께 가장 높은 요소는 '브랜드 평판'으로 조사되었다. 제품 자체가 아닌 그것이 지닌 콘텐츠와 스토리에 관심을 가지며 자신들의 사용 후기를 SNS 내에 공유하고 친구들과 댓글을 주고받는 등 공감대를 형성하고 있는 것이다. 결국, 대 중국 중소형 브랜드 업체에 대한 중장기 전망에서 가장 중요한 요소는 역설적으로 국내에서 브랜드 인지도라고 할 수 있다. 비디비치는 국내에서 전혀 브랜드 인지도가 없었다. 최근 클리오의 대 중국 사업을 긍정적으로 보는 이유는 클리오가 국내에서도 높은 인지도를 형성하고 있기 때문이다. 국내에서 브랜드 인지도가 있어도 해외 사업이 어려운 게 현실이다. 럭셔리와 중저가를 막론하고 국내에서 브랜드 인지도는 해외 사업을 전개하기 위한 필요조건이다.

중소형 브랜드 업체들의 매출 착시  
주의 필요

추가적으로 중소형 브랜드 업체들의 매출 착시를 조심해야 한다. 2015년 이후 중국 왕홍이나 에이전트들이 자체적인 자금 조달 후, 국내 중소형 브랜드 제품을 대량 직매입, 마케팅 후에 판매하는 형태가 증가하고 있다. 마케팅이 성공할 경우 막대한 수익을 취할 수 있기 때문이다. 이에 따라, 국내에서 브랜드 인지도가 제한적이거나 신규 브랜드인데도 일시적으로 매출이 큰 폭으로 증가하는 현상을 심심치 않게 볼 수 있다. 2018년 JM솔루션, 파파레서피, 사실 신세계인터내셔널의 비디비치도 그런 경우였다고 보는 게 합리적이다.

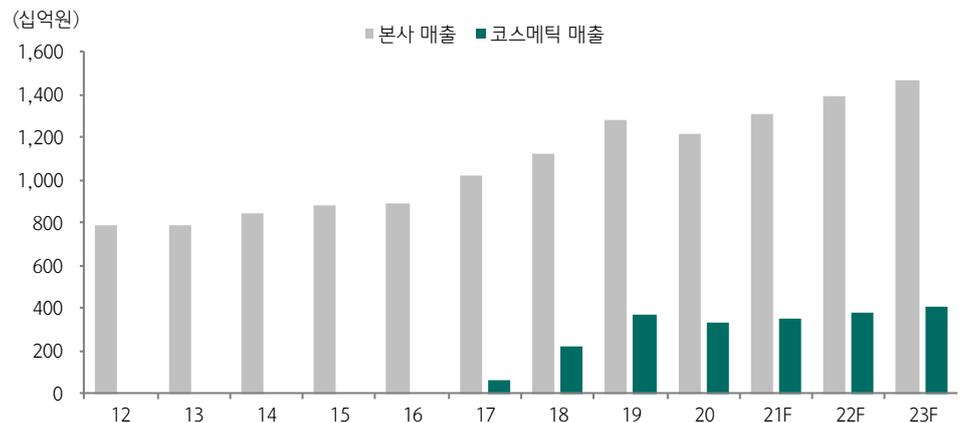
물론, 왕홍들의 성공적인 마케팅으로 리테일 매출이 크게 증가하면서 브랜드 인지도와 사업 규모 확대를 도모할 수도 있지만, 리테일 매출이 기대에 못 미칠 경우, 매출 채권 회수가 어려워지는 상황이 초래될 수도 있다. 2019년 A사의 중국 에이전트로부터 매출채권 회수 지연은 연쇄적으로 국내 화장품 ODM/부자재 납품 업체들에게 상당히 부담이 된 적이 있다. 국내 브랜드 인지도가 제한적인 상황에서 대 중국 매출이 크게 발생하는 업체들에 대해서는 상당히 엄격한 기준을 적용하고, 짧은 간격으로 실적을 점검해야 한다.

**중국 소비자들의 개별 업체 브랜드력 증시도 높아짐**

대부분 국내 증시에 상장돼 있는 중저가 화장품 브랜드 업체들의 국내 인지도는 높지 않거나, 과거에 비해 크게 위축되었다. 이니스프리, 에뛰드하우스, 에이블씨엔씨, 더페이스샵, 토니모리 등 한 시대를 풍미했던 원브랜드숍 업체들은, 사드보복조치는 물론, 온라인과 H&B 채널은 통한 신규 벤처 브랜드들의 확대로 지속적인 매출 감소세에 있다. 이츠한불이나 에스디생명공학, 리더스코스메틱 등은 애초에 한국에서 브랜드 인지도가 높지 않았다. 2014년 내외 K-뷰티가 중국 시장을 휩쓸 때, 개별 브랜드력보다 ‘Made in Korea’ 프리미엄을 통해 사업 규모를 키운 회사들이다. 중국 소비자들의 소비패턴 변화를 감안하면, 글로벌 여행이 재개되고 중국 인바운드가 회복된다고 해도 이들 브랜드들의 실적을 낙관하기 어렵다. 신세계인터내셔널의 비디비치 매출은 2021년 800억원에도 미치지 못할 것 같다.

**신세계인터내셔널 화장품 2021년 매출 3,475억원, YoY 4% 전망**

그림 6. 신세계인터내셔널 전체 매출과 화장품 사업 매출(별도 2012~21년)



자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

## 6) 해외 진출과 제품 믹스

브랜드력이 높으면 해외시장까지 성장 가능하나 중국 진출 브랜드 업체 경쟁 심화로 고전 중

구조적으로 볼 때 브랜드 업체는 브랜드력만 있다면 어디든지 해외 진출이 가능하다. 이는 해외 브랜드가 언제든지 국내 시장을 들어올 수 있다는 것을 의미하기도 한다. 브랜드력이 높으면 국내 시장은 물론 해외시장까지 성장의 캡을 열어놓을 수 있는 반면, 그렇지 않을 경우 국내 시장도 지키기 힘든 산업이다. 온라인화로 소비의 국경선이 무너지면서 이러한 성질은 더욱 강화되고 있다. 해외진출이 가능하지만 이는 어디까지 가능성일 뿐, 중국에 진출한 대부분의 브랜드 업체가 고배를 마시고 돌아왔거나 고전하고 있다. 글로벌 브랜드들의 각축도 치열할 뿐 아니라, 로컬 업체들의 제품 경쟁력도 빠르게 개선되고 있기 때문이다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 물론, LF, 한섬, 베이직하우스, 락앤락, 클리오, 오리온, 파리바게트까지 많은 국내 소비재 업체들이 중국에서 분투하고 있지만 성공한 사례는 많지 않다. 코웨이도 한 때 중국 동북부 화장품을 선도했으나 브랜드력과 채널의 한계를 극복하지 못하고 실적 부진을 지속하다가 철수했다.

판매채널 확보는 브랜드 업체 해외진출의 필요충분 조건

판매 채널 확보는 브랜드 업체들의 해외 진출 시 필요충분 조건이다. 높은 브랜드력을 보유하고 있다면 판매 채널 확보는 그렇게 어려운 문제가 되지 않는다. 도소매업자들이 알아서 줄을 설 것이기 때문이다. 그러나, 글로벌 브랜드가 아닌 이상 안정적인 채널 확보에 상당한 시간이 소요된다. 처음에는 KOTRA를 통해 중계 판매 될 수도 있으며, 해당 지역 판매망을 대량 확보하고 있는 성대리상에 도매판매로 전개할 수도 있다. 그러나, 이러한 판매 방식은 초기에 그쳐야 한다. 단기적으로는 빠르게 중국 시장에 진출할 수 있고, 매출을 올릴 수 있다는 장점이 있지만, 자칫 잘못하면 브랜드 이미지가 훼손되어 단기간에 도태될 수 있다. 성대리상들은 단기적인 이익에 급급하기 때문에 해당 제품의 중장기적인 브랜드 관리와는 거리가 멀다. 가격 통제 조항을 삽입하더라도 지켜지지 않는 경우가 허다하다. 심지어는 짝퉁을 섞어 고마진을 취하는 경우도 있다. 상권이나 재고에 따라 지역과 시기별로 가격 변동성 커지면서 제품에 대한 소비자의 신뢰는 떨어질 수밖에 없다. 더페이스샵이 대표적인 예다. 더페이스샵은 중국에 세가지 가격이 있었다고 한다. 성대리상이 가져다 파는 오프라인 채널에서는 다운타운과 번두리 가격이 달랐고, 본사에서 직접 판매하는 온라인 가격까지 세 지역/채널 가격이 제각각이라 비싸게 산 소비자들의 원성이 컸다. 채널 및 가격 관리 실패로 브랜드 인지도가 급격히 떨어지면서 중국 시장에서 도태되었다.

브랜드 비즈니스는 품질과 가격 통제 관건, 독자적인 영업력 확보 필수

2014년 전후 성대리상을 통해 중국에 공격적으로 진출했던 많은 중소형 화장품 브랜드들이 사업을 오래 지탱할 수 없었다. 리더스코스메틱과 에스디생명공학, 잇츠한불과 같은 업체들도 이러한 중간 도매상의 횡포와 위험성 때문에 해당 채널 매출 규모를 의도적으로 줄였고, 최근에는 티몰 글로벌 등 온라인 채널로 선회하고 있다. 마케팅과 유통을 다른 사업자에게 의존하는 것은 대단히 위험한 일이다. 브랜드 인지도는 결국 소비자에 대한 품질과 가격 신뢰를 전제로 한다. 지속 가능한 브랜드 비즈니스를 전개하려 한다면, 생산부터 소비자까지 품질과 가격을 통제할 수 있어야 한다. 따라서, 중장기 안정적인 사업 기반을 형성하기 위해서는 다양한 채널을 공략할 수 있는 독자적인 영업력을 확보하고 있어야 한다.

상품 다양화도 핵심 역량, 현재  
설화수/후 브랜드 훼손시 대안 없음

상품 다양화도 핵심 역량 가운데 하나다. 하나의 상품 라인업으로 연간 30%의 고성장을 10년, 20년 지속할 수 없다. 다양한 상품 믹스를 갖고 있어야 한다. 첫번째 브랜드의 성공적인 런칭과 전개로 인지도를 올리고, 첫번째 브랜드가 둔화되기 전에 신규 브랜드를 다시 런칭시키면서 고성장을 이어갈 수 있는 역량이다. 아모레퍼시픽은 2004년 라네즈에서 시작, 2005년 마몽드, 2011년 설화수, 2012년 이니스프리까지 성공적인 런칭을 이어오면서 2016년까지 YoY 30% 이상 고성장을 지속한 바 있다. 하지만, 이니스프리와 마몽드는 중국 로컬 벤처 브랜드들에 밀려 급격하게 위축되고 있다. 이제 럭셔리 가격대 라인업 다양화가 과제가 되고 있다. 글로벌 브랜드 업체들은 럭셔리 브랜드 3~4개를 균형을 이루며 성장하고 있지만, 한국의 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 설화수와 후에 너무 절대적인 비중을 두고 있다. 설화수와 후 브랜드가 훼손될 경우 대안이 없는 상태다. 이는 글로벌 브랜드 업체 대비 실적 불확실성을 키우고, 밸류에이션을 낮추는 핵심 요인이다.

### 3. 케이스 스터디: 로레알 vs. 아모레퍼시픽

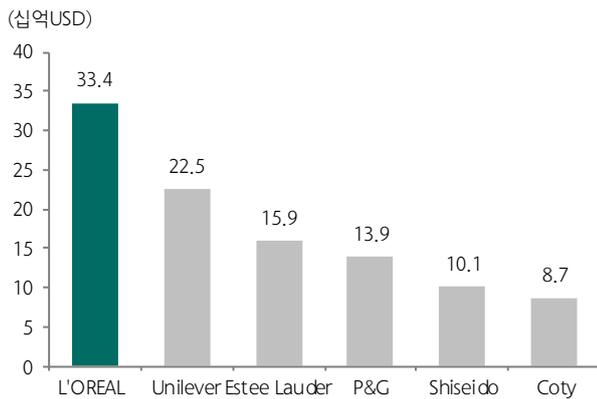
#### 1) 로레알: 글로벌 1위 화장품 브랜드 업체

##### (1) 150개국 진출, 36개 글로벌 브랜드 보유

로레알 2020년 연간 매출액  
280억유로

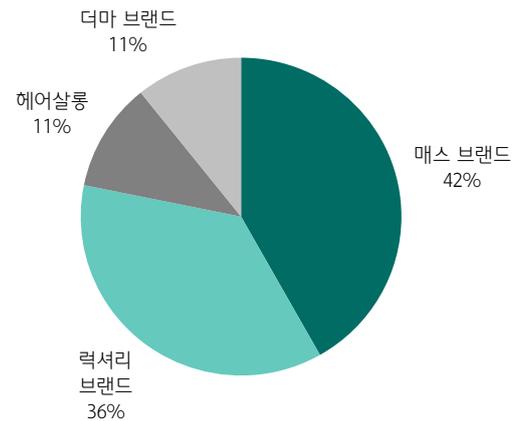
로레알은 1909년 설립된 글로벌 1위 화장품 업체다(MS 13% 추정). 현재 150개국에 진출해있으며 랑콤/입생로랑/조르지오 아르마니/키엘/비오템/라로슈포제 등 높은 인지도를 갖춘 36개 글로벌 브랜드를 보유하고 있다. 2020년 연간 매출액은 280억유로이며 카테고리별로 매스 브랜드(Consumer Products)가 42%, 럭셔리 브랜드(L'Oréal Luxe)가 36%, 헤어살롱(Professional Products)이 11%, 더마 브랜드(Active Cosmetics)가 11%를 차지하고 있다. 지역별로는 아시아가 35%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 서유럽 27%, 북미 25%, 동유럽 6% 순이다. 제품별 매출 비중은 스킨케어 42%로 가장 높고, 메이크업(색조/베이스) 16%, 헤어케어 22%, 향수 10%이다. 채널별로는 이커머스 채널이 전체 매출의 27%를 차지하고 있으며 면세점 비중은 10% 이하로 추정된다.

그림 7. 글로벌 화장품 기업 매출액 순위



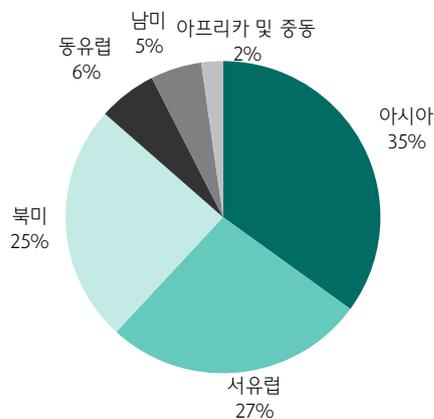
자료: 로레알, 하나금융투자

그림 8. 로레알 카테고리별 매출 구성



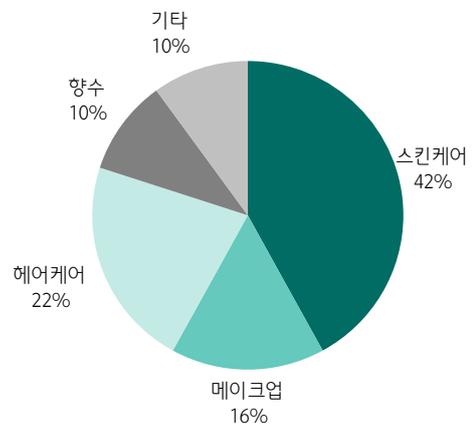
자료: 로레알, 하나금융투자

그림 9. 로레알 지역별 매출 구성



자료: 로레알, 하나금융투자

그림 10. 로레알 제품별 매출 구성



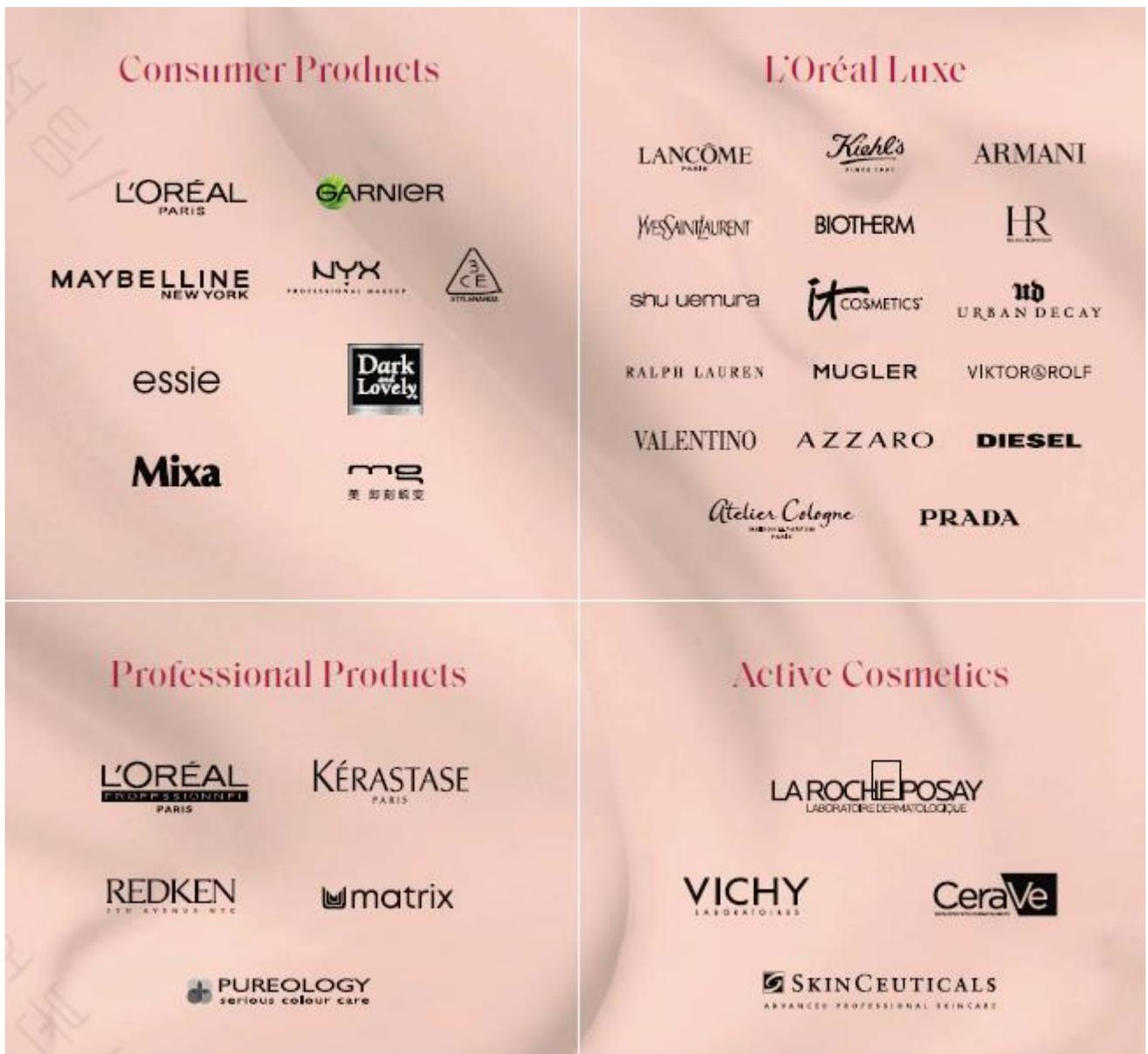
자료: 로레알, 하나금융투자

표 4. 로레알 카테고리: 유통 경로에 따라 구분

카테고리	구분
매스 브랜드(Consumer Products)	대형마트, 슈퍼마켓, 할인점 등 리테일 채널로 유통
럭셔리 브랜드(L'Oréal Luxe)	백화점, 면세점, 부티끄, 전용 이커머스 채널 등으로 유통
헤어살롱(Professional Products)	전세계 미용실로 유통
더마 브랜드(Active Cosmetics)	병원, 약국, 드럭스토어, 스파 등 전세계 헬스케어 채널로 유통

자료: 로레알, 하나금융투자

그림 11. 로레알 카테고리별 브랜드



자료: 로레알, 하나금융투자

로레알 2019년 연매출 10억유로 이상인 브랜드 9개 중 7개 M&A 통해 확보

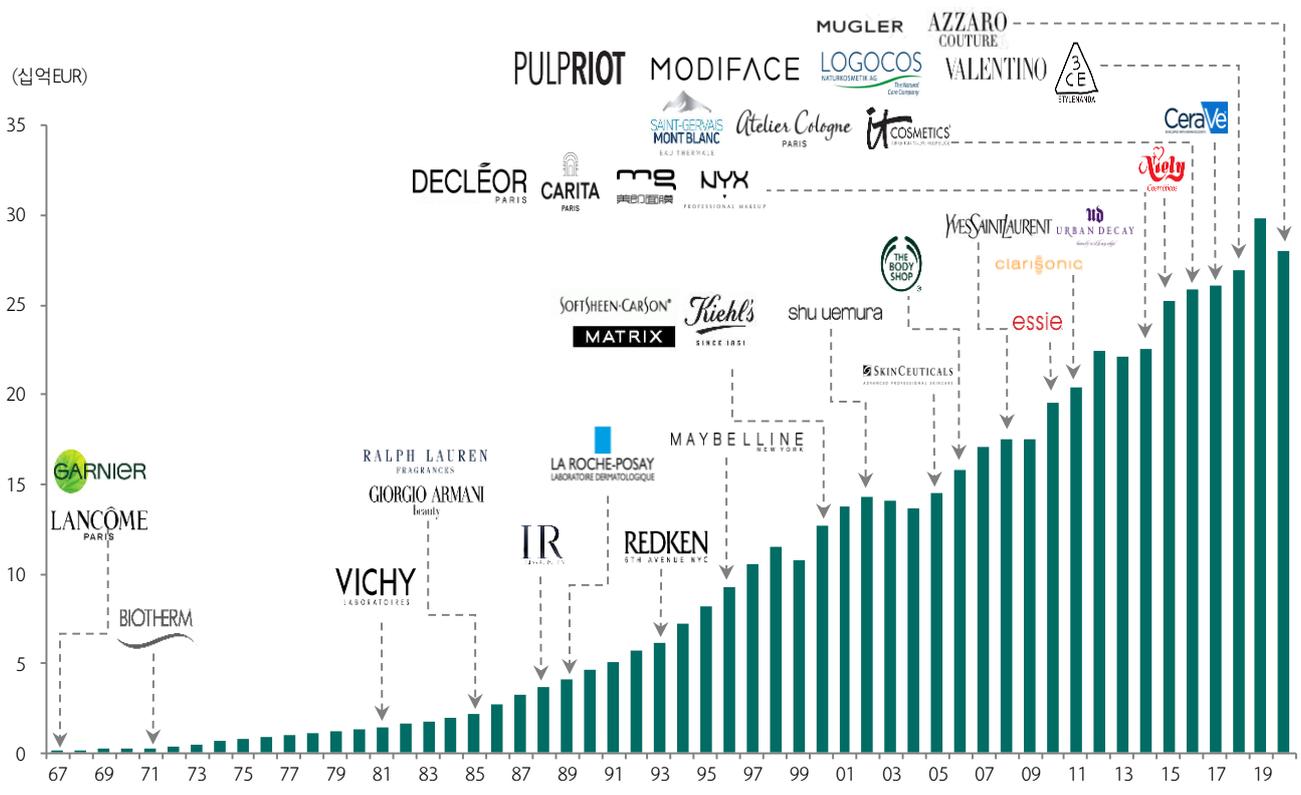
(2) 전략적 M&A로 사업규모 확대

로레알은 M&A를 통해 소비자의 다양한 니즈를 충족시키고 기존 인프라와 시너지 효과를 내면서 견조한 매출 성장을 달성해왔다. 보유하고 있는 36개 브랜드 중 자체 브랜드 3개(로레알 파리/로레알 프로페셔널/케라스타스)를 제외한 나머지는 모두 인수 혹은 라이선스 계약을 통해 확보한 것이다. 1967년 랑콤을 시작으로 60여년간 40개 넘는 브랜드를 인수하며 매스부터 럭셔리까지 다양한 포트폴리오를 구축했다. 로레알은 시장 트렌드에 부합하는 브랜드를 적시에 인수하여 글로벌 브랜드로 성장시키는 전략을 취하고 있다. 자체적으로 신규 브랜드를 개발하는 것보다 이미 검증된 브랜드를 인수하는 것이 불확실성을 줄이고, 소비 트렌드를 유연하게 따라갈 수 있어 더 효율적이라고 생각하기 때문이다. 인지도 높은 브랜드를 확보하고 광범위하게 분포되어 있는 인프라와 영업망을 결합, 매출 규모를 레벨업 시키면서 투자금을 회수하는 방식이다. 로레알은 2019년 기준 연매출 10억유로 이상인 브랜드를 9개 보유하고 있는데 이 중 7개 브랜드가 M&A를 통해 확보하고 리뉴얼, 마케팅, R&D 투자를 통해 글로벌 브랜드로 성장시킨 것이다.

성장성 높은 벤처 브랜드 인수로 로컬 시장 확대 전략

한편 최근에는 성장성이 높은 벤처 브랜드를 인수하며 로컬 시장 확대 전략을 펼치고 있다. 2014년 중국 1위 로컬 마스크팩 제조업체 '매직', 2019년 중국에서 고성장하고 있는 한국 색조 화장품 기업 '스타일난다' 를 인수, 중국 밀레니얼 세대의 높은 수요에 대응하고 중국 화장품 시장점유율을 확대하는 첨병으로 삼고 있다.

그림 12. 로레알 매출액과 주요 M&A



자료: 로레알, 하나금융투자

그림 13. 로레알 연매출 10억유로 이상인 브랜드 9개 보유



자료: 로레알, 하나금융투자

표 5. 로레알 M&A 현황

인수 시기	기업명	품목	국가	인수금액	기타
1967년	Lancôme	스킨케어, 메이크업	프랑스	-	
	Garnier	헤어케어, 헤어컬러	프랑스	-	
1971년	Biotherm	스킨케어	프랑스	-	
1980년	Vichy	스킨케어	프랑스	-	
1985년	Ralph Lauren	향수	미국	-	라이선스 계약
	Giorgio Armani beauty	스킨케어, 메이크업	이탈리아	-	라이선스 계약
1988년	Helena Rubinstein	스킨케어, 메이크업	폴란드	-	1987년 매출 1.5억달러
1989년	La Roche-Posay	스킨케어	프랑스	-	라이선스 계약
1993년	Redken	헤어케어, 헤어컬러	미국	-	
1996년	Maybelline	메이크업	미국	6.6억달러	
2000년	Softsheen Carson	헤어케어, 스킨케어	미국	-	1999년 매출 1.69억달러
	Matrix	헤어케어, 헤어컬러	미국	-	1999년 매출 3.42억달러
	Kiehl's	스킨케어	미국	1.5억달러	1999년 매출 4,000만달러
2002년	Shu Uemura	스킨케어, 메이크업	일본	-	
2005년	SkinCeuticals	스킨케어	미국	-	2004년 매출 3,500만달러
2006년	The Body Shop	바디케어	영국	6.92억달러	2005년 매출 4.2억파운드. 2017년 매각
2008년	Yves Saint Laurent Beauté	메이크업, 향수	프랑스	16.8억달러	2007년 매출 9.2억달러
2010년	Essie Cosmetics	네일	미국	-	FY2009 매출 2,800만달러
2011년	Clarisonic	뷰티기기	미국	-	FY2010 매출 1.05억달러
2012년	Urban Decay	메이크업	미국	3억달러	FY2012 매출 1.3억달러
2014년	NYX Professional	메이크업	미국	5억달러	FY2013 매출 7,200만달러
	Magic Holdings(MG)	스킨케어	중국	8.4억달러	중국 마스크팩 전문 제조업체. 2012년 매출 1.99억달러
	CARITA	스킨케어	프랑스	3.13억달러	
	DECLÉOR	바디케어	프랑스		
2015년	Niely Cosméticos	헤어케어	브라질	-	브라질 최대 헤어케어 브랜드. 2014년 매출 4억헤알
2016년	IT Cosmetics	스킨케어, 메이크업	미국	12억달러	
	Atelier Cologne	향수	프랑스	-	
	Saint-Gervais Mont Blanc	스킨케어	프랑스	-	
2017년	CeraVe	스킨케어	미국	13억달러	2016년 매출 1.68억달러
2018년	Modiface	AR 뷰티 앱	캐나다	-	
	Armani beauty	스킨케어, 메이크업	이탈리아	-	라이선스 갱신
	Stylenanda	메이크업	한국	6,000억원	2017년 매출 1,675억원
	Pulp Riot	헤어컬러	미국	-	2017년 매출 1,100만달러
	Thermes de la Roche-Posay	스킨케어	프랑스	-	라로슈포제 모기업 인수
	Logocos	스킨케어	독일	-	
	Valentino	향수	이탈리아	-	라이선스 계약
2020년	AZZARO	향수	프랑스	-	
	MUGLER	향수	프랑스	-	
2021년	Prada	메이크업	이탈리아	-	라이선스 계약

자료: 로레알, 하나금융투자

(3) 시장 변화에 대한 대응 전략

로레알 매출 성장률 시장 성장률 상회

2015년 대비 2020년 글로벌 화장품 시장 규모는 8% 증가했는데, 로레알 매출은 11% 성장, 시장 대비 3%p 높은 성장률을 보였다. 이런 차별적인 성장 배경에는 다음과 같은 세가지 요인을 꼽을 수 있다.

원인: 1. 중국 화장품 시장 고성장

첫째, 중국 화장품 시장 고성장이었다. 2020년 글로벌 화장품 시장에서 중국은 15%를 차지하고 있으며 미국에 이어 두 번째로 큰 시장이다. 소득 대비 화장품 지출 수준은 여타 주요국 대비 현저히 낮기 때문에 성장 잠재력이 여전히 큰 시장으로 평가된다. 중국 화장품 시장은 코로나19 전세계 화장품 시장이 역신장할 때도 플러스 성장을 이어갔으며, 지난 10년 동안 글로벌 시장 대비 9배 빠른 속도로 성장했다. 로레알의 중국 시장 점유율은 스킨케어 13.6%, 색조 메이크업 27.5%로 추정된다. 중국 화장품 시장의 가장 큰 특징으로 프리미엄화를 꼽을 수 있는데, 특히 중국 소비의 주축으로 평가되는 밀레니얼 세대의 럭셔리 화장품 수요가 빠르게 증가하고 있다. 2020년 중국 소비자가 가장 선호하는 화장품 브랜드는 로레알, 에스티로더로 대표되는 유럽 및 미국 브랜드가 차지했다.

로레알이 보유한 브랜드 중 대중국 인지도가 가장 높은 브랜드는 종합 화장품 브랜드 ‘로레알 파리’와 럭셔리 브랜드 ‘랑콤’이다. 중국 광군절 Tmall 화장품 Top 10 브랜드 순위를 살펴보면, 로레알 파리와 랑콤은 2019년 1위, 2위를 차지하며 브랜드력이 크게 향상되었다. 2020년에도 Top 3 안에 두 브랜드가 모두 들었다. 시장 선점 효과와 브랜드 로열티 상승으로 2021년 3분기 로레알의 아시아 매출액은 YoY 22.6% 증가하면서 10년 내 가장 높은 성장률 기록했다. 또한 2020년 아시아 지역 매출비중이 35%(YoY +2.7%p)까지 확대되며 매출 기여도가 가장 큰 시장으로 성장했다.

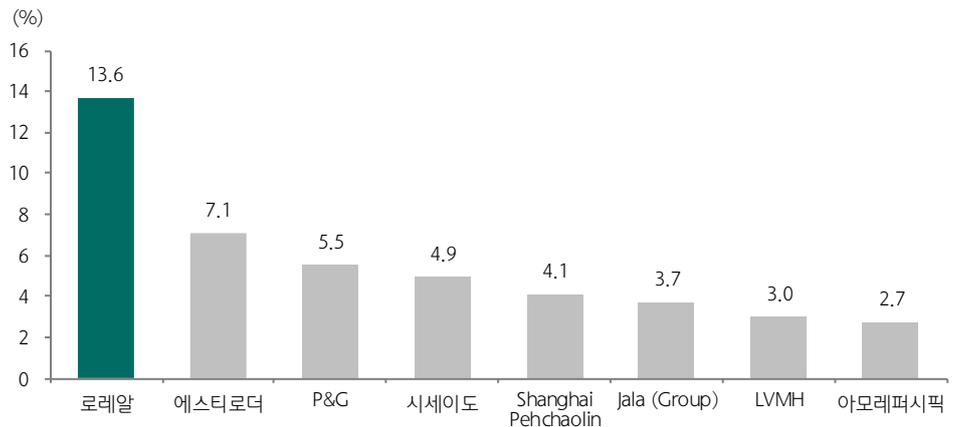
표 6 중국 광군절 Tmall 화장품 Top 10 브랜드

2017년	2018년	2019년	2020년	2021년
Pechoin	Lancôme	L'Oréal Paris	Estée Lauder	L'Oréal Paris
Lancôme	Olay	Lancôme	L'Oréal Paris	Estée Lauder
Estée Lauder	L'Oréal Paris	Estée Lauder	Lancôme	Lancôme
Chando	Estée Lauder	Olay	The History of Whoo	The History of Whoo
SK-II	SK-II	SK-II	Olay	Shiseido
Olay	Pechoin	Chando	SK-II	Winona
One Leaf	Chando	Pechoin	SULWHASOO	Olay
L'Oréal Paris	HomeFacialPro	The History of Whoo	Shiseido	SK-II
Innisfree	Winona	Perfect Diary	Winona	LA MER
Mask Family	Innisfree	Winona	LA MER	HR

주: 총거래액(GVM) 기준  
 자료: Tmall, 하나금융투자

2020년 로레알 중국 스킨케어 시장 점유율 13.6%

그림 14. 중국 화장품 스킨케어 시장 상위 업체 점유율 비교



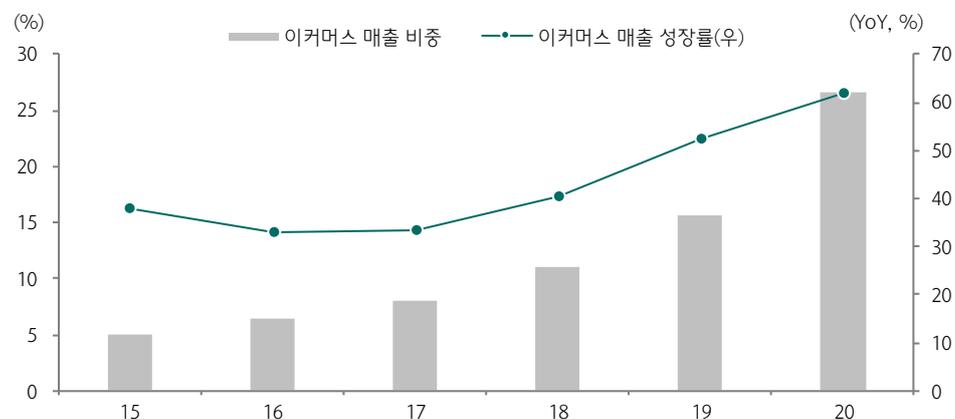
자료: 로레알, 하나금융투자

2. 독보적인 이커머스 경쟁력

둘째, 독보적인 이커머스 경쟁력이다. 로레알은 브랜드별로 온라인 사이트를 운영하거나 주요 이커머스 사이트에 입점하며 온라인 트렌드에 적극적으로 대응하고 있다. 또한 온라인 채널의 중요성을 일찌기 인식하고 유튜브나 페이스북, 인플루언서 마케팅 등 디지털 채널 투자를 지속적으로 확대해왔다. 로레알은 2019년 기준 미디어 광고 지출 중 약 절반을 디지털 채널에 사용했다. 화장품 이커머스 침투율이 가장 높은 국가는 단연 중국이며 로레알은 정품이 보증되는 채널인 Tmall 전문 브랜드숍을 운영하여 브랜드 이미지 훼손을 최소화하고 있다. 또한 이커머스 채널을 활용하여 1~2선도시 뿐만 아니라 오프라인 매장 접근성이 낮은 3~5선도시에서도 시장 점유율을 확대하고 있다. 2020년 기준 로레알의 이커머스 채널 매출은 YoY 62% 증가했고, 이미커스 성장세가 가속화되면서 매출 비중이 26.6%(YoY + 11%p)까지 상승했다. 코로나19로 오프라인 매장이 영업을 중단했지만, 그동안 쌓아놓은 이커머스 인프라가 빛을 발휘한 것이다. 2020년 중국 사업의 경우 이커머스가 60% 이상 성장, 매출 비중이 50%까지 올라가기도 하였다.

2020년 로레알 이커머스 매출 비중 27% 까지 상승

그림 15. 로레알 이커머스 매출 규모와 비중



자료: 로레알, 하나금융투자

3. 높은 럭셔리 브랜드 수요

셋째, 높은 럭셔리 브랜드 수요다. 최근 로레알 실적을 살펴보면 색조 메이크업은 부진하고 스킨케어는 고성장을 이어가고 있다. 색조 메이크업 부진은 특히 미국에서 두드러지는데 그 이유는 기존에 화려하고 필감이 느껴지는 메이크업을 선호하였던 소비자들이 자연스러운 메이크업을 선호하기 시작했기 때문이다. 2019년 로레알의 스킨케어 매출은 105억유로로 전년 대비 20% 증가하며 전체 매출 성장을 상회했지만 메이크업 매출은 79억유로로 전년 대비 3% 증가에 그쳤다. 2020년 코로나19로 사회적 거리두기, 재택근무, 마스크 착용 등으로 색조 메이크업과 기초 스킨케어 매출 성장률 격차는 더 벌어졌다. 2020~21년 카테고리별로 보면 색조 메이크업 비중이 높은 매스 브랜드는 부진한 흐름을 보이고 있지만, 스킨케어 비중이 높은 더마 브랜드는 고성장을 이어오고 있다. 또한 중국 화장품 시장 프리미엄화로 럭셔리 브랜드는 매출 규모 대비 괄목할 만한 성장을 보이며 실적을 견인하고 있다. 럭셔리와 더마 카테고리 영업이익률이 매스나 헤어케어 대비 높다는 점이 긍정적이다. 고마진 카테고리가 빠르게 성장하면서 2021년 상반기 로레알 영업이익은 YoY 27% 증가, 영업이익률은 19.7%로 역대 최고치를 기록했다.

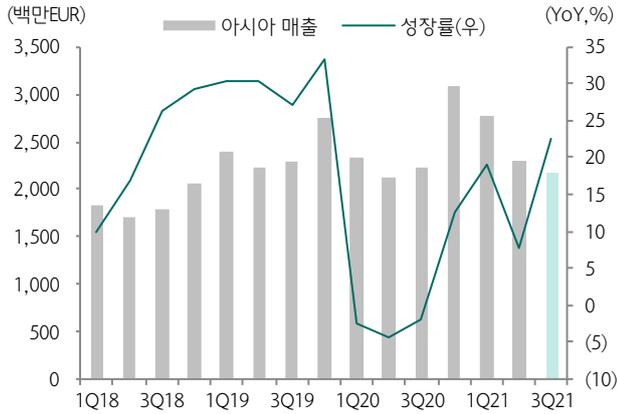
표 7. 로레알 분기 실적

(단위: 백만EUR)

	FY 3Q19	FY 4Q19	FY 1Q20	FY 2Q20	FY 3Q20	FY 4Q20	FY 1Q21	FY 2Q21	FY 3Q21
매출	7,183	7,879	7,225	5,851	7,037	7,879	7,615	7,582	7,997
Consumer Products	3,003	3,214	3,170	2,681	2,862	2,991	2,973	2,990	2,980
L'Oreal Luxe	2,752	3,118	2,464	1,918	2,576	3,222	2,770	2,703	3,120
Professional Products	821	907	751	591	862	894	848	930	946
Active Cosmetics	606	641	840	662	738	772	1,023	959	951
영업이익		2,659		2,357		2,852		2,988	
Consumer Products		1,224		1,244		1,144		1,193	
L'Oreal Luxe		1,266		892		1,384		1,302	
Professional Products		364		140		442		364	
Active Cosmetics		245		434		332		570	
지배주주순이익		1,423		1,823		1,741		2,363	
매출(YoY,%)	11.0	11.4	-4.3	-19.4	-2.0	0.0	5.4	29.6	13.6
Consumer Products	5.2	5.7	-3.5	-17.4	-4.7	-6.9	-6.2	11.5	4.1
L'Oreal Luxe	18.4	17.6	-8.0	-22.4	-6.4	3.3	12.4	40.9	21.1
Professional Products	6.1	5.8	-10.1	-32.8	4.9	-1.4	12.9	57.5	9.7
Active Cosmetics	16.3	22.5	11.8	-0.6	21.7	20.4	21.8	44.9	29.0
영업이익(YoY,%)		13.4		-18.4		7.2		26.8	
순이익(YoY,%)		-12.2		-21.7		22.3		29.7	
영업이익률(%)		17.7		18.0		19.1		19.7	
순이익률(%)		9.4		13.9		11.7		15.5	

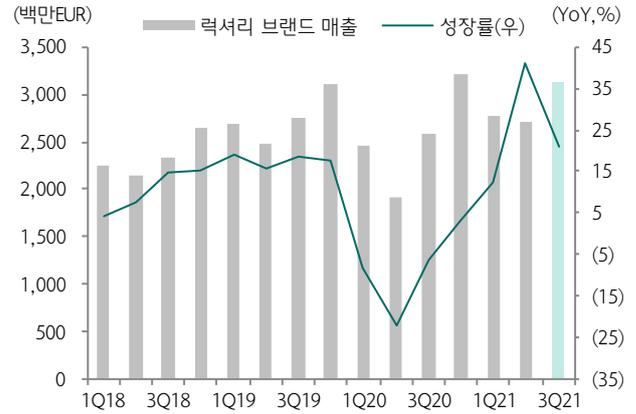
주: 영업이익, 세전이익, 지배주주순이익은 반기별 기준  
 자료: 로레알, 하나금융투자

그림 15. 로레알 아시아 지역 매출과 성장률



자료: 로레알, 하나금융투자

그림 16. 로레알 럭셔리 브랜드 매출과 성장률



자료: 로레알, 하나금융투자

표 8. 로레알 연간 실적 및 밸류에이션

(단위: 백만EUR)

	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
<b>매출</b>	26,024	26,937	29,874	27,992	31,858	34,778
매스 브랜드	12,119	12,032	12,748	11,704	-	-
럭셔리 브랜드	8,472	9,367	11,020	10,180	-	-
헤어살롱	3,350	3,263	3,442	3,097	-	-
더마 브랜드	2,083	2,276	2,664	3,011	-	-
<b>영업이익</b>	4,676	4,922	5,548	5,209	6,142	6,803
매스 브랜드	2,419	2,428	2,575	2,388	-	-
럭셔리 브랜드	1,856	2,072	2,494	2,276	-	-
헤어살롱	669	652	692	582	-	-
더마 브랜드	471	523	621	766	-	-
세전이익	5,003	5,278	5,848	5,486	-	-
<b>지배주주순이익</b>	3,581	3,895	3,750	3,563	5,243	5,243
EPS(EUR)	6.38	6.94	6.68	6.35	9.34	9.34
<b>매출(YoY)</b>	0.7%	3.5%	10.9%	-6.3%	13.8%	9.2%
매스 브랜드	1.0%	-0.7%	6.0%	-8.2%	-	-
럭셔리 브랜드	10.6%	10.6%	17.6%	-7.6%	-	-
헤어살롱	-1.5%	-2.6%	5.5%	-10.0%	-	-
더마 브랜드	11.9%	9.2%	17.1%	13.0%	-	-
영업이익(YoY)	3.0%	5.3%	12.7%	-6.1%	17.9%	10.8%
순이익(YoY)	15.3%	8.8%	-3.7%	-5.0%	47.1%	0.0%
영업이익률	18.0%	18.3%	18.6%	18.6%	19.3%	19.6%
순이익률	13.8%	14.5%	12.6%	12.7%	16.5%	15.1%

주: 실적 추정은 블룸버그 컨센서스  
 자료: 로레알, Bloomberg, 하나금융투자

## 2) 아모레퍼시픽: 기로에 선 한국 최대 화장품 브랜드

### (1) 2003년~08년: 원브랜드숍 시장의 등장, 아리따움으로 맞서다

아모레퍼시픽 한국 MS 14.5%로 1위

아모레퍼시픽은 국내 화장품 시장 점유율 1위 업체다(\*). 2021년 한국 화장품 시장 규모가 리테일 기준 33조 8천억원이라고 하면, 아모레퍼시픽 시장점유율은 11% 정도 된다. 방판과 절대적인 매출 규모도 그렇지만, 사업구조 역시 한국 화장품 산업의 축소판이다. 그래서, 아모레퍼시픽의 지난 15여년 실적과 전략 및 카테고리 변동은 한국 화장품 시장의 환경과 지위 변화를 단적으로 보여 준다. 동시에 아모레퍼시픽의 전략적 스탠스가 어떻게 변화하고 있는지를 알 수 있다.

2003년 아모레퍼시픽 가두점 직접 운영 전략으로 선회

전술한 바와 같이, 2003년 카드 사태 이후 미샤와 더페이스샵을 중심으로 원브랜드숍 업체들이 오프라인 로드숍 시장을 잠식하기 시작했다. 그동안 '화장품 나라'와 같은 가두점 중심이었던 중저가 시장에서 B2B로 제품을 공급하면서 홀세일 매출을 이어가던 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 심각한 위협을 느꼈다. 아모레퍼시픽은 가두점 직접 운영 전략으로 선회하고, 가맹점주들에게 자체적인 전문점 모델 휴플레이스(현, 아리따움)를 제시하면서 가맹점/유통 사업에 진출하게 된다.

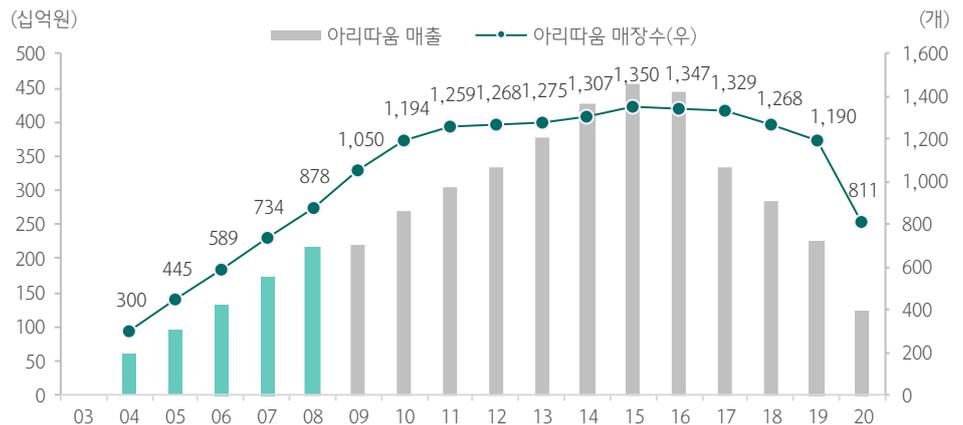
'아리따움' 프리미엄 화장품 전문점 틈새시장 공략

처음에는 가맹점주들의 아모레 위주 편중된 제품 구성에 대한 불안감을 해소하기 위해 아모레 제품 50%, 기타 브랜드 50% 조건으로 유통을 시작한다. 대신, 아모레 제품을 다른 로드숍에는 판매하지 않는 조건이었다. 아모레퍼시픽의 전략적 지원과 매출 증대로 가맹점주들의 신뢰가 높아지자, 2008년 아리따움으로 전환, 100% 아모레 제품만 유통하는 아모레퍼시픽 전문점 모델 '아리따움'을 완성하게 된다. i) 고객이 들어오고 싶고 체험하고 싶은 매장 인테리어 및 디자인 혁신, ii) 고객의 피부 고민에 대한 솔루션을 제공할 수 있는 상품 개발, iii) '뷰티파트너(판매사원)'의 역량 제고를 위한 교육 지원, iv) 가맹 방식을 통한 철저한 매장 관리, v) 100% 직배송을 통한 안전하고 신선한 화장품 제공, vi) 전국 동일한 서비스, 동일한 매장 연출, 이러한 내용들은, 럭셔리 높은 가격과 원브랜드숍의 가성비 위주 마케팅 사이 공간을 파고 든 것이다. 즉, 매스 화장품 시장에 고객이 전문적인 카운셀링과 체험을 할 수 있는 프리미엄 화장품 전문점으로 틈새시장을 공략한 것이다. 2006년 1,550억원 매출은 2015년 약 4,500억원 3배 규모로 성장한다.

(\* ) 아모레퍼시픽과 이니스프리, 에뛰드 등 그룹 화장품 계열사들 매출을 합한 수치

그림 17. 아리따움 매출과 매장 수

2015년 매출 2006년 대비 3배 성장



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

(2) 2008~10년: 시장 위축을 시장 점유율 확대 기회로

2000년대 후반 원브랜드숍/해외수입 브랜드 증가로 방판 채널 둔화

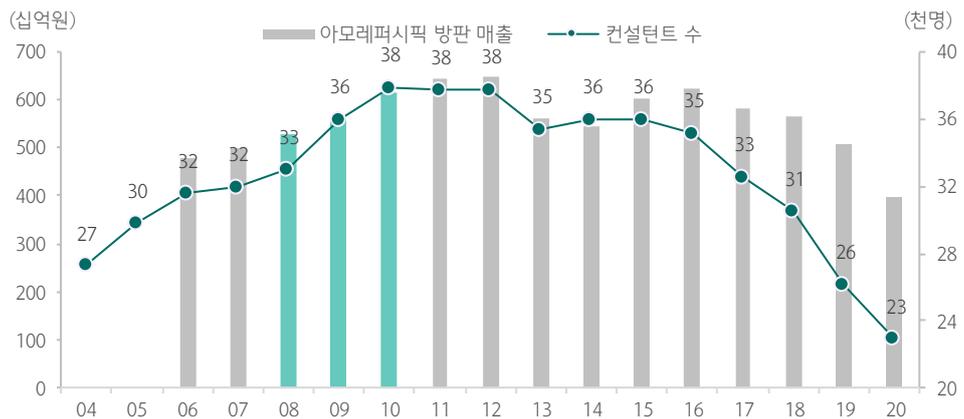
2000년대 후반, 인적판매, '방판' 채널은 원브랜드숍의 호황과 맞물려 전망이 밝지 않았다. 물론, 방판은 럭셔리 시장이었지만, 원브랜드숍의 등장으로 소비자들의 소비패턴도 변했다. 신규 브랜드들이 쏟아지면서 기존 전통 브랜드에 대한 충성도가 현격히 떨어졌고, 저렴하고 품질 좋은 다양한 신규 원브랜드숍으로 발길을 옮겼다. 국내 럭셔리 화장품에 대한 관심도 이완되었다. 소득수준이 상승하고, 해외 수입 브랜드가 증가하면서 SKII, 에스티로더, 랑콤 등 해외 브랜드가 백화점 매출 상위 10개 중 7개를 차지할 정도였다. 특히, 2010년 키엘(Kiehl's)은 YoY 60% 이상 성장하면서 돌풍을 일으켰다. 방판 채널은 당시 아모레퍼시픽 매출의 40%를 차지하는 큰 채널이었기 때문에 아모레퍼시픽 입장에서는 긴장감이 고조될 수밖에 없었다.

2008년 금융위기를 기회로 방판 사업 확대

2008년 리만사태로 인한 금융위기는 화장품 소비시장에도 위협으로 작용했다. 아모레퍼시픽은 1997년 외환위기를 떠올렸던 것 같다. 당시, 가계의 어려움을 극복하기 위해 여성들이 경제활동에 참여하는 수가 증가했다. 아모레퍼시픽은 방판 인력을 대거 확충하고, 설화수, 헤라 등 백화점에서 팔리는 고급 브랜드를 방문판매가 가능하도록 하면서 당시 하락세였던 방문판매 사업을 다시 일으켜 세웠다. 1998년 방문판매에서만 매출 1,000억원을 올린 바 있다. 2008년에도 아모레퍼시픽은 오히려 방판을 공격적으로 확대하면서 차별적인 성장세를 보였다. 2007년 32,000명 방판 인력을 2010년 38,000명까지 늘렸고, 매출 규모를 2007년 4,980억원에서 6천억원 이상까지 끌어올렸다.

2010년 방판 매출규모 6천억원 이상으로 확대

그림 18. 아모레퍼시픽 방판 매출과 컨설턴트 추이



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

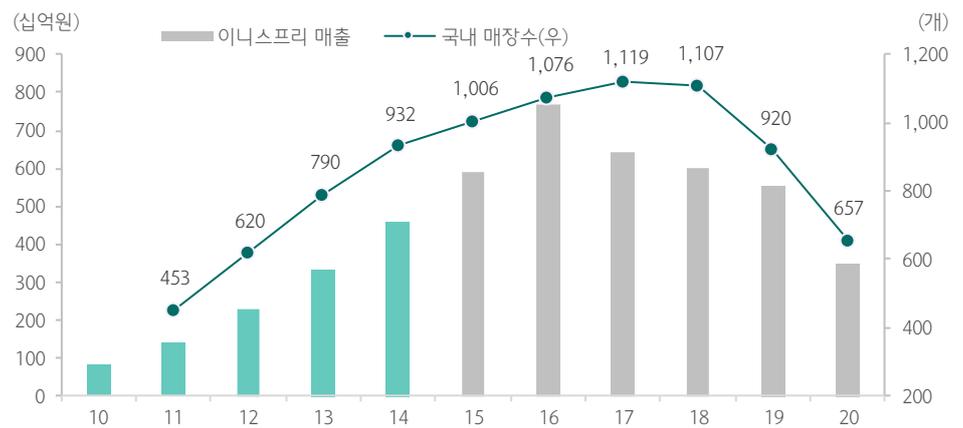
(3) 2010~14년: 원브랜드숍 공격적 전개

이니스프리로 매스 채널 공략

백화점과 방판, 면세점까지 럭셔리 채널에서 안정적인 채널 포트폴리오를 구성한 아모레퍼시픽은 매스 채널 공략을 확대한다. 이니스프리를 아모레G 계열사로 분리하고, 독립법인으로 재량권을 확대한다. 이전에는 럭셔리/프리미엄 브랜드에 밀려서 제대로 된 전략을 세우고 시행하기 어려웠다. 당시 소비시장은 경제가 저성장기로 접어들면서 원브랜드숍 시장이 한 번더 레벨업할 때였다. 신규 브랜드들이 우후죽순 생겨나면서 경쟁은 더욱 치열해지고 있었다. 이니스프리는 기존 원브랜드숍 업체들과 차별적인 마케팅 전략과 점포 확대로 2010년 분사 당시 매출규모 830억원에서 2016년 매출규모 7,680억원, 국내 원브랜드숍 매출 1위로 뛰어 오른다. 기존 원브랜드숍 브랜드들은 파격적인 가격에 초점을 두고 브랜딩에는 소홀한 경향이 있었는데, 이니스프리는 웰빙과 유기농 유행에 착안 '제주' 컨셉으로 '제주에 기원한 자연주의 브랜드'로 마케팅을 확대했다. 자연을 모티브로 한 매장 인테리어, 청정 자연 원료 사용 등 모든 마케팅에 '자연'을 넣었다.

그림 19. 이니스프리 매출과 매장 수

차별적인 마케팅으로 이니스프리  
2016년 원브랜드숍 매출 1위 등극



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

(4) 2014~16년: 중국 시장 K-뷰티를 선도하다

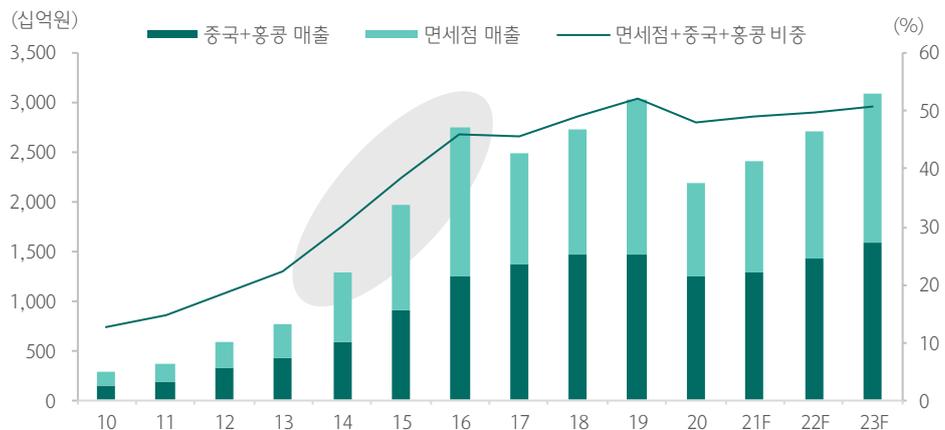
아모레퍼시픽 1993년 중국 현지법인 설립 후 상해 진출 계획 모색

아모레퍼시픽은 1993년 북경이나 상해가 아닌 변두리 심양에 현지법인을 설립했다. 장춘과 하얼빈 등 동북지방 조선족을 대상으로 안정적 실적을 이뤄나가고 있을 때, 상해 진출 계획을 세운다. 중국 핵심 시장 공략을 앞에 두고 당시 컨설팅 업체들은 반대가 많았다. 고가 시장은 로레알과 P&G 등 글로벌 브랜드가 장악하고 있고, 중저가는 로컬 브랜드 업체들이 치고 올라올 것이기 때문에 '샌드위치' 상황에 놓일 가능성이 크다는 이유였다. 가격과 브랜드 인지도 모두 어중간하다는 평가가 중론이었다. 실제로, 중국 시장은 P&G, 로레알, 메리케이, 시세이도 등 상위 10대 글로벌 브랜드 기업들이 중국 전체 시장의 약 55%를 차지하고 나머지 시장을 두고 수천 개의 중소 화장품 브랜드들이 치열하게 경쟁하고 있었다.

중국 진출 성공으로 K-뷰티 선도, 시장점유율 상승, 수익성 제고

서경배 회장은 숙고 끝에 반대를 무릅쓰고 상해 진출을 결정한다. "그래도 중국은 가야하는 시장이다."라고 뜻을 박는다. 2000년 상해법인을 설립하고 2002년 라네즈 1호점을 오픈하면서 본격적인 중국 시장 진출을 시작한다. 아모레퍼시픽은 외형 확대와 마케팅 확대를 통한 브랜드력 제고라는 일관된 정책을 견지했다. 지속적인 수익성 하락에도 아랑곳하지 않고 20년을 투자했다. 2016년까지 아모레퍼시픽은 중국 시장에서 파죽지세로 시장 점유율을 확대했다. 이니스프리는 중국 화장품 원브랜드숍의 효시, 롤모델이 되었다. 중국 시장 진출 성공으로 아모레퍼시픽은 2017년 중국과 홍콩 등 중화권 매출 1.4조원, 중국 색조 시장에서 로레알과 LVMH에 이어 점유율 3위에 오르기도 했다. 대 중국 성공적인 안착은 2014년 이후 K-뷰티 확산기 면세점 매출로 이어져, 아모레퍼시픽 면세점 매출은 2013년 3,500억원에서 2016년 1조 5천억원 규모까지 4배 이상 증가했다. 더구나, 면세점 채널은 당시 영업이익률 25%의 가장 고마진 채널이어서, 아모레퍼시픽 영업이익은 2013년 약 3,700억원에서 2016년 8,500억원으로 두배 이상 증가했다.

그림 20. 아모레퍼시픽 면세점과 중국 사업 매출 추이와 매출 비중



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

아모레퍼시픽 면세점 매출 2014년 대비 2016년 4배 이상 증가

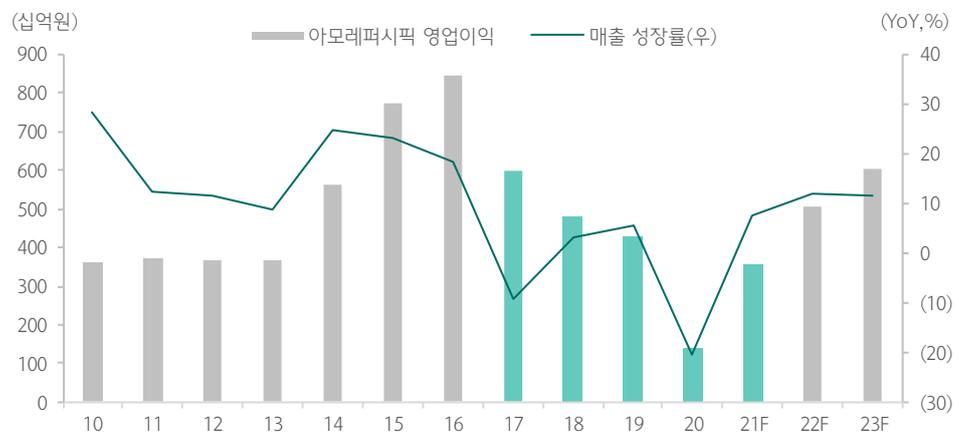
(5) 2017~21년: 부진과 원인 분석

2017년 이후 국내외 실적 부진

2017년 사드 보복조치를 기점으로 아모레퍼시픽의 국내외 실적은 부진을 거듭했다. 면세점 매출 규모는 크게 떨어져 2019년이 돼서야 겨우 2016년 1.5조원 수준을 넘을 수 있었다. 중국 법인 성장률은 낮은 한자리수로 하락했으며, 이니스프리와 아리따움 등 중저가 채널/브랜드는 역신장을 지속했다. 이에 따라 2019년 연결 영업이익은 4,280억원으로 2016년 대비 절반에 불과했다. 물론, 2020년 영업이익은 1,430억원까지 더 떨어졌지만, 코로나19 상황이었다는 점을 감안하면, 펀더멘탈 측면에서 실적이 하락한 것은 2019년 수치를 보는 게 객관적이다.

그림 21. 아모레퍼시픽 영업이익 규모와 매출 성장률

2019년 영업이익 2016년 대비 절반 불과



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

① 벤처 브랜드 시대: 중저가 비중이 컸던 아모레

온라인/벤처 시대 본격화, 중저가 매출 비중 큰 업체 입지 약화

2015년 전후 스마트폰 보급률 확대와 올리브영의 H&B채널 안착으로 온라인/벤처 시대가 본격화되면서, 기존 브랜드 업체들 가운데, 중저가 매출 비중이 큰 메이저 또는 중견 업체들의 입지는 빠르게 약화되었다. 이들 업체들은 이미 어느 정도 조직화와 규모를 이룬 회사들이다. 조직이 커질 수록 이런 보수성은 짙어질 수밖에 없다. 하루에도 몇 개씩 튀어 나오는 시장의 혁신적인 아이디어 제품들을 따라가기 어렵다. 에이블씨엔씨/토니모리/더페이스샵/클리오 등 국내 주요 원브랜드숍 업체들의 실적 부진은 어쩌면 벤처 브랜드 전성시대 당연한 귀결인지도 모른다.

2015년 아모레 국내 화장품 매출에서 프리미엄 브랜드 비중 절반

LG생활건강보다 아모레퍼시픽의 타격이 컸다. 아모레퍼시픽은 2010년대 중반까지 중저가 브랜드 중심으로 사업규모를 키웠다. 2015년 국내 화장품 매출에서 아이오페/라네즈/마몽드 등 프리미엄 브랜드 매출 비중은 35%나 되며 연결 기준으로 이니스프리, 에뛰드까지 합하면 절반 가까이 된다. 상대적으로 타격이 클 수밖에 없었다. 해외도 마찬가지다. 중국 화장품 시장에서 중저가 시장은 로컬 브랜드 업체들의 침투가 빠르게 진행되고 있다. LG생활건강의 중국 사업 화장품 매출에서 렉서리가 90%를 차지하지만, 아모레퍼시픽은 2017년 당시 고작 20%(설화수+헤라 등)에 불과했다. 이니스프리/라네즈/마몽드 매출 비중이 75%가 넘었다.

② 온라인/H&B 시대: 직접 유통의 함정에 빠지다

방판/아리따움 채널 지키기 위해  
온라인/H&B 도외시

2015년 전후 온라인화가 빠르게 전개되면서, 아모레퍼시픽은 채널 전략에 상당한 혼선을 겪게 된다. 방판이 화장품 사업부에서 차지하는 매출과 영업이익 비중은 2013년 당시 30%에 근접했다. 방판과 백화점은 프리미엄 채널로 성장해왔다. 백화점은 방판과 겹치지 않는다. 백화점이 주로 대도시와 출퇴근 여성들을 커버하는 반면, 방판은 백화점이 출점해 있지 않은 중소도시와 백화점 쇼핑이 어려운 고객을 대상으로 했기 때문이다. 하지만, 온라인은 지역적/시간적 한계가 없기 때문에 방판 수요와 상충될 수 있었다. 방판 비중이 워낙 크기 때문에, 방판 조직의 이익을 보호하지 않을 수 없었다. 그래서, 온라인에서 설화수와 헤라 등 럭셔리 브랜드를 공격적으로 판매하기 어려웠다.

아리따움도 마찬가지다. 1,350개 오프라인 매장 가맹점주들의 이익 보호가 우선돼야 했다. 그래서, 온라인 채널로 아이오페/라네즈/마몽드를 확대하기 어려웠다. 아모레퍼시픽몰을 구성했지만, 가격을 오프라인보다 더 싸게 팔 수 없었다. 온라인 쇼핑의 핵심 기준이 '가격'인데, 경쟁력이 있을 수 없었다. 홈쇼핑 채널 판매가 고작이었다. H&B채널 확대로 올리브영 매장이 1,000개를 넘어서고 있었지만, 오히려 아모레퍼시픽은 올리브영에서 브랜드를 뺐다. 아리따움 가맹점주들의 반발이 컸기 때문이다.

글로벌 브랜드 업체들이 온라인화 이후 글로벌 전역으로 판매 지역을 빠르게 확대할 수 있었던 것과는 대조적이다. 로레알이나 에스티로더는 직접 유통을 하지 않는다. 이전까지 한국에서는 직접 유통망을 갖고 판매를 한다는 것이 진입장벽을 높이는 요인으로 작용했지만, 소비채널 변화가 오히려 그 변화에 적응과 발전을 가로막는 장애 요인이 된 것이다.

최근 온라인 전환 가속,  
온라인 매출 비중 30% 이상

최근 아모레퍼시픽은 온라인 채널을 공격적으로 전개하면서 성과를 거두고 있다. 채널 전략의 무게 추를 방판과 백화점 등 오프라인에서 온라인으로 옮기고 있다. 2021년 국내 매출에서 온라인 채널은 YoY 30% 이상 고신장하며 매출 비중 30%를 넘었다. 반면, 아리따움은 아리따움라이브를 통해 멀티 브랜드숍으로 전환을 모색했지만, 늦은 감이 있었다. 1,350개에 달했던 아리따움 매장 수는 2021년 640여개까지 줄었고, 마몽드/라네즈/한울은 올리브영에 입점했다.

③ 브랜드 인큐베이팅 고집, 또하나의 순혈주의

M&A보다 인큐베이팅으로  
중저가 벤처 브랜드 대응

브랜드에 대한 투자는 i) 인큐베이팅(Incubating), ii) 빌딩(Build-up) iii) M&A로 나눌 수 있다. 글로벌 대기업들은 주로 브랜드 빌딩과 M&A를 한다. 나이트리페어(에스티 로더)나 피테라에센스(SKII)와 같은 럭셔리 시그니처 브랜드를 계속 리뉴얼하면서 브랜드 인지도를 이어가고, 유행에 민감한 중저가 브랜드에 대해서는 지속적인 M&A를 통해 카테고리를 확대해 나간다. 전술한 대조직의 한계 때문에 벤처들의 통통 튀는 신규 브랜드를 만들어내기 쉽지 않다는 것을 알고 있기 때문이다. 유망한 신규 브랜드를 빨리 찾아내어 저렴한 가격에 인수하는 것이 중요한 사업 영역인 것이다. 이렇게 인수한 브랜드를 전 세계에 깔려있는 유통망을 통해 전개하면서 브랜드를 한 단계 레벨업 시키고 높은 영업레버리지로 투자금을 회수하는 것이다. 로레알은 2000년 매출규모 127억 유로에서 2019년 299억 유로까지 2.4배 성장했는데, 그 사이 10차례 이상 큰 규모의 브랜드 인수와 매각이 있었다.

외부 투자에 대한 부정적 고정관념과  
유통망 한계도 제약

아모레퍼시픽의 경우 브랜드 인큐베이팅과 브랜드 빌딩에 브랜드 투자의 대부분을 쏟고 있다. 국내 메이저 브랜드 업체들이 M&A에 특히 인색한 이유는 다음과 같은 세 가지 이유로 분석한다.

첫째, 외부 투자에 대한 부정적 고정관념이다. 아모레퍼시픽은 한국에서 가장 막강한 화장품 연구진과 최고의 마케팅 전문가를 보유하고 있으며, 광고회사들이 항상 줄을 서는 회사다. 화장품 브랜드를 인수한다는 말은 무형자산을 사는 것이다. 공장과 설비 등 유형자산은 거의 없다. 최고의 기술력과 네트워크, 인적자원을 보유하고 있는 상황에서, 1,000억원, 2,000억원 거액을 들여서 그런 무형자산을 산다는 것은 경영진 입장에서 아까운 일일 수 있다. 자신의 조직과 역량으로 충분히 만들 수 있는 제품이라고 생각하는 것이다. 2015년 에어쿠션의 '대박'은 이런 생각을 더욱 확고하게 만들었는지도 모른다. 2015년에만 3,300만 개가 팔리면서 '1초에 1개씩 팔리는 화장품'을 만들었던 경험이 오히려 브랜드 M&A에 큰 족쇄가 되고 있는 것이다.

둘째, 그동안 성공한 사례가 드물다. LG생활건강의 터페이스샵, 아모레퍼시픽의 아낙구말 모두 이렇다 할 성과를 내지 못했다. 최근 LG생활건강의 CNP코스메틱이 더마코스메틱 트렌드와 함께 양호한 성장세를 보이고 있는 것은 위로가 된다. 피지오겔을 이미 네임밸류가 높은 브랜드로 벤처 브랜드라고 말하기 힘들다. 셋째, 유통망의 한계다. 글로벌 브랜드 업체들의 경우, 전세계 모든 화장품 유통 업체와 네트워크를 갖고 있다. 제품력만 있다면 매출 300억원 브랜드를 바로 3천억원 브랜드로 만드는 건 그렇게 어려운 일이 아니다. 아모레퍼시픽의 유통망은 한국과 중국에 한정돼 있다. 최근 미국과 유럽 시장 진출은 중장기 유통망 확대를 위한 포석이지만, 특히 유럽 시장은 잇따라 고배를 마시고 있다. 유통망이 좁다보니 성공 가능성이 좀더 확실한 브랜드를 찾는다. M&A는 좀더 조심스러울 수밖에 없다. 수동적이다보니 더욱 신규 브랜드들이 노크를 하지 않는다. 국내 대기업이 소극적인 태도로 일관하는 사이, AHC는 유니레버로, 스타일난다는 로레알로 피인수되었다. 아모레퍼시픽은 6천억원에 가까운 현금성자산을 보유하고 있지만, 여전히 브랜드 투자 전략은 마몽드, 라네즈의 세계화를 위한 마케팅과 인큐베이팅에 초점을 두고 있다.

표 9. 글로벌 화장품 업체 M&A 현황

인수기업/ 피인수기업	기업명	품목	인수일자	인수금액	연매출규모	비고
로레알	스타일난다	색조	2018년 4월	6000억원	1675억 원(2017년)	
	NIELY	헤어케어	2015년 3월	비공개	4억 헤알(2014년)	브라질 최대 헤어케어 제품
	DECLEOR	바디케어	2014년 2월			목욕 화장품
	CARITA	바디케어	2014년 2월			
	MG	기초	2014년 1월	8억4300만 달러	1억 9900만달러(2012년)	중국마스크팩 전문 제조업체 주당 6.3홍콩달러(25%프리미엄) 현금 지불
	NYX	색조	2014년 1월	5000억원	1억2000만달러(2014년)	
	어반디케이	색조	2013년	(3억~4억 달러 추정)	1억3000만 달러(FY12)	
	퍼시픽바이오 사이언스	뷰티기기	2011년 12월	비공개	1억3백만 달러(FY10)	가정용뷰티케어 브랜드 클라리소닉 보유
	ESSIE	네일	2010년 4월	비공개	2800만 달러(FY09)	
	입생로랑	색조	2008년	18억 달러	9억 달러(2007년)	
에스티로더	바디샵	바디/기초	2006년 3월	11억 4000만달러	4.2억 유로(2005년)	주당 300펜스(12% 프리미엄) 현금 지불 2017년 6월 Natura에 11억 달러 규모 매각 2021년 2월 지분 47% 추가인수 (지분율29%→76%)
	DECIEM	기초	2017년 6월	10억 달러	4억7000만달러(2020년)	
	Too Faced	색조	2016년 12월	14억 500만 달러	2억7000만 달러(2016년)	
	해브앤비	기초	2015년 10월	비공개	4,898억원(해브앤비, 2018년)	2019년 지분 전량 인수
	FrédéricMalle	향수/라이프스타일	2015년 1월			계열 편입
	GLAMGLOW	색조	2014년 12월	비공개		
LVMH (Cosmetics)	Le Labo	향수/라이프스타일	2014년 10월	비공개		
	SMASHBOX	색조	2010년 5월	비공개 (2억~3억 달러 추정)		
	클리오	색조	2016년 7월	5000만 달러		6.2% 지분 투자 → 2017년 4월 7.5%로 확대, 2018년 투자 철수
LC생활건강	LuxolaPte Ltd	서비스	2015년 7월			화장품이커머스스타트업
	Bite Beauty	색조	2014년 1월			립스틱 전문 브랜드
	피지오겔 아시아 북미 사업권	기초	2020년 5월	1,900억원	1000억원(2019년)	
	AVON Japan	기초/색조	2018년 4월	1050억원	1000억원(2017년)	긴자스테파니 통해 지분 100% 인수
	태극제약	의약	2017년 11월	446억원	600억원(2016년)	피부외용제 전문기업 토니모리 보유 RCPS 포함 80% 지분인수
	제니스	색조	2015년 7월	100억원	179억원(2014년)	70% 지분인수
	케이앤아이	생활용품	2015년 1월	120억원		실크테라피 국내 판권 보유 유통업체 2014년 지분 40% 투자 후 60%까지 확대해 자회사 편입
	CNP코스메틱		2014년 12월	542억원	524억원(2017년)	
	R&Y코퍼레이션	건기식	2014년 3월	472억원	388억원(2013년)	긴자스테파니 통해 지분 100% 인수
	프루츠패션	바디케어	2013년 7월	174억원		
	에버라이프	건기식	2013년 1월	3039억원	3083억원(FY11)	일본 로컬 이너뷰티 통신판매 3위 업체 인수 이후 매출 부진, FY17 매출액 852억원
	긴자스테파니	기초	2012년 2월	1757억원	825억원(2011년)	
	바이올렛드림	색조	2012년 1월	550억원		구보브
	더페이스샵	기초/색조	2010년 1월	4667억원	2571억원(2010년)	
아모레퍼시픽	코스알엑스	기초	2021년 10월	1,800억원	800억원	지분 38.4% 인수, 잔여지분 콜옵션 행사 가능
	Rationale Group	기초	2020년 5월	500억원		지분 49% 인수
	아닉구말	향수/라이프스타일	2011년 8월		196억원(2012년)	국내기업 최초 해외 뷰티 브랜드 인수

자료: 언론, 하나금융투자

④ 공격보다 수비에 가까워진 경영 전략

아모레퍼시픽은 전통적으로 새로운 유통망을 선점해서 시장 점유율을 높인 사례가 많다. 창업 초기부터 소비자들이 어떤 유통망을 선호하는지 소비패턴 변화에 관심을 기울였다. 아모레퍼시픽이 처음 시작한 화장품 방판사업은 1964년 6·25 전쟁 이후 생계를 책임져야 하는 미망인 판매원을 고용하면서부터다. 1980년 특약점과 영업소만 660여곳, 판매원은 1만 6570명에 달했다. 1985년 당시 국내 전체 화장품 매출의 85% 이상이 방문판매를 통해 이뤄졌다는 점을 생각하면, 그야말로 시대를 선도한 것이다.

이전까지 방판/시판/중국 사업  
공격적 채널 전략 유효

경제성장과 함께 화장품 로드숍, 시판 시장이 성장하자 아모레퍼시픽은 1991년 11월 방문 판매를 하지 않고 유통점으로만 판매하는 최초의 브랜드 마몽드를 출시했다. 배우 이영애를 모델로 '산소 같은 여자' 를 광고 문구로 내세워 20대 여성을 겨냥, 대성공했다. 1994년 국내 화장품 브랜드 최초로 매출 1,000억 원을 돌파했다.

서경배 회장의 중국 시장 진출 결정은 한국 화장품 산업에서 가장 중대한 의사결정 가운데 하나로 평가할 수 있다. 당시를 회상하는 임원들은 서경배 회장의 신념에 가득 찬 눈빛을 잊을 수 없다고 한다. 20년 이상 중국 시장 고난과 역경을 버티게 해준 것은 리더에 대한 강한 신뢰라고 말한다. 아모레퍼시픽의 중국 시장 성공은 우연히 한류만으로 된 것이 아니다.

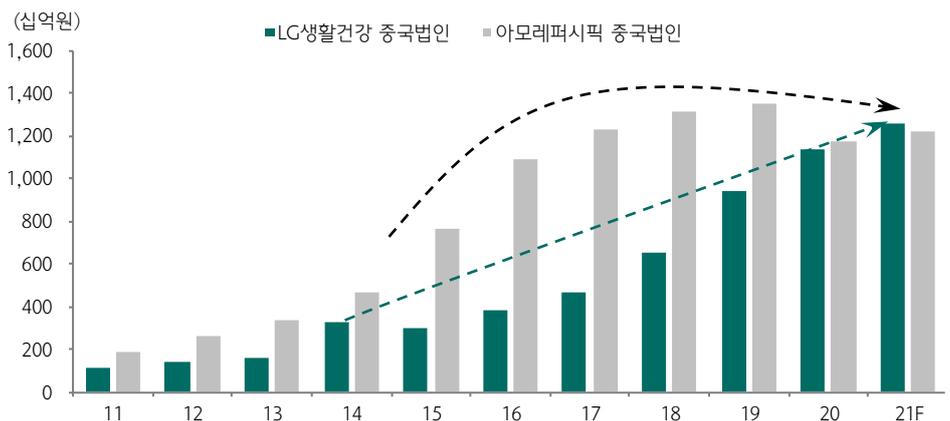
언제부터인지, 아모레퍼시픽의 경영 전략은 공격보다 수비에 치중하는 느낌이다. 2013년 이후 온라인 채널 침투에 대한 경영진의 전략은 철저한 '수성(守城)', '지키기'뿐이었다. 방판 채널을 지키기 위해 온라인을 포기했고, 아리따움의 '정체성'을 지키기 위해 멀티브랜드숍으로 전환을 지체하다가 H&B시장을 놓쳤다.

2017년 사드 보복조치 당시  
설화수 희소가치만 추구하다  
부진

2017년 사드보복 조치 당시 아모레퍼시픽의 설화수는 희소가치만을 추구하면서 면세점 판매 제한을 고집하다가 대 중국 브랜드 인지도 저하와 실적 부진을 이어오고 있다. LG생활건강이 화곡동 파이공 시장까지 찾아다니며 대 중국 영업을 확대한 것과 대조를 이룬다. 2016년까지 아모레퍼시픽은 럭셔리와 중국 법인 매출 규모에서 LG생활건강을 월등히 앞서 있었지만, 사드 보복조치 이후 양상은 완전히 역전됐다. 2020년 설화수 매출은 후의 1/2 수준에 그쳤다. 중국 법인 매출은 YoY 13% 감소했다. 같은 해 LG생활건강 중국 법인 매출은 코로나19 국면에도 불구하고 YoY 20% 성장했으며, 2021년에는 처음으로 아모레퍼시픽 중국 법인 매출 규모를 뛰어 넘을 것으로 보인다.

그림 22. 아모레퍼시픽과 LG생활건강 중국 법인 매출 비교

사드 보복조치 후 AP/LG 중국법인  
매출증가율 역전



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

④ 다시 한번 시험의 무대에 선 아모레퍼시픽

코로나19로 유통망 급변,  
H&B/온라인/면세 확대 전략 전환

코로나19 사태로 면세점과 온오프라인 유통망이 급변하고 있다. 변화는 위기이자 기회이기도 하다. 2019년부터 아모레퍼시픽도 크게 변하고 있다. 직접 유통의 미련, 즉, 아리따움과 자사몰 우선주의를 버리고 올리브영과 네이버 쇼핑, 오픈마켓은 물론 쿠팡까지 적극적인 브랜드 입점 전략을 펼치고 있다. 역직구를 확대하면서 면세점 채널에서 약점을 보완하고 있다. 아리따움 부진은 올리브영 등 H&B 채널 진입을 더 자유롭게 해주고 있기도 하다. 2021년에는 국내 사업에서 면세점과 디지털 채널 매출 비중이 80%를 넘어서고, 전체 매출에서 설화수 매출 비중이 47%까지 상승하면서 채널 및 상품 믹스 개선 작업이 성공적으로 마무리되고 있음을 보이고 있다. 2021년 별도 기준 국내 사업만 보면, 매출과 영업이익이 각각 10%, 100% 이상 증가하는 실적 모멘텀이 기대된다. 단순 거저효과가 아니라, 브랜드 및 채널 구조 변화를 동반하고 있다는 측면에서 긍정적이다.

원차이나/중국 브랜드믹스 개선 전략

중국 사업도 새로운 모양새를 만들고 있다. 2021년 12월 아모레퍼시픽의 애널리스트 데이는 크게 두가지로 요약된다. 원차이나 전략과 중국 사업 브랜드 믹스 개선 전략이다. 원차이나 전략은, 그동안 중국 법인, 글로벌 역직구, 면세점 판매가 실질적으로 모두 중국 수요인데도 불구하고 각각 다른 법인이 운영하고 있었던 것을 통합 관리한다는 것이다. 매출 증대보다는 브랜드 관리 측면이 강한 듯 하다. 중국 법인은 자음생, 면세는 윤조 등 에센셜 라인, 글로벌 이커머스는 미출시 상품 테스트 채널로 활용한다는 전략이다. 가장 핵심 제품 라인은 자음생이다. 이번 광군제에서도 자음생만 가장 비싼 왕홍을 통해 마케팅한 바 있다. 아모레퍼시픽은 항상 면세점 채널에 대해서 보수적인 전략을 가져왔다. 가격 교란으로 브랜드 인지도를 훼손시키지 않을까에 대한 부담이다. LG생활건강의 능동적인 면세점 채널 전략에 비해 상대적으로 소극적이었던 아모레퍼시픽의 스탠스가 늘 아쉬웠다는 점을 감안하면 긍정적으로 평가하기는 쉽지 않다.

브랜드 믹스 전략:

- 1. 설화수 매출 비중 상승
- 2. 설화수 내 자음생 비중 상승

하지만, 중국 사업의 브랜드 믹스 개선 전략은 이미 성과를 내고 있고, 명확한 숫자로 2022년 가이던스를 제시했다는 측면에서 긍정적이다. 핵심은 두가지다. 첫째, 설화수 매출 비중의 상승이다. 한때 50%까지 상승했던 이니스프리 매출 비중이 빠르게 하락하고 있다. 2021년 이니스프리 매출은 YoY 30% 이상 감소, 중국 사업 매출 비중은 23%까지 하락할 것으로 보이는 반면, 설화수 매출은 40% 이상 증가, 중국 사업 매출 비중 37%까지 상승할 것으로 추산한다. 회사측에서는 2022년에는 40%까지 상승을 목표로 하고 있다.

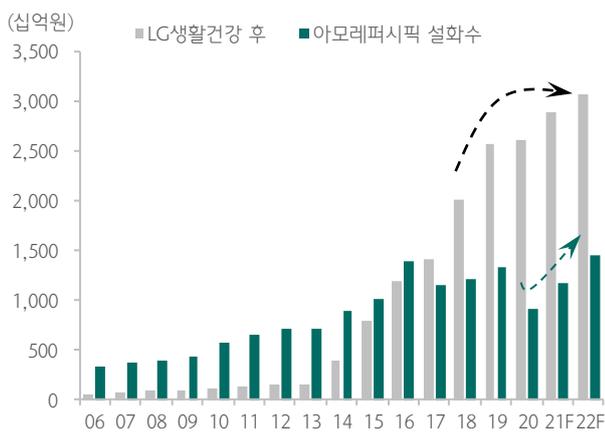
둘째, 설화수 내 자음생 비중 상승이다. 윤조 라인은 어정쩡한 가격대로 럭셔리 브랜드라고 말하기 어려운 측면이 있었다. 자음생 라인은 세트 가격 250달러로 LG생활건강 후의 천기단 라인과 유사하다. 자음생 라인의 선전과 비중 상승은 비로소 설화수가 럭셔리 브랜드로 한층 진입장벽을 높이고 제대로 인정받고 있다는 것을 의미한다. 럭셔리의 인지도를 체크하는 척도 중 하나가 '가격에 대한 소비의 비탄력성'이다. 가격이 올라도 소비가 줄지 않고 유지돼야 하는 것이다. 윤조에서 자음생으로 가격 스위트 성공은 이를 단적으로 보여준다. 회사측은 설화수 내 자음생 매출 비중이 2021년 20% 후반에서 2022년 40%까지 상승하는 것을 목표로 하고 있다. 한편, 아모레퍼시픽은 2022년 중국 법인 매출 YoY 10% 이상 성장을 목표로 하고 있고, 온라인 매출 비중은 60%까지 상승할 것으로 예상하고 있다.

이런 브랜드 및 채널 전략이 신뢰가는 이유는 2021년 광군제에서 중국 틱톡에서 차별적인 성과와 네이버 브랜드 스토어의 약진이다. 회사의 채널 전략에 능동적 변화를 느끼게 하는 부분이다. 최근 중국 설화수 매출이 가파른 성장세를 보이고 있다. 중국 화장품 소비와 글로벌 럭셔리 브랜드 매출이 둔화되고 있는 상황임을 감안하면 고무적인 현상이다. 지금과 같은 실적 추세를 이어갈 경우, 2022년 2분기부터 중국 전체 매출이 YoY(+)로 전환하면서 본격적인 실적 턴어라운드 구간으로 접어들 수 있다. 이니스프리 불확실성이 크게 완화되고, 국내외 채널 및 브랜드 믹스 전략에 대한 신뢰와 가시성이 높아지면서 투자 심리도 상당히 개선될 것으로 예상된다.

**글로벌 브랜드 업체로의 도약 위해 선진 시장 개척 필요성**

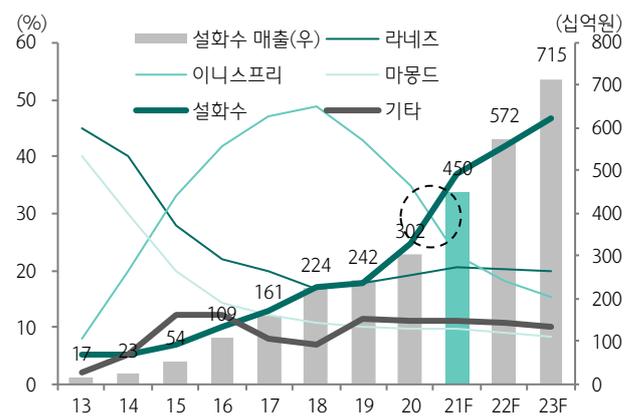
중장기적으로 경영진의 글로벌 화장품 브랜드 업체로 도약 의지가 언제보다 중요한 시점이다. 동아시아의 브랜드에서 글로벌 브랜드로 한단계 레벨업하기 위한 변화가 절실한 상황이다. 심양에서 안전한 수익을 과감히 벗어 던지고 더 큰 중국 시장, 상해로 출사표를 던질 때의 벤처 정신이 필요한 때다. 중국에서 설화수의 지속 성장을 위해서라도 미국과 유럽 시장 개척은 꼭 필요하다. 개척은 '브랜드'와 '채널 확보' 두 개의 영역에서 모두 이뤄져야 한다. 미국과 유럽 가운데 최소 한군데라도 설화수의 브랜드 인지도 정립이 필요하다. 라네즈와 이니스프리 등 기존 브랜드에 한정하지 말고 다양한 중저가 신규 브랜드를 손에 들고 온오프라인 채널을 공략할 필요가 있다. 갖고 있는 브랜드가 다양해야 더 많은 채널을 만날 수 있지 않을까? K-뷰티를 한국 화장품 시장 1위 업체 아모레퍼시픽이 대표하지 못한다는 것이 무엇을 의미하는 지 되새겨볼 때다.

그림 23. 후와 설화수 연간 매출 추이와 전망



자료: LG생활건강, 아모레퍼시픽, 하나금융투자

그림 24. 아모레퍼시픽 중국 사업 브랜드 비중 변화 추이와 전망



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

## 4. ODM 시장: 쇼는 아직 끝나지 않았다

### 1) 중국 상해 화장품 박람회의 기억

2016년 중국 상해 화장품 박람회  
색조 확대에 의한 ODM 수혜 특징

2016년 중국 상해 화장품 박람회를 갔었다. 당시 박람회에서 가장 눈에 띈 것은 색조 확대였다. 코스맥스의 경우 부스 3/4을 색조로 채웠을 정도다. 립스틱과 파운데이션 등 색조는 기초보다 더 전파가 빠르다. 눈에 금방 들어오기 때문이다. i) 화장품 주 소비층이 30~40대에서 20~30대로 내려가면서, ii) 상대적으로 가격대와 구매 결정이 소프트하고, iii) 드라마나 예능 프로그램 속 한국 연예인들의 화장법을 따라하려는 수요가 더욱 증가했기 때문이다. 이러한 색조 시장 확대는 ODM 업체들에게는 긍정적 현상이었다. 대체로 브랜드 업체들의 경우 기초는 가격대가 높고 고마진의 핵심 기술력을 집적한 대표성이 강한 제품들이 많기 때문에 생산을 내재화 하는 경우가 많다. 하지만, 색조는 생산 원가가 상대적으로 높고, 트렌디하기 때문에 많은 부분 아웃소싱 한다. 그래서, 화장품 ODM은 유럽과 미국 대부분 지역에서 색조 중심으로 발전해왔고, 대표적인 회사가 이태리의 인터코스다. 최근 2015년 이후 중국에서 히트치고 있는 키슬란, 퍼펙트다이어리, 화씨즈 같은 브랜드들이 모두 색조 기반 업체들이고, 코스맥스는 이들 고객사 물량을 대거 납품하면서 사업 규모를 키워왔다.

그런데, 이런 산업적인 요소 말고, 그냥 재밌었던 기억이 세 가지 있는데, 첫째는 박람회 규모가 엄청 컸다는 점이다. 브랜드는 미주/유럽/일본/로컬 등 지역마다 구분돼 있었고, 원료와 용기, ODM 업체들까지 홀이 따로 있었다. 1시간에 1개 홀을 보기도 벅찬데 이런 홀이 수십개 있었다. 규모가 너무 커서 숨이 막혔던 기억이 있다. 하루에 다 관람하는 게 불가능했다. 최소한 3~4일이 꼬박 돌아야 대충이라도 볼 수 있는 사이즈였다. 당시 중국 화장품 시장이 글로벌 화장품 산업 성장을 견인했기 때문에 관심이 집중됐다. 중국 화장품 시장의 메카가 상해였기 때문에, 전세계 화장품 기업이 상해로 밀려 들었고, 상해 화장품 박람회는 전세계에서 가장 큰 화장품 박람회가 됐다.

한국 화장품 미투 브랜드 우후죽순

둘째, 한국 화장품에 대한 카피 전쟁이었다. 한국관이라는 섹션이 따로 있길래 가봤더니, 한국 화장품 브랜드를 모아 놓은 것이 아니라, 한국 화장품 유형을 본뜬 중국 미투 브랜드들의 집합이었다. 한복까지 입고 한글로 광고카피를 만든 한국 유사 브랜드의 이름은 수려한이 아니라 '수여한'이었고, '네이처 리턴(Nature Return)', '쿠웨이(Cooway)'도 보였다. 인터코스의 기초 제품은 제주 청정수를 마케팅 포인트로 내걸었고, 한글문구 자체를 브랜드 로고로 쓰고 있는 회사도 보였다. 이니스프리를 상징하는 자연주의와 파란 앞사귀는 어디서든 눈에 밟혔다.

그림 4. 중국의 한국 화장품 미투 브랜드-수여한



자료: 티몰, 하나금융투자

그림 18. 중국의 한국 화장품 미투 브랜드-네이처리턴



자료: 네이처리턴, 하나금융투자

코스맥스 중국 화장품 시장 위상 고

셋째, 코스맥스의 위상이었다. 박람회장 입구에 상해 화장품 시장을 빛낸 인물 4명의 사진이 가로세로 5미터는 족히 넘을 것 같은 크기로 인쇄되어 공중에 떠 있었는데, 그중에 한명이 코스맥스 상해 법인 '최경' 총경리였다. 잠실 체육관 콘서트 장에 걸린 빅뱅 사진보다 컸을 거다. 상해 화장품 시장 초기 형성기부터 성장을 함께하면서 기술을 소개하고, 수많은 로컬 브랜드를 키워낸 공로로 상도 많이 받았다. 당시 까다로운 위생허가도 코스맥스를 거치면 소요시간이 1/5로 줄었다. 평균 6개월 이상 걸리는 위생허가를 코스맥스는 한달도 안돼 받아 내곤 했다. 그 당시 중국 상해 법인 매출은 연간 1,800억원 정도였는데, 지금(2021년)은 그 2배가 훨씬 넘는 4,700억원 규모에 이르고 여전히 연간 두자릿수 이상 고신장하고 있다.

코스맥스 중국법인 로컬 브랜드향 ODM으로 방향 선회

코스맥스가 중국 시장에서 이렇게 자리잡게 된 데에는 이경수 회장과 최경 총경리(현재 부회장)의 선견지명이 있었다. 2003년 중국 진출을 계획할 당시 원래 아이디어는 생산기지 건설이었다. 이미 인터코스와 일본콜마가 중국에서 낮은 인건비를 기반으로 글로벌 업체들에게 높은 가격 경쟁력을 보이고 있었기 때문이다. 이경수 회장은 사전 조사를 위해 최경 총경리를 파견했다. 2년의 조사를 마치고 이경수 회장과 독대한 최경 총경리는 가파르게 성장하고 있는 중국 소비시장 성장을 강조하면서, 중국 로컬 브랜드 업체향 ODM 사업을 제안한다. 중국을 생산시장이 아닌 소비시장으로 접근한 것이다.

이경수 회장은 숙고 끝에 방향을 튼다. 최경 총경리의 판단을 전적으로 신뢰하고 위임한다. 2년여 시행착오에도 불구하고 지원을 지속한다. 2010년 260억원에 불과하던 중국 법인 매출은 상해와 광저우를 합해 연 매출 6천억원 규모가 됐으며, 국내 매출의 70% 수준까지 따라왔다. 영업이익률은 중국 법인이 더 높아서, 이제 중국이 전사 차원 '돈줄'이 되고 있다. 코스맥스를 글로벌 시장점유율 1위로 끌어올린 결정적 역할을 하였다. 아울러, 현재 활발한 중국 화장품 ODM 시장 한국 업체들 진출의 초석을 놓았다고 평가할 수 있다. 중국 화장품 시장 훌륭한 인재가 훌륭한 리더를 만났을 때 어떤 시너지가 발생하는지 보여주는 좋은 예다.

## 2) OEM/ODM/OBM의 차이

**OEM-처방전 권리 브랜드 업체 소유  
ODM-처방전 권리 생산자 소유**

소비 밸류체인의 시작점은 OEM/ODM 생산 업체다. 먼저 OEM과 ODM의 차이를 먼저 알아야 하는데, OEM(Original Equipment Manufacturing)은 주문자 상표 제품 생산 방식으로 제품의 처방전과 디자인 등 모든 권리는 브랜드 업체가 가지고, OEM 생산 업체는 단순 생산만 담당한다. 반면에 ODM(Original Development Manufacturing)은 제조업자 개발 생산 방식으로 제품의 설계부터 개발, 생산 등에 이르기까지의 전 과정을 제조사가 맡는다. 상품에는 주문자의 상표가 붙지만 처방전과 디자인 권리를 모두 생산자가 갖는다. 두 생산 방식의 가장 큰 차이는 처방전 권리를 누가 갖는가이다. OEM은 브랜드 업체가 처방전 권리를 갖기 때문에 언제든지 생산자를 교체할 수 있다.

**ODM 개발 역량 뒷받침 필요,  
실적 안정성 높음**

하지만 ODM은 처방전 권리를 생산 업체가 갖기 때문에 브랜드 업체가 원해도 동일 제품을 다른 생산 업체로 넘기기 어렵다. 그래서 실적의 안정성이 높다. 당연히 ODM 방식이 마진도 더 높다. 일반적으로 화장품 산업에서 OEM 방식은 대형 브랜드 업체들의 검증된 제품인 경우가 많다. 생산 업체는 기술력은 있지만 아직 네임밸류가 낮은 경우 대형 브랜드의 OEM 생산을 통해 평판을 쌓기도 한다. 예를 들어 아모레퍼시픽의 제품을 생산한다는 사실 하나만으로도 영업에 도움이 되기 때문에 아모레퍼시픽 향 OEM 제품에 대한 납품 단가는 상당히 낮을 수밖에 없다. 반면에 ODM은 생산 업체의 개발 역량이 뒷받침돼야 가능한 방식이기 때문에 코스맥스나 한국콜마 등 규모가 큰 업체들이 주로 전개한다.

**ODM 업체 화장품 시장 진입장벽  
축소에 기여**

브랜드 업체는 개발 부담을 덜고 마케팅에 집중할 수 있기 때문에 화장품 시장 진입장벽을 낮추는 데 크게 기여했다. 2003년 이후 국내 화장품 시장에서 원브랜드숍이 크게 확대되면서 동반 성장하게 되었다. 벤처 브랜드나 유통 업체의 PB 브랜드, 또는 패션/제약회사 등 이종 산업에서 화장품 시장에 진출할 때 ODM 업체는 중요한 파트너이기 때문에 최근 원브랜드 업체들이 쇠퇴하는 가운데서도 ODM 업체들은 견조한 성장세를 이어가고 있다. 한국의 원브랜드숍 업체들을 비롯하여 클리오나 스타일난다 등 중저가 브랜드 업체들은 거의 생산 시설 없이 ODM 방식으로 제품을 공급하고 있다.

**OEM-생산/브랜드 빌딩/마케팅/재고  
생산업체 일임**

한 단계 더 나아가 최근에는 OBM(Original Brand Manufacturing)방식이 부각되고 있다. 온라인 유통 시장 확대와 함께 화장품/패션 시장 진입장벽이 더욱 낮아지고 있는데, 생산 업체가 브랜드 빌딩과 마케팅, 재고까지 책임짐으로써 돈과 의지만 있으면 누구나 시장에 진출할 수 있도록 서비스가 확대되었다. ODM 업체들 입장에서는 추가 마진을 확보하면서 사업 권역이 넓어진 것이다. 문제는 마케팅과 재고까지 다 책임지다 보니 경기가 안 좋을 때는 OEM이나 ODM 방식보다 실적 부담이 더 커질 수 있다는 점이다. 2020년 4분기 코스맥스 미국 법인의 '하드캐디' OBM 사업 철수 결정으로 판매 재고를 일시에 상각한 바 있다.

### 3) 시가총액은 브랜드보다 작지만 더 높은 네임밸류

OEM/ODM 핵심 경쟁력:  
기술력과 원가경쟁력

OEM/ODM 업체들의 핵심 경쟁력은 높은 기술력과 원가경쟁력이다. 브랜드 업체들이 원하는 제품을 되도록 값싸게 공급할 수 있는 능력이 핵심이다. 업종에 따라 기술력과 원가경쟁력의 비중은 좀 달라진다. 예를 들어 패션/의류의 경우 디자인 이외에 특별한 경쟁력을 확보하는 것이 어렵기 때문에 제품을 얼마만큼 싸게 생산할 수 있는가가 경쟁력이다. 대체로 ODM보다 OEM이 많다. 핵심 가치라고 할수 있는 디자인은 브랜드 업체가 담당하고, OEM 업체는 원단 소싱과 생산을 담당한다. 2012년 에이블씨엔씨가 SK II 의 피테라 에센스 미투 제품인 레볼루션 에센스를 만들어서 크게 히트를 쳤다. 성능은 차치하고 발효 화장품 특유의 향이 매우 비슷했다. 에이블씨엔씨는 에스티 로더의 나이트리퍼어까지 잇따라 출시하면서 피치를 올렸다. 하지만 인기는 오래가지 않았다. 화장품의 내용물은 다양한 원료를 처방전에 따라 배합한 것이기 때문에 원료의 구성과 비율이 눈에 보이지 않는다. 그래서 미투 제품을 만들 수는 있어도 카피는 불가능하다.

의류와 달리 화장품 처방전 카피  
어려움

하지만 의류의 원단은 일정하게 정해져 있다. OEM 업체들이 하는 작업은 원단을 디자인 그대로 재단/봉제/포장하는 일이 대부분이다. 한세실업 베트남 공장을 가 보면 수백 명의 재단사와 재봉틀 수백 대가 한 건물 안에서 동일한 작업을 하는 것을 볼 수 있다. 2014~15년 영원무역과 한세실업의 실적 모멘텀은 원가의 중요성을 잘 설명해 준다. 중국이 높은 임금 상승과 임차료 부담 등으로 글로벌 생산 지역으로서 의미가 빠르게 퇴색되고 있었기 때문에 방글라데시와 베트남 등지에 이미 생산시설을 확보해 놓은 두 업체에 글로벌 의류/스포츠웨어 브랜드 업체들의 수주가 몰려들었다.

물론 이러한 가격 경쟁력은 시장 원리에 의해 시간이 지날수록 낮아질 수밖에 없다. 경쟁 업체가 Capa를 확대하고 해당 지역에 인플레이션이 발생하면 경쟁력이 떨어지고 성장도 둔화될 수밖에 없다. 이러한 의류 OEM 업체들의 전략은 같은 시기에 코스맥스와 한국콜

마 등 화장품 ODM 업체들이 중국 소비시장 확대를 염두에 두고 중국 현지 생산기지를 오히려 확대한 사실과 대조를 이룬다.

코스맥스/한국콜마 등 ODM 업체  
화장품 시장 안정적 수혜

화장품 업종은 ODM 방식이 많다. 코스맥스와 한국콜마가 대표적인 경우다. 이들은 높은 막대한 R&D 투자와 설비, 기술력으로 높은 진입 장벽을 세우고, 중저가 매스 시장의 다양한 트렌드 변화에 맞춰 수많은 히트 상품을 내놓으면서 국내 1, 2위는 물론 글로벌 화장품 ODM 시장에서도 1, 2위를 차지하고 있다. 처방전을 브랜드 업체가 아닌 ODM 업체가 갖기 때문에 한 번 사업 파트너가 되면 사업 지속성이 대단히 높다. 한국과 중국 화장품 시장 성장에서 가장 안정적인 수혜 업체라고 볼 수 있다.

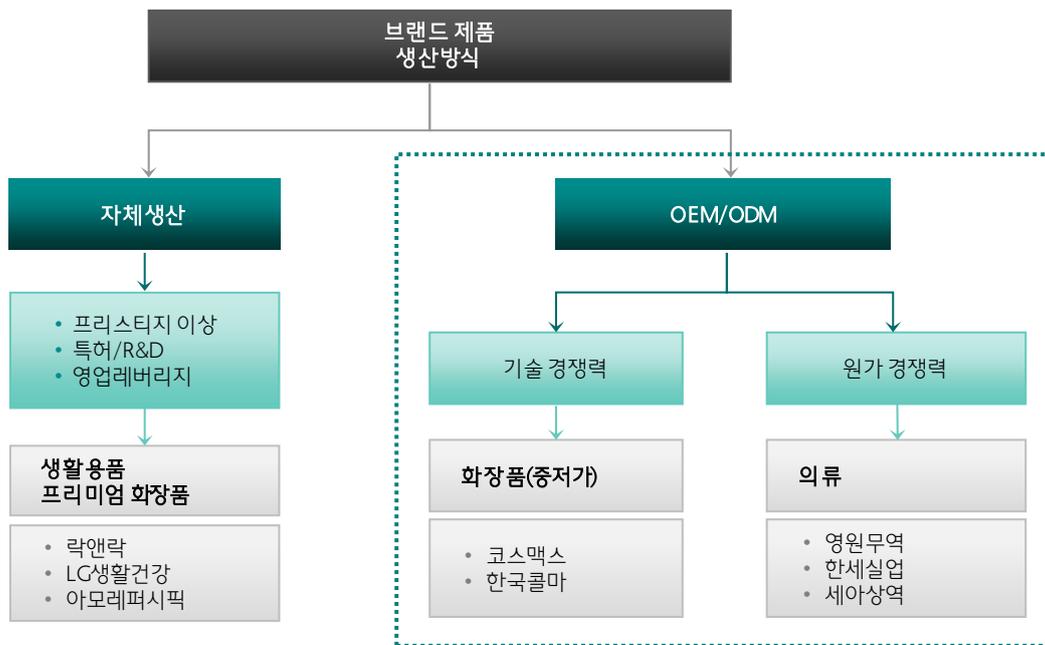
물량/SKU/생산기간 압도적 경쟁력

이 두 업체는 한국 시장 커리어를 기반으로 2010년 초·중순에 중국에 진출하였고, 현지 로컬 업체들을 대상으로 비즈니스를 전개하면서 차별적인 성장세를 보이고 있다. 현지 업체와 기술 및 Capa 격차가 워낙 크기 때문이다. 코스맥스나 한국콜마처럼 ① 막대한 양의 ② 많은 SKU를 ③ 단기간에 공급할 수 있는 ODM 업체가 중국 현지에는 아직도 없다. 이러한 차별적 경쟁력은 국내 대비 높은 영업이익률을 내는 이유가 되고 있다.

**글로벌 인지도 브랜드 업체보다 높음** 시가총액은 LG생활건강이나 아모레퍼시픽에 대비해서 훨씬 뒤이지만 그건 사업 구조의 차이 때문이다. 화장품 산업 내에서 글로벌 인지도를 본다면 아모레퍼시픽보다 코스맥스나 한국콜마가 위에 있다고 평가할 수도 있다. ODM 업체들의 중·장기 성장 여력이나 투자가치도 웬만한 브랜드 업체들보다 높다. 따라서 한국 화장품 시장에 대한 이해와 제대로 된 전망을 위해서는 ODM 시장에 대한 이해가 필수적이다.

과거에는 브랜드 업체들의 실적이 좋지 못한 경우 어느 정도 ODM 업체들에게 가격 전가가 이루어졌지만 벤처 브랜드 비중이 상승하면서 신규 바이어 풀이 확대되고 ODM 업체들의 시장 내 지위가 상승하면서 가격 전가가 만만치 않게 되었다. 글로벌 화장품 ODM 1위 코스맥스는 아모레퍼시픽 제품을 생산하고 있지 않다.

그림 25. 브랜드 제품 생산 방식과 OEM/ODM 경쟁력 개관



자료: 하나금융투자

#### 4) 영업이익률 10%를 넘기 힘든 이유

브랜드 업체들의 영업이익률은 영업 레버리지 효과로 지속적인 수익성 개선을 도모할 수 있다. LG생활건강 화장품 부문 영업이익률은 럭셔리 브랜드 후 매출 비중 상승으로 2013년 14%에서 2018년에는 20%까지 상승한 바 있다. 하지만 ODM 업체들은 산업 고유의 성격에 의해 영업이익률이 높지 않다. 그 이유는 4가지다.

##### 1. 브랜드 로열티 없음

첫째, 브랜드 업체와 달리 특별한 브랜드 로열티가 없기 때문이다. 코스맥스가 기술력이 우수한 것은 사실이지만 반드시 코스맥스에 생산을 의뢰해야 할 이유는 없다. 특히 OEM의 경우 가격 조건에 따라 언제든지 다른 업체와 계약할 유인을 갖고 있다. 이에 따라 ODM 업체 역시 기술력 제고로 원가율을 낮출 수 있을 때 영업이익률을 올리기도 가격 경쟁력을 제고하여 고객사를 추가로 확보하는 경향이 있다. 외형 확대로 이익 증대를 도모하는 것이다. 볼륨과 평판이 중·장기적인 성장성을 확보할 수 있는 기본 요소이기 때문이다. 아울러 영업이익률 상승이 고객사로부터 추가적인 마진 하락의 압박으로 이어질 수 있기 때문이기도 하다. 비상장 ODM 업체들은 상장 시 회사 수익성이 공개되는 것에 대해 상당한 부담을 느낀다.

##### 2. 저마진 상품 수주

둘째, 주로 저마진 상품을 ODM으로 맡기기 때문이다. 아모레퍼시픽은 라네즈 이하 색조 화장품에 대해 주로 아웃소싱한다. 프리미엄 제품에 비해 생산 효율성이 떨어지기 때문이다. 일반적으로 화장품 ODM 시장은 색조 시장 성격이 짙다. 색조는 기초 화장품에 비해 원가율이 높다. 한국은 원브랜드숍이라는 독특한 비즈니스 모델 때문에 ODM 업체들의 매출에서도 기초 비중이 상대적으로 높지만, 이건 예외적인 경우다. 특히 이제 필수 카테고리 자리 잡은 마스크팩은 색조/중저가 제품 가운데 가장 마진이 낮은 상품으로 꼽힌다. 마스크팩의 내용물은 에센스다. 원래 기초/고마진 제품에 속하지만 마스크팩 제품이 되면서 중저가 제품이 된다. 에센스 제품은 일반적으로 50ml 정도에 럭셔리 브랜드는 10만 원 내외다. 그런데 마스크팩 1장에 20ml의 에센스가 사용된다. 설화수 윤조 에센스 60ml 1병의 가격은 7만 원 정도인데, 설화수 마스크팩 1장의 가격은 8천 원 수준에 불과하다. 에센스 용량만 보게 되면 최소 2만원은 받아야 한다. 그래서 마스크팩은 소비자 입장에서는 가격 대비 효용이 가장 좋은 화장품 품목이지만, 화장품 업체 입장에서는 수익성이 낮을 수밖에 없다.

##### 3. 다품종소량생산 제품 많음

셋째, 다품종소량생산 제품이 많기 때문이다. 색조 화장품은 대표적인 다품종소량생산 제품이다. 자동화 설비가 제한적이고, 컨베이어 벨트에 생산인력이 배치되어 제품을 포장하는 경우가 대부분이다. 원가율이 높아질 수밖에 없다. 최근 사업 규모가 커지고, 특히 중국 수요가 증가하면서 자동화가 빠르게 진행되고 있다. 단일 제품의 초도 주문량이 국내 브랜드 업체보다 10배 이상인 경우도 많다. 이러한 자동화 경향은 중·장기적으로 수익성 개선에 긍정적이며 높은 진입장벽으로 작용할 수 있다.

##### 4. 가동률 70% 이하

넷째, 가동률이 낮기 때문이다. 일반적으로 가동률은 70% 수준을 넘지 않는다. 화장품 ODM 산업은 B2B 비즈니스이기 때문에 여러 바이어에게 납품을 한다. 바이어 입장에서는 가동률이 너무 높으면 신규 주문을 꺼리게 된다. 자신이 원하는 제품의 물량을 원하는 날짜에 하자 없이 납품받을 수 있을지 불안하기 때문이다. 아울러 초과근무도 어렵다. 8시간 3교대 근무와 같은 초과 근무를 통해 생산된 제품의 하자 가능성 때문이다. 심지어 인권침해를 논하기도 한다. 로레알 같은 글로벌 브랜드는 아웃소싱에 관한 자체 규정에 가동률과 초과 근무 제한 항목이 별도로 있을 정도다.

**ODM 투자 판단 기준은  
Capa와 매출성장률**

따라서 ODM 업체들에 대한 투자 판단 기준은 영업이익률보다 Capa 증설과 매출 성장률에 초점을 맞추는 것이 바람직하다. 아울러 투자 회수기 진입을 가정하더라도 수익성 개선 폭은 크게 잡으면 실망할 가능성이 크다. 영업이익률이 떨어지는 상황에서 매출 증가율이 높은 것은 불경기에 가동률 상승을 목적으로 저마진 상품 비중을 늘린 것으로 판단할 수도 있다. 단기적인 실적에 아쉬움은 있을 수 있지만 부정적으로 볼 필요는 없다. 만일 수익성은 좋아지는데 매출 증가율이 크게 둔화되거나 역신장한다면 오히려 의심스럽게 봐야 한다. ODM 업체들은 웬만하면 그런 정책을 펴지 않는다.

**5) 온라인화는 화장품 ODM 업체에게 우호적 환경**

**온라인화로 P 유지, Q 증가:**

**1. ASP 하락으로 가계 소비량 증가**

온라인화로 기술 진입장벽이 높은 화장품 ODM 업체들은 P(가격)가 유지되는 가운데 Q(판매량)가 증가하면서 성장성과 수익성 제고를 도모할 수 있다. 여기서 판매량의 증가는 2가지 요인 때문에 발생한다. 첫째, 소비 밸류체인 시작점에 있는 가계 소비량이 증가하기 때문이다. ‘온라인화=ASP 하락’ 이라고 정의한 바 있는데, 가계 예산이 변하지 않는다면 판매량이 증가한다는 것을 의미한다.

**2. ODM 진입장벽 높음**

둘째, 진입장벽이 높기 때문이다. 시장 수요가 증가하더라도 진입장벽이 낮다면 신규 사업자가 출현하면서 파이를 나눠 갖게 될 것이다. 그러면, 기존 업체들의 수혜 폭이 제한적일 수밖에 없다. 전술한 바와 같이 화장품의 경우 기술 진입장벽이 높아서 수요 증가가 상위 업체로 집중도를 높이는 경향이 있다. 코스맥스와 한국콜마는 2010년 이후 한국 화장품 시장 성장률을 항상 웃도는 실적 개선세를 보여 왔다.

**3. ODM 협상력 높아 가격 전가  
어려움**

온라인화는 ASP 하락인데 ODM 업체들의 P(가격)가 유지되는 것은 ‘협상력’ 때문이다. 전방 산업인 브랜드 업체들은 온라인화로 양극화가 심해진다. 설화수/후는 P가 유지되지만 브랜드력이 열위에 있는 미샤/더페이스샵/이니스프리는 P가 하락하게 된다. 이게 생산자인 ODM 업체로 넘어오게 되는 것인데, 예를 들어 설화수같이 브랜드력이 높은 제품을 생산한다면 브랜드 업체에서 P가 유지되므로 ODM 업체들의 P가 유지되는 것은 당연하다. 물론 설화수와 후는 알기 쉽게 설명하기 위한 예일 뿐 실제로 설화수와 후는 모두 브랜드 업체들이 자체 생산한다. 색조 제품은 프리미엄 제품이라도 ODM을 맡기는 경우가 많다. 예를 들어 랑콤과 입생로랑, 나스(NARS), 록시땅의 쿠션이나 파운데이션, BB크림 등은 코스맥스나 한국콜마에서 생산하고 있다.

문제는 바이어가 브랜드력이 열위에 있는 업체들일 경우다. 이들은 유통 업체들로부터 ASP 하락에 대한 가격 전가 압력을 받기 때문에 마진 보전을 위해서 흡세일 가격이 하락하는 것만큼 ODM 업체들한테 납품 가격 하락을 요구할 수 있다. 하지만 코스맥스와 한국콜마 같은 1~2위 업체는 굳이 이 요구를 들어줄 필요가 없다. 신규 고객사 풀이 계속 확대되고 있기 때문이다. 한정된 생산 Capa를 효율적으로 활용하기 위해서 고객사를 전환할 수도 있다.

물론 이견 상당히 도식적인 이야기다. 매출 비중이 큰 바이어를 일시적으로 수익성이 낮다고 함부로 물량을 줄이거나 다른 고객사로 전환하는 것은 쉽지 않다. 생산 라인을 변경할 때의 기회비용도 만만치 않고, 대형 고객사와 중·장기적인 신뢰도 생각해야 한다. 코스맥스 상해 법인의 경우 중국 대형 브랜드 B사의 사업 규모 확대로 최대 수혜를 누리면서 B사 향 매출 비중이 40%에 이르렀지만, B사 브랜드 인지도와 매출이 떨어지면서 나중에 큰 실적 부담으로 작용했다. 브랜드는 아무리 브랜드력이 좋아도 미국 자동차 시장의 렉스스처럼 예상치 못한 이슈로 한순간에 망가질 수 있고, 중저가 브랜드들은 워낙 트렌디하기 때문에 매출의 연속성을 담보하기 어렵다.

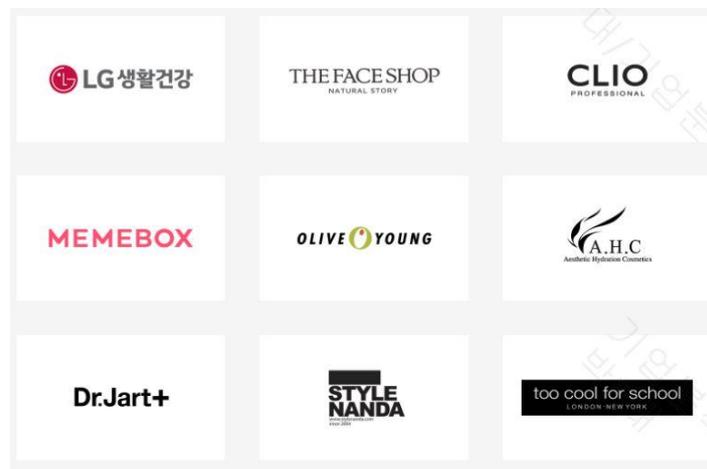
2014~15년 중국 시장에서 인기를 끌었던 달팽이크림이나 마유크림을 지금은 찾는 사람이 없고, 2018년 JM솔루션의 꿀광마스크팩도 마찬가지다. 그래서 ODM 업체들은 한 고객사에 의존도가 지나치게 높아지는 것을 경계한다. 애널리스트들도 ODM 업체들의 TOP5 또는 TOP10 기업의 판매 동향을 살피면서 실적 불확실성을 체크한다.

그림 26. 한국콜마 주요 바이어



자료: 한국콜마, 하나금융투자

그림 27. 코스맥스 주요 바이어



자료: 코스맥스, 하나금융투자

## 6) 중국 시장 ODM 경쟁력 여전히 제고 중

현지 ODM 업체들의 추격 가능성은 낮음

투자자들과 화장품 ODM 업체들에 대해서 얘기를 나누다 보면 항상 나오는 질문이 중국 현지 ODM 업체들의 추격 가능성이다. 휴대폰, 가전, 자동차까지 중국 업체들이 다 한국 업체를 따라잡고 자국 내 소비를 하고 있는데, 중국 화장품 ODM 시장도 점점 현지 업체로 시장 점유율이 넘어가지 않을까 하는 우려다. 물론, 중장기적으로 그렇게 될 수 있지만, 아직 그런 기미를 보이지 않고 있다. 오히려, 코스맥스와 한국콜마의 시장 점유율은 더 커지고 있다. 높은 기술력과 틈새시장 성격을 갖고 있기 때문이다. 중국 현지 OEM업체들과는 최소 기술 측면에서 5년 이상 벌어져 있다는 것이 현지 전문가들의 견해다. 오히려 기술 격차는 확대되고 있다는 의견도 적지 않다.

중국은 각 성이 하나의 나라나 마찬가지다. 각 성마다 지역 브랜드들이 있고, 중소형 현지 ODM 업체들은 해당 지역에 일정한 수주처를 확보하면서 충분히 만족하고 있다는 것이다. 상해나 광저우가 전국구를 커버하는 메이저 브랜드들의 사업권역이라고 말할 수 있는데, 이미 이 지역에는 한국을 비롯한 글로벌 ODM 업체들까지 자리를 잡고 있는 상태여서 굳이 무리하게 사업을 확장하려고 하지 않는 것이다. 저마진 시트마스크팩 정도만 로컬 ODM 업체들로 생산이 많이 이동한 정도다.

글로벌 ODM과의 경쟁심화 우려도 제한적

글로벌 ODM 업체들과 경쟁 심화 우려도 제한적이다. 인터코스, 일본콜마와 같은 글로벌 OEM/ODM업체들과는 사업 모델이 차이가 있다. 이들의 원래 중국 진출 목적은 중국을 생산기지로 한 글로벌 브랜드업체들로 제품 공급이었다. 중국 로컬업체와 비즈니스를 하지 않았다. 최근 스탠스가 다소 변화를 보여주고 있으나, 그 비중은 매우 작으며, 수동적 영업과 보수적 경영방침으로 가격이나 제품 커버리지에 있어 한국 업체들의 입지를 위협하기에는 한계가 있다.

국내 업체간 경쟁 있으나 코스맥스 절대적 지위

국내 업체간 경쟁이 있을 수 있다. 한국콜마와 코스메카코리아가 상해 인근 강소성에 신규 생산 공장을 설립, 가동을 시작했다. 공장 규모가 각각 최대 2억개 이상 큰 규모다. 국내 메이저 ODM 3사가 모두 상해에 들어가게 되는 것이다. 납품단가 인하 등 경쟁 심화 우려를 배제할 수 없지만, 코스맥스의 지위를 훼손하기는 어려워 보인다. 한국에서 코스맥스와 한국콜마는 비슷한 매출 규모를 보이는 절대적 1~2위 업체지만, 중국에서는 차이가 많이 난다. 2021년 코스맥스 중국 법인 매출은 상해와 광저우를 합쳐서 약 6,200억원, 한국콜마는 북경과 무석 법인을 합쳐도 1,400억원 수준에 불과하다. 최근 무석 법인이 온라인 바이어를 많이 확보하면서 사업규모가 빠르게 커지고 있지만, 코스맥스 상해 법인 성장률에 영향을 미치는 것 같지는 않다. 그만큼, 수요는 많고, 한국 ODM 업체들의 경쟁력은 높다.

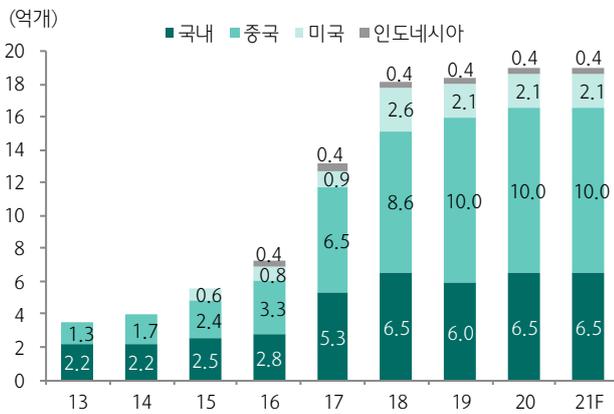
중국 화장품시장 유행 사이클 가속화로 코스맥스/한국콜마 의존도 증가

중국 화장품 시장은 한국 못지 않게 유행과 히트상품이 빨리 바뀌고 있다. 최근까지 히트상품들이 대체로 한국 업체에서 시작되고 있다. 중국 로컬 브랜드 업체들은 한국 화장품 업체들이 어떻게 그렇게 많은 상품을 빠르게 전개할 수 있는 지에 대해서 놀라워했다. 기존 상품 개발 프로세스의 한계를 깨닫고 한국 ODM 업체에 외주를 확대했다. 2021년 중국 화장품 기본법 개정으로 신제품 등록이 굉장히 까다로워지면서 중국 중저가 로컬 브랜드 업체들은 코스맥스와 한국콜마와 같은 메이저 ODM 업체들에 대한 의존도가 더 커졌다.

한국 화장품 ODM 역량은 국내 원브랜드숍 고성장 시기 제고되었음

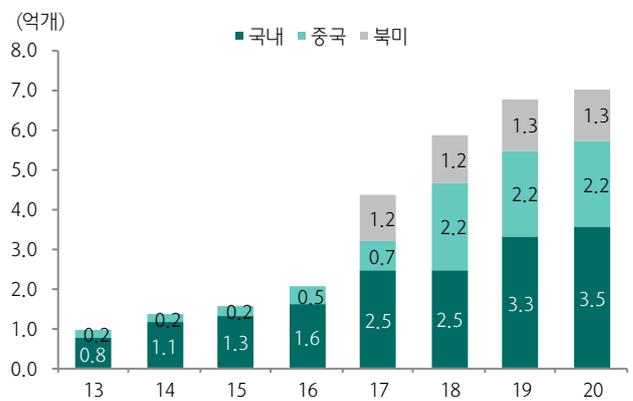
한국 업체들의 약진은 글로벌 브랜드업체들의 정책까지 변화시키고 있다. 로레알이 신제품 출시 속도가 빨라지고 있는 것이다. 기존에는 신제품 개발에서 출시까지 1년 반이 소요됐다. 파리 연구소에서 검토를 다하는데 1년 걸렸다. 하지만, 최근에는 ‘Open Development’ 방식을 채택, 로레알의 기본적인 규격과 스펙을 오픈하고 그 스펙에 맞게 ODM 업체들이 개발하도록 함으로써 검토 기간을 대폭 줄였다. 그리고, 신제품 출시 결정권을 각 지역 본부에 위임함으로써 현지 대응력을 높이고 있다. 중국 시장에서 한국 화장품 ODM의 높은 경쟁력은 한류와 K-뷰티 문화 영향도 있지만, 2003년 이후 국내 원브랜드숍 고성장 과정 엄청난 경쟁 속에 기술개발, 상품믹스 개선, 히트상품 발굴과 마케팅 역량이 함께 제고됐기 때문이다.

그림 28. 코스맥스 생산 Capa 추이



주: 3교대 기준으로 다른 회사와 직접 비교 불가  
 자료: 코스맥스, 하나금융투자

그림 29. 한국콜마 생산 Capa 추이



주: 8시간 기준으로 다른 회사와 직접 비교 불가  
 자료: 한국콜마, 하나금융투자

## 7) 글로벌 화장품 브랜드향 ODM 확대

### 일본 대지진 후 글로벌 화장품 브랜드향 ODM 확대 현상

글로벌 명품 화장품 업체들의 한국향 ODM 주문이 확대되고 있다. 2016년 미국 화장품 기업 네리움은 생산기지를 미국에서 한국으로 전환, 코스맥스에 생산을 위탁했다. 랑콤은 코스맥스에서 ODM 생산한 쿠션 제품으로 유럽과 중국에서 높은 반향을 일으켰다. 이제 기초 화장품으로 품목을 늘리고 있다. 에스티로더, 메리케이, 록시땅, 입생로랑, 슈에무라 등 많은 브랜드들이 제품을 '메이드 인 코리아'로 돌리고 있다. 이러한 현상은 이미 2011년 일본 대지진 이후 꾸준히 진행되어 왔던 현상이다. 2014년 하반기부터 본격화되어 2016년 이후 국내 ODM 업체들의 신규 성장 동력으로 작용하기도 했다.

#### 원인:

##### 1. 제품력

첫째, 글로벌 시장을 선도하는 제품력이다. 한국 화장품 업체들은 지난 10년여 동안, BB크림과 CC크림, 에어쿠션 등 혁신 제품을 내놓으며, 글로벌 시장, 특히 중국 시장을 선도하고 있다. 크리스찬디올은 아모레퍼시픽에 기술 협약을 요청해올 정도이며, 빠른 제품 개발주기로 한해에 수십개씩 실험적인 제품으로 트렌드를 주도하고 있다. 중국과 동남아시아, 일본 화장품 시장에서 K-뷰티 카테고리는 늘 중심에 서 있다.

##### 2. 중국 진출에 유리

둘째, 국내 생산의 경우, 중국 진출에 유리하다. 지리적 거리뿐만 아니라, 중국 소비자들에게 '메이드 인 코리아'는 성분과 퀄리티의 안정성을 담보한다. 일본 대지진 이후 동북아시아 화장품 ODM 시장의 서진(西進) 수요가 상존하고 있다. 글로벌 브랜드 입장에서 생산 기지를 중국으로 옮기기에는 기술력과 인프라, 네임밸류 측면에서 아직 한계가 있고, 한국이 여러 측면에서 가장 합리적 대안이 되고 있다. 물론, 중국 정부의 위생허가 규제는 중국 내 생산 수요를 높이는 요인이지만, 위생허가 문턱은 낮아지고 있으며, 중국 현지에서도 한국 ODM 업체들이 중심에 있다.

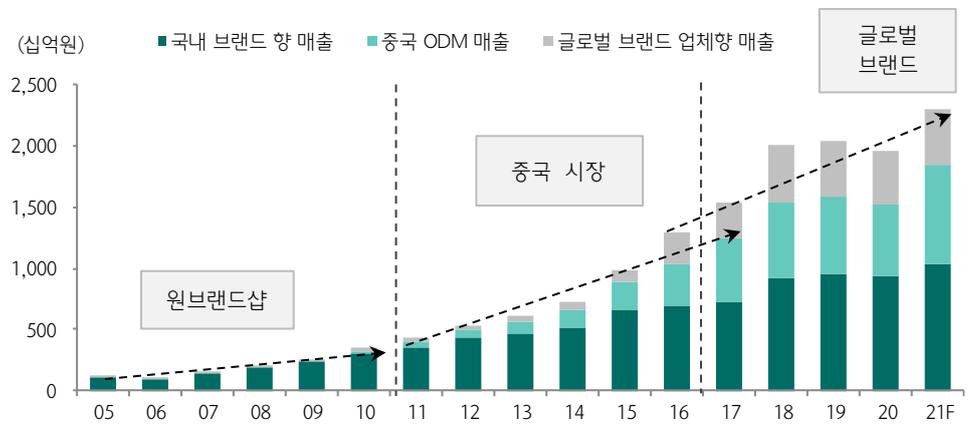
##### 3. Capa 증설과 심사 마무리

셋째, Capa 증설과 심사가 마무리되었다. 문제는 Capa였다. 코스맥스와 한국콜마 생산공장의 가동률은 2012년 이미 평균 80%를 넘었다. ODM 업체로서는 지나치게 높은 수치다. 신규 바이어 입장에서는 정해진 납기일에 원하는 물량만큼 납품이 가능한지 불안할 수밖에 없다. 상대적으로 납품 물량이 더 많은 글로벌 브랜드 업체들에게는 계약 조차 발생하기 어려운 여건이었다. 두 회사의 국내 생산 Capa는 2014년 대비 2배 이상 증가했다. 까다로운 랑콤이나 에스티로더의 생산 심사(audit)가 통과되면서 글로벌 브랜드에 대한 전반적인 생산이 가능하게 되었다. 랑콤의 심사는 글로벌 브랜드 가운데 가장 엄격한 과정으로 꼽힌다. 제품에 지문 하나만 묻어 있어도 심사에서 떨어진다. 랑콤이나 에스티로더 심사를 통과하면 그 ODM 업체는 전세계적으로 인정받은 것이나 다름 없어, 다른 회사들의 심사는 훨씬 수월하게 진행될 수 있다고 한다.

코로나19 완화시 코스맥스/한국콜마  
사업 영역 확장 기대

물론, 최근 중국 로컬 브랜드 입지가 강화되면서 중국 화장품 중저가 시장에서 한국은 물론 글로벌 중저가 브랜드를 밀어내고 있는 게 사실이지만, 코스맥스와 한국콜마의 잠재적인 성장 여력으로 작용하고 있는 것은 분명하다. 2021년 하반기부터 코스맥스 본사를 중심으로 글로벌 브랜드향 매출이 늘어나고 있다. 한국콜마는 캐나다 법인(CSR)에서 글로벌 브랜드향 대량 매출이 본격화되었다. 코스맥스와 한국콜마 모두 북미 사업이 불안한 것은 사실이지만, 영업권상각 같은 회계적인 이슈도 거의 끝나가고, 구조조정과 숙련도 제고 등이 마무리된 상태다. 영업조직이 정상화되고, 코로나19가 완화되면 코스맥스와 한국콜마의 글로벌 네임밸류와 역량이 시너지를 발휘할 것으로 기대한다. 두 회사의 사업 영역을 북미/남미로 확장하는 계기가 될 수 있는 것이다. 사실, 지금 북미 사업은 불확실성보다 기대감이 더 크다. 코스맥스와 한국콜마는 펀더멘탈 측면에서만 본다면 분명히 글로벌 화장품 ODM 1,2위 업체다. 높은 기술력과 인프라에 대해 의심하는 사람은 별로 없다. 긴 그림에서 보면, 한국 ODM 산업은 2003년 이후 원브랜드숍, 2010년 이후 중국 사업 확대, 2015년 이후 북미 등 글로벌로 사업 지역을 확대하고 있다. 한국콜마는 국내가 정상화되는 가운데, 북미와 중국 사업 규모가 크게 증가하고 있고, 코스맥스는 국내와 중국 사업이 고신장하는 가운데, 북미 사업 정상화를 과제로 두고 있다.

그림 30. 코스맥스 한국콜마 합산 매출 추이와 전망



자료: 코스맥스, 한국콜마, 하나금융투자

## 5. 부자재 용기 업체들의 글로벌 경쟁력

### 1) 화장품 밸류 체인의 종결자

#### 북한 화장품 용기 제조 기술 낙후

2018년 남북경협 관련 북한 소비시장 분석을 위해 신의주와 인접한 북한 단동에 간 적이 있다. 신의주 화장품 공장에서 생산한 '봄향기'가 북한의 대표적인 프리미엄 화장품이라고 해서 사봤다. 그런데, 봄향기 살결물(스킨케어) 뚜껑을 잡고 들어보니, 본체는 가만히 있고, 뚜껑만 들렸다. 펌프를 누르니 어떨 때는 내용물이 너무 많이 나오고 어떨 때는 아예 나오지 않았다. 한번은 손바닥에 펌핑을 하니 갑자기 너무 세게 나와서 팔뚝까지 내용물이 튀었다. 펌프 한번 누를 때마다 어디로 튈지 긴장해야 했다. 내용물의 퀄리티는 둘째치고 용기가 너무 형편 없었다. 북한은 역분해 방식으로 휴대폰, 심지어 미사일까지 만드는 나라지만 화장품 용기 같은 생활용품 기술은 상당히 낙후돼 있다.

그림 31. 북한 화장품 '봄향기'



자료: 동아일보, 하나금융투자

#### 용기는 100% 내수, 전방 산업의 실적 개선 효과 흡수 가능

화장품 밸류 체인을 따라 내려가 볼 때 부자재 용기 업체를 빼 놓을 수 없다. 용기는 100% 내수다. 전방산업의 실적 개선이 밸류체인을 따라 그대로 이어질 수 있다는 말이다. 주문제작이 많고, 다품종소량생산의 성격이 강할 뿐 아니라, 국내 업체들의 기술력이 탁월하기 때문이다. 이는 화장품 원료 산업과 가장 차별적 특성이다. 원료 시장은 약 30%가 수입에 의존하고 있다. 에탄올이나 폴리머, 계면활성제처럼 보편적인 성분들이 많기 때문에, 바스프와 같은 글로벌 화학회사가 주 매입처가 되기도 한다. 프랑스와 일본 원료의 높은 퀄리티를 배제할 수 없기 때문에 하이엔드 제품일 수록 수입 비중이 높다. 한국콜마와 코스맥스는 전체 원료 가운데 60%~70% 정도를 수입하고 있다.

#### 개별 화장품 용기마다 특화된 제품과 기술력 필요

반면, 용기는 개별 화장품 품목마다 특화된 제품과 기술력이 요구되는데, 이는 수입을 억제하는 가장 핵심 요인이다. 중국산 저가 부자재에 대한 수요 증가 우려가 발생할 수 있으나, 현실적이지 않다. 우선, 다품종소량생산이기 때문에 운송비 부담이 크다. 중국 시장 내에서도 부자재는 각 '성'을 넘지 않을 정도이며, 부자재 인프라가 잘 되어 있는 광저우로 화장품 생산/ODM 업체가 몰리는 이유이기도 하다. 무엇보다 품질 측면에서 중국산 용기는 크게 열위에 있다.

용기 산업 R&D 기술 요구 높음

화장품 용기를 비롯 부자재에도 화장품 내용물 못지 않은 R&D가 녹아져 있다. 최근 나노화장품, 기능성 화장품 등 내용물에 대한 발전과 신제품이 이어지면서 그에 적합한 화장품 부자재가 요구되고 있다. 예를 들어, 콤팩트 거울은 일반 거울보다 2배 이상 선명하게 비춰지게 만드는 기술이 들어가 있으며, 헤어젤과 같은 화장품 용기는 젤의 질감 특성 때문에 일반 스프레이 병에는 담기 어렵다. 기능성 화장품은 '찌그러지는 튜브'에 담는데, 기능성 화장품에 레티놀이나 천연성분이 들어있어 외부 공기가 들어가면 내용물이 변질되기 때문이다. 스킨과 로션은 병의 두께가 다르다. 스킨은 로션보다 더 많이 사용하기 때문에 두 제품을 같이 다 사용하도록 로션 용기를 훨씬 두껍게 만든다. 아침에 바르는 화장품 용기는 가볍고 청량한 느낌의 재질을, 밤에 사용하는 화장품 용기 재질은 부드러운 소리가 나게 무거운 재질을 사용한다.

표 10. 화장품 용기의 형태별 분류

형태	제품유형
세구병	화장수, 유액, 에나멜, 향수 등
광구병	크림, 파운데이션 등
반복 꺼냄 용기	베니, 스틱파운데이션, 스틱아이세도우 등
튜브	크림, 파운데이션 등
콤팩트 용기	고형파운데이션, 아이세도우, 브로셔 등
세신원통상 용기	마스카라, 아이라이너 등
파우더 용기	루스파우더 등
펜실 용기	아이라이너, 아이블로, 립펜실 등
디스펜서식 용기	샴푸, 린스, 유액, 화장수 등
아트마이저식 용기	향수, 오데클론, 헤어미스트 등
헤어젤 용기	헤어스프레이, 무스, 파우더, 스프레이 등
파우치 팩	입욕제 등

자료: 한국보건산업진흥원, 하나금융투자

90년대 이후, 연우-한국 화장품 용기 산업 글로벌 수준으로 도약

화장품 부자재 용기 시장에서 연우를 빼놓고 이야기할 수 없다. 연우의 기중현 회장은 한국 화장품 용기 산업을 글로벌 탑 수준으로 끌어올린 장본인이다. 1990년 이전까지 한국 화장품 용기(특히 프리미엄)는 일본에 전적으로 의존하고 있었다. 1990년 국내 최초 디스펜서 펌프를 개발한 이후, 2019년 연우를 매출 2,900억원의 글로벌 탑 화장품 용기 회사로 성장시켰다. 연우의 기술개발과 성장에 자극을 받은 펌텍코리아, 삼화플라스틱, 태성산업 등 국내 메이저 용기회사들이 함께 시장을 키웠다. 애초 펌텍코리아는 1980년대 물감 튜브를 만드는 회사였다. 이어서 치약 등 생활용품 등으로 영역을 확대하다가 화장품 용기로 사업을 확장, 이제 튜브보다 화장품 용기 매출이 더 커졌다.

**원브랜드숍 시장 성장이 부자재 용기 시장 발전에 기여**

이러한 부자재 용기 시장 성장은 브랜드/ODM 등 전방산업의 호황으로 그 수요가 크게 증가했기 때문임은 자명하다. 특히, 원브랜드숍 시장 성장이 부자재 용기 시장 발전에 크게 기여했다. 상품 가격 하락으로 중저가 시장이 확대되면서 전체 부자재 용기 수요량이 증가했고, 부자재 용기 업체들의 판로가 크게 확대되었다. 최근 벤처 브랜드 확대는 유사한 의미에서 우호적인 사업환경이다.

**국내 용기 업체 기술력 세계 최고 수준, 연우 수출 비중 40%**

국내 최대 화장품 부자재 업체인 연우는 1990년 화장품용 디스펜서 펌프를 국내 최초로 제작하여 국내 40% 시장을 점유하고 있다. 삼화플라스틱이 국내 최초 국산화 한 에어리스 펌프는 화장품 내용물이 외기와 접촉되면 제품의 변질이 우려되는 기능성 제품을 위해 개발되었다. 이러한 기술력의 발달에 따라 과거에는 금형을 브랜드사에서 직접 제작해 제조사에게 의뢰하는 방식이었지만, 최근에는 전문 제조사가 금형을 만들어 프리몰드로 제조하는 방식이 일반화되고 있다. 브랜드 업체에 대한 가격 결정권도 높아졌다. 국내 업체들의 기술력은 세계 최고를 자랑하는 이탈리아, 일본에 견주어도 뒤지지 않는다는 평가이며, 플라스틱 용기를 중심으로 수출 비중도 높다. 연우의 경우 매출의 40%가 수출이다. 럭셔리로 갈수록 수입 비중이 높아지는 원료와 대비되는 점이다.

부자재 용기 업체의 장점 중 하나는 화장품 시장의 실적 모멘텀을 그대로 흡수한다는 점이다. 시장규모 측면에서는 브랜드 업체들이 월등히 우위에 있지만, 경쟁 강도 역시 가장 세다. 중국 시장에서 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 글로벌 및 로컬 브랜드와 건곤일척의 승부를 벌이고 있다. ODM 업체들은 로컬과 국내, 글로벌 업체들에게 모두 납품한다. 코스맥스와 한국콜마 등 국내 업체들의 제품 경쟁력이 워낙 높기 때문에 상대적으로 중국 ODM 기업들과 경쟁은 제한적이다. 수요 위축만 아니라면 브랜드 업체들간 경쟁심화는 양질의 제품에 대한 수요를 증가시킨다는 측면에서 ODM 업체들에게 긍정적이다.

## 2) 진입장벽이 높은 이유

### 프리미엄 용기 시장 진입장벽 높음

부자재 업체는 자체 생산하는 브랜드 업체와 ODM 업체들에게 모두 납품한다. 문제는 시장 점유율인데, 국내 펌프형 화장품 용기시장에서 연우의 시장 점유율은 약 40% 가까이 되며, 특히, 프리미엄 화장품 용기 시장에서 연우의 시장 점유율은 절대적이다. 아모레퍼시픽의 '설화수'와 LG생활건강의 '후'의 대부분을 연우에서 생산하고 있다. 프리미엄 용기 시장의 진입장벽이 높은 이유는 3가지로 요약된다.

#### 1. 기술력 요구 높음

첫째, 높은 기술력이다. 프리미엄 제품으로 갈 수록, 천연/무방부제/기능성 화장품 비중이 상승한다. 이런 화장품은 적절한 내용물의 토출과 동시에 공기와 차폐가 매우 중요하다. 에어리스 펌프는 대표적인 상품이다. 공기 유입이 없이 내용물이 토출되기 때문에 산화를 방지할 수 있다. 내용물의 장기 보관에 적합하고, 내용물 잔량이 거의 남지 않아 단위 그램당 가격이 높은 프리미엄 제품 소비자에게 만족도를 높일 수 있다.

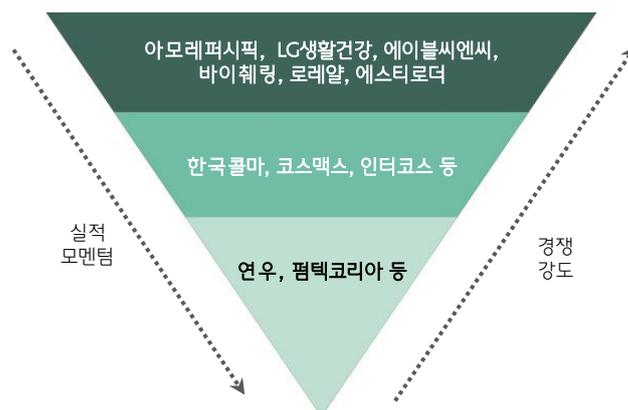
#### 2. 용기 원가율 10%로 낮음

둘째, 낮은 원가율 때문이다. 용기 디자인과 아이디어는 카피가 쉽기 때문에 진입장벽에 대해 의심할 수 있다. 바이어가 디자인과 기능이 유사할 경우 후발 사업자의 보다 싼 용기를 선택하지 않을까 하는 우려다. 하지만, 브랜드 업체들 입장에서 원가율을 생각해 보면 이야기가 전혀 다르다. 두 회사 용기 가격 차이가 30% 난다고 할 때, 액면 그대로 용기만 비교해 보면 가격 차이가 커 보인다. 하지만, 브랜드 업체 입장에서 보면 매우 작다. 일반적으로 화장품 판매 가격에서 용기가 차지하는 비중은 10% 정도다. 화장품의 원가율은 25% 내외이며, 럭셔리 화장품의 경우 20% 이하까지 하락한다. 용기 가격 차이가 30%일 경우 원가에서 차지하는 비중은 3% 이하가 된다. 화장품은 수요의 가격탄력성이 낮다. 3% 정도는 충분히 소비자 가격에 전가시킬 수 있다. 왜 굳이 연우의 용기를 써야 하는가에 대한 문제가 아니라, 굳이 선두에서 있는 연우의 용기를 쓰지 않을 이유가 없는 것이다.

#### 3. 하자에 대한 높은 위험부담

셋째, 하자에 대한 높은 위험부담 때문이다. 화장품에 대한 소비자 불만은 주로 용기 때문에 발생한다. 내용물의 경우 이미 성분의 안정성 검사가 충분히 끝난 40여개 원료를 배합하는 것이기 때문에 큰 문제가 발생하지 않는다. 용기가 파손되면서 제품을 사용할 수 없게 되거나, 손가락 등을 다치는 경우가 발생할 수 있다. 이때 특히 프리미엄 제품의 경우 사고의 근본적인 문제가 용기에서 발생한 것이라는 판명이 날 경우, 브랜드 업체의 구상권 청구 금액은 추정을 불허한다. 제품 전체 매출은 물론 운송료까지 모두 책임져야 할 수도 있다. 자본력이 약한 소형 업체나 기술력에 확신이 없는 업체들은 진입하기 어렵다.

그림 32. 화장품 Value Chain과 경쟁



자료: 하나금융투자

### 3) 프리미엄 용기 중국 수요 이제 시작

중국 프리미엄 용기 수요 확대는 한국 화장품 용기 산업 핵심 기회

중국 화장품 시장 프리미엄 용기 수요 확대는 중장기 한국 화장품 용기 산업의 핵심 기회 요인이다. 연우와 펌텍코리아, 태성산업 등 주요 한국 화장품 부자재 업체들의 경쟁력은 글로벌 Top 수준에 있다. 독창적인 기능과 디자인은 글로벌 시장 차별적 경쟁력으로 국내 내수를 독식하면서, 로레알과 에스티로더 등 글로벌 업체들에게 수출까지 하고 있다. 그 동안 중국 진출 화장품 ODM 업체들은 한국 부자재(용기, 튜브, 펌프 등)를 거의 사용하지 않았다. 원가에 큰 부담을 주기 때문이다. 하지만, i) 중국의 인건비가 상승하면서 로컬 부자재 가격도 상승하고, ii) 로컬 화장품이 고급화되면서, 한국 부자재 용기에 대한 수요도 함께 증가하고 있다. 한국 부자재 용기와 제품을 패키지로 만들어달라고 하는 주문도 나오고 있을 정도다. 과거와 달리 원료에 대해서는 중국 현지화가 많이 진행되었다. 중국 업체들의 퀄리티가 많이 개선되었기 때문이다. 반면, 부자재는 로컬 업체들의 제품이 고급화되면서 공급처가 오히려 중국 현지에서 한국으로 변화되는 양상이다.

화장품 부자재는 한중 FTA 수혜 업종

화장품 부자재 용기는 한중 FTA 수혜 업종으로도 유망하다. 화장품 브랜드와 원료, 부자재 용기로 나뉘어 볼 때, 브랜드는 한중 FTA 영향이 거의 없을 만큼 관세율이 낮다. 원료는 현지 비중이 높아지고 있다는 점이 아쉽다. 부자재 용기는 플라스틱이기 때문에 관세율이 10%나 된다. 중장기적으로 10% 내외 가격 하락으로 추가적인 수출 증대를 기대할 수 있을 뿐 아니라, 연우의 경우 현지 생산 공장을 가동하면서 높은 가격 경쟁력을 갖출 수 있다. 중국 부자재 용기 시장은 한국 업체들이 ODM 시장만큼 높은 경쟁 우위를 보일 수 있으며, 사업화 가능성이 높은 곳이다.

중국 현지 가격 경쟁으로 프리미엄 용기 기술 진보 어려움

중국 로컬 용기 시장에서 프리미엄 제품을 찾을 수 없다. 가격 경쟁으로 기술 진보가 어렵기 때문이다. 반면, 로컬 브랜드 업체들은 품질 좋고 검증된 업체들을 찾고 있다. 이태리나 프랑스 용기 회사도 중국에 들어와 있지만, 이들은 중국 시장 개방 초기에 들어와서 대량생산 체제를 지향하고 있다. 저렴한 가격의 매스 시장에 집중하고 있다. 기술은 있지만, 대량생산에 알맞은 시설을 중국에 두고 있기 때문에 프리미엄 용기로 진출하기 위해서는 새로 설비 투자를 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.

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

베스트셀러 경험 기반 컨설팅 경쟁력

한국 업체들의 가장 큰 장점은 풍부한 아이디어다. 연우의 경우 1990년대 국내 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.

4세대 이상 기술 진보

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 '자기잠식'을 통해 성장하면서, 한국에서도 2~3위 업체와 격차가 더 벌어졌다.

표 11. 한중 FTA 화장품/생활용품 중국의 수입 관세 내용

품목	HS코드	양회유형	내용	비고
메이크업/스킨케어	330499	PR-20	5년간 5단계에 걸쳐 기준, 세율 6.5% 대비 20%인 1.3%에 대해 매년 균등 분할(0.26%) 철폐하고, 이행 5년차부터는 기준세율 대비 80%인 5.2%를 적용	아모레퍼시픽, LG생활건강
향수, 립제품	330300, 330410	E	기준세율 10%, 양허세율 10%로서 양허세율 혜택이 없는 품목군	
부자재	392310, 420232	10 (기타 플라스틱)	발효일을 시작으로 10단계에 걸쳐 매년 균등하게 철폐되어, 이행 10년차 1월 1일부터 그 상품에 대하여 무관세가 적용, 현재 평균 세율 10%내외	연우, 토니모리
원료	3301~3304 (기타)	10/15/E/PR20	현재 세율 6.5~20%, 다양한 품목이 있기 때문에 일반적으로 말하기 어려움, 혜택이 없는 것도 있고, 10년이나 15년 후 철폐되는 품목도 있음	바이오랜드
샴푸	330510	PR-35	발효일을 시작으로 기준관세율의 35퍼센트를 5단계에 걸쳐 매년 균등하게 인하하고, 이행 5년차 1월 1일부터 기준관세율의 65퍼센트가 유지, 현재 6.5%	아모레퍼시픽, LG생활건강
치약	330610	10	발효일을 시작으로 10단계에 걸쳐 매년 균등하게 철폐, 이행 10년차 1월 1일부터 대하여 무관세가 적용, 현재 10%	

자료: 관세청, 하나금융투자

4) 화장품 용기 관련 규제와 영향

환경 규제 불확실성

화장품 용기 시장에서 증장기 불확실성은 환경 관련 규제 이슈다. 재활용이 어려운 포장재에 기존 환경부담금의 최대 30%를 추가 부과하도록 하는 '자원재활용법' 개정안이 2019년 12월 25일부터 시행됐다. 병의 색깔을 볼 때, 무색/갈색/녹색을 제외하고 재활용이 어려운 재질/구조로 구분되기 때문에 패키지 색이나 재질로 마케팅을 해온 화장품 업계가 어려워질 수 있다. 펌프 용기에는 스프링이 들어가는데, 개정안에는 합성수지 이외 재질이 들어간 포장재를 재활용이 어렵다고 분류하기 때문에 부담이 커질 수 있다.

다만, 2년의 계도 기간이 있고, 환경부에서도 펌프 용기에 대해 완화책을 내놓았다. 환경부는 재활용의 난이도에 따라 최우수·우수·보통·어려움 등 4개 등급을 매기고, 하위 등급으로 판정 날 경우 제품 겉면에 '재활용 어려움' 문구를 표시할 방침이다. 샴푸와 세정제 등에 사용되는 플라스틱 펌프형 용기는 당초 '재활용 어려움' 등급을 받을 것으로 예상됐지만, '보통'으로 상향 조정됐다. 펌프형 용기 안에 스프링 철이 들어가 재활용이 어렵다는 판단이 있었지만, 재활용 공정 개선을 통해 분리가 가능해 규제가 완화됐다. 당장 마땅한 대체 제품이 없음을 고려해 정부가 그 적용을 유예한 것이다.

**중장기적 유럽/미국 수준 규제 전망** 중장기적으로 유럽/미국과 유사한 흐름으로 규제가 전개될 가능성이 크다. EU는 2021년부터 모든 플라스틱은 재활용이 가능한 원료로만 생산하도록 규제를 강화하고 하고 있으며, 2030년까지 화장품 용기를 포함해 모든 플라스틱 포장재를 재활용해 사용한다는 정책을 내놨다. 이를 통해 플라스틱 재활용 수준을 현재 30%에서 55%까지 끌어올릴 계획이다.

**R&D 역량 뛰어난 연우/편택코리아 기회요인이 될 수도** 국내외 화학 업체들은 기존 리사이클 페트(PET) 소재들의 컬러와 투명도 저하 문제를 해결한 새로운 소재들을 잇따라 개발하고 있으며, 국내 주요 부자재 업체들도 생분해 플라스틱을 이용한 용기 개발까지 마친 상태다. '기술'보다는 '기준'의 문제로 보는 경향도 있지만, R&D 역량이 상대적으로 우위에 있는 연우와 편택코리아 등 용기시장 Top 플레이어들에게는 오히려 기회요인이 될 수도 있다.

표 12. 세계 화장품 용기 시장규모

(단위: 백만개)

구분	2015년		2020년(E)		연평균성장률(E)
	시장규모	점유율	시장규모	점유율	
플라스틱	148.0	58.6	192.2	59.5	5.37
유리	51.9	20.6	67.9	21.0	5.53
금속용기	27.0	10.7	30.5	9.4	2.47
기타	25.5	10.1	32.5	10.1	4.98
합계	252.4	100.0	323.1	100.0	6.36

자료: 한국보건산업진흥원, 하나금융투자

표 13. EU의 포장재 재활용 목표

포장재 분류	2025년 12월 31일	2030년 12월 31일	포장재 분류	2025년 12월 31일	2030년 12월 31일
모든 포장재 폐기물	65%	70%	알루미늄	50%	60%
플라스틱	50%	55%	유리	70%	75%
나무	25%	30%	종이 및 종이상자	75%	85%
철금속	70%	80%			

자료: 한국보건산업진흥원, 하나금융투자

## 6. 결론: 한국 화장품 산업의 현재와 전략 방향

### 1) 채널 분석: 2015년 이후 온라인/중국/벤처 큰 축

2010~13년 백화점/방판/원브랜드숍 성장 견인

2010년~13년은 백화점/방판/원브랜드숍이 시장 성장을 견인하던 시대였다. 백화점 기존점 성장률이 10%를 넘어갈 때다. 아모레퍼시픽 방판의 중흥기였다. 더페이스샵이 LG생활건강에 4,200억원에 피인수되었고, 에이블씨엔씨의 미투 제품 레볼루션에센스가 크게 히트치면서 시가총액이 1조원을 훌쩍 넘기도 했다. 현재 상장돼 있는 아모레퍼시픽과 LG생활건강을 비롯, 에이블씨엔씨, 토니모리 등 주요 화장품 브랜드 업체들이 대체로 이때 사업규모를 키웠다.

2014~16년 화장품 수출 증가

2014년~16년은 수출 증가가 돋보였다. 중국 모멘텀이 중소형 신규 브랜드들의 탄생과 성장을 견인하였다. 리더스코스메틱, 에스디생명공학, 잇츠한불 등이 이때 사업규모를 크게 확대했다. 다만, 이때는 대부분 파이공을 통한 밀수가 대부분이었고, 위생허가 규제가 강화되면서 사업이 크게 위축되었다.

2016년 이후 면세점/온라인/수출 성장 견인

2016년 이후 면세점과 온라인, 수출이 성장의 큰 축이 되고 있다. 애경산업(Age20's), 카버코리아(AHC), 해브앤비(닥터자르트), VT코스메틱, 난다(스타일난다), 엘애피코스메틱(메디힐), 코스토리(파파레서피), 지피클럽(JM솔루션) 등 굵직한 신규 브랜드들이 이들 채널을 통해 사업규모가 한단계 레벨업 되었다. 면세점과 수출 수요는 중국이라는 공통점을 갖고 있고, 특히 면세점은 럭셔리 브랜드 비중이 절대적인 만큼 설화수와 후 등 국내 럭셔리 브랜드의 성장을 상징한다. 2016년 이후 면세점과 수출을 제외하면 한국 화장품 시장의 성장은 연평균 1% 정도에 불과하다. 중국을 제외하고 화장품 성장을 논하기 어렵다는 말이다.

브랜드 시장 완전 경쟁화, 제품력 핵심

온라인 벤처 채널은 브랜드들의 출발점이며, 이들의 성장을 대변한다. 브랜드 사업 관점에서 보면, 그동안 오프라인 몇개 채널에 한정된 유통이 기존 브랜드들의 채널 장악력을 높였고, 신규 브랜드들의 런칭을 제약하면서 기존 메이저 브랜드들의 안정적인 성장에 진입장벽으로 작용했다고 해도 과언이 아니다. 그런데 온라인화로 이런 제약조건이 깨지면서 브랜드 사업은 치열한 경쟁의 장으로 치달게 되었다. 진입과 탈퇴가 자유롭고 모든 정보가 공유되는 완전경쟁시장의 성격이 짙어졌다. 남은 것은 하나 거래되는 제품의 퀄리티가 다 다르다는 점이다. 이제 제품력 하나로 승부하는 시장이 된 것이다.

## 2) 밸류체인 분석: 브랜드간 높은 격차, ODM 최대 수혜

브랜드 간 격차 확대 핵심은 중국

2010~21년 국내 화장품 시장규모는 연평균 10%, 수출과 해외사업을 포함한 한국 화장품 산업은 연평균 12% 성장했다. 브랜드 업체들은 양극화가 커서, 아모레퍼시픽과 LG생활건강, 클리오 등 브랜드력이 높은 업체들은 시장 성장률을 훨씬 뛰어넘었지만, 대부분의 중소형 브랜드 업체들은 2~3년 이상 성장을 이어가지 못했다. 채널 분석에서 결과에서 시사하듯 사업 규모를 레벨업 시키는 핵심은 중국 시장이었고, 대 중국 브랜드 인지도를 얼마나 형성/유지하느냐에 따라 편차가 컸다.

ODM/부자재 국내 화장품 시장 성장 흡수

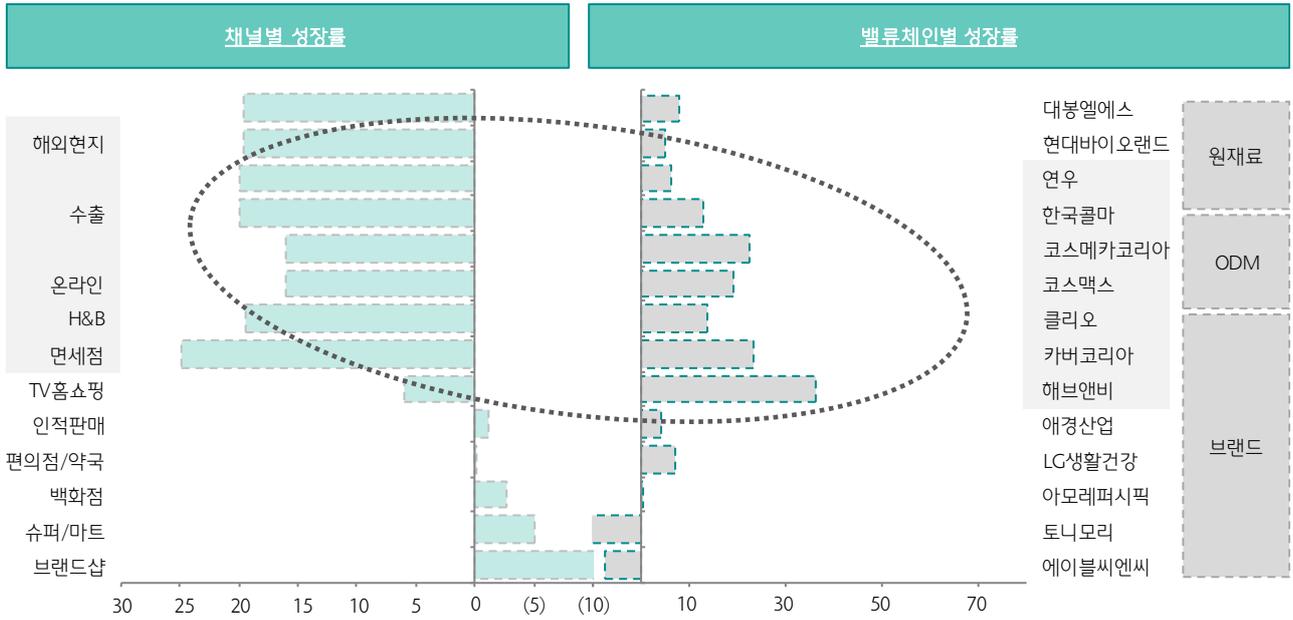
ODM과 부자재 업체들은 국내 화장품 시장 성장을 온전히 개별 업체들이 흡수했다. 더 나아가 중국과 미국 등 해외 진출(ODM), 해외 수출 확대(부자재 용기)로 국내 시장 성장률보다 높은 고신장을 만들어 냈다. 반면, 원료 업체들은 국내 자체 조달 비중이 낮아지면서 개별 업체들의 사업 규모는 국내 내수 시장보다 작았다. 아울러, 주요 브랜드/ODM 업체들의 해외 현지 매출 비중이 상승하면서 한국 화장품 산업 내에서 원료 업체들의 입지는 더욱 약해지고 있다.

메이저 브랜드 업체&톱 ODM/부자재 업체들 투자 유망

투자 관점에서 한국 화장품 산업의 방향성과 중장기 유망 산업군과 관련 업체들은 채널과 밸류체인의 교집합으로 나타낼 수 있다. 면세점/온라인/수출/H&B 채널은 밸류체인의 개별 업체들로 대응된다. 면세점과 수출은 대 중국 브랜드 높은 브랜드 인지도를 의미한다. LG생활건강과 아모레퍼시픽의 중장기 전망이 유망하다. 온라인과 H&B는 헤브앤비, 커버코리아, 클리오 등 신규 브랜드들의 성장 채널이다. 다만 이들 중소형 브랜드 업체들은 브랜드 교체와 실적 변동성이 크기 때문에 특정 업체에 대한 집중적 투자는 불확실성이 크다. 이들 중소형 브랜드 업체들은 모든 생산을 아웃소싱하며, 대체로 ODM은 톱 3 코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아로 집중된다. 부자재 용기 수요는 연우와 펄텍코리아 등으로 집중된다. 따라서, 톱 ODM/부자재 용기 업체들에 대한 투자는 벤처 브랜드 ETF(Exchange Traded Fund) 성격을 갖는다. 벤처 브랜드 성장에 투자하고 싶은데, 브랜드 선별 안목에 자신이 없다면 ODM/부자재 용기 업체들에 대한 투자가 바람직하다.

그런데, 이런 투자 전략이 유효하기 위해서는 한국 화장품 산업이 지금과 같은 지속 성장이 가능해야 한다. 한국 중저가 브랜드들이 중국 시장에서 밀려났고, 최근에는 한국의 대표 화장품 대기업 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 실적도 위태위태해 보인다. 한국 화장품 산업의 지속 성장을 위해 풀어야 할 과제는 무엇일까?

그림 33. 채널별/밸류체인별 성장률(2015~21년 CAGR)과 시장 변화



자료: 각 사, 하나금융투자

### 3) 한국 화장품 산업의 지속 성장을 위한 과제

2008년 아이오페 ‘에어쿠션’ 이 처음 나왔을 때 다른 회사들은 “이게 도대체 뭐냐” 고 의아해했다고 한다. 콤팩트 케이스 안에 들어있는 액상 형태의 파운데이션을 스펀지로 찍어 바르는 이상한 제품이었다. 하지만, 자외선 차단제에 메이크업 베이스 기능을 더한 혁신성을 소비자들이 알아보기 시작했고, 출시 2년 만에 쿠션 연간 판매량은 50만 개가 됐다. 탄력을 받아 2012년엔 600만 개, 2013년 1,260만 개가 팔려나갔다. 2015년엔 3,300만 개가 팔리면서 ‘1초에 1개씩 팔리는 화장품’ 으로 성장했다. 쿠션을 쳐다보지 않았던 샤넬, 랑콤, 다올, 입생로랑, 맥, 나스 등 글로벌 브랜드들도 모두 쿠션을 내놓았다.

#### K-뷰티 가격/제품 다양성 강점

유튜브에서 소개되는 K-뷰티의 강점 가운데 하나가 '저렴한 가격'에 '다양한 제품'으로 자신의 피부 타입 맞는 '디테일한 화장'이 가능하다는 것이다. 달팽이 점액 성분이나 벌꿀을 사용하는 등의 파격은 K-뷰티의 가장 큰 미덕으로 꼽힌다. 비비크림(Blemish Balm)은 독일에서 피부과 치료 용으로 사용되던 것을 화장품으로 보편화시킨 것이며, 마스크팩 역시 이미 일본 등지에서 사용되고 있었지만 한국이 글로벌 상품화를 시킨 것이다. 기존 서구의 화장품은 '어떤 피부에나 가능한'이란 컨셉으로 비싼 반면, 한국 화장품은 개개인의 피부 특성에 따른 접근을 시도하면서 저렴하다는 것이다. 이런 한국 화장품의 '혁신성'에 대해서는 지금도 의심의 여지가 없다. 한국 벤처 브랜드의 풀은 훌륭하다.

#### 문제는 유통력

문제는 이런 유망한 벤처 브랜드들을 글로벌로 전개할 수 있는 유통력이다. 그 작업은 아모레퍼시픽이나 LG생활건강 같은 대기업들이 해줘야 하는데, 이들 두 업체의 현재 상황도 만만치 않다. 그 이유는 글로벌 화장품 1등 기업 로레알과 비교를 통해서 명확해진다.

#### 글로벌 1등 로레알 vs. 한국 1등 아모레퍼시픽

로레알과 아모레퍼시픽은 각각 글로벌, 한국 화장품 1위 업체다. 두 회사 모두 중국 소비 시장 확대 최대 수혜 업체다. 온라인/면세점 채널 확대 기회를 맞이했으나, 벤처 브랜드 확대는 리스크 요인으로 작용하기 도했다. 로레알은 랑콤/입생로랑 등 글로벌 최고의 라인업으로 중국 화장품 소비의 럭셔리화를 실적으로 흡수하고 있다. 중국 1위 로컬 마스크팩 ‘매직’, 한국 색조 ‘스타일난다’ 등을 전격적으로 인수하면서 중국 로컬화 및 색조 시장 트렌드에 편승, 탁월한 성과를 거두고 있다. 이러한 공격적 M&A 전략으로 벤처 브랜드 확대를 위협이 아닌 라인업 확충과 경쟁력 제고 기회로 활용하고 있다. 이커머스 확대로 사업 영역을 중국 3~5선까지 확장하는 동시에 수익성 개선에 기여하고 있다.

반면, 아모레퍼시픽은 2017년 사드보복 조치 이후 크게 꺾이고 있다. 연결 기준 8,500억원에 달했던 영업이익은 절반 수준에도 못 미치고 있다. 한때 중국 색조시장 3위, 국내 럭셔리 방판 80% 절대적 시장 점유율의 위엄은 퇴색된 지 오래다. 국내외 중저가 비중이 높은 사업 구조 때문에 벤처 브랜드 확대에 타격이 크다. 국내외 중국에서 모두 시장 점유율이 하락하고 있다. 방판과 아리따움 등 기존 오프라인 사업 보호를 위해 온라인과 H&B채널을 활용하지 못했다. 온라인/벤처 시대에 자체적인 채널을 갖고 있다는 점은, 오히려 사업 확장에 한계로 작용했다. 면세점은 브랜드 인지도 저하 우려 때문에 공격적이지 못했다.

한편, LG생활건강은 아모레퍼시픽과 달리 i) 중저가 매출 비중이 낮았기 때문에 국내외 벤처 브랜드 확대 데미지가 거의 없었다. ii) 평리위안에 의한 셀러브리티 마케팅 기회를 효과적으로 살리면서, iii) 2017년 사드보복조치 이후 브랜드 인지도 훼손 우려에도 불구하고 면세점과 파이공 무역에 공격적으로 대응, 후를 매출 규모 2조 6천억원 대형 브랜드로 키웠다. 다만, ㄱ) 후 이외 이렇다 할 럭셔리 세컨드 브랜드가 없다는 점, ㄴ) 후가 럭셔리 가격대임에도 불구하고 유럽과 미국 등 선진 시장에서 인지도가 전무하다는 점은 중장기 실적 가시성을 낮추는 요인이다. ㄷ) 색조 등 추가적인 브랜드, 카테고리 라인업 확대도 풀어야 할 과제다.

**아모레퍼시픽과 LG생활건강 중장기 성장 조건:**

**1. 선진시장 브랜드 인지도 정립**

결국, 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 중장기 성장 여력과 가시성을 높일 수 있는 공통 조건은 3가지로 요약된다.

첫째, 글로벌 선진 시장 미국 또는 유럽에서 브랜드 인지도 정립이다. 미국이나 유럽 지역을 새로운 성장 동력으로 삼고자함이 아니다. 중국 시장에서 설화수와 후의 지속 성장을 위해서 필요한 전략이다. 글로벌 인지도가 없는 럭셔리 브랜드는 중국 시장에서 사상누각이다. LG생활건강의 후는 중국에서 매출 규모가 커지고 성장률이 둔화되면서 이 과제가 목전으로 다가왔다. 아모레퍼시픽의 설화수는 아직 매출 규모가 작고 고성장을 하고 있지만, 조만간 닥쳐올 이슈다.

**2. 럭셔리 세컨드 브랜드 빌딩**

둘째, 럭셔리 세컨드 브랜드의 빌딩이다. 글로벌 화장품 회사들을 보면, 럭셔리 브랜드 라인업이 3~4개, 색조와 기초로 나뉘어져 짜임새 있게 전개되고 있는 것을 확인할 수 있다. 시세이도는 시세이도를 메인으로 나스와 끌레드뽀를 보유하고 있고, 로레알은 랑콤을 비롯 입생로랑, 조르지오 아르마니 등 럭셔리로 구분짓는 브랜드가 17개나 된다. 에스티 로더는 MAC, 라메르, 톰포드가 든든하게 뒤를 떠 받치고 있다. LVMH도 크리스찬 디올, 켈랑, 지방시 등을 전개하고 있다.

표 14. 글로벌 화장품 비교 (2019년 기준)

(단위: 십억원)

구분	아모레	LG생활건강	시세이도	로레알	에스티로더	
시가총액	10,347	22,130	29,669	187,322	86,119	
매출	5,580(YoY 6%)	6,686(YoY 14%)	12,900(YoY 7%)	40,092(YoY 8%)	19,947(YoY 11%)	
영업이익	428(YoY -11%)	1,176(YoY 13%)	1,298(YoY 5%)	7,446(YoY 13%)	3,104(YoY 13%)	
중국사업 매출	1,355(YoY 3%)	945(YoY 44%)	2,466(YoY 19%)	12,961(YoY 26%)	4,929(YoY 25%)	
면세점 매출	1,554(YoY 22%)	1,847(YoY 24%)	1,166(YoY 19%)	3,355(YoY 25%)	4,588(YoY 18%)	
럭셔리	브랜드	설화수, 헤라 등	후, 오휘, 슌 등	시세이도, 나스, 끌레드뽀 등	랑콤, 입생로랑, 조르지오 아르마니 등	에스티로더, MAC 라메르, 톰포드 등
	매출	1,947(YoY 6%)	3,318(YoY 23%)	6,175(YoY 10%)	14,789(YoY 14%)	5,850(YoY 25%)
	비중	35%	43%	48%	37%	29%
Top 브랜드	브랜드	설화수	후	시세이도	랑콤	에스티로더
	매출	1,344(YoY 10%)	2,583(YoY 28%)	2,195(YoY 18%)	4,300(YoY 10% 이상)	2,590(YoY 20%이상)
	비중	24%	34%	17%	11%	13%

주1: 각 사 매출 기준 추정치로, 리테일 기준 다른 기관 조사 자료와 차이가 있을 수 있음

주2: 로레알/에스티로더 중국사업 매출은 아시아지역

주3: 사업규모를 제대로 파악하기 위해서는 코로나19 이전 2019년 매출 규모가 유용하다는 판단

자료: 각 사, 하나금융투자

3. M&A 활성화

셋째, M&A다. 급변하는 시장 트렌드를 따라 잡기 위한 증거가 브랜드 확충이 필요한데, 현재 갖고 있는 브랜드를 리뉴얼하는 것으로는 부족해 보인다. 현재 갖고 있는 브랜드에 대한 마케팅과 인큐베이팅도 중요하지만, 가능성 높은 신규 벤처 브랜드를 발굴하고 합리적 가격에 인수하여 트렌드에 맞는 라인업을 확대하는 전략이 필요하다. 증거가 신규 벤처 브랜드를 지속적으로 발굴, 한국뿐 아니라 중국, 동남아, 미국, 유럽에 전개해야 한다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강에는 국내 최고의 마케터들이 있고, 광고회사들이 줄을 서고 있으며, 무엇보다 막대한 현금을 보유하고 있다. 세포라, 알타뷰티 등 글로벌 화장품 유통 업체들과 네트워크도 가장 밀접하다. 현재 이들 브랜드들의 글로벌 전개가 이렇다 할 성과를 내지 못하는 이유가 유통력의 문제인지, 브랜드의 노후화 때문인지 깊이 자문해볼 필요가 있다.

M&A는 한국 화장품 산업 지속 성장 필요충분 조건

결국, 한국 내 M&A 시장 활성화는 아모레퍼시픽과 LG생활건강에게도 중요한 과제일 뿐 아니라, 한국 화장품 산업의 지속 성장을 위한 필요충분 조건이기도 하다. M&A 활성화로 브랜드의 건전한 생태계가 조성돼야 한다. 벤처 브랜드들은 오로지 제품의 아이덴티티와 퀄리티에만 집중할 수 있는 환경이 중요하다. 온라인/H&B스토어가 핵심 채널로 부상하면서 자체 점포 구축에 대한 부담은 없어졌다. 조직/인사/재무/회계/법률 등의 부담은 M&A로 덜 수 있다. 브랜드만 잘 만들면 언제든지 아모레퍼시픽과 LG생활건강에 매각해서 큰 돈을 벌 수 있다는 꿈을 가질 수 있어야 한다. 메이저 브랜드 업체는 이들 브랜드를 중국을 비롯한 글로벌 시장에 유통함으로써 브랜드 규모를 레벨업 시키고 투자 수익을 회수할 수 있다.

지금은 한국 화장품 산업이 글로벌로 뻗어 나갈 수 있는 최적의 환경이다. K-팝, K-드라마 등 한류는 그 어느때보다 외연을 확대하고 있다. 감히 한국의 가수가 빌보드 차트에서 2년 연속 1위가 나올 것이라고 누가 상상을 했었는가? 프랑스의 상징 에펠탑 앞에서 K-팝 춤을 추고 있다. 글로벌 10대 20대들에게 한국의 아이돌은 우상이며, 한국은 그들이 가장 가고 싶은 나라 가운데 한 곳이다. 가사를 외우며 한글을 익히고 있다. 글로벌 화장품 유통시장에서 한국 화장품을 대하는 태도가 달라졌다. 일본은 제4차 한류 시대로 접어들었다고 한다. 이제 미국과 유럽에서도 한국 화장품을 찾는 이들이 점점 많아지고 있다. 대 일본, 대 미국 화장품 수출 추이를 보면 헬륨 가스 가득한 풍선을 보는 것처럼 뭔가 하나의 트리거를 기다리고 있는 것 같다. 현재 화장품 산업의 역량 역시 역대 최고 수준이다. 기술과 문화가 한데 어우러진 한국 화장품 산업은 중국을 넘어 동남아, 일본은 물론, 미국과 유럽을 두드리고 있다.

글로벌 유통을 통한 K-뷰티 외연 확장 시급

한국의 i) 우수한 ODM/부자재 업체들의 기술력을 기반으로 ii) 통통튀는 아이디어로 무장된 우수한 벤처 인재 풀에서 나오는 혁신적인 아이디어 상품들을 iii) 아모레퍼시픽과 LG생활건강이 글로벌 유통 네트워크와 마케팅력을 통해서 K-뷰티의 외연을 넓혀야 한다. 미국과 유럽에서 K-뷰티의 인지도 확보는 중요한 과제다. 그게 세계에서 가장 큰 화장품 소비시장 중국에서, 그리고 그 이후 동남아와 인도 등 신흥시장에서 중장기적으로 소프트웨어를 지속할 수 있는 핵심 조건 가운데 하나다. K-컨텐츠가 글로벌 문화의 핵심으로 떠오른 지금은 또 한번 천재일우 기회다. 포스트 코로나19 시대 한국 화장품 산업의 도약을 기대해본다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.04%	4.96%	0.00%	100%

\* 기준일: 2022년 1월 20일

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 2022년 1월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2022년 1월 20일 현재 해당회사의 유가증권권을 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.