

일본 탐방기

일본, 벤치마크와 경쟁 사이



유통/미디어/레저. 손윤경, CFA / 3773-8477, skcase1976@sk.com

음식료/화장품. 서영화 / 3773-9182, donaldseo@sk.com

제약/바이오. 이달미 / 3773-9952, talmi@sk.com

자산전략. 김효진 / 3773-9956, hyokim@sk.com





Analyst

김효진(자산전략)

hyokim@sk.com

02-3773-9956



Analyst

손윤경(유통/미디어/레저)

skcase1976@sk.com

02-3773-8477



Analyst

서영화(음식료/화장품)

donaldseo@sk.com

02-3773-9182



Analyst

이달미(제약/바이오)

talmi@sk.com

02-3773-9952

일본 탐방기

2017-11-15

일본, 벤치마크와 경쟁 사이

일본은 한국에게 벤치마크의 대상이자 경쟁상대이다. 고령화와 저성장의 벤치마크로, 중국 시장에서의 경쟁 전략을 파악하기 위해 유통, 제약, 화장품 10개 기업을 탐방했다. 장기불황과 고령화를 이겨내기 위한 각자의 전략을 한 수 배울 수 있었고, 중국을 둘러싼 경쟁에서는 경각심을 들게 하는 자신감도 얻어낼 수 있는 시간이었다.

● 유통: 달라도 너무 다른 일본

- 돈키호테(할인점): 대점법의 폐기와 함께 등장, 소매업은 국지전이다!
 - 가격 결정권 및 매입권한 점장에게 이양/ 재미와 가격 경쟁력 확보/ 심야 영업은 당연한 선택
- 웰시아(드럭스토어): 싸게 팔지 않는다! 초고령 사회에 적합한 유통 모델 형성
 - 주택지로 자리잡으며 다른 드럭스토어와 가격 경쟁이 필요 없음
- 패밀리마트(편의점): M&A를 통해 경쟁력 강화를 추구
 - 편의점, 여전히 핵심 고객인 40대 남성에 소구하는 전략을 구상 중

여기에 외국인 관광객 증가는 유통업 전반의 '덤'

그리고 공통의 주요 관심사: 충원, 초고령 사회에 진입으로 인력 충원의 어려움이 부각

- 출점 시 '충원 가능성'이 고려 사항인 단계

● 화장품: 물 들어올 때 노 젓는 일본 화장품

투자에 보수적이었던 일본 업체들의 스탠스가 변화하고 있음. 2017년 고공 성장세를 시현 중인 일본 화장품 업체들은 3Q 실적 발표와 함께 연간 가이던스를 상향하였으며, CAPEX를 확대 중. 현재는 투자와 투자 회수가 함께 이루어지는 선순환 사이클에 접어들었으며, 이는 일본 화장품 회사의 주가 상승과 벨류에이션 리레이팅으로 연결됨

● 초고령사회, 일본에 담이 있다!

초고령사회인 일본의 제약시장은 약가인하로 내수 위축 중, 그 돌파구로 수출과 R&D에 집중적으로 투자하였으며 그 결실을 맺을 시기가 다가오고 있음. 일본업체들의 매출액대비 R&D비용은 20% 이상, 국내 업체들의 15%보다 높아 신약개발에 큰 의미를 두고 있는 것으로 판단. 이미 특허만료는 되었지만 '아리셉트', '벨케이드', '올메살탄' 등 과거 블리버스터급 신약을 출시했던 경험을 바탕으로 새로운 신약출시가 다가오고 있음. 약가인하로 현재 실적은 부진하나 신약개발의 성공으로 제2의 도약을 준비 중에 있다고 판단됨.

Contents

01. Why Japan? : 일본, 벤치마크와 경쟁 사이	3
02. 유통 : 달라도 너무 다른 일본	10
03. Cosmetics : 물 들어올 때 노 젓는 일본	27
04. 제약 : 초고령 사회, 일본에 답이 있다!	46

Compliance Notice

- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 1일 기준)

매수	89.93%	중립	10.07%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----





01. Why Japan?

일본, 벤치마크와 경쟁 사이



Analyst
김효진(자산전략)
hyokim@sk.com
02-3773-9956



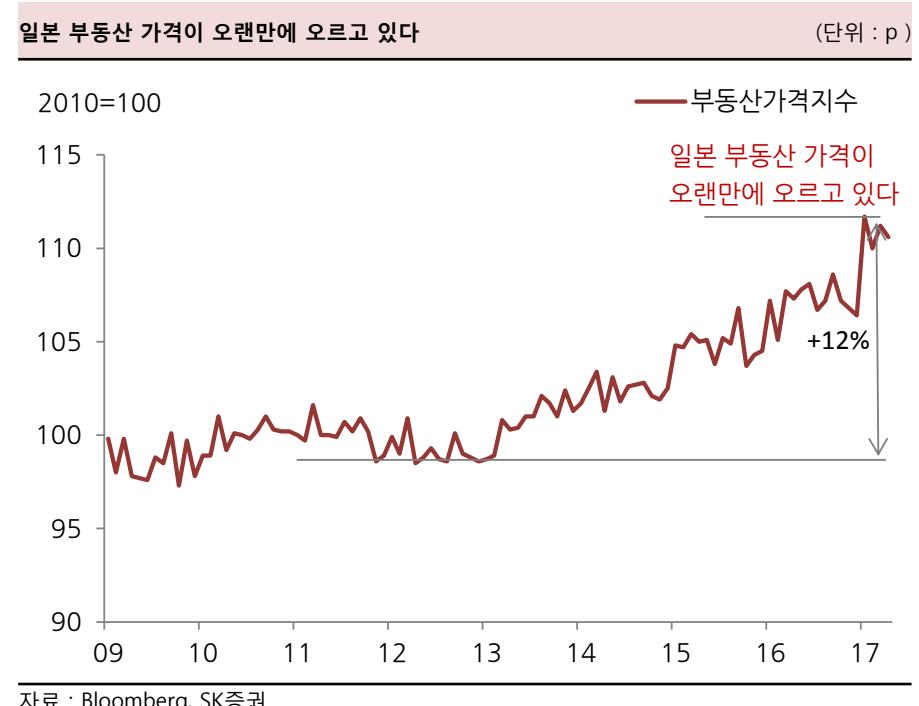
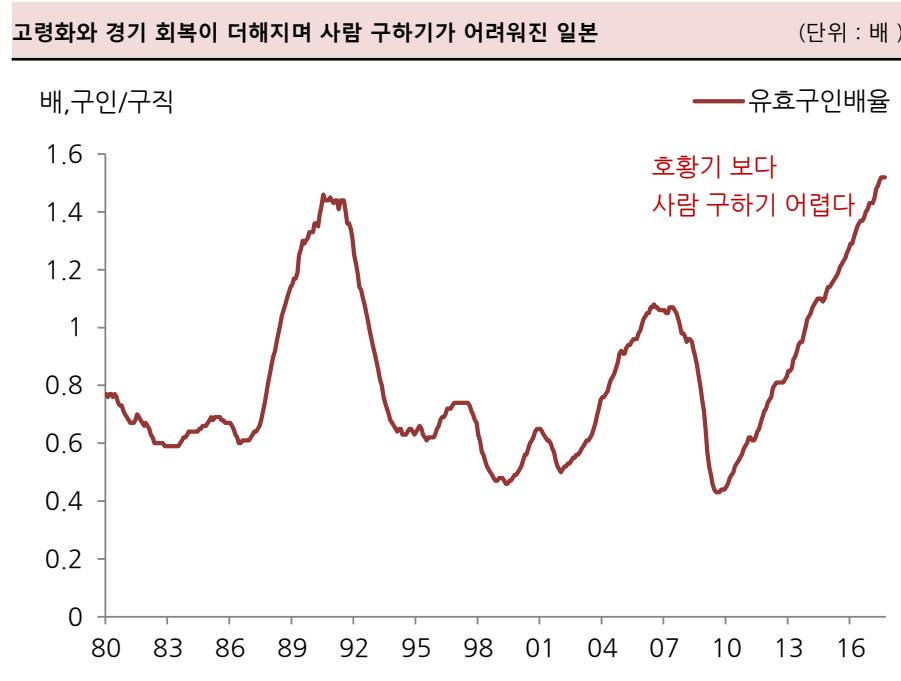
R.A
김수정
soojungkim@sk.com
02-3773-8893



장기불황의 대명사, 일본이 달라지고 있다

● 일본 경기가 오랜만에 좋아지고 있다.

- 장기불황의 대명사였던 일본 경기가 오랜만에 좋아지고 있다. 고령화와 경기 회복이 더해지며 유효구인배율(구인/구직)은 80년대 후반 호황기보다 높아졌고, 25년간 하락하기만 했던 부동산 가격도 지난 5년간 10% 넘게 상승했다. 일본 기업들은 정작 경기 회복을 체감하고 있는지, 사업전략에는 어떤 변화가 있는지 궁금했다.
- 일본 기업과의 미팅에서 경기 회복을 체감하는지를 질문했다. 사람 구하기 힘들다는 대답은 공통적이었지만, 경기 회복에 대해서는 생각보다 크게 체감하지 못하는 모습이었다. 한국과 마찬가지로 내수보다는 중국인 관광객이 일본 경기에 온기를 불어넣은 큰 요소였음을 확인할 수 있었다.

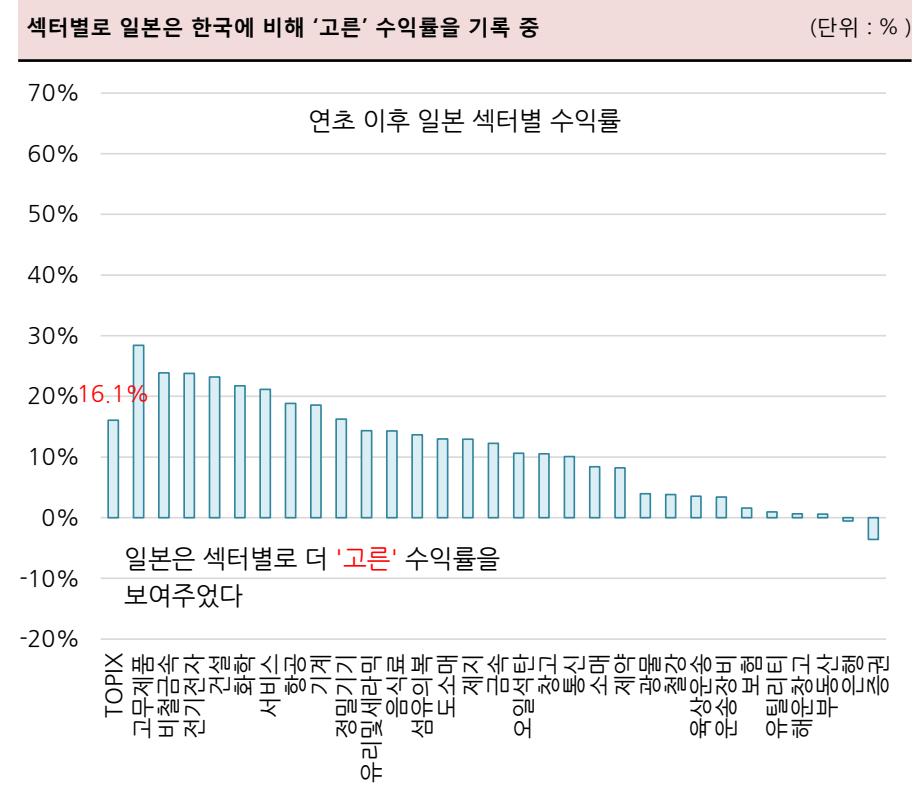
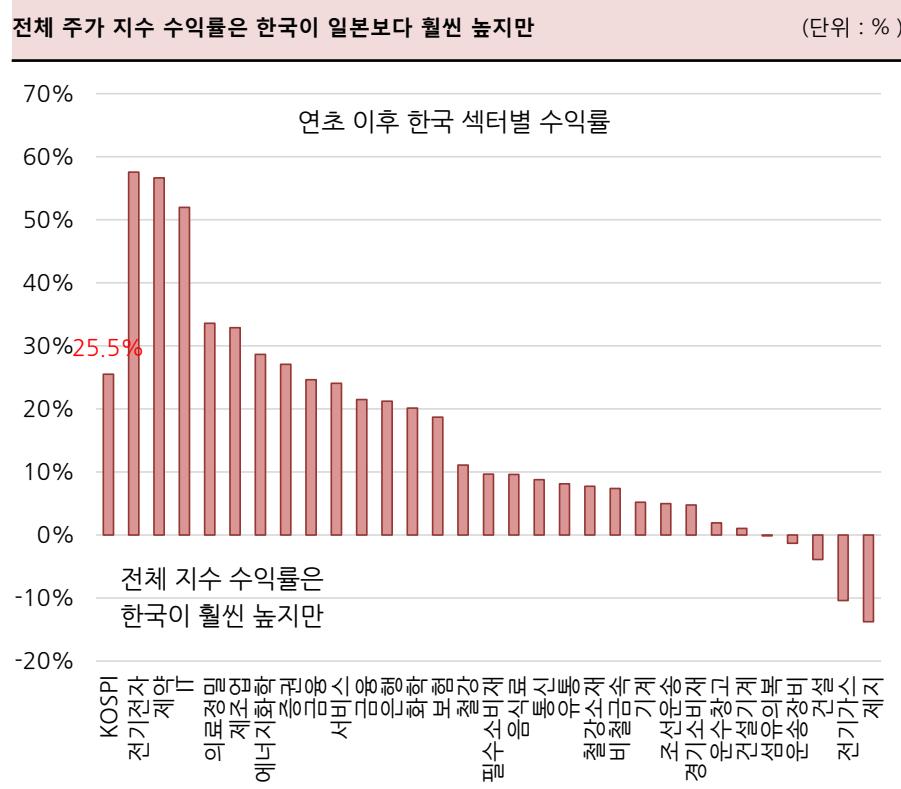


자료 : Bloomberg, SK증권

일본 증시는 한국보다 '고른' 모습을 보여주고 있다.

● IT, 제약 등 일부 업종에 주가 상승이 몰려 있는 한국과는 달리 일본 증시는 '고른' 상승세를 기록 중이다.

- 연초 이후 KOSPI 수익률은 25.5%로 일본 16.1%를 훨씬 웃돌고 있다. 다만 내용은 다른데 한국의 경우 IT/제약 등 일부 업종으로의 쏠림이 계속되는데 반해, 일본의 경우 더 '고른' 수익률을 기록 중인 것이 인상적이다. 일본 증시에서는 전기전자 뿐 아니라, 건설, 서비스, 음식료, 도소매 등 다양한 섹터가 두 자릿수 +를 기록 중이다. 다양한 분야에서 경기 회복이 나타나고 있음을 반영하는 부분이다.



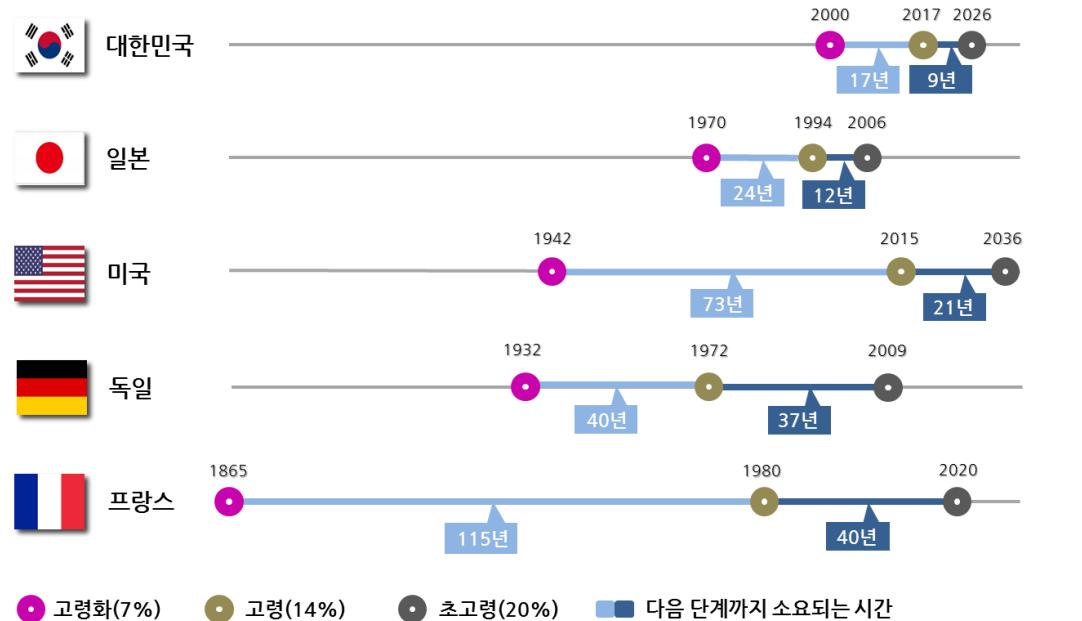
자료 : CEIC, SK증권

벤치마크로서의 일본(1)

● 일본은 한국에게 벤치마크이자 경쟁의 대상

- 한국 기업들이 가장 많이 스터디한 국가가 아마도 일본이 아닐까 싶다. 널리 알려진 대로 일본은 세계에서 가장 고령화 진행 속도가 빠르기 때문이다. 한국은 2017년 9월을 기점으로 고령 사회(65세 인구 비중 14%)에 진입했다. 고령화 및 저성장의 선배로 여전히 일본은 한국에게 좋은 벤치마크 대상이다.

세계에서 가장 빠른 고령화를 경험 중인 한국에게 일본은 여전히 좋은 벤치마크 대상이다



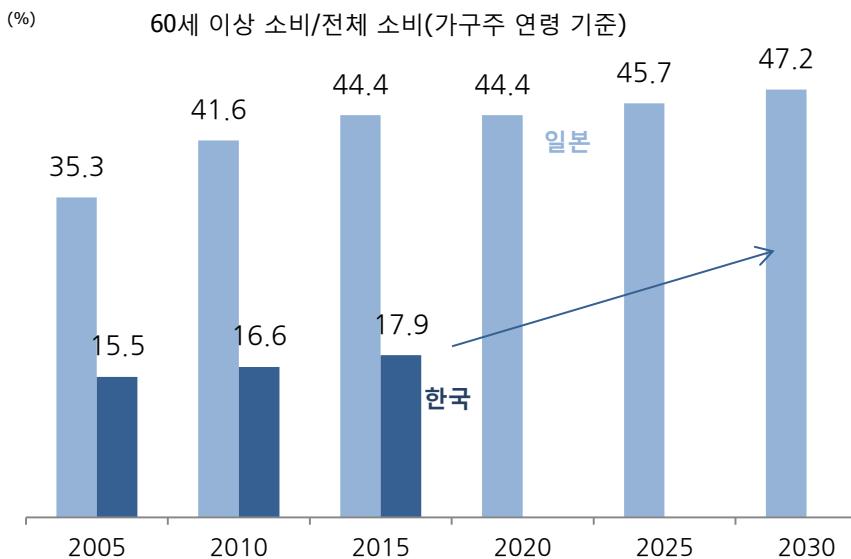
자료 : UN, SK증권

벤치마크로서의 일본(2)

● 고령화와 저성장을 겪으며 일본 기업들은 다양한 생존 전략을 만들어냈다.

- 일본의 60세 이상이 전체 소비에서 차지하는 비중은(가구주 기준) 45%에 달할 정도로 절대적이다. 한국은 고령층 소비가 20%에도 미치지 못하지만, 향후 빠른 고령화와 함께 빠른 증가가 예상된다.
- 웰시아는 주택지로 점포를 확장하며 접근성을 높이는 전략으로 승부수를 띄웠다. 비싸더라도 가까운 곳을 선호하는 고령층에게 접근성 강화 전략이 유효하다는 것을 웰시아가 입증하고 있는 셈이다.
- 아울러 웰시아는 심야영업 점포 확대로 고객의 편의성을 높이는 전략을 추구하고 있으며, 이는 돈키호테도 마찬가지다.
- 다케다는 약가인하에 맞서 제네릭을 접고 신약개발과 글로벌화에 집중했다. 한시간의 미팅 동안 15분이 넘는 시간을 들여 다국적 기업 임을 강조하는 것이 인상적이었다.

일본의 고령층 소비는 전체의 45%에 달할 정도로 절대적이다



자료 : 일본 통계국, 일본 언론, 한국 통계청, SK증권

접근성과 편의성으로 돌파구를 삼은 일본 기업들



“いつでも” 便利に “安心” を



자료 : SK증권

경쟁 상대로서의 일본(1)

- 글로벌 시장에서 일본은 여전히 한국의 경쟁상대이다.

- 90년 대까지 3배 이상 차이 나던 일본과 한국의 수출 금액은 20% 이내로 격차가 좁혀졌다. 높아진 해외 생산비중은 감안해야 하겠지만, 한국이 일본을 상당 폭 추격하고 있는 셈이다.

- 중국 시장을 놓고는 역전과 재역전을 거듭하며 격전 중이다.

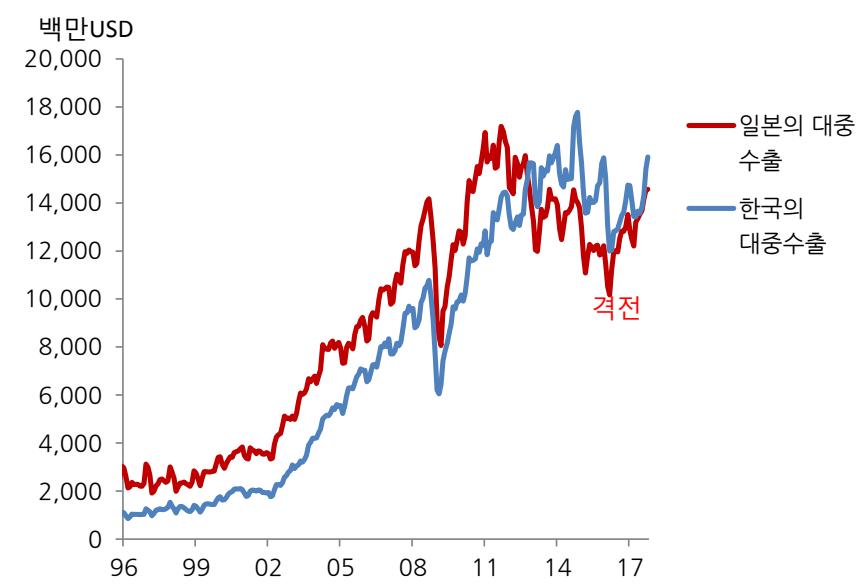
- 중국 시장에서는 그야말로 격전 중이다. 줄곧 중국의 제1 수입국 위치를 차지하던 일본은 2011년을 기점으로 한국에게 제 1 수입국의 지위를 내주었다. 최근 일본이 한국의 자리를 다시 재역전 하려는 움직임이 나타나고 있다.

글로벌 수출에서 일본은 여전히 한국을 앞서고 있지만



자료 : CEIC, SK증권

중국 시장에서는 한국과 일본이 격전 중이다.



자료 : CEIC, SK증권

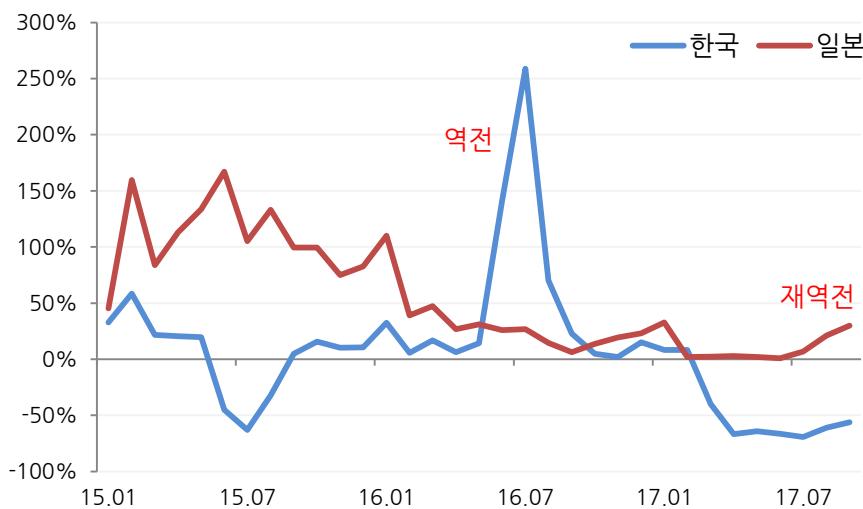
경쟁 상대로서의 일본(2)

● 요우커를 둘러싼 경쟁 역시 치열하다.

- 한국과 일본 모두에게 요우커는 기운이 빠진 내수에 활력을 불어넣어 준 요소이다. 돈키호테의 경우 최근 중국인 관광객들의 소비가 전체 매출 증가로 이어지는 모습이 나타났다.
- 최근 일본 증권사에서는 한-중 관계가 회복되며 다시 한국으로 요우커들이 몰려가지를 않을지를 '우려'하는 보고서가 발간되었다. 그만큼 일본에서도 한-중 관계회복은 중요한 이슈가 되었음을 보여주는 부분이다.

對중 수출 뿐 아니라 요우커를 둘러싼 격전 역시 진행 중이다.

중국인 관광객 수 (% , YOY)

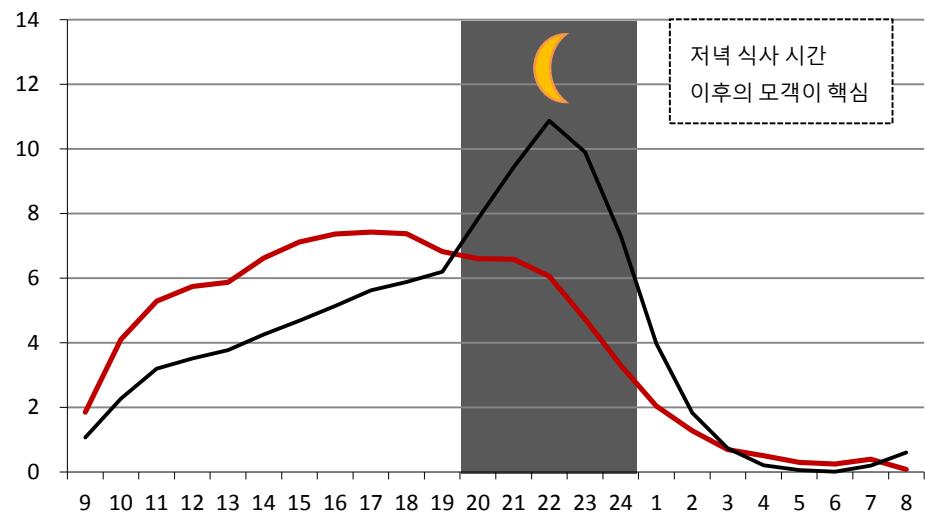


자료 : 관광지식정보시스템, SK증권

요우커를 중심으로 한 심야 쇼핑은 돈키호테 매출 증가로 이어지고 있다.

(단위: %)

— 국내 비중 — 면세 비중



자료 : 돈키호테, SK증권



02. 유통 달라도 너무 다른 일본



Analyst
손윤경(유통/미디어/레저)
skcase1976@sk.com
02-3773-8477



R.A
전영현
yj6752@sk.com
02-3773-9181



Summary: 달라도 너무 다른 일본 유통업(1)

일본은 오랜 불황과 고령화를 지나온 만큼 각자의 생존법을 하나씩은 갖추고 있음을 확인할 수 있었다. 웰시아는 싸게 팔지 않는 대신 접근성과 전문성을 무기로, 패밀리마트는 M&A를 통해 경쟁력 강화를 꾀하고 있었다. 외국인 관광객이 늘어나며 유통업이 '덤'을 얻고 있었는데, 이를 가장 잘 활용하는 것은 재미와 심야영업을 앞세운 돈키호테였다. 저성장을 돌파할 수 있는 전략, 인력 충원 문제가 향후 한국에도 화두가 될 것을 예상할 수 있었다.

- **돈키호테(할인점): 대점법의 폐기와 함께 등장, 소매업은 국지전이다!**

- 출점이 가능한 상황에서 사업 시작
- 재미와 가격, 심야 영업을 핵심 경쟁력으로 성장
- 점장에게 이양된 가격 결정권 및 매입권한, 효율적인 영업의 핵심 시스템

- **웰시아(드럭스토어): 싸게 팔지 않는다! 초고령 사회에 적합한 유통 모델 형성**

- 전문성과 접근성을 경쟁력으로 성장
: 장기간의 투자가 성과로 나타나고 있는 단계, 다른 드럭스토어와 가격 경쟁을 하지 않아도 됨

- **패밀리마트(편의점): M&A를 통해 경쟁력 강화를 추구**

- 여전히 40대 남성 고객에 집중된 전략 여성 고객 공략을 고려하고는 있으나, 아직은 매우 초기 단계
- 일반적으로 알려진 편의점의 1인 가구와 노인 가구 공략과 관련한 전략은 거의 없음
- 점주들의 최저 임금 인상 부담을 지원하기로 함: 점포 별로 연간 120만엔을 지원하는 계약을 90% 완료

- **여기에 외국인 관광객은 일본 유통업 전반의 '덤'**

- **그리고 중요한 관심사, '충원'**

- 초고령 사회에 진입: 인력 충원의 어려움이 부각
- 출점 시 '충원 가능성'이 고려 사항인 단계

달라도 너무 다른 일본 유통(2), 업체별 성공 포인트 정리

Target 고객층		접근 가치	실행 및 결과	향후 성장 포인트
웰시아	일본 내국인	전문성 & 접근성	<ul style="list-style-type: none"> * 처음부터 조제약국에 생필품을 판매하는 사업모델로 출발 - 의약분업 이후 확대되었던 문전약국(병원 앞 약국)을 주택지로 바꿈 - 초기 출점 시, 약사 확보 등이 선행되어야 했기 때문에 오랜 기간 투자가 지속 	<p>정부가 추진하는 '지역포괄커버시스템'을 드럭스토어를 기반으로 실행할 계획</p> <ul style="list-style-type: none"> - '지역포괄커버시스템'이란 각 지역에서 일어나는 일은 지역에서 해결하는 시스템을 의미
돈키호테	일본 젊은 층 여성 & 외국인 관광객	가격, 재미 & 편의성 : 충동구매 유도	<ul style="list-style-type: none"> * 대점법 폐지 이후 등장한 유통 모델로 출점이 자유로웠음 * 심야영업 : 젊은 고객 & 싱글족에게 소구하며 고속 성장 * 절대적으로 낮은 가격의 제품을 미끼 상품으로 고객을 이끌고 재미를 제공하며 충동구매를 유도 * 각 점포의 점장이 매입 및 판매의 결정권을 가지고 있음 - 점포별 제품 중 본사 매입 비중 60%, 점포 직접 매입 비중 40% - <u>상권에 따라 다른 가격 정책</u> - <u>종업원의 평가 기준: 매출, 이익, 그리고 재고회전율</u> 	<p>메가 돈키호테 등 일반 GMS 매장 확대를 통해 고객 층을 젊은 여성에서 주부 및 가족 단위로 확대 할 계획</p>
패밀리마트	일본 40대 남성	편의성	<ul style="list-style-type: none"> • 전형적인 편의점 사업을 진행 중 * 2016년 편의점 Circle K와 슈퍼마켓인 Uni를 운영하는 유니그룹과 합병 - Circle-K 인수로 점포수면에서 세븐일레븐과 유사해짐 - 반면, 슈퍼마켓인 UNY는 예상에 미치지 못하는 성과 : 2017년 돈키호테에 지분 40%를 매각 	<ul style="list-style-type: none"> * 여성 고객을 유치하기 위한 뚜렷한 전략은 없음 - 고민 중이기는 함

자료: SK증권

달라도 너무 다른 일본 유통(3), 시사점

기업명	현상	시사점
웰시아	<ul style="list-style-type: none"> * 주택지로 출점하는 동안, 출점을 제한 받지는 않았음 * 주택지에 대형 유통업체가 진입함으로써 초고령 사회에서 복지를 지원하는 인프라 역할을 하고 있음 	<ul style="list-style-type: none"> * 대기업의 골목상권 진입을 제한하는 정책 → 장기적으로 초고령 사회를 지원할 인프라 구축 기회를 놓칠 수도 있을 것 * 기업 입장에서는 단기 성과보다는 장기 관점의 투자를 지속할 수 있는 경영 환경을 조성해야 함
돈키호테	<ul style="list-style-type: none"> * 대점법이 폐지된 이후의 고속성장 모델 	<ul style="list-style-type: none"> * 새로운 유통 모델이 도입되어 소비자 후생이 높아지기 위해서는 출점 및 영업시간 규제에 변화가 필요
	<ul style="list-style-type: none"> * 소매점은 고객이 필요한 물건을 구매하는 곳이라는 관점에 전환 : 시간이 날 때, 재미를 위해 찾는 공간 : 쇼핑에 재미를 줄 수 있다면, 불편한 동선은 체류시간을 길게 해서 충동구매를 유도 할 수 있음 * 본사 매입 비중 60%, 지점 매입 비중 40% & 점포별 가격 결정권 점장에 부여 	<ul style="list-style-type: none"> * 필요한 물건을 사러 오는 공간이 아니라 놀러 올 수 있는 공간으로 매장이 변할 때, 새로운 고객을 유치할 수 있을 것 * 규모의 경제만이 '가격 경쟁력'을 확보할 수 있다는 생각에서 벗어날 필요 있음 * 보다 적극적인 '권력이양'이 효율을 높일 수 있음
웰시아 /돈키호테 /패밀리마트	<ul style="list-style-type: none"> * 출점과 함께 필요한 인력을 충원하는 것이 쉽지 않음 * 초고령 사회로 일할 젊은 층이 부족한 가운데, 오랜 기간의 불황으로 사회 현상이 되었던 프리터 층이 적극적으로 취업 시장에 진입하지는 않는 모습 참고: 애널리스트들이 묵었던 호텔 1층의 편의점 점원 3명 모두 외국인(동남아시아권 국적으로 보였음) 	<ul style="list-style-type: none"> * 초고령 사회에서 인력 수급 문제는 생각보다 심각 -> 청년들이 경제 활동에 지속적으로 참여할 수 있도록 지원해야 할 것 -> 청년들에게 수당을 지급하는 형태의 복지가 일할 의욕을 제한하지 않을 수 있도록 관리해야 할 것 -> 외국인에 대한 보다 관대한 정책도 마련이 되어야 할 것

자료: SK증권

웰시아 지주(3141 JP)

현재 일본의 가장 Hot 한 유통, 드럭스토어

- 일본에서 최근 가장 **Hot** 한 유통업태, 드럭스토어: 대부분은 외국인 관광객이 급증하기 시작한 **2012년부터** 주가 급등
- 일본 드럭스토어가 대부분 외국인 관광객의 소비 확대의 영향을 받았을 것으로 추정
그러나 웰시아의 사업 모델은 의외: 전적으로 내국인 소비에 의존하는 모델
- 웰시아 외에 주목받는 일본 드럭스토어(쓰루하, 마츠모토키요시 등)는 성장 드라이버가 외국인 관광객
 - 화장품 및 OTC 의약품 판매 비중이 눈에 띄게 증가: 심각한 가격 경쟁에 노출되어 있음
 - 심각한 가격 경쟁에 노출되어 있음에도 불구하고 급증하는 외국인 관광객에 의한 성장 모멘텀은 여전함

웰시아 지주
(단위: 백만USD)



쓰루하 지주
(단위: 백만USD)



마츠모토키요시 지주
(단위: 백만USD)



자료 : Datastream, SK증권

자료 : Datastream, SK증권

자료 : Datastream, SK증권

웰시아 지주(3141 JP)

초고령 사회에서 핵심 가치, '접근성'을 확보하다

● 웰시아의 핵심 고객층: 일본 내국인

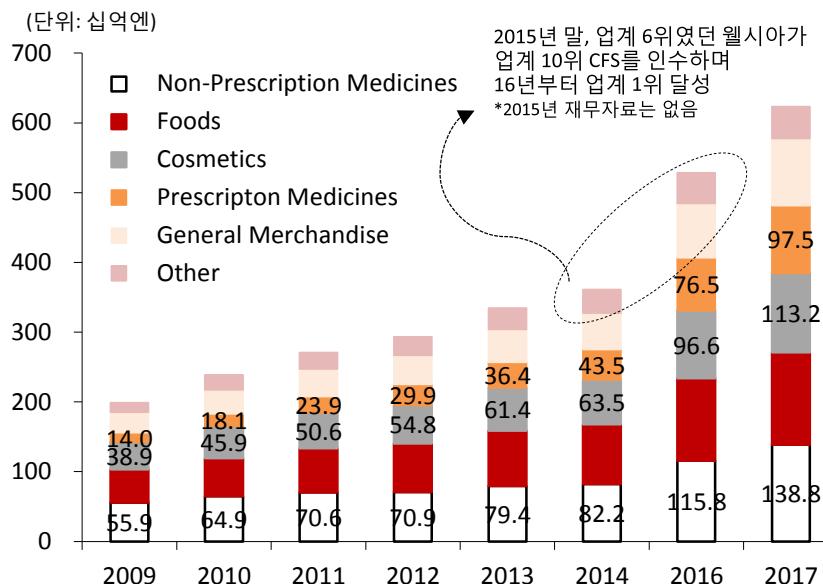
- 설립 초기부터 처방약국을 주택가에 내는 사업 모델을 추구: 약국에서 식료품 등 생필품을 판매
- 초고령 사회로 진입하며 의약품 수요 증가와 함께 생필품 구매에 있어 접근성이 중요해진 일본 내수에 적합한 모델로 성장

● 전문성과 접근성이 핵심 경쟁력: 절대 싸게 팔지 않음 & PB상품 비중도 5% 미만

- 초고령 사회에서 유통업의 핵심 가치인 '접근성'을 확보, 생필품 판매에 있어 가격 할인을 하지 않음

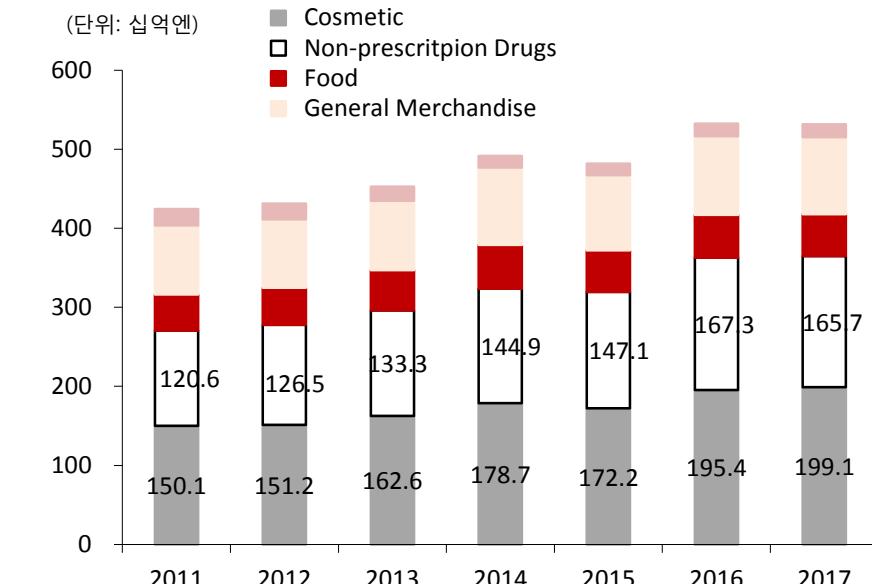
웰시아 제품군별 매출액 추이

(단위 : 십억엔)



마츠키요 제품군별 매출액 추이

(단위 : 십억엔)



자료 : 웰시아, 2월 결산, SK증권

주: 2017년 결산 이후 아오모리 사쿠라 약국 인수

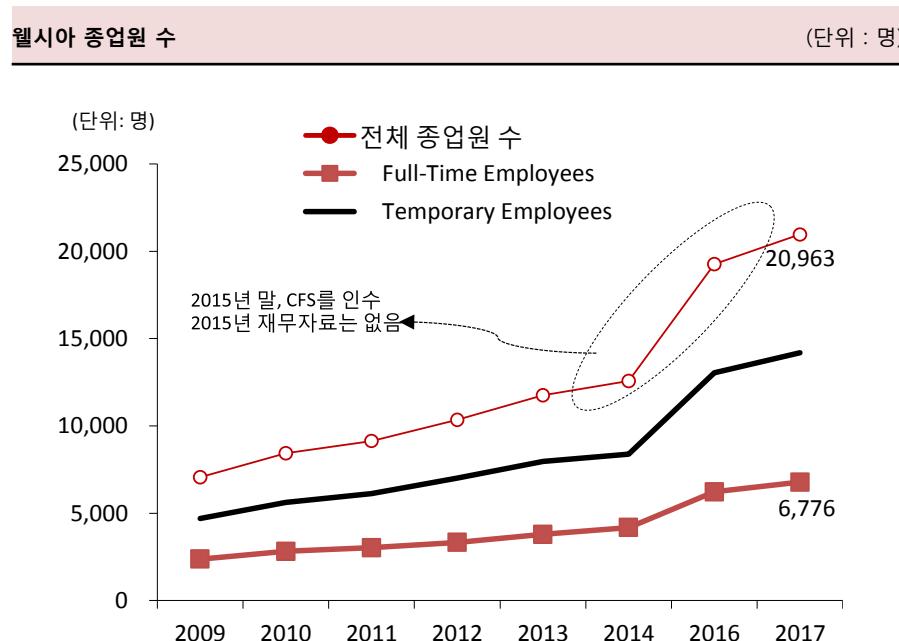
자료 : 마츠모토키요시, SK증권

주: 3월 결산

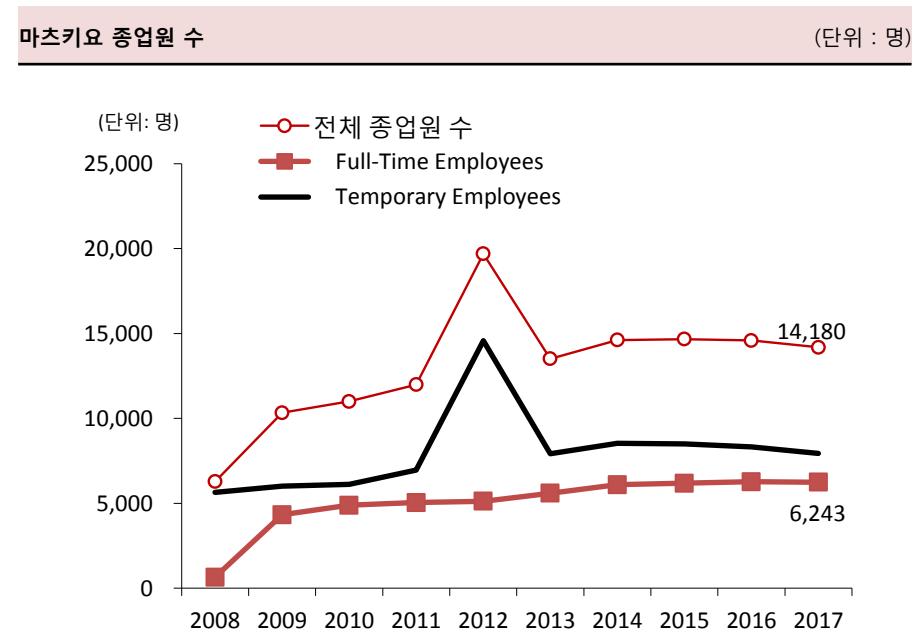
웰시아 지주(3141 JP)

초고령 사회에서 핵심 가치, '인력'을 확보하다

- **일본 의약품, 일반 유통업체에서도 판매 가능: 그러나 의약품을 판매할 수 있는 인력 확보가 쉽지 않음**
 - 웰시아: 4,000명의 약사 & 조제관리사 10,000명 확보
 - 1종 약품을 판매하기 위해서는 '약사'를 고용해야 함
 - 2종 약품을 판매하기 위해서는 '드럭스토어 판매자격을 취득'한 인력을 고용해야 함
- **일반 생필품 판매 인력 확보 역시 쉽지 않음**
 - 초고령 사회에 진입, 인력 충원이 쉽지 않음: 웰시아는 한 번 고용이 되면 장기간 근무한다고 함



자료 : 웰시아, SK증권
주: 2월 결산, 2017년 결산 이후 아오모리 사쿠라 약국 인수



자료 : 마츠모토키요시, SK증권
주: 3월 결산

웰시아 지주(3141 JP)

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

대차대조표

(백만엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2016	FY2017
자산총계	110,960	139,399	165,355	227,005	247,026
유동자산	47,588	64,291	78,274	105,857	112,848
비유동자산	63,372	75,108	87,081	121,148	134,178
부채총계	68,168	89,123	94,546	123,226	130,793
유동부채	51,726	71,211	77,558	100,576	104,548
장기부채	16,442	17,912	16,988	22,650	26,245
자본총계	42,792	50,276	70,809	103,779	116,233

현금흐름표

(백만엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2016	FY2017
당기순이익	5,899	7,669	7,835	9,527	14,451
감가상각비	5,339	6,549	7,135	10,283	11,953
운전자본증감	(2,889)	11,191	(444)	(10,677)	1,831
영업활동현금흐름	7,924	30,447	16,519	15,031	33,303
자본지출	(8,845)	(7,872)	(10,286)	(9,673)	(12,483)
투자활동현금흐름	(10,683)	(10,991)	(15,183)	(799)	(18,034)
재무활동현금흐름	(452)	(9,107)	6,411	(10,023)	(12,903)
현금증감	(3,211)	10,349	7,747	4,209	2,366
FCF	(921)	22,575	6,233	5,358	20,820
주당현금흐름	(12)	304	76	55	200

웰시아 시가총액 추이

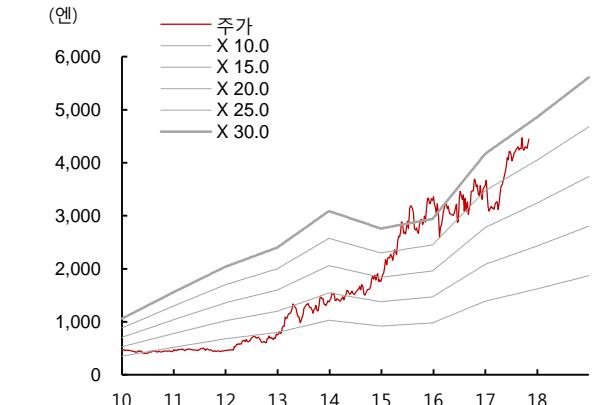
(단위 : 백만USD)



자료 : Datastream, SK증권

웰시아 PER 추이

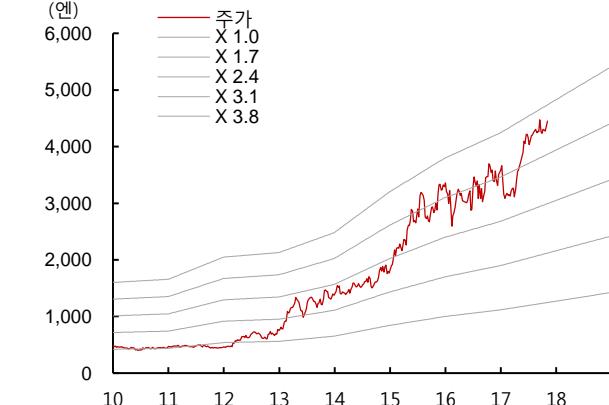
(단위: 엔)



자료 : Bloomberg, SK증권

웰시아 PBR 추이

(단위: 엔)



자료 : Bloomberg, SK증권

자료 : Bloomberg

손익계산서

(백만엔, 엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2016	FY2017
매출액	293,378	334,393	360,797	528,402	623,163
영업이익	11,488	12,607	14,207	18,759	24,078
세전이익	11,752	12,130	13,653	16,510	23,184
당기순이익	5,899	7,669	7,835	9,527	14,451
기본EPS	82.8	114.0	103.8	120.1	153.0
희석EPS	114.0	103.8	120.0	152.8	
EBITDA	16,827	19,156	21,342	29,042	36,031

돈키호테 지주(7532 JP)

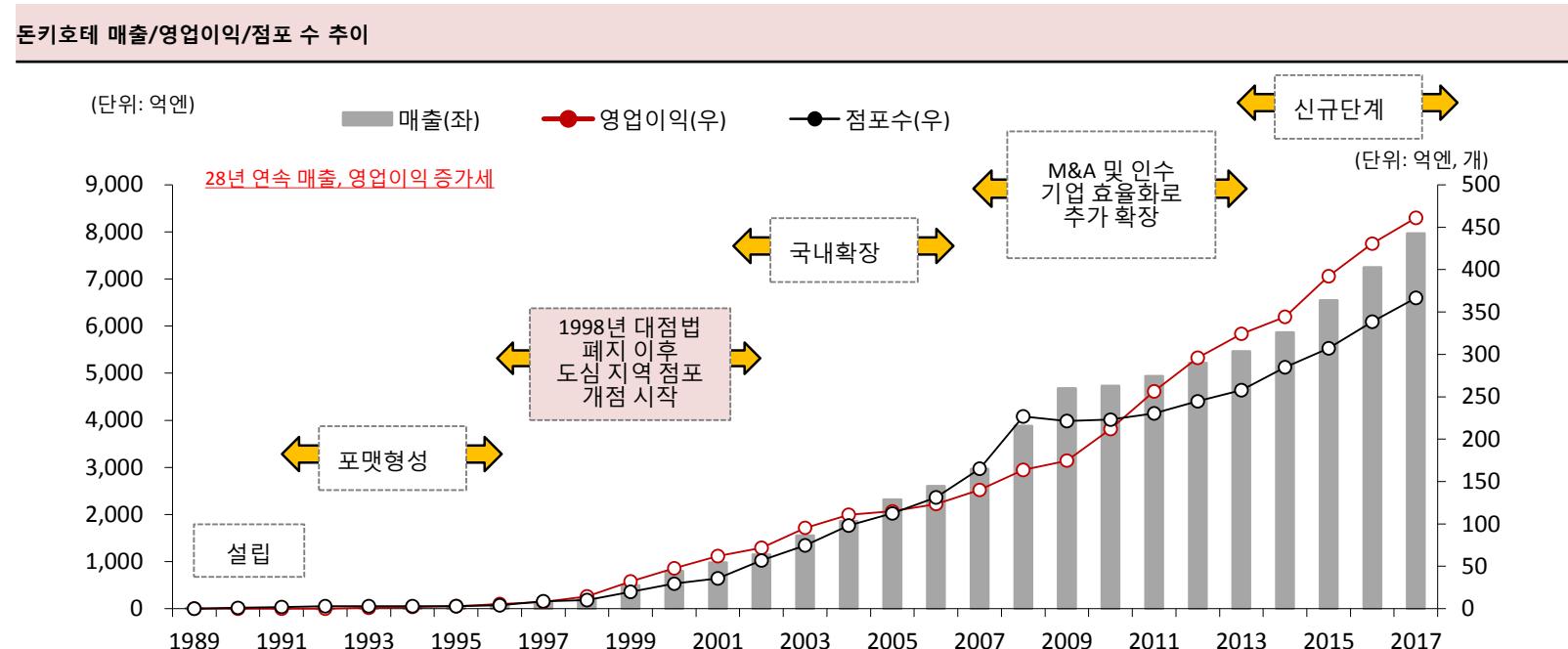
쇼핑에 재미를 제공하다

● 1990년대 대점법 폐지 이후 본격 성장, 자유로운 출점과 운영시간

- 1989년 첫 점포 출점, 1998년 대점법 폐지 이후 도심 지역 출점 본격화
: 대점법 폐지 이후에도 2003년까지는 출점을 반대하는 주민들이 있었으나 현재는 오히려 유치하려 함
- 처음부터 '심야영업'을 전제로 출점: 타 유통업체들은 고비용 구조가 지속되어 심야영업을 할 수 없었음

● 점포의 핵심 가치: 싼 제품으로 고객을 유치하고 재미를 제공하여 충동구매를 유도한다

- 한 번만 팔 수 있는 제품이라도 절대적으로 싼 제품은 판다: 소비자로 하여금 '득템'의 재미를 제공
- 쇼핑을 하기 위해서 아니라 여가 시간을 보내러 '돈키호테'에 온다



자료 : 돈키호테, SK증권

돈키호테 지주(7532 JP)

소매업은 국지전이다! 점장의 권한을 대폭 확대

● 소매업은 국지전이다! 점장의 권한을 대폭 확대

- 전체 매출의 60% 본사 구매, 40%는 점포의 점장이 구매
: 점포별로 잘 팔리는 제품이 다름
- 가격 결정권 역시 점장에게 있음

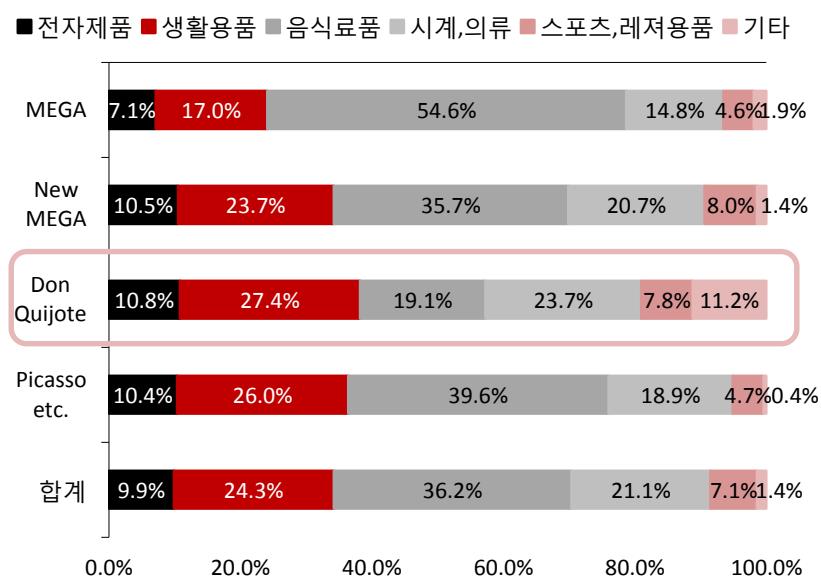
● 점장의 평가 기준에 재고회전율 포함

- 종업원 평가 기준: 매출, 이익, 그리고 재고회전율
- 점포에서 다 팔 수 있는 제품을 점장이 직접 매입, 다 팔 수 있는 가격을 책정할 수 있는 권한을 부여

돈키호테 매장 포맷별 특성

매장 포맷	매장 면적	제품 수 (개)	Capex (백만엔)	머천다이징 특징	주요 고객층
MEGA Don Quijote	8,000m ² - 10,000m ²	60,000- 100,000	400- 1,200	생활 필수품, 식료품, 잡화	주부/가족+α
New MEGA Don Quijote	3,000m ² - 5,000m ²	40,000- 80,000	400- 1,000	식품(신선식품 제외), 기본 의 류	주부/가족+α
Don Quijote	1,000m ² - 3,000m ²	40,000- 60,000	300-800	오락, 잡화점	싱글 가구+α
Picasso/essence Kyo-Yasu-Do	300m ² - 1,000m ²	10,000- 20,000	80-200	특정 상품에 특 화(ex. 드럭스토 어, 편의점, 미 니 슈퍼마켓 등)	싱글 가구+α
Doit	2,000m ² - 7,000m ²	40,000- 80,000	200-400	DIY제품 및 가 정용품	공예가/가족+α

돈키호테 매장 포맷별 매출 구성



자료 : 돈키호테, SK증권

자료 : 돈키호테, SK증권

돈키호테 지주(7532 JP)

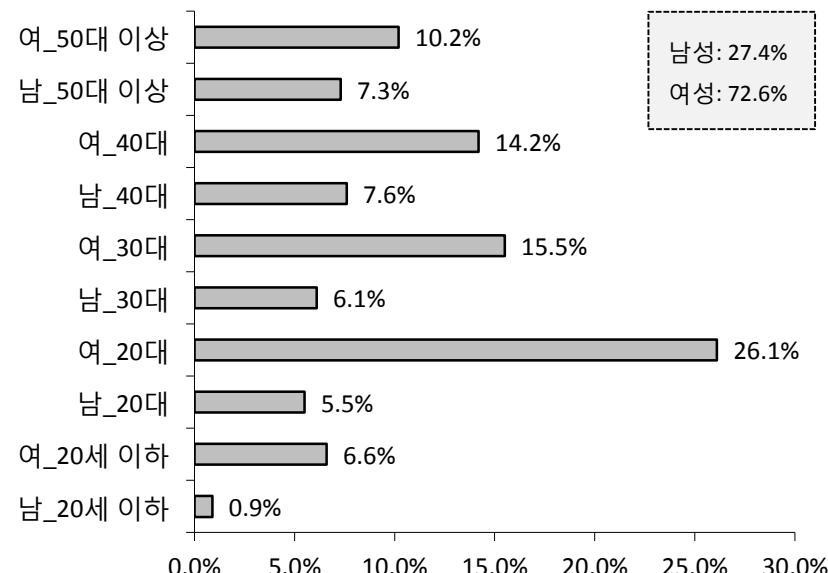
Uny의 GMS 지분 인수, 일본 대형마트 시장에서 점유율 확대를 노리다

- 젊은 층에 집중된 고객, 연령대를 높일 수 있도록 대형마트 형태의 점포 확대

- Uny GMS 지분 40% 확보**

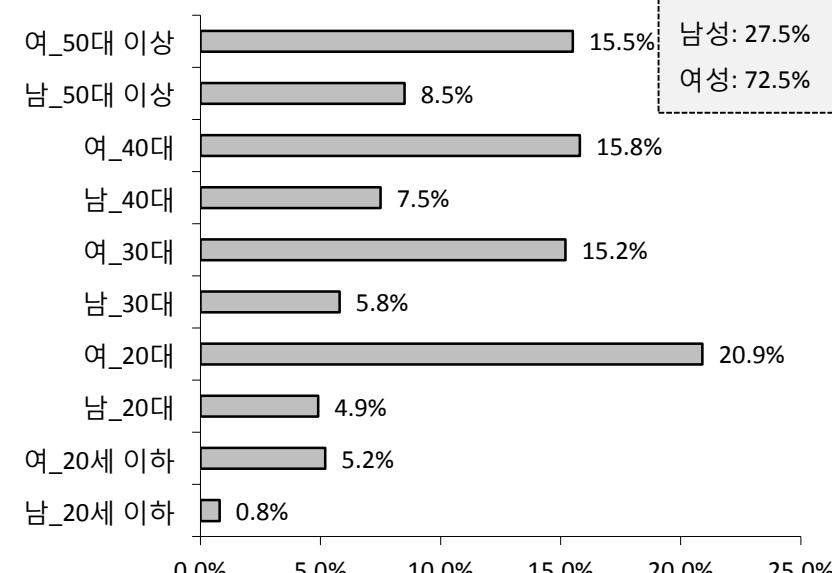
- 200개의 유니 점포 중 부진 점 폐쇄-> 돈키호테로 전환하여 운영할 예정
- 일정 부분 영업을 하는 점포 -> 공동 운영

돈키호테 성별/나이별 고객 비중



자료 : 돈키호테, SK증권

메가 돈키호테 성별/나이별 고객 비중



자료 : 돈키호테, SK증권

돈키호테 지주(7532 JP)

관광객은 '덤'이다! 관광객을 위한 마케팅을 따로 하고 있지는 않음

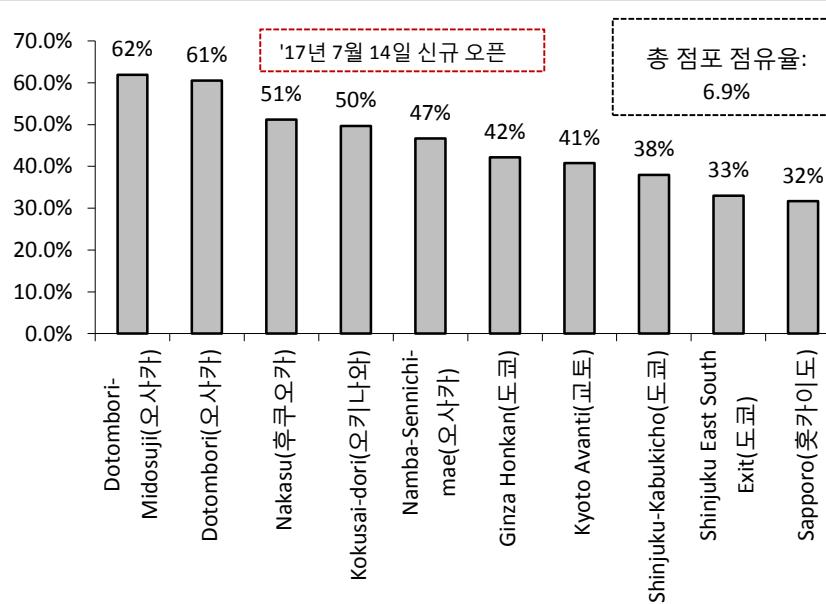
● 면세 매출 비중, 2020년까지 전체 매출의 10%까지 확대할 계획

- 관광객이 많이 찾는 오사카 매장의 관광객 매출 비중은 60% 이상
- 한국 관광객의 증가, 돈키호테의 실적 개선의 핵심으로 부상
- 일본으로의 항공 노선 증가가 핵심

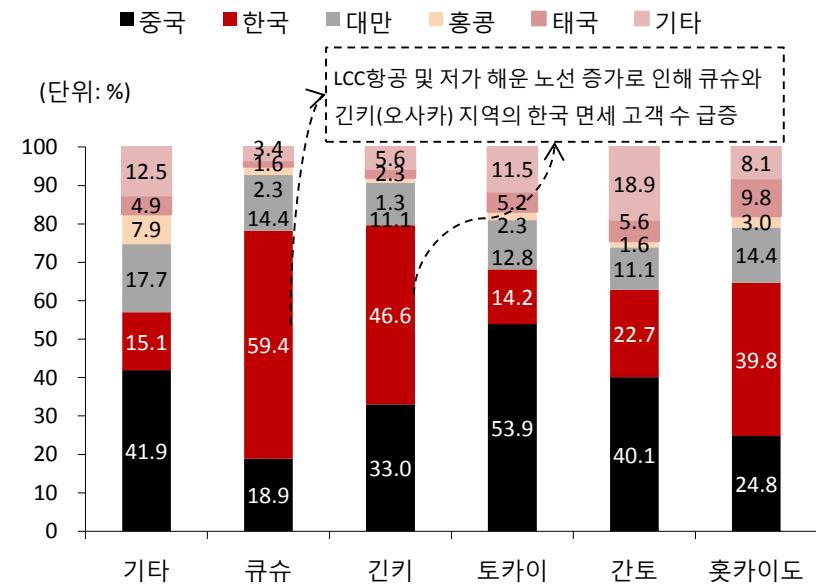
● 관광객을 위한 마케팅을 따로 하지 않음

- 관광객들의 수요: 일본인과 같은 상품을 구매하고 싶어함

돈키호테 면세 매출 상위 점포의 면세 매출 비중 현황



돈키호테 지역 별 면세 이용자 국적 구성비



돈키호테 지주(7532 JP)

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

대차대조표

(백만엔)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
자산총계	386,622	432,135	505,666	560,568	642,868
유동자산	143,391	158,834	175,981	195,977	227,585
비유동자산	243,231	273,301	329,685	364,591	415,283
부채총계	216,444	238,971	284,299	316,021	362,938
유동부채	121,170	114,444	144,576	147,995	164,825
장기부채	95,274	124,527	139,723	168,026	198,113
자본총계	170,178	193,164	221,367	244,547	279,930

현금흐름표

(백만엔)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
당기순이익	21,141	21,471	23,148	24,938	33,082
감가상각비	11,237	11,066	13,391	15,515	16,329
운전자본증감	3,206	4,284	1,969	(15,486)	5,676
영업활동현금흐름	38,270	39,684	42,520	29,110	56,441
자본지출	(27,770)	(31,872)	(46,633)	(43,736)	(39,398)
투자활동현금흐름	(23,292)	(36,593)	(52,641)	(52,229)	(40,441)
재무활동현금흐름	(8,819)	4,882	17,308	16,323	17,598
현금증감	6,159	7,973	7,187	(6,796)	33,598
FCF	10,500	7,812	(4,113)	(14,626)	17,043
주당현금흐름	68	50	(26)	(93)	108

손익계산서

(백만엔, 엔)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
매출액	568,377	612,424	683,981	759,592	828,798
영업이익	32,369	34,292	39,103	43,185	46,185
세전이익	33,382	34,225	39,157	42,113	55,325
당기순이익	21,141	21,471	23,148	24,938	33,082
기본EPS	131.2	136.5	148.0	158.7	161.8
희석EPS	130.6	135.7	147.5	158.6	161.7
EBITDA	43,606	45,358	52,494	58,700	62,514

자료 : Bloomberg

돈키호테 시가총액 추이

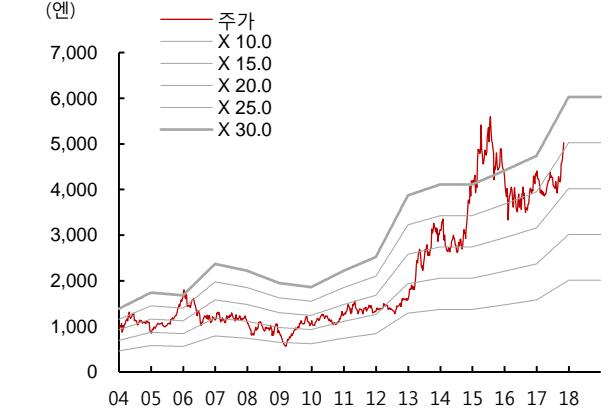
(단위 : 백만USD)



자료 : Datastream, SK증권

돈키호테 PER 추이

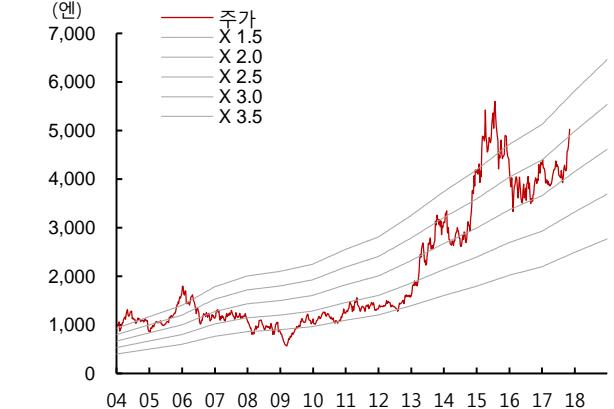
(단위: 엔)



자료 : Bloomberg, SK증권

돈키호테 PBR 추이

(단위: 엔)



자료 : Bloomberg, SK증권

패밀리마트 유니 지주(8028 JP)

패밀리마트, 객수를 증가시키고 싶다

- 2016년 유니 그룹과의 합병으로 점포 수 기준으로 세븐일레븐과 유사한 수준

- 그러나 점포 당 매출 규모가 현저히 낮아, 여전히 매출 규모는 차이가 큼

- 성장 전략: 인위적인 객단가 상승보다는 객수의 증가를 중점에 두고 있음

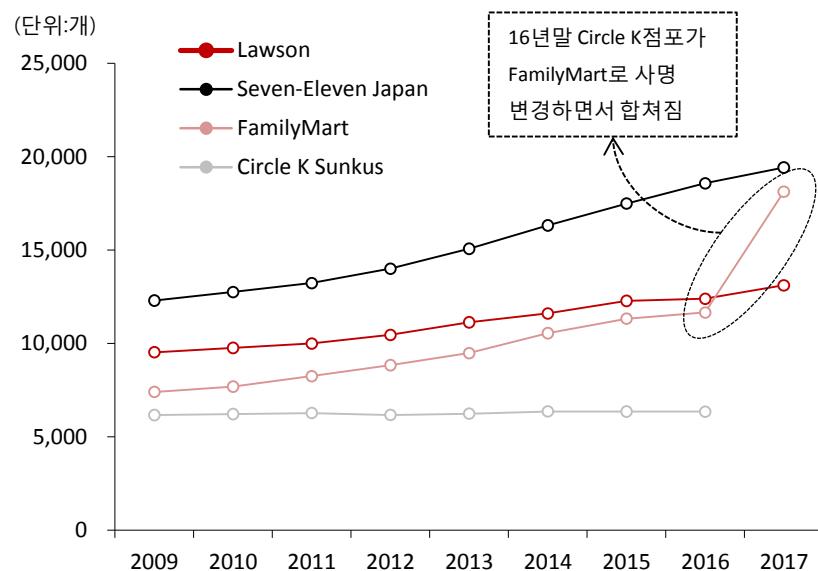
- 객단가 상승을 위해 인위적인 노력을 하고 있지는 않음

- 객수를 증가시켜 성장을 추구하고 싶음

: 그러나 여전히 핵심 고객층인 40대 남성에 적합한 제품 및 서비스를 고도화(1인 가구 및 노인 유치를 위한 전략적 노력 특별히 없음)

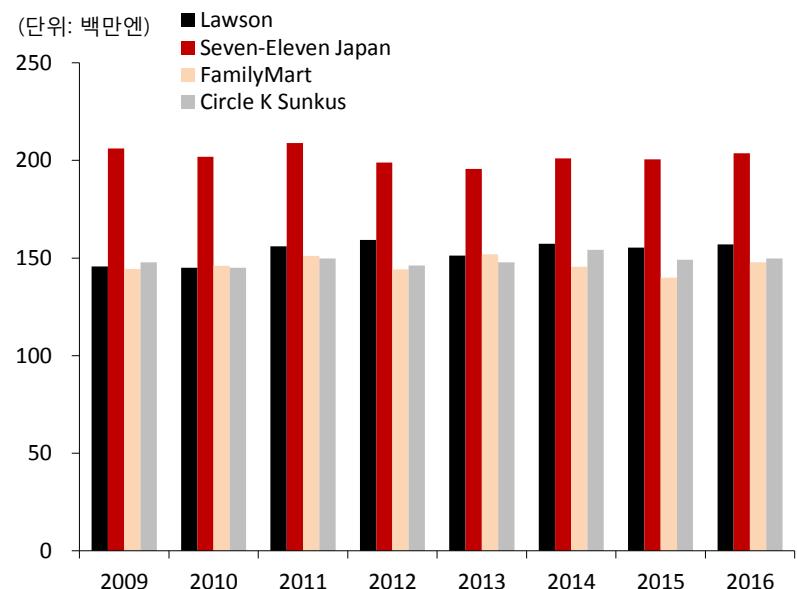
: 여성을 끌어들이기 위한 노력은 제품(식품)의 사이즈를 소폭 줄이는 정도로 접근 중

일본 편의점 점포 수 추이



자료 : 일본 편의점 협회, SK증권

일본 편의점 점포 당 매출액 추이



자료 : Lawson, SK증권

패밀리마트 유니 지주(8028 JP)

패밀리마트, 최저 임금 인상의 고통을 나누다

● 일본 역시 최저 임금 인상은 편의점 사업에 큰 이슈: 일본은 연평균 3% 인상, 2023년 최저시급 1,000엔 목표

- 패밀리마트 점포 중 97%는 가맹점: 최저 임금 인상의 직접적인 영향은 가맹점주
- 2017년 9월 90%의 패밀리마트 가맹점과 재계약
 - : 패밀리마트 본부가 가맹 점포의 인건비 부담을 지원하기로 함
 - : 각 점포 당 연간 120만엔(월 10만엔)을 지원하기로 함

● 출점에 따른 인력 충원 역시 부담

일본 2018년 vs 2017년 최저임금: 정부 연평균 3%의 최저 임금 인상을 통해 2023년 전국평균 최저 임금 1,000엔 목표

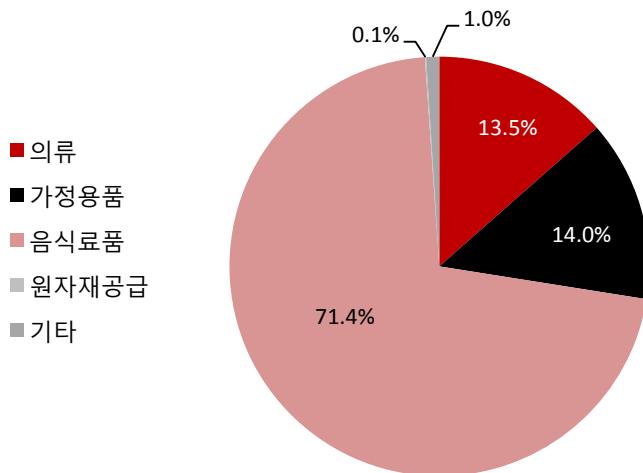
지역명	최저임금(엔)		적용시기	지역명	최저임금(엔)		적용시기	지역명	최저임금(엔)		적용시기
	금년	작년			금년	작년			금년	작년	
홋카이도	810	786	10월1일	이시카와	781	757	10월1일	오카야마	781	757	10월1일
아오모리	738	716	10월6일	후쿠이	778	754	10월1일	히로시마	818	793	10월1일
이와테	738	716	10월1일	야마나시	784	759	10월14일	야마구치	777	753	10월1일
미야기	772	748	10월1일	나가노	795	770	10월1일	도쿠시마	740	716	10월5일
아키타	738	716	10월1일	기후	800	776	10월1일	카가와	766	742	10월1일
야마가타	739	717	10월6일	시즈오카	832	807	10월4일	에히메	739	717	10월1일
후쿠시마	748	726	10월1일	아이치	871	845	10월1일	고치	737	715	10월13일
이바라키	796	771	10월1일	미에	820	795	10월1일	후쿠오카	737	765	10월1일
토치기	800	775	10월1일	시가	813	788	10월5일	사가	737	715	10월6일
군마	783	759	10월7일	쿄토	856	831	10월1일	나가사키	737	715	10월6일
사이타마	871	845	10월1일	오사카	909	883	9월30일	쿠마모토	737	715	10월1일
치바	868	842	10월1일	효고	844	819	10월1일	오오이케	737	715	10월1일
도쿄	958	932	10월1일	나라	786	762	10월1일	미야자키	737	714	10월6일
카나가와	956	930	10월1일	와카야마	777	753	10월1일	가고시마	737	715	10월1일
니가타	778	753	10월1일	돗토리	738	715	10월6일	오키나와	737	714	10월1일
토야마	795	770	10월1일	시마네	740	718	10월1일	전국평균	848	823	

패밀리마트 유니 지주(8028 JP)

패밀리마트, 식품의 비중을 줄이고 싶다

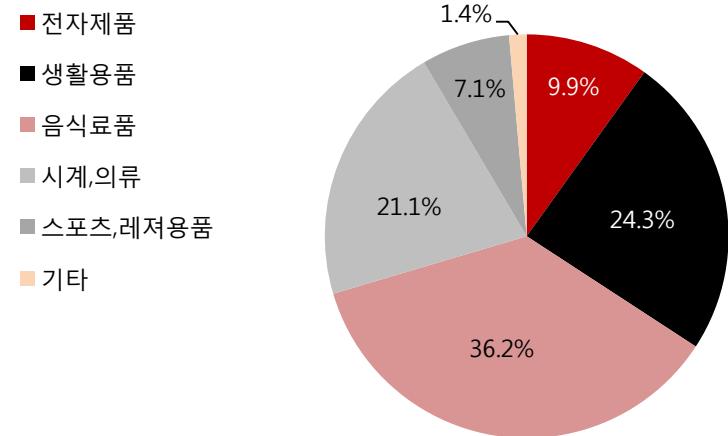
- 유니(UNY) 그룹 인수 후, GMS(General Merchandise Store)의 식품 비중 축소를 위해 노력했으나 성과가 미미
- 돈키호테와의 협업을 통해 비식품 부문을 강화할 예정
 - 2017년 패밀리마트 유니 그룹의 GMS 지분 40%를 돈키호테에 매각
 - 돈키호테가 잡화 & 화장품 분야에서 경쟁력이 높음
 - : PB상품 개발해서 돈키호테와 유니에서 함께 판매하는 전략을 추구

패밀리마트 UNY 그룹 GMS부문 매출 중 품목별 비중



자료 : 패밀리마트 유니 홀딩스, SK증권

돈키호테 홀딩스 품목별 매출 비중



자료 : 돈키호테, SK증권

패밀리마트 유니 지주(8028 JP)

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

대차대조표

(백만엔)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
자산총계	526,589	588,136	666,244	728,976	1,662,892
유동자산	226,642	222,245	235,853	273,084	558,432
비유동자산	299,947	365,891	430,391	455,892	1,104,460
부채총계	278,434	322,678	381,415	445,454	1,132,514
유동부채	208,062	233,035	263,557	306,937	637,517
장기부채	70,372	89,643	117,858	138,517	494,997
자본총계	248,155	265,458	284,829	283,522	530,378

현금흐름표

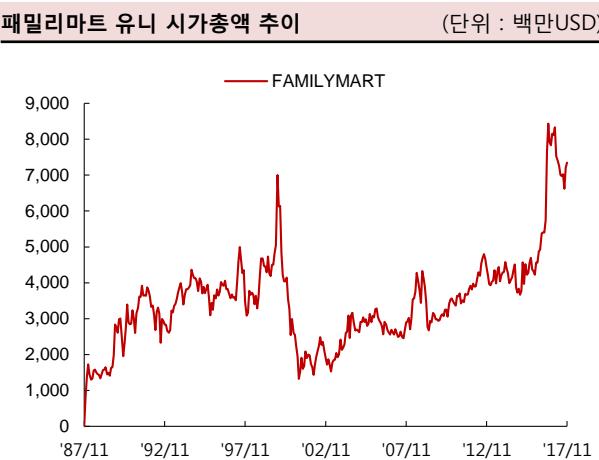
(백만엔)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
당기순이익	25,020	22,611	25,672	17,763	18,350
감가상각비	19,829	25,138	32,012	34,227	47,969
운전자본증감	2,708	12,001	4,691	13,907	(30,010)
영업활동현금흐름	64,638	60,843	71,837	93,776	83,351
자본지출	(23,226)	(32,694)	(44,098)	(28,474)	(49,370)
투자활동현금흐름	(46,236)	(64,377)	(53,674)	(62,756)	(30,657)
재무활동현금흐름	(14,411)	(19,078)	(20,071)	(18,735)	(3,441)
현금증감	3,991	(22,612)	(1,908)	12,285	49,253
FCF	41,412	28,149	27,739	65,302	33,981
주당현금흐름	436	297	292	688	307

손익계산서

(백만엔, 엔)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
매출액	105,065	95,928	105,647	424,435	843,815
영업이익	43,107	43,310	40,417	35,934	31,807
세전이익	44,506	42,504	44,135	35,830	33,483
당기순이익	25,020	22,611	25,672	17,763	18,350
기본EPS	267.5	266.7	252.1	277.8	298.3
희석EPS	267.5	266.7	252.1	277.8	298.3
EBITDA	62,936	68,448	72,429	70,161	79,776

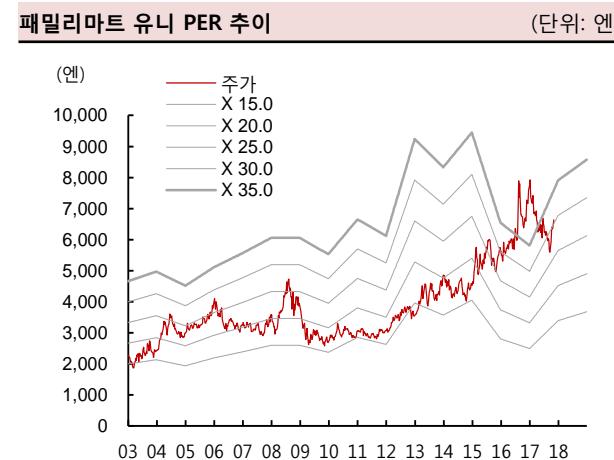
자료 : Bloomberg

패밀리마트 유니 시가총액 추이



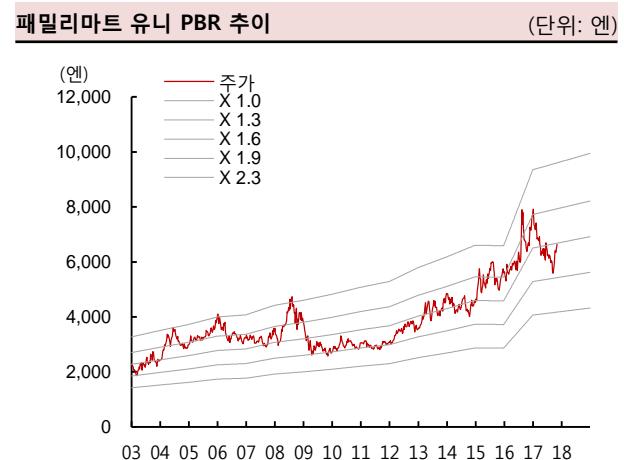
(단위 : 백만USD)

패밀리마트 유니 PER 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

패밀리마트 유니 PBR 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

자료 : Datastream, SK증권



03. Cosmetics

물 들어올 때 노젓는 일본



Analyst

서영화(음식료/화장품)
donaldseo@sk.com
02-3773-9182



R.A

전영현
yj6752@sk.com
02-3773-9181



Summary : 물 들어올 때 노젓는 일본

한국과 일본의 화장품 산업은 같고도 달랐다. 한국과 일본 모두 Prestige Segment, 중국인 인바운드 관광객이 성장의 키 드라이버인 점은 동일하지만 채널에서는 한국이 면세점을, 일본은 백화점을 통해 성장하는 차이를 보였다. Made in Korea가 선호되었듯이, Made in Japan에 대한 선호도는 동일하게 확인되었으며, 일본 화장품 업체는 이에 대해 본격적으로 투자를 확대하며 물 들어올 때 노를 젓고 있었다. 보수적이었던 일본 업체들이 두 자릿수 성장 가이던스를 제시하는 모습에서 한국 화장품 업체에 또다른 위협이 될 수 있음을 인지하였다.

● KOREA & JAPAN Cosmetics Industry : 같은 듯, 다른 듯

- 결국은 Prestige Segment가 이끄는 성장. 일본의 중저가 유통채널, 중국인 인바운드 관광객의 객단가는 3Q16 이후 하락 추세
- 중국인 인바운드 관광객이 이끄는 성장. 한국이 면세점을 통한 성장이었다면, 중국은 백화점을 통한 성장
- 일본에서도 나타나는 Made in Japan 선호. 메리즈 기저귀의 경우 Made in Japan 성장률 40%, 반면 China 성장률 10%
- 이미 수년 전부터 공격적인 투자를 집행하였던 한국 화장품 업체. 본격적으로 투자를 확대해 나가기 시작한 일본 화장품 업체

● 물 들어올 때 노젓는 일본

- 3Q17까지 큰 폭의 외형 성장과 수익성 개선이 동반되고 있는 Shiseido, KOSE
- 두 회사 모두 글로벌 대부분의 지역에서 외형 성장을 시현하고 있는 상황
- Prestige Segment, 국가별로는 China, Korea에서의 성장이 눈에 띠고 있는 상황
- 두 회사는 현재 과거 수년간 누려보지 못했던 성장률을 시현중
- 투자에 보수적이었던 일본 화장품 회사들은 투자를 확대하기 시작
- Shiseido, KOSE, KAO 평균 매출액 대비 CAPEX 금액 비중은 2014년 2.7%, 2015년 3.2%, 2016년 4.3%로 확대
- M&A에 가장 보수적이던 KAO도 2016년 M&A 관련 부서를 신설, 적극 검토하고 있는 상황
- 3사 모두 투자와 투자 회수가 함께 이루어지는 선순환 Cycle
- 회사의 오랜 역사, 확실한 원천 기술과 제품력, 풍부한 현금 여력이 뒷받침된 투자가 선순환 Cycle을 완성
- 일본 화장품 회사들에 대한 기대감은 결국 Valuation Re-rating으로 연결
- 일본 화장품 업체들의 변화는 과거 대비 한국 업체에 거센 도전이 될 수 있는 상황

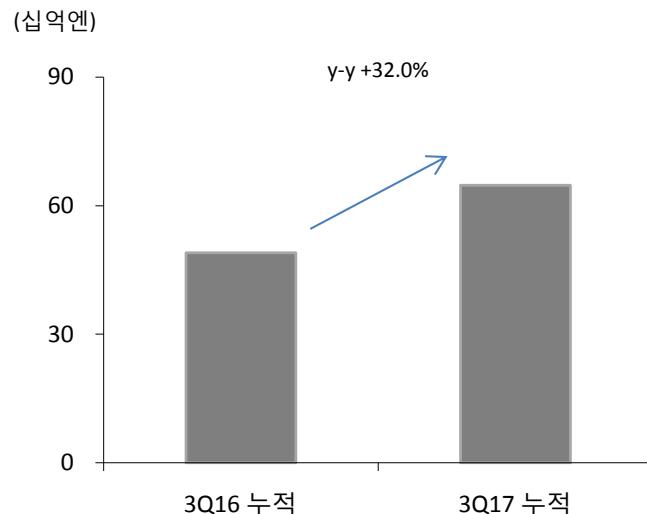
KOREA & JAPAN Cosmetics Industry : 같은 듯, 다른 듯

결국 성장의 Key는 Prestige

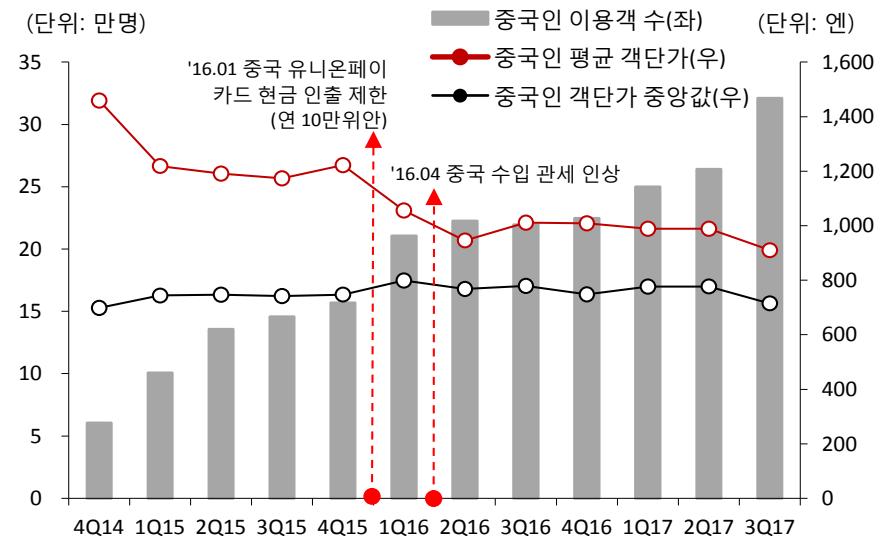
● Prestige Segment의 성장, 일본도 마찬가지이다

- 시세이도, KOSE 2017년 호실적이 이어지고 있는 상황. 양사 모두 매출 성장과 수익성 개선을 견인하고 있는 것은 Prestige Segment
- 시세이도 Prestige Segment 3Q17 누적기준 매출액 y-y +32% 증가
- 중저가 화장품이 판매되는 돈키호테 중국인 객단가는 3Q16 이후 하락 추세

Shiseido Prestige Segment 매출액 추이



> 돈키호테 면세 점포 중 중국인 이용객 소비



자료 : Shiseido, SK증권

자료 : 돈키호테, SK증권

KOREA & JAPAN Cosmetics Industry : 같은 듯, 다른 듯

또 다른 성장의 축, 중국인 Inbound

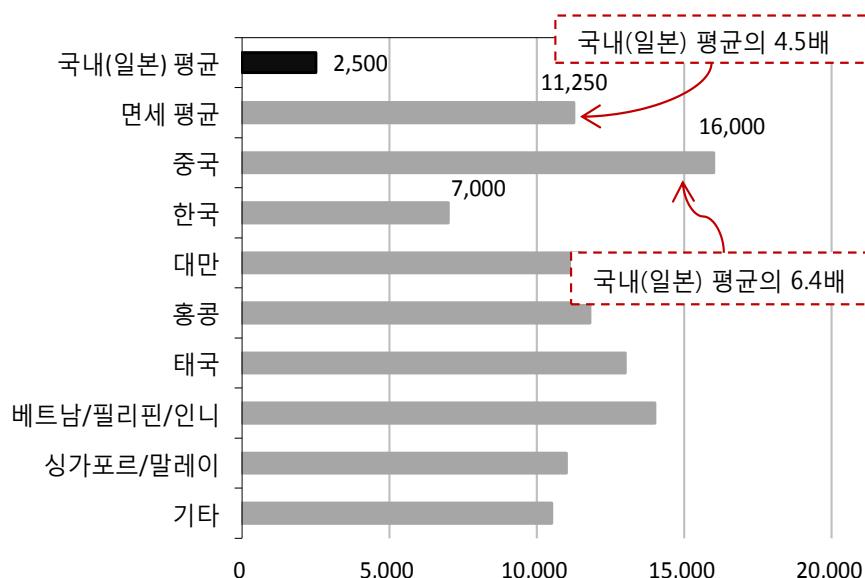
● Inbound에 의 한 성장, 일본도 마찬가지이다

- 시세이도, KOSE의 고공 성장 근거의 공통점은 중국인 Inbound에 의한 성장. 일본 역시도 객단가가 가장 높은 관광객은 중국인
- 다만 한국과 다른 점이 있다면, 한국에서는 Inbound 수요가 가장 크게 일어나는 곳이 면세점
- 일본은 백화점에서 Inbound 수요가 발생. 유통 채널 측면에서는 백화점이 수혜. 결국은 **Prestige Segment**가 수혜

Tax free Customer average spend (돈키호테)

(단위 : 엔)

돈키호테에서 가장 높은 객단가를 보이는 외국인은 중국인

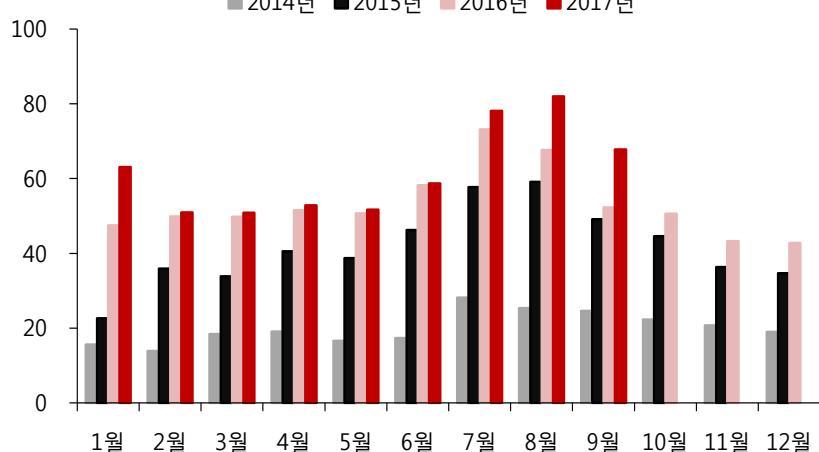


자료 : 돈키호테, SK증권

중국인의 월간 일본 입국자 수 추이

(단위 : 만 명)

2014년 ■ 2015년 □ 2016년 ▲ 2017년



자료 : 일본관광청, SK증권

KOREA & JAPAN Cosmetics Industry : 같은 듯, 다른 듯

Made in Korea, Made in Japan Premium

● Made in KOREA, Made in JAPAN에 대한 선호

- 한국과 마찬가지로 일본 역시 Made in Japan에 대한 수요가 강한 상황. Prestige Segment, China Inbound의 가장 큰 특징임
- Shiseido는 이에 대응하고자 대규모 증설을 진행하며, 기존 계획 대비 Capa 또한 확장 진행
- 중국 수입 기저귀 1위, KAO사의 Merries 기저귀는 일본산 성장률 40%, 중국산 성장률이 10% 수준이며, 중국산의 가격은 70% 수준

Made in Japan 수요에 대응하고자 증설을 진행하는 Shiseido

Supply Chain: Meeting Increased Demand in Japan and Overseas

- 3 factories in Japan: Strengthening of infrastructure and increase of personnel
- Nasu factory: Slated to start operation in 2019
- New Osaka factory: Production capacity to be increased to 2.1 times the initial plan
- Active investment in treatment of workers and human resource development
Realization of better production process from a long-term perspective
➢ Re-employ fixed-term contract employees full-time from 2018
(those willing to change the contract from around 1,200 employees max.)

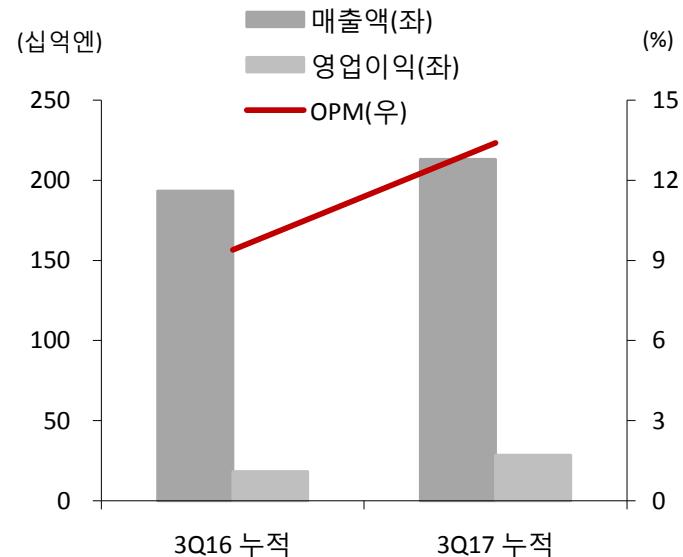


Building a robust
production structure to
support global growth

자료 : Shiseido, SK증권

KAO Human Health Care 3Q17, 3Q16 누적 매출액, 영업이익, OPM

Merries의 일본산 고가 기저귀 판매가 수익성 개선으로 연결



자료 : KAO, SK증권

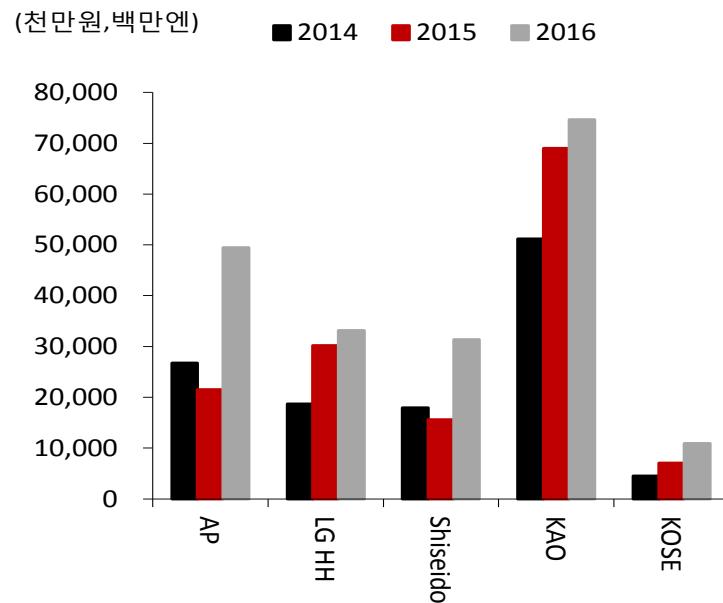
KOREA & JAPAN Cosmetics Industry : 같은 듯, 다른 듯

과거 다른 점이 있었다면, 투자에 대한 스탠스. 하지만 이제는 이마저도 유사해지는 상황

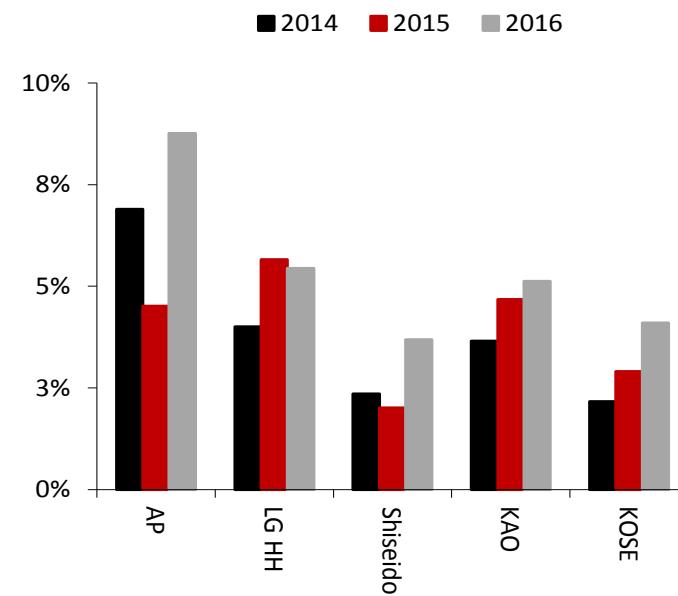
● 보수적이던 일본, 물들어올 때 노젓기 시작한 일본

- 한국과 일본 화장품업체의 대표적인 차이점은 '투자 성향'
- 아모레퍼시픽, LG생활건강 최근 3개년 매출액 대비 CAPEX 비중은 6.7%, 5.0% 반면, 시세이도, KAO, KOSE는 2.7%, 4.5%, 3.1%
- 그러나 최근 일본 업체들 CAPEX 공격적으로 확대하고 있는 구간, 과거와는 다른 행보

Asia Cosmetic Company 최근 3개년 CAPEX 금액 추이



Asia Cosmetic Company 최근 3개년 매출액 대비 CAPEX 비중 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

자료 : Bloomberg, SK증권

변화의 시작, 예전에 우리가 알던 저성장 회사가 아니다

놀라운 성장성을 보여주고 있는 일본 화장품 업체

● Shiseido

- 3Q 누적기준 매출액 7,312억엔 (y-y +17.4%), 영업이익 707억엔 (y-y +82.4%), 영업이익률 9.7% (y-y +3.5%)

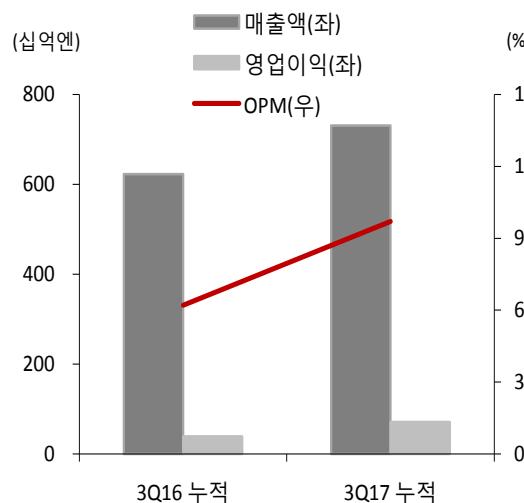
● KOSE

- 2Q 누적기준(3월 결산) 매출액 1,446억엔 (y-y +15.0%), 영업이익 234억엔 (y-y +25.5%), 영업이익률 16.2% (y-y +1.4%)

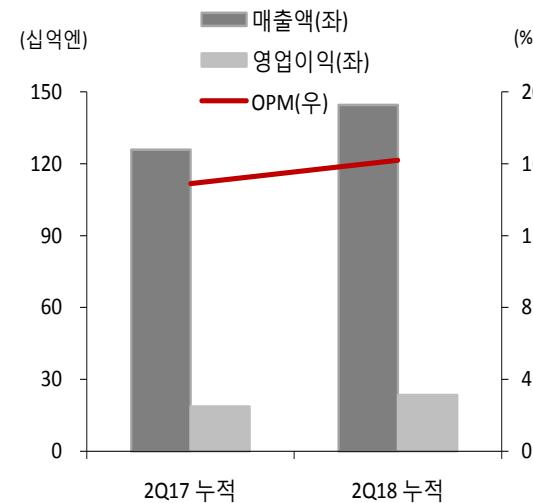
● KAO

- 3Q 누적기준 매출액 1조 802억엔 (y-y +2.4%), 영업이익 1,378억엔 (y-y +6.6%), 영업이익률 12.8% (y-y +0.4%)

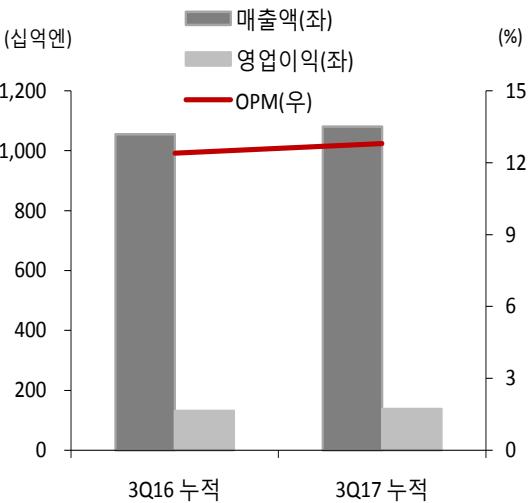
Shiseido 3Q16, 3Q17 ytd 매출액, 영업이익 증감률



KOSE 3Q16, 3Q17 ytd 매출액, 영업이익 증감률



Kao 3Q16, 3Q17 ytd 매출액, 영업이익 증감률



변화의 시작, 예전에 우리가 알던 저성장 회사가 아니다

놀라운 성장성을 보여주고 있는 일본 화장품 업체 : Shiseido

● Shiseido : Global 모든 국가에서의 탁월한 외형 성장

- Shiseido는 3Q17 누적기준 y-y +17.4%의 매출 성장을 시현. 로라메르시에, 돌체앤가바나 인수 효과 감안 하더라도 y-y +10%
- 지난 수년 간의 성장률을 감안하면, 현재 Growth는 서프라이즈 수준의 성장률(세부 내용은 하기 표 참조)

Shiseido 3Q17 누적기준 지역별, 부문별 매출액 성장률

(단위 : Billion yen, %)

지역	부문	3Q17 누적	3Q16 누적	y-y	세부 내용
Shiseido	Total	731.2	622.7	17.4	17.4% 중 10%는 기존 비즈니스, 7.4%는 로라메르시에, 돌체앤가바나 인수 효과
Japan	Prestige	64.8	49	32.0	Prestige가 전체 성장을 견인
	Cosmetics Specialty Stores	52.8	50.9	3.7	Prestige 성장은 인바운드에 기인함
	Cosmetics	147.6	133.7	10.4	인바운드(국적불문) 매출액 42.5 Billion Yen y-y +57%
	Personal Care	40.4	38.8	4.1	(동기간 Japan Total 매출액 33.8 Billion Yen 증가)
	Others	15	14.3	5.1	2017년 연간 인바운드 매출액 53.5 Billion Yen y-y +55% 예상
	Total	320.5	286.7	11.8	
China		105.4	86.9	21.3	Prestige 강세, NARS의 임팩트 있는 런칭, E-Commerce 비중 25%
Asia Pacific		40.9	34	20.1	한국, 태국, 대만에서 MS 확대, NARS, SEMKA, 끌레드뽀보떼가 성장 견인
Americas		98.4	89.9	9.5	NARS, 끌레드뽀보떼 호조를 보였으나, BareMinerals 부진
EMEA		87.3	64.8	34.8	기존 사업 성장률 y-y +5%, NARS 런칭 효과
Travel Retail		33.8	18.3	84.5	공항 면세점 광고 및 프로모션 확대, Retailer들과의 관계 강화

자료 : Shiseido, SK증권

변화의 시작, 예전에 우리가 알던 저성장 회사가 아니다

놀라운 성장성을 보여주고 있는 일본 화장품 업체 : Shiseido

● Shiseido : 단순한 외형 성장이 아닌, 큰 폭의 수익성 개선을 동반한 외형 성장

- Shiseido의 외형 성장보다 눈에 띠는 것은 큰 폭의 수익성 개선. OPM 3Q17 누적기준 y-y +3.5% 증가
- 미국을 제외한 전 지역에서의 수익성 개선이 눈에 띤다
- 외형 성장에 따른 고정비 감소 효과, Prestige 판매 확대에 따른 ASP 상승, 원가 및 비용 Control 효과에 기인
- Travel Retail의 경우 프로모션, 판촉 활동 강화에도 수익성 큰 폭으로 개선. 큰 폭의 외형 성장이 판촉 비용 증가를 상쇄
- 현재 제시하고 있는 Vision 2020에서는 2020년 10% 수준의 OPM을 목표. 이미 근접한 수준의 OPM을 시현

Shiseido 3Q17 누적 기준 지역별 영업이익, 영업이익의 y-y 증감률

(단위 : Billion yen, %)

	OP		y-y	OPM	y-y	
	3Q17 누적	3Q16 누적				
Shiseido	70.7	38.7	82.4	9.7	6.2	3.5
Japan	67.9	44.1	54.0	19.7	14.6	5.1
China	11.2	4.0	181.3	10.6	4.6	6.0
Asia Pacific	5.4	1.7	212.1	12.9	5.1	7.8
Americas	-11.4	-7.2	적지	-10.4	-7.5	-2.9
EMEA	-1.2	-2.6	적지	-1.2	-3.8	2.6
Travel Retail	10.4	4.6	127.2	30.8	25.1	5.7

자료 : Shiseido, SK증권

변화의 시작, 예전에 우리가 알던 저성장 회사가 아니다

놀라운 성장성을 보여주고 있는 일본 화장품 업체 : KOSE

● KOSE : Prestige가 견인하는 성장. 아시아보다 높은 성장성을 보이는 북미

- Cosmetics Division y-y +18.0% 매출 성장. Asia 지역 강세 뿐만 아니라 북미지역에서의 성장세도 눈에 띄는 상황

KOSE 2Q18 (3월 결산) 누적기준 지역별, 부문별 매출액 성장률

(단위 : Billion yen, %)

		2Q18누적	2Q17누적	y-y	비고
KOSE		144.6	125.8	15.0	
Category	Cosmetics	107.3	91.0	18.0	high-prestige 카테고리인 코스메데코르테의 호조. 새롭게 런칭된 AQ라인의 호조세 알비온이 럭셔리 화장품에서 괄목한 실적을 시현 타르트, 질스튜어트, 어딕션 역시 실적 성장에 기여 해외 매출 비중은 23.3%를 차지
	Cosmetaries	362	33.7	7.2	softymo의 Face 워시 및 클렌징류, CLEAR TURN의 마스크시트가 호조를 보임 이외 self-selection makeup brand인 VISEE, FASIO의 호조도 매출 상승에 기여함
	Other	1.1	1.1	4.8	
Country	Japan	110.9	103.6	7.0	럭셔리 라인인 코스메데코르테, 알비온 백화점 판매가 견조하였으며, 이외 드럭스토어 판매도 증가
	Asia Pacific	15.4	11.6	32.5	코스메데코르테를 비롯한 글로벌 브랜드가 중국에서 호조를 보임 한국 면세에서의 가파른 성장도 기여
	North America	16.9	10.7	66.6	Tarte사의 가파른 성장이 전체 성장을 주도
	Other	1.4	0.4	260.8	Tarte사의 미국 E-Commerce 매출 급증에 기여

자료 : KOSE, SK증권

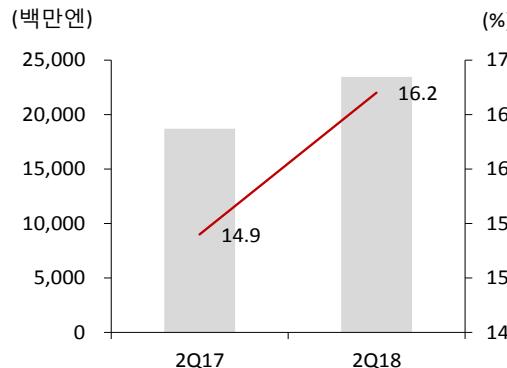
변화의 시작, 예전에 우리가 알던 저성장 회사가 아니다

놀라운 성장성을 보여주고 있는 일본 화장품 업체 : KOSE

● KOSE : KOSE 역시 단순한 외형 성장이 아닌, 수익성 개선을 동반한 외형 성장

- Shiseido와 마찬가지로 동사 역시 수익성 개선을 동반한 외형 성장이 이루어짐
- 전 부문 외형 성장에 기인한 고정비 상쇄 효과, 비용 효율화가 수익성 개선의 주요 원인
- Cosmetics 부문 영업이익률은 $y-y$ 1.0% 개선됨. 이에 따라 영업이익은 $y-y$ +25.5% 증가
- 투자가 급증하는 추세임에도 Prestige 라인업 판매 호조, Tatree의 견조한 북미 지역 성장으로 수익성 개선
- Cosmetaries 부문 영업이익률 $y-y$ +1.0% 개선. 이에 따라 영업이익 $y-y$ +24.1% 증가

KOSE 2Q18, 2Q17 (3월 결산) 누적 기준 영업이익



KOSE 2Q18, 2Q17 (3월 결산) 누적기준 부문별 영업이익, 영업이익률 성장률

(단위 : Million yen, %)

	OP		$y-y$	OPM		$y-y$
	2Q18	2Q17		2Q18	2Q17	
KOSE	23,467	18,698	25.5	16.2	14.9	1.4
Cosmetics	21,675	17,461	24.1	20.2	19.2	1.0
Cosmetaries	3,575	2,987	19.7	9.8	8.8	1.0

변화의 시작, 예전에 우리가 알던 저성장 회사가 아니다

부진했으나, 반전을 모색하고 있는 일본 화장품 업체 : KAO

● KAO : Shiseido, KOSE 대비 부진한 실적, 차이는 결국 Prestige의 비중

- KAO는 3Q17 누적 기준 매출액 y-y -3.6%. 화장품의 경우 Prestige의 약점으로 인바운드 수혜를 누리지 못함
- 신제품 출시 및 Prestige 라인업 강화로 적극 대응하고 있으며, 11월 화장품 매출액 y-y (+) 전환. 풍부한 현금 여력으로 M&A 또한 검토

KAO 3Q17 누적기준 지역별, 부문별 매출액 성장률

(단위 : Billion yen, %)

		Sales			OP			OPM		
KAO		3Q17 누적	3Q16 누적	y-y	3Q17 누적	3Q16 누적	y-y	3Q17 누적	3Q16 누적	y-y
Category	Beauty Care Business	425.6	441.6	-3.6	35.4	37	-1.6	8.3	8.4	-0.1
	Human Health Care Business	213	193.3	10.2	28.5	18.2	10.4	13.4	9.4	4
	Fabric and Home Care Business	239.6	244.7	-2.1	51	53.5	-2.5	21.3	21.9	-0.6
	Consumer Products Business	878.3	879.6	-0.2	114.9	108.6	6.3	13.1	12.3	0.8
	Chemical Business	229.1	201.9	13.5	21.5	21.8	-0.3	9.4	10.8	-1.4
	Total	1107.4	1081.5	2.4	136.4	130.4	6			
	Elimination and Reconciliation	-27.1	-26.4		1.3	0.8	0.6			
	Consolidation	1080.2	1055.1	2.4	137.8	131.2	6.6	12.8	12.4	0.4
Cosmetics	Japan	138.7	153.3	-9.5	일본 현지 인바운드 관광객을 대상으로 한 영업에서 뒤쳐짐					
	Asia	16.1	13.6	18.1	경쟁사와 다르게 중저가. 인바운드의 수혜는 백화점 Prestige 라인업					
	Americas	1.8	1.8	2.4	전체적으로 화장품 라인업이 경쟁사 대비 약하며, 신제품 출시 시기를 놓침					
	Europe	12	12	0.3	4분기 정상적으로 신제품 출시되었으며, 11월 매출 y-y (+) 전환					

자료 : Shiseido, SK증권

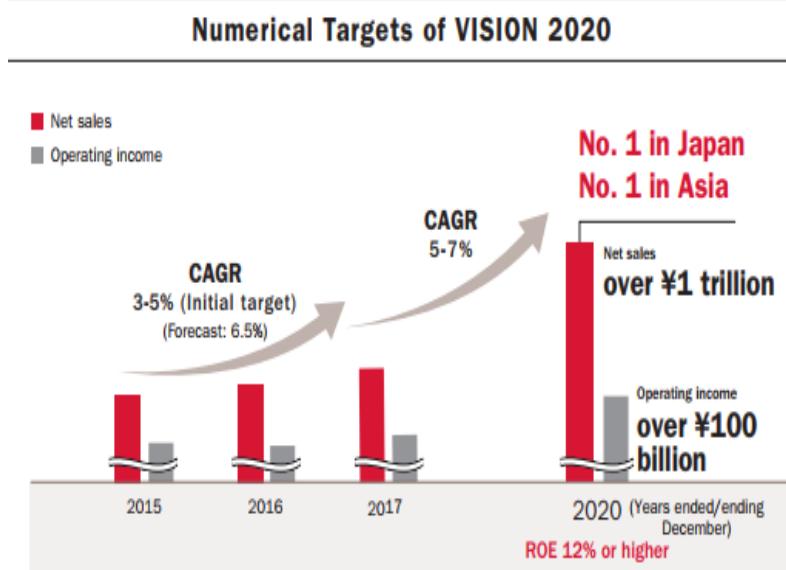
변화의 시작, 예전에 우리가 알던 저성장 회사가 아니다

일본 화장품, 당장의 목표치 상향 조정

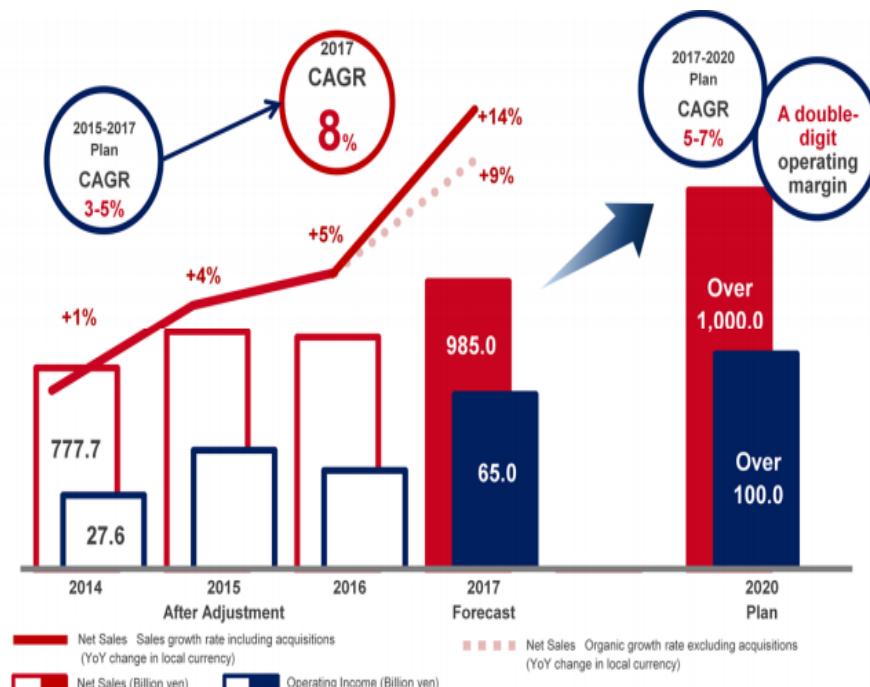
● Shiseido : 목표치의 상향. 중장기 가이던스 상향 가능성 높은 상황

- 2015~2017 Target 매출액 CAGR 3~5%, 2017~2020 Target 매출액 CAGR 상향 5~7%
- 3Q17 실적 프레젠테이션 CAGR 8% 상향. 2017 가이던스 역시 매출액 y-y +14%(organic growth +9%)
- 탐방 결과, VISION 2020의 가이던스는 상향될 가능성이 매우 높은 것으로 판단

2016 Annual Report Vision 2020



3Q17 실적 Presentation Vision 2020



자료 : Shiseido, SK증권

자료 : Shiseido, SK증권

변화의 시작, 예전에 우리가 알던 저성장 회사가 아니다

일본 화장품, 당장의 목표치 상향 조정

● KOSE : 견조한 성장세를 반영하여, Sales, OP, OPM 모두 상향

- 매출과 영업이익이 전 부문에서 상승이 나타나면서, 연간 가이던스 상향 조정
- 매출액 y-y +6%, 영업이익 y-y +11% 상향
- 이는 전년 대비 매출액 y-y +12%, 영업이익 y-y +17% 증가한 수치
- 일본에서 High-prestige brand의 호조, 중국과 한국에서 지속되는 성장세, 미국 Tarte의 호조세를 반영

4월~9월 KOSE 실적발표 자료 : 10.31 연간 추정치 상향

(단위 : Million yen, %)

	Net sales	Operating profit	Ordinary profit	Profit attributable to owners of parent	Net income per share
Previous forecast (A)	282,000	41,500	41,900	23,800	417.2
Revised forecast (B)	300,000	46,000	46,700	27,100	475.1
Change (B - A)	18,000	4,500	4,800	3,300	
Percentage change (%)	6	11	12	14	
Previous fiscal year results	266,762	39,160	39,564	21,657	379.7

자료 : KOSE, SK증권

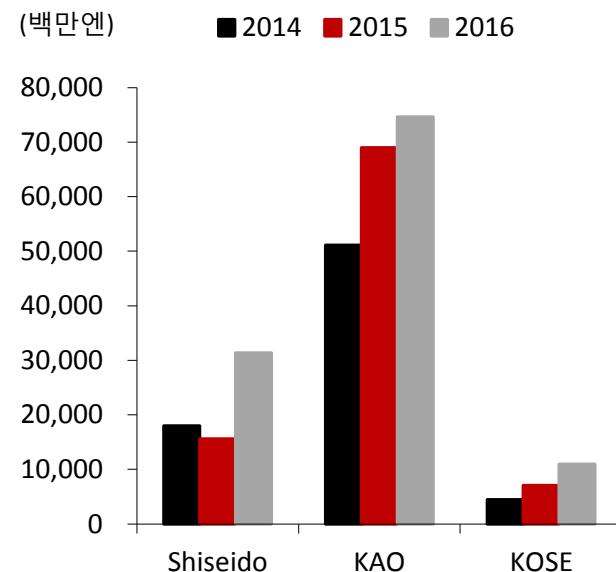
물 들어올 때 노젓는 일본 화장품 업체들

투자에 보수적이던 일본 화장품, 기조가 바뀌었다

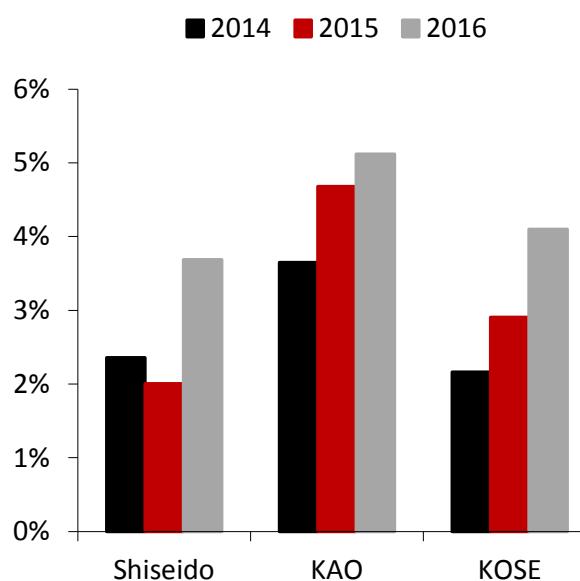
● 보수적 일본 화장품 회사들의 CAPEX 금액 급증

- 3사 평균 매출액 대비 CAPEX 금액 비중은 2014년 2.7%, 2015년 3.2%, 2016년 4.3%로 확대
- Shiseido는 금번 3Q 실적발표에서 신공장 Setup 및 증설 관련, 기존 계획 대비 확대된 증설 계획을 발표
- 투자에 가장 보수적이던 KAO는 2016년 M&A관련 부서를 신설, M&A에 적극 나설 것을 시사

Shiseido, KOSE, KAO 최근 3개년 CAPEX 금액



Shiseido, KOSE, KAO 최근 3개년 매출액 대비 CAPEX 비중



자료 : Bloomberg, SK증권

주 : KOSE 3월 결산으로 2017년 3월 발표 기준

자료 : Bloomberg, SK증권

주 : KOSE 3월 결산으로 2017년 3월 발표 기준

물들어올 때 노젓는 일본 화장품 업체들

투자에 보수적이던 일본 화장품, 기조가 바뀌었다

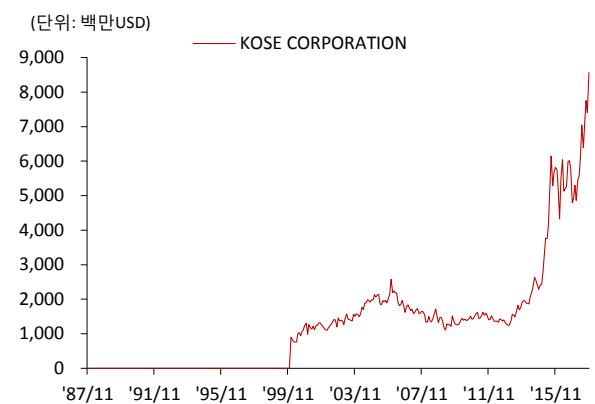
- 투자와 투자 회수가 함께 이루어지는 선순환 Cycle : 주가 상승과 Valuation Re-rating으로 연결

시세이도 시가총액 추이 (단위 : 백만USD)



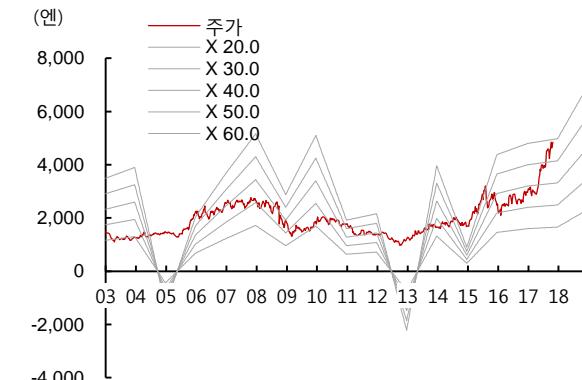
자료 : Datastream, SK증권

고세 시가총액 추이 (단위 : 백만USD)



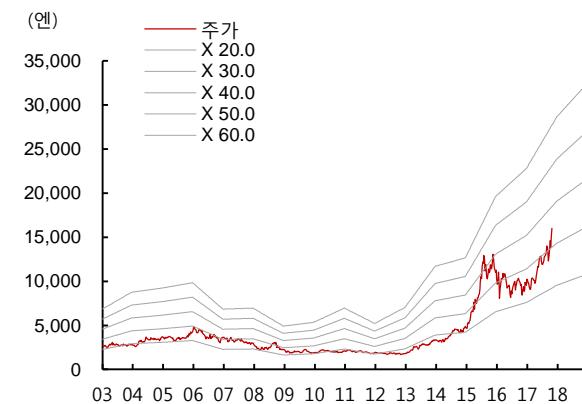
자료 : Datastream, SK증권

시세이도 PER 추이



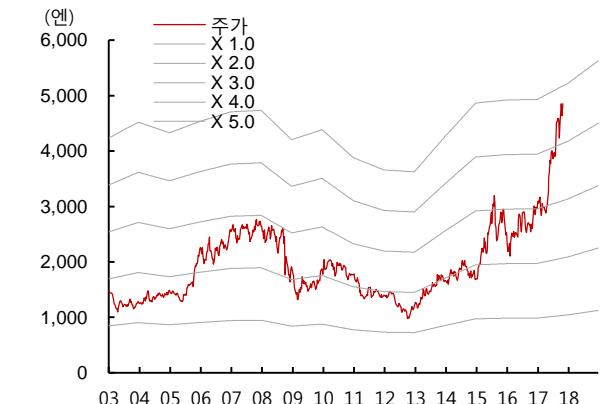
자료 : Quantwise, SK증권

고세 PER 추이



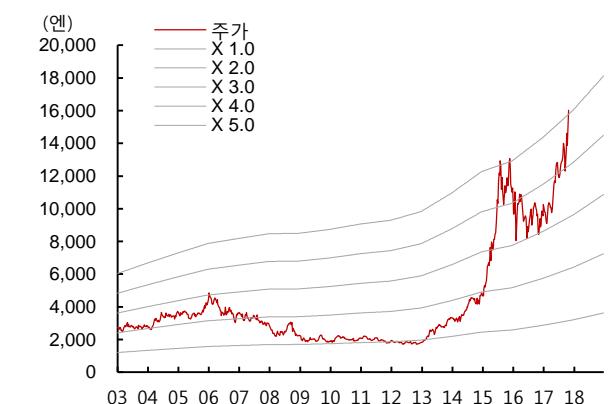
자료 : Quantwise, SK증권

시세이도 PBR 추이



자료 : Quantwise, SK증권

고세 PBR 추이



자료 : Quantwise, SK증권

시세이도 (4911 JP) 2015년 결산 회기 변경

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

대차대조표

(백만엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
자산총계	720,707	715,377	801,346	823,636	946,007
유동자산	315,229	332,681	402,588	415,069	443,748
비유동자산	405,478	382,696	398,758	408,567	502,259
부채총계	416,992	411,643	442,639	414,267	532,137
유동부채	164,719	187,225	249,783	265,381	246,687
장기부채	252,273	224,418	192,856	148,886	285,450
자본총계	303,715	303,734	358,707	409,369	413,870

현금흐름표

(백만엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
당기순이익	14,515	(14,685)	26,149	33,668	32,101
감가상각비	36,201	37,537	38,189	38,079	39,396
운전자본증감	(7,787)	(18,316)	15,011	(6,744)	2,544
영업활동현금흐름	52,599	42,040	84,320	32,134	59,129
자본지출	(17,719)	(18,763)	(17,964)	(15,610)	(31,366)
투자활동현금흐름	(20,668)	(25,534)	(16,799)	12,109	(70,640)
재무활동현금흐름	(37,549)	(19,227)	(37,611)	(53,599)	19,707
현금증감	(5,618)	(2,721)	29,910	(9,356)	8,196
FCF	34,880	23,277	66,356	16,524	27,763
주당현금흐름	88	58	167	41	70

손익계산서

(백만엔, 원)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
매출액	682,385	677,727	762,047	777,687	850,306
영업이익	39,135	26,045	49,644	27,613	36,780
세전이익	38,946	-6,442	50,427	49,037	49,866
당기순이익	14,515	-14,685	26,149	33,668	32,101
기본EPS	37.2	44.7	68.1	52.7	59.4
회식EPS	37.2	44.7	68.0	52.6	59.3
EBITDA	75,336	63,582	87,833	65,692	76,176

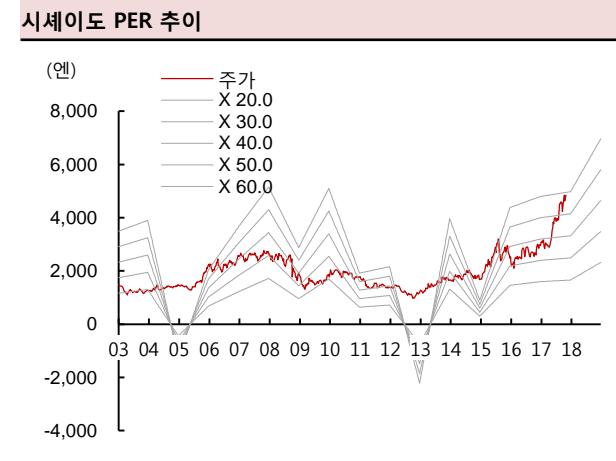
자료 : Bloomberg

시세이도 시가총액 추이



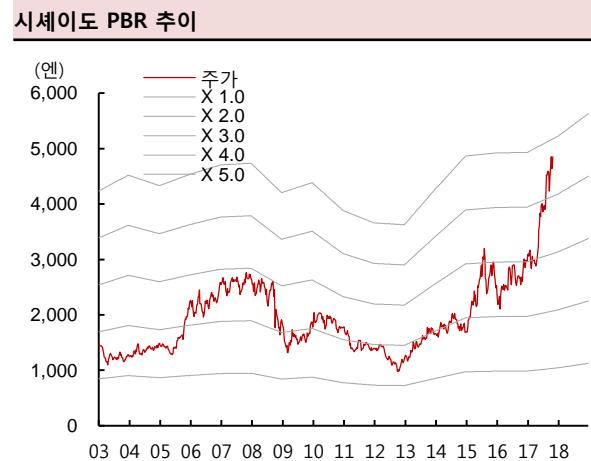
(단위 : 백만USD)

시세이도 PER 추이



자료 : Quantwise, SK증권

시세이도 PBR 추이



자료 : Quantwise, SK증권

자료 : Datastream, SK증권

고세 (4922 JP) 3월 결산

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

대차대조표

(백만엔)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
자산총계	173,014	186,274	205,006	233,275	247,191
유동자산	115,067	130,391	134,476	161,351	172,074
비유동자산	57,947	55,883	70,530	71,924	75,117
부채총계	53,704	53,464	55,369	74,732	70,061
유동부채	35,206	39,877	45,207	57,766	56,033
장기부채	18,498	13,587	10,162	16,966	14,028
자본총계	119,310	132,810	149,637	158,543	177,130

현금흐름표

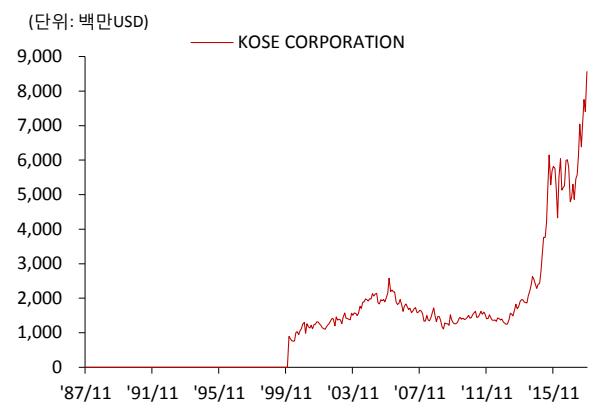
(백만엔)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
당기순이익	6,720	11,132	12,057	18,655	21,657
감가상각비	4,607	4,679	5,862	6,603	6,593
운전자본증감	(2,400)	(3,248)	(1,826)	(5,976)	(10,490)
영업활동현금흐름	8,706	17,413	15,217	26,410	17,327
자본지출	(4,995)	(3,190)	(4,492)	(7,075)	(10,941)
투자활동현금흐름	(7,899)	8,016	(15,165)	(19,926)	(8,158)
재무활동현금흐름	(2,775)	(4,795)	(2,053)	(4,242)	(6,544)
현금증감	(1,968)	20,634	(2,001)	2,242	2,625
FCF	3,711	14,223	10,725	19,335	6,386
주당현금흐름	65	249	188	339	112

손익계산서

(백만엔, 원)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
매출액	170,685	190,049	207,821	243,390	266,762
영업이익	11,864	18,934	22,647	34,634	39,160
세전이익	12,811	20,755	23,692	33,861	39,423
당기순이익	6,720	11,132	12,057	18,655	21,657
기본EPS	133.4	194.3	225.6	328.6	380.5
회식EPS	133.4	194.3	225.6	328.6	380.5
EBITDA	16,471	23,613	28,509	41,237	45,753

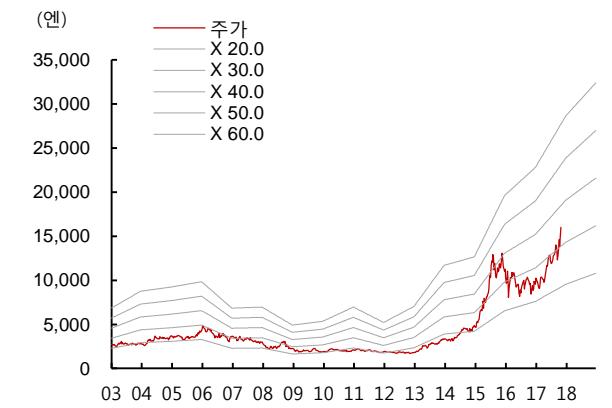
자료 : Bloomberg

고세 시가총액 추이



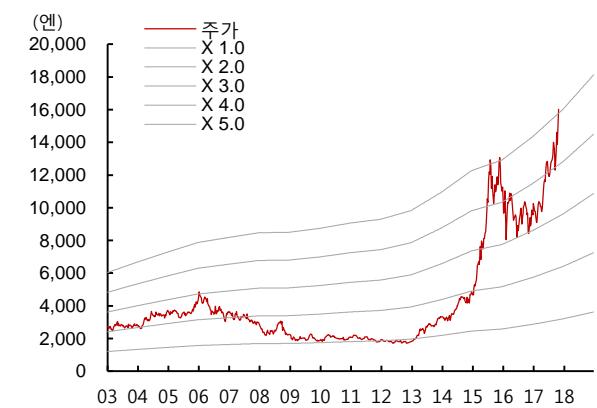
(단위 : 백만USD)

고세 PER 추이



자료 : Quantewise, SK증권

고세 PBR 추이



자료 : Quantewise, SK증권

자료 : Datastream, SK증권

가오 (4452 JP)

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

대차대조표

(백만엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
자산총계	991,272	1,133,276	1,198,233	1,311,064	1,338,309
유동자산	432,949	593,965	641,734	718,377	715,341
비유동자산	558,323	539,311	556,499	592,687	622,968
부채총계	441,568	490,636	525,840	619,077	646,846
유동부채	274,909	338,314	380,536	388,406	430,449
장기부채	166,659	152,322	145,304	230,671	216,397
자본총계	549,704	642,640	672,393	691,987	691,463

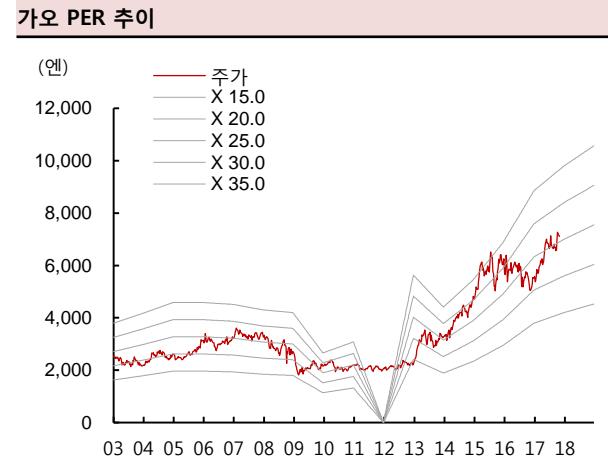
현금흐름표

(백만엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
당기순이익	52,434	64,764	79,590	105,196	126,551
감가상각비	79,797	77,297	79,660	57,423	51,116
운전자본증감	(32,452)	12,504	(14,587)	861	(17,111)
영업활동현금흐름	125,032	178,745	145,118	181,672	184,307
자본지출	(41,683)	(55,672)	(51,151)	(69,023)	(74,637)
투자활동현금흐름	(48,951)	(57,155)	(63,808)	(74,124)	(88,639)
재무활동현금흐름	(89,487)	(54,427)	(80,246)	(26,593)	(102,564)
현금증감	(13,406)	67,163	1,064	80,955	(6,896)
FCF	83,349	123,073	93,967	112,649	109,670
주당현금흐름	160	239	185	225	220

가오 시가총액 추이



(단위 : 백만USD)



자료 : Quantewise, SK증권

자료: Datastream, SK증권

손익계산서

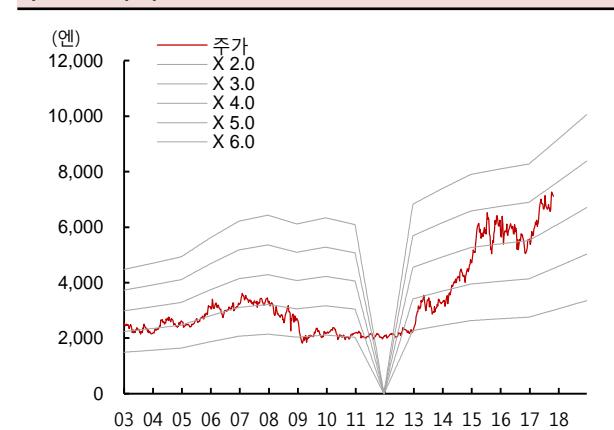
(백만엔, 엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
매출액	1,216,095	1,315,217	1,401,707	1,474,550	1,457,610
영업이익	108,590	124,656	133,270	167,318	185,571
세전이익	105,256	114,939	126,761	166,038	183,430
당기순이익	52,434	64,764	79,590	105,196	126,551
기본EPS	105.2	128.8	159.9	220.0	261.1
회식EPS	105.2	128.7	159.7	219.7	260.8
EBITDA	188,387	201,953	212,930	224,741	236,687

자료 : Bloomberg

주요 투자지표

(배, %)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
PER	22.4	26.3	30.4	29.9	21.9
PBR	2.2	2.7	3.6	4.6	4.0
PSR	1.0	1.3	1.7	2.1	1.9
P/CF	9.4	9.5	16.7	17.3	15.0
배당수익률	2.7	1.9	1.5	1.3	1.7
매출이익률	56.8	56.5	54.9	55.3	56.3
영업이익률	8.9	9.5	9.5	11.3	12.7
순이익률	4.3	4.9	5.7	7.1	8.7
ROA	5.2	6.1	6.8	8.4	9.6
ROE	9.8	11.1	12.3	15.7	18.6

가오 PBR 추이



자료 : Quantewise, SK증권



04. 제약

초고령 사회, 일본에 답이 있다!



Analyst
이달미(제약/바이오)
talmi@sk.com
02-3773-9952



R.A.
이소중
sojoong@sk.com
02-3773-9953



Summary : 초고령 사회, 일본에 답이 있다!

일본은 가장 빨리 초고령사회에 진입했다는 측면에서, 한국과 의료보건 시스템이 비슷하다는 측면에서 한국에게 좋은 벤치마크 대상이다. 일본 제약회사들은 정부의 약가인하 압박에 맞서 신약개발에 집중하는 모습이었다. 다케다의 경우 다양한 글로벌 회사와의 파트너십을 통해 일본 내수에 머무르지 않는 성장 전략을 추구하고 있음을 확인할 수 있었다.

● 더욱 강해지는 일본의 약가인하 압박

- 초고령사회인 일본의 제약시장은 약가 인하로 내수 위축 중
- 2년에 한번씩 이루어지던 약가 인하가 2018년부터는 매년 이루어질 수 있다는 우려감이 존재
- 또한 일본정부는 현재 10%의 제네릭의 비중을 2020년까지 80%까지 끌어올릴 계획으로 국내 업체들에게 좋은 수출의 기회가 될 수 있음. 하지만 업체간 경쟁이 심한 상황

● 신약개발을 통해 제2의 도약을 준비 중

- 약가 인하 이후 저성장세가 지속되지만 2차 성장기가 기대되는 상황, 이에 따라 제약업종지수도 같이 상승 중
- 신약개발에 이미 성공했고 두번째도 가능하다는 자신감으로 신약개발에 집중
- 초고령화사회에 맞춰 알츠하이머 치료제, 혈우병, 항암제에 집중, 몇몇 파이프라인은 곧 글로벌 시판을 앞두고 있는 상황
- 매출액 대비 R&D비용 20% 수준, 국내 업체들도 장기적인 관점으로 R&D 투자에 좀더 집중해야 할 것으로 판단

● 에자이

- 알츠하이머 치료제의 최강자, '아리셉트' 개발을 바탕으로 두번째 알츠하이머 치료제인 'Aducanumab'의 성공적인 출시를 기대

● 다케다

- 다양한 글로벌 회사와의 파트너십을 통해 파이프라인 가치상승에 집중, 댕기열 백신이 임상 3상 중

● 다이치산쿄

- 항암제와 제네릭 개발을 동시에 진행 중, 항체를 이용한 유방암 표적항암제가 글로벌 임상 2상 중

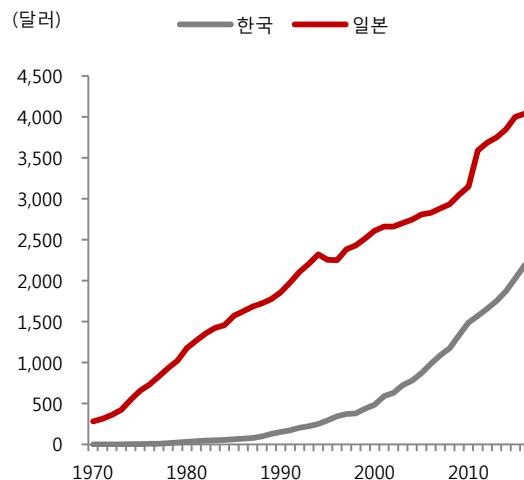
● 추가이

- 로슈의 자회사, 자체적으로 혈우병 A 치료제를 보유, 올해 미국과 일본에 허가신청 들어갔고 내년 출시 예상

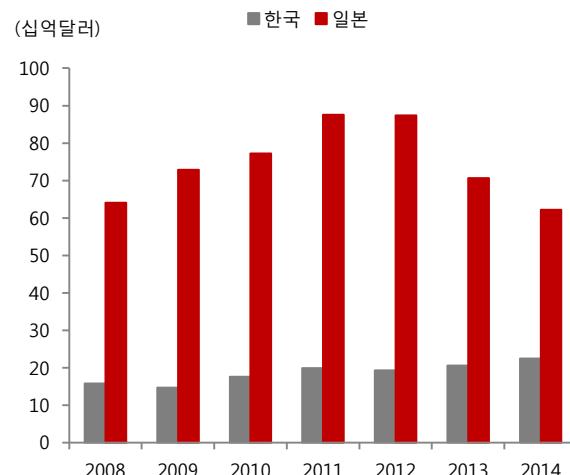
일본의 제약산업 현황

- 일본은 1970년대 고령화사회, 1990년대 고령사회로 진입, 현재 초고령사회
 - 이미 초고령사회로 진입한 일본의 1인당 의료비지출액은 4,043USD (2016년 기준) 수준으로 한국의 2배에 달함
- 일본의 제약시장 규모는 620억달러 수준, 70조원에 해당되는 규모
 - 국가별 전세계 제약시장 3위의 규모를 자랑하는 일본 제약시장은 약가인하, 약제비 삭감등 정부정책으로 시장규모가 축소 중
 - 정부정책에 따라 일본의 약가는 2년에 한번씩 조정이 일어나고 있고 제일 마지막으로는 2016년 4월에 이루어짐
 - 하지만 2018년부터는 매년 약가인하가 이루어질 수 있다는 제약업계 전반의 우려가 있는 상황
 - 일본정부는 2020년까지 제네릭 비중을 80%까지 확대하겠다는 의지를 표명, 이는 국내 제약업체들에게 수출의 기회가 될 수 있지만 업체간 경쟁이 심한 상황

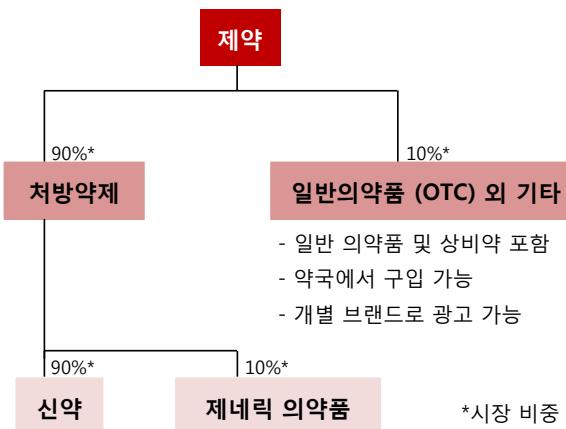
일본의 1인당 의료비지출액은 한국의 2배 수준



일본의 제약시장은 정부정책으로 축소 중



일본 제약시장 구조



자료 : OECD, SK증권

자료 : OECD, SK증권

자료 :: 다이치산쿄, SK증권

일본 제약업 지수 및 업체별 시가총액

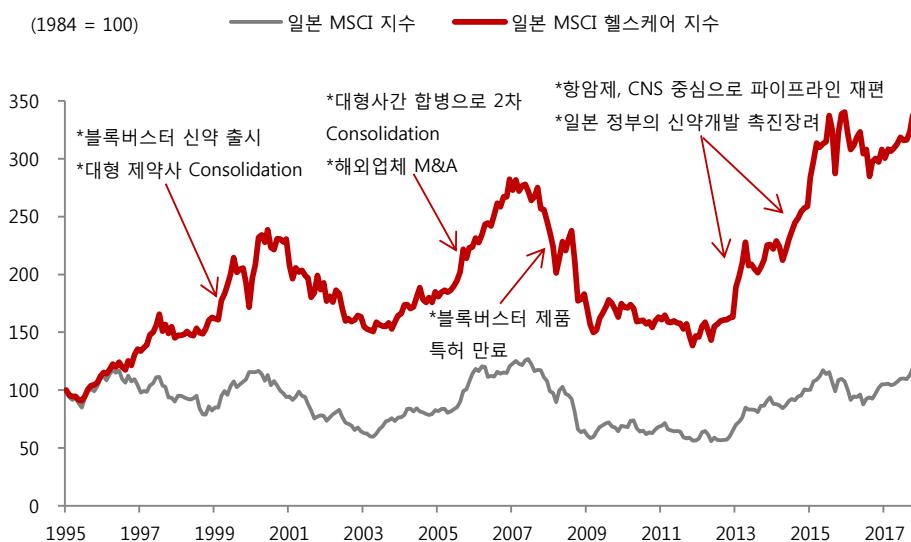
● 신약개발을 통해 제 2의 도약을 준비중인 일본 제약업체

- 일본의 제약업체는 1차 성장기를 거치면서 신약의 특허만료 이후 약가인하로 저성장기를 지나옴
- 저성장 이후 2차 성장기가 기대되는 상황, 이에 따른 제약업종 지수도 같이 상승 중

● 신약개발, 이미 성공했기 때문에 2번째 성공도 가능하다는 자신감

- 대부분의 일본 제약업체들은 100년, 200년의 전통과 역사를 가지고 있어 2차 신약개발에 대한 자신감이 높음
- 파이프라인의 대부분은 초고령화에 발맞춰 알츠하이머 치료제, 백혈병 치료제, 항암제 등에 집중되어 있음
- 항암제는 같지만 국내업체와의 차이점은 국내는 항노화 관련 파이프라인이 비만치료제, 보톡스 등 '미'에 초점이 맞춰져 있다는 점임

일본 제약업종 지수 추이



자료 : 블룸버그, SK증권

업체별 시가총액

(백만엔, 명)	시가총액	매출액	영업이익	순이익	직원 수	설립년도
Takeda	4,025,432	1,807,378	172,558	80,166	31,168	1781년
Daiichi Sankyo	1,710,192	986,446	154,054	82,282	15,249	1899년
Eisai	1,935,819	547,922	43,801	54,933	9,877	1941년
Chugai	1,832,729	491,781	79,325	53,592	7,245	1925년

자료 : 블룸버그 SK증권

일본 제약업체들의 매출액대비 R&D 비용은 20%를 넘어

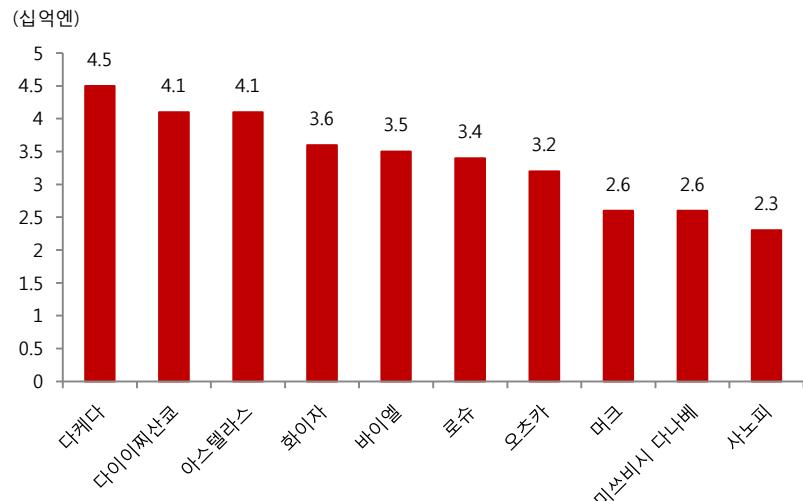
● 일본 제약업체는 신약개발에 집중

- 이번 탐방을 통해 가장 인상적이었던 부분은 국내업체 대비 상대적으로 높은 R&D 비용임
- 추가이를 제외하고는 탐방을 다녀온 대부분의 업체들의 매출액 대비 R&D비용은 20%를 넘어가는 수준
- 이는 국내 업체들이 연간 15% 수준인 점을 감안하면 월등히 높은 수준

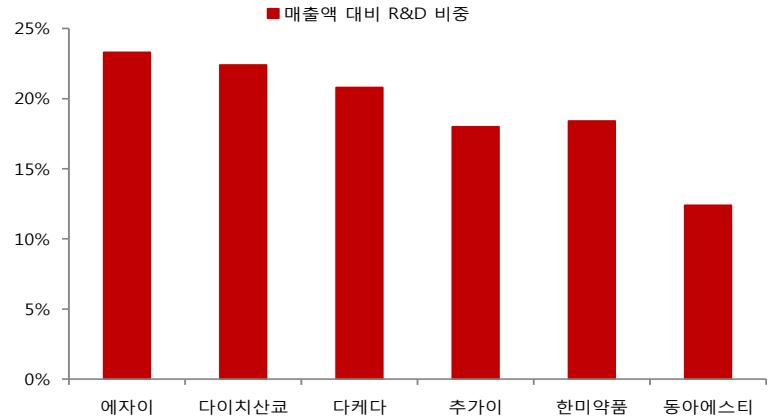
● 국내 업체들, 장기적으로 보고 R&D에 대한 투자를 좀더 높여야

- 일본 제약회사들의 R&D 중요성을 보면서 국내 업체들의 투자 비중도 높아져야 할 것으로 판단

일본 제약업체별 2016년 처방액



일본과 한국 제약업체 매출액대비 R&D 비용 비중



자료 : EvaluatePharma 2016, SK증권

자료 : EvaluatePharma 2016, SK증권

에자이와 Biogen이 같이 진행 중인 알츠하이머 치료제는 전세계에서 가장 가치있어

Rank	Product	Company	Phase (current)	Pharmacological Class	WW Product Sales (\$m) 2022	Today's NPV (\$m)
1.	Aducanumab	Biogen	Phase III	Anti-beta-amyloid (Abeta) MAb	1,536	10,199
2.	Apalutamide	Johnson & Johnson	Phase III	Anti-androgen	1,629	9,839
3.	Abemaciclib	Eli Lilly	Phase III	Cyclin-dependent kinase (CDK) 4 & 6 inhibitor	1,792	8,840
4.	Rova-T	AbbVie	Phase II	Anti-delta-like ligand (DLL) 3 MAb-cytotoxic drug conjugate	1,476	New Entry 8,486
5.	Ozanimod	Celgene	Phase III	Sphingosine-1-phosphate (S1P) 1 & 5 modulator	1,779	8,174
6.	Axicabtagene Ciloleucel	Kite Pharma	Filed	Anti-CD19 chimeric antigen receptor (CAR) T cell therapy	1,713	New Entry 7,427
7.	Bictegravir/F/TAF	Gilead Sciences	Phase III	Nucleoside reverse transcriptase inhibitor (NRTI) & HIV integrase inhibitor	4,378	7,178
8.	Semaglutide	Novo Nordisk	Filed	Glucagon-like peptide (GLP) 1 agonist	2,243	6,943
9.	Guselkumab	Johnson & Johnson	Filed	Anti-IL-23 MAb	1,559	New Entry 6,392
10.	ABT-494	AbbVie	Phase III	Janus kinase (JAK) 1 inhibitor	1,214	New Entry 6,285
11.	Emicizumab	Roche	Phase III	Anti-factor IXa/X bispecific MAb	1,635	6,129
12.	Epacadostat	Incyte	Phase III	Indoleamine 2,3-dioxygenase (IDO) 1 inhibitor	1,728	New Entry 5,866
13.	Sirukumab	Johnson & Johnson	Filed	Anti-IL-6 MAb	1,162	5,423
14.	SHP643	Shire	Phase III	Anti-plasma kallikrein MAb	921	5,327
15.	Elagolix	AbbVie	Phase III	Gonadotrophin releasing hormone (GnRH) antagonist	1,488	New Entry 4,956
16.	CTL019	Novartis	Filed	Anti-CD19 chimeric antigen receptor (CAR) T cell therapy	917	New Entry 4,794
17.	Shingrix	GlaxoSmithKline	Filed	Herpes zoster vaccine	1,126	New Entry 4,321
18.	Tremelimumab	AstraZeneca	Phase III	Anti-cytotoxic T lymphocyte associated protein (CTLA) 4 MAb	992	New Entry 4,302
19.	Glecaprevir & pibrentasvir	AbbVie	Filed	Hepatitis C NS3/4A protease & hepatitis C NS5A inhibitor	1,254	New Entry 4,066
20.	Lampalizumab	Roche	Phase III	Anti-complement factor D MAb	924	New Entry 4,063
Top 20					31,466	129,008
Other					115,455	380,089
Total					146,921	509,097 -5%
NPV of R&D Pipeline AUG 2016: 537,873						

자료 : EvaluatePharma 2016, SK증권

에자이 (4523 JP)

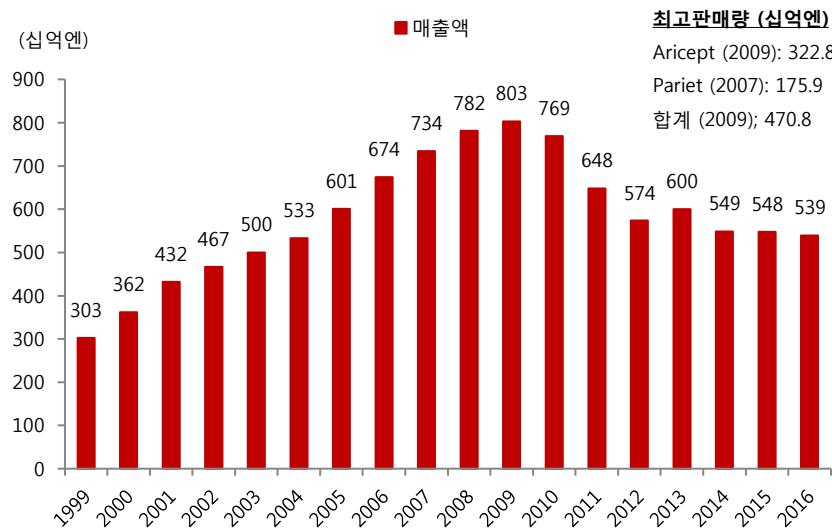
● 2009년 아리셉트 특허만료 이후 매출액 축소 중

- 에자이는 1997년에 런칭한 알츠하이머 치료제 '아리셉트'의 특허만료 이후 매출이 축소 중, 2009년 peak sales 3,228억엔 기록
- 이후 할라벤(유방암), 파이콤파(간질), 렌비마(고형암), 벨빅(비만) 등 2010년 이후 신약 출시에 따른 매출 턴어라운드에 노력 중

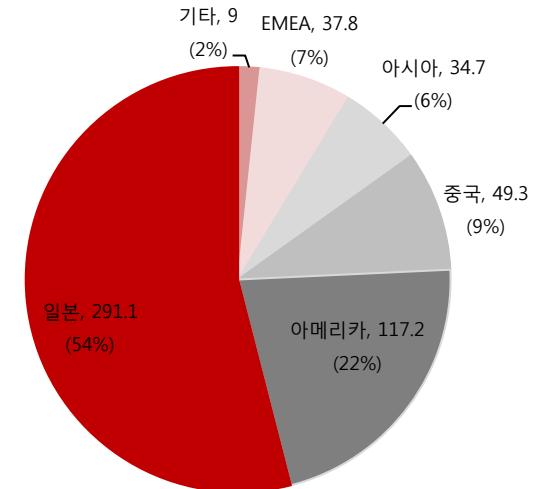
● 2020년까지 신약이 매출성장세를 견인할 전망

- 2017년 실적전망은 매출액이 5,755억엔(+6.8%YoY), 영업이익은 600억엔(+1.5%YoY)가 예상
- 2017년에는 임상 3상중인 신약 'Aducanumab'(바이오젠과 공동개발)의 R&D 비용 투자로 이익 정체 예상
- 2020년까지 매출액 8,000억엔, 영업이익 1,000억엔 목표, 렌비마 매출액 1,000억엔 이상 예상되면서 성장세 견인할 예정

에자이의 실적은 아리셉트 특허만료 이후 매출 하락세



북미향 수출 비중이 높아



자료 : 에자이, SK증권

자료 : 에자이, SK증권

에자이 (4523 JP)

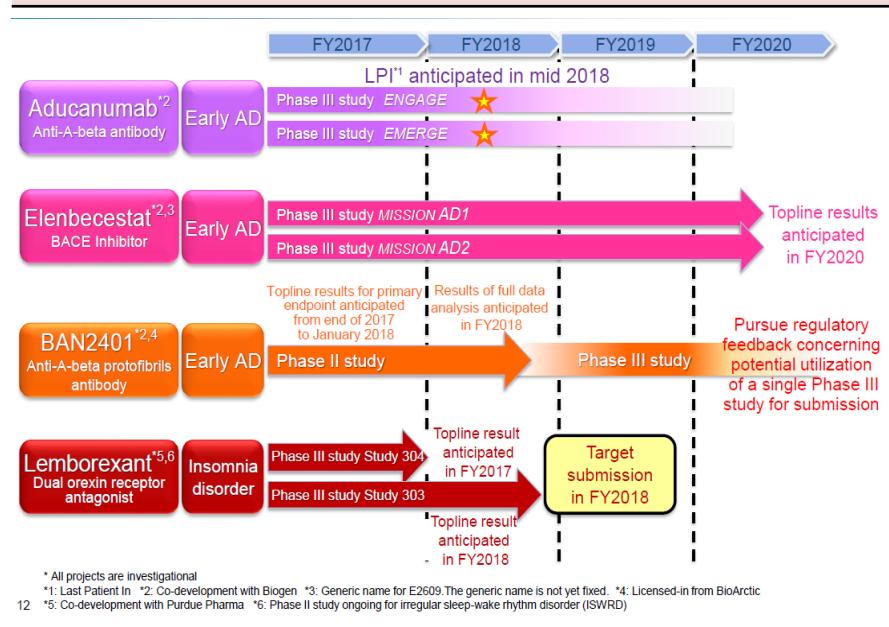
● 알츠하이머 치료제 최강자

- 에자이는 '아리셉트' 개발을 바탕으로 두번째 알츠하이머 치료제인 'Aducanumab'의 성공적인 출시에 기대
- 현재 바이오젠과 공동개발 중에 있으며 임상 3상 마지막 환자가 2018년에 모집 예정

● 한번 성공했고 두번째도 가능하다

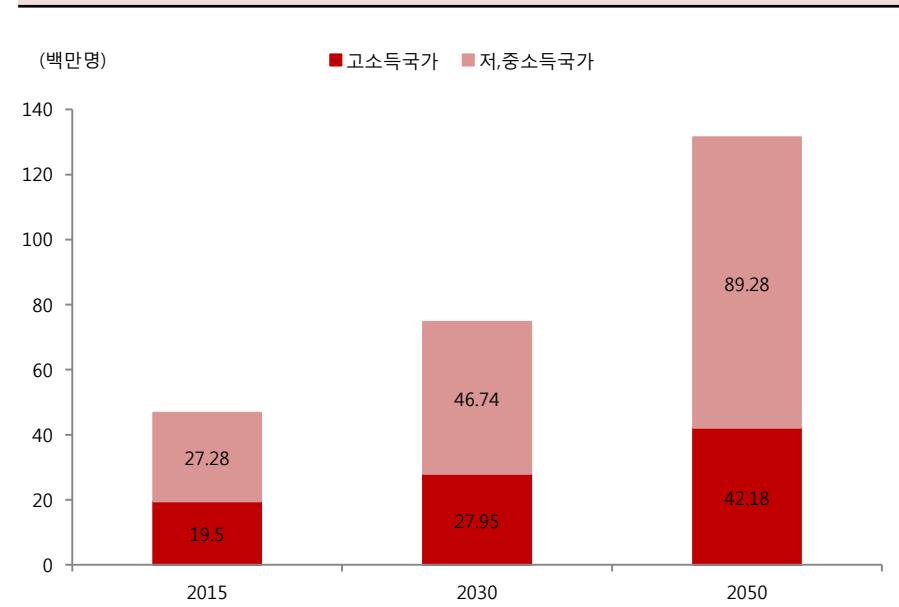
- 아두카누맙 이외에도 'Elenbcestat', 'BAN2401'의 치매 치료제가 임상 2상 중에 있음
- 이미 아리셉트로 성공했기 때문에 두번째 성공도 충분히 가능하다는 회사의 자신감

에자이의 주요 파이프라인 현황



자료 : 에자이, SK증권

2050년까지 전세계 치매환자 1억명 이상이 예상



자료 : 에자이, SK증권

에자이 (4523 JP)

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

대차대조표

(백만엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
자산총계	1,004,660	990,249	973,823	1,053,818	973,987
유동자산	525,835	530,727	459,774	474,724	447,800
비유동자산	478,825	459,522	546,809	579,094	526,187
부채총계	581,233	515,946	444,418	451,757	397,159
유동부채	207,932	215,740	201,334	209,065	154,711
장기부채	373,301	300,206	243,084	242,692	242,448
자본총계	423,427	474,303	529,405	602,061	576,828

자료 : Bloomberg

현금흐름표

(백만엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
당기순이익	58,511	48,275	38,251	43,254	54,933
감가상각비	48,694	51,093	39,929	38,940	34,064
운전자본증감	(17,498)	(18,838)	16,723	18,493	35,913
영업활동현금흐름	90,624	73,181	91,276	76,022	95,617
자본지출	(11,414)	(8,659)	(8,570)	(11,483)	(6,814)
투자활동현금흐름	(2,561)	21,740	20,885	(18,841)	(6,701)
재무활동현금흐름	(77,978)	(81,805)	(115,110)	(59,741)	(72,943)
현금증감	9,766	29,888	11,464	19,414	5,991
FCF	79,210	64,522	82,706	64,539	88,803
주당현금흐름	278	226	290	226	311

손익계산서

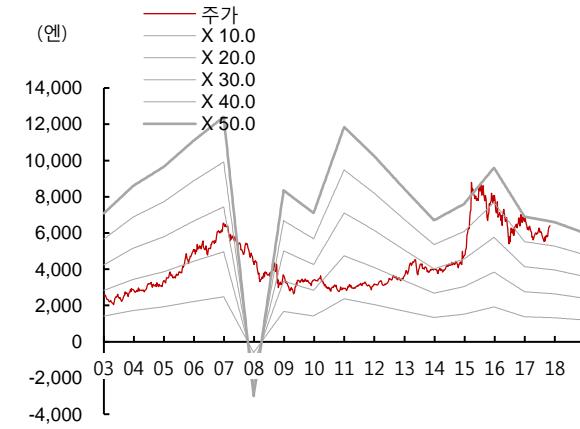
(백만엔, 엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
매출액	647,925	573,676	599,490	548,465	547,922
영업이익	95,748	70,462	84,860	28,755	43,801
세전이익	90,950	70,064	98,828	26,013	38,806
당기순이익	58,511	48,275	38,251	43,254	54,933
기본EPS	205.0	169.0	116.0	152.0	192.2
희석EPS	205.0	169.0	134.0	151.0	191.8
EBITDA	144,442	121,555	106,327	67,278	77,865

에자이 시가총액 추이



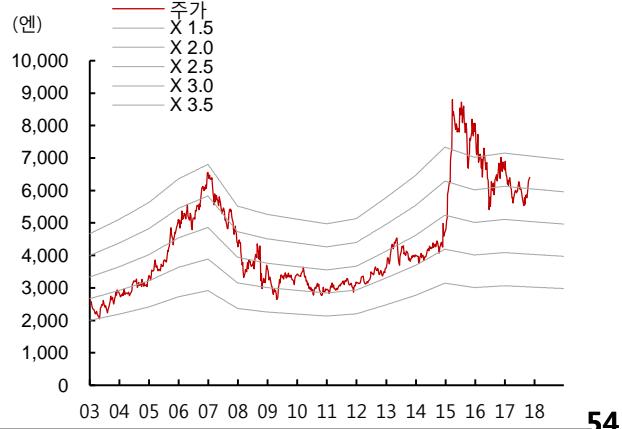
자료 : 블룸버그, SK증권

에자이 PER 추이



자료 : 퀸티와이즈, SK증권

에자이 PBR 추이



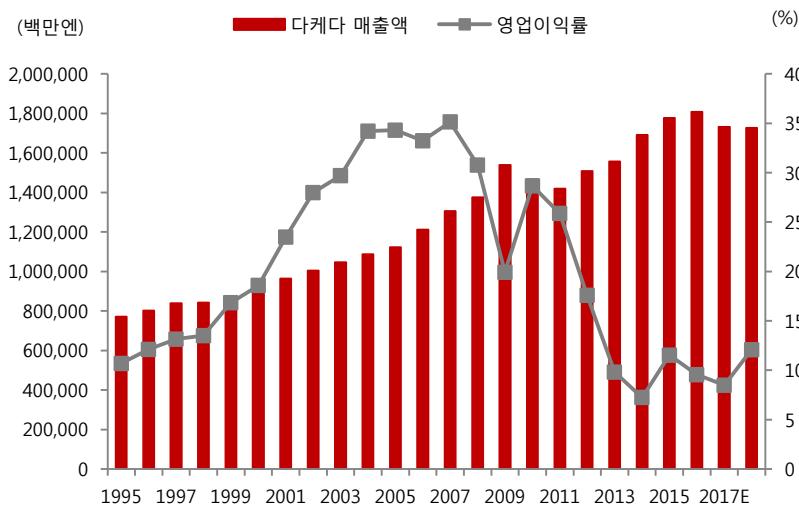
자료 : 퀸티와이즈, SK증권

다케다 (4502 JP)

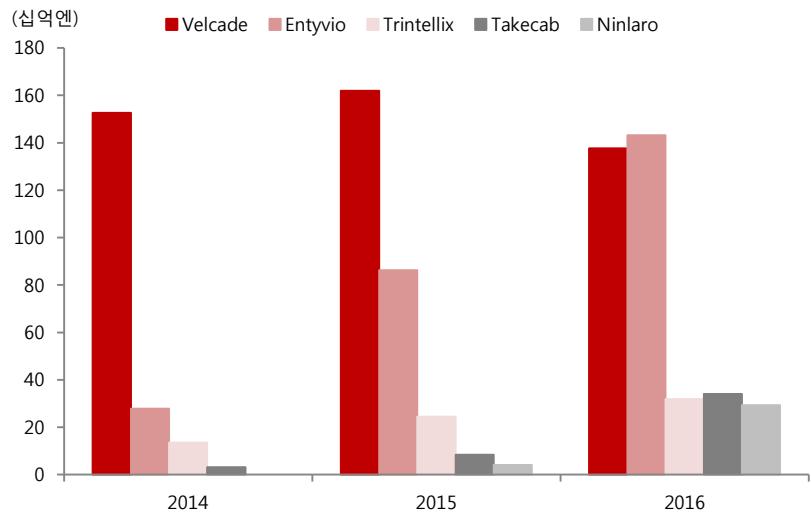
● 일본 제약회사 중 성장률이 가장 뛰어난 기업

- 2017년 실적은 매출액 1조7,200억엔, 영업이익 2,000억엔 전망
- 과거 블록버스터급 제품 4개를 보유하였으나 모두 특허만료가 되면서 성장세 둔화되다 최근 신약 출시효과로 성장세 회복 중
- 특히 'Entyvio'(궤양성대장염), 'Ninlaro'(혈액암)가 높은 매출성장세를 기록하며 전체 성장세를 견인 중
- 2017년 반기 실적전망치를 토대로 2017년 연간 전망치를 매출액은 2.4%, 영업이익은 11.1% 상향 조정
- M&A를 통해 글로벌 제약회사로 거듭나는 중

다케다의 실적 추이



Entyvio와 Ninlaro의 높은 매출 성장세



자료 : 블룸버그, SK증권

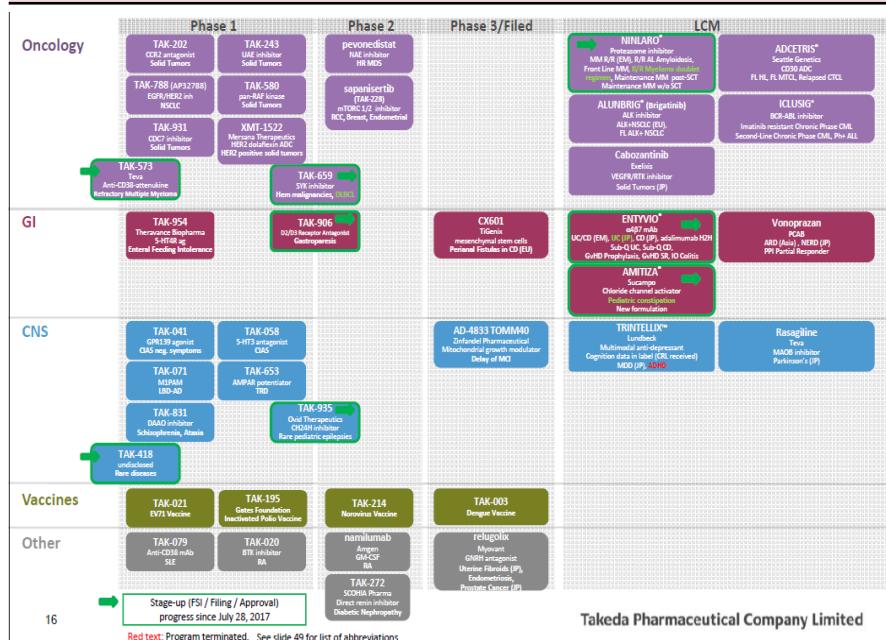
자료 : 다케다, SK증권

다케다 (4502 JP)

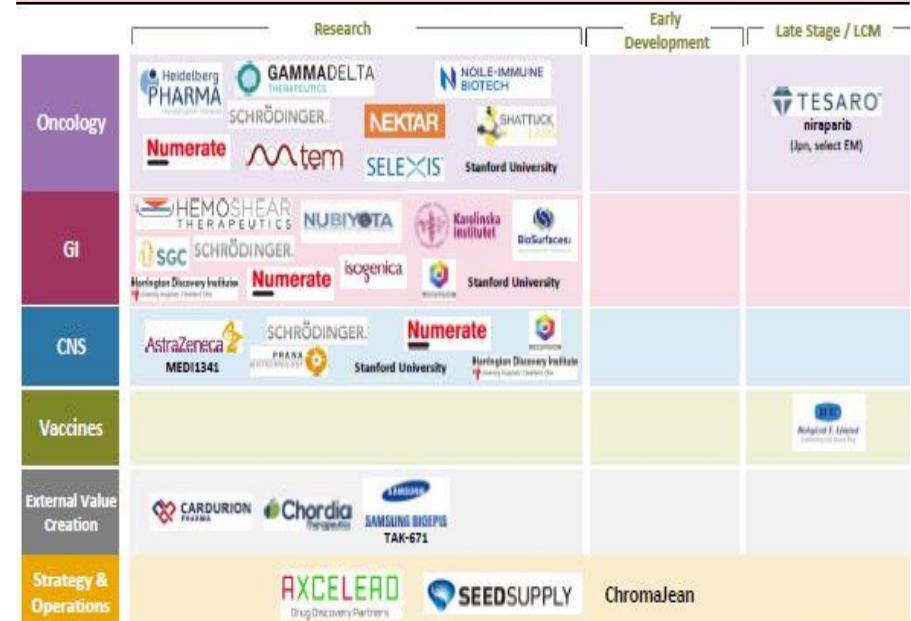
● 다양한 글로벌 회사와의 파트너십을 통해 파이프라인 가치 상승에 집중

- 다케다는 M&A를 통해 다양한 분야의 신약 파이프라인을 보유 중
- 그 중에서도 댕기열 백신인 'TAK-003'은 올해 4월 임상 3상 시험 등록을 마쳤고 2018년 중으로 임상 3상에 대한 실험 결과가 예상됨
- 댕기열은 뎅기바이러스가 사람에 감염되어 발병, 총 1형 ~ 4형까지 4종류의 바이러스가 존재
- 기존 댕기열 백신은 사노피사의 '뎅크박시아'가 첫 승인의약품이나 뎅크박시아는 4종류의 서로 다른 바이러스에 대한 동일 효과는 없음
- 다케다의 댕기열 백신 임상 데이터에 따르면 이전의 댕기열 감염이나 투약 스케줄에 상관없이 4종류의 바이러스에 대한 항체반응 유지
- 따라서 2018년 시판이 유력, 향후 댕기열과 같은 바이러스 족에 속한 지카 바이러스 백신개발에도 사용될 가능성이 높아 긍정적임

다케다의 파이프라인 현황



다양한 파트너십을 통한 파이프라인 가치 상승



자료 : 다케다, SK증권

자료 : 다케다, SK증권

다케다 (4502 JP)

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

대차대조표

(백만엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
자산총계	3,577,030	4,052,556	4,569,144	4,296,192	3,824,085
유동자산	1,278,996	1,231,405	1,592,536	1,520,072	1,373,787
비유동자산	2,298,034	2,821,151	2,976,608	2,776,120	2,450,298
부채총계	1,505,164	1,714,270	2,028,509	2,090,016	1,812,882
유동부채	751,731	633,847	802,754	1,016,824	857,213
장기부채	753,433	1,080,423	1,225,755	1,073,192	955,669
자본총계	2,071,866	2,338,286	2,540,635	2,206,176	2,011,203

현금흐름표

(백만엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
당기순이익	124,162	148,583	106,658	(145,775)	80,166
감가상각비	150,194	247,206	215,743	260,951	197,381
운전자본증감	64,725	(12,922)	(57,117)	(54,145)	23,437
영업활동현금흐름	336,570	332,579	148,335	182,517	25,491
자본지출	(61,904)	(83,451)	(50,108)	(48,232)	(48,758)
투자활동현금흐름	(1,093,964)	(131,077)	(158,611)	91,347	(71,208)
재무활동현금흐름	393,790	(194,235)	101,440	(300,998)	(124,840)
현금증감	(418,463)	91,333	120,468	(10,805)	(203,817)
FCF	274,666	249,128	98,227	134,285	(23,267)
주당현금흐름	348	316	124	171	(30)

다케다 시가총액 추이



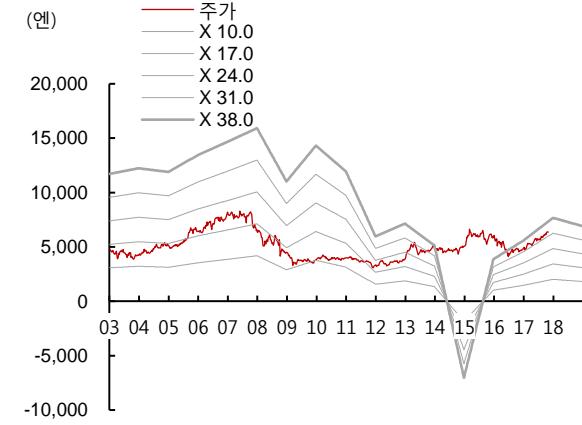
자료 : 블룸버그, SK증권

손익계산서

(백만엔, 엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
매출액	1,508,932	1,557,005	1,691,685	1,777,824	1,807,378
영업이익	265,027	152,791	122,397	205,095	172,558
세전이익	270,605	172,054	102,316	181,674	149,549
당기순이익	124,162	148,583	106,658	-145,775	120,538
기본EPS	157.0	166.0	135.0	-185.0	102.3
회석EPS	157.0	188.0	135.0	-185.0	101.7
EBITDA	415,221	399,997	338,140	466,046	369,939

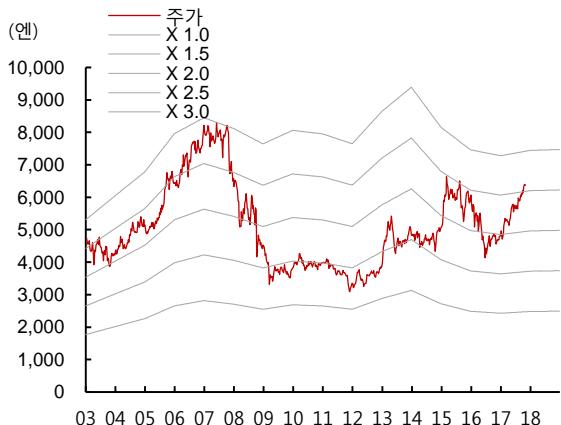
자료 : Bloomberg

다케다 PER 추이



자료 : 퀀티와이즈, SK증권

다케다 PBR 추이



자료 : 퀀티와이즈, SK증권

다이치산쿄 (4568 JP) - 항암제에 집중된 R&D 파이프라인

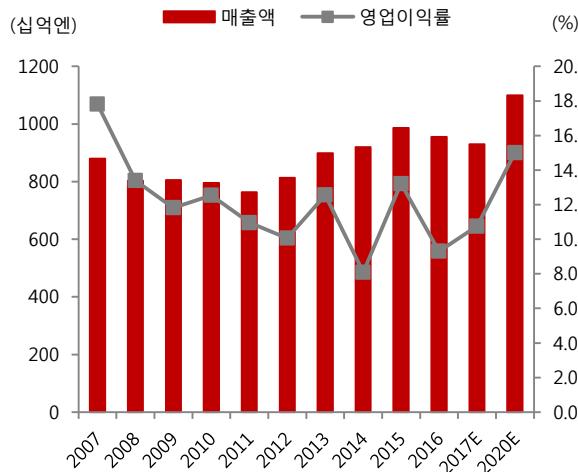
● 2020년 매출액 1.1조엔, 영업이익률 15.0% 달성 목표

- 2017년 매출액 9,300억엔 시현이 전망, 오리지널 신약 올메살탄 특허만료로 전년대비 2.6%의 성장세가 예상, 12월 제네릭 출시 예정
- 2020년까지 가장 빠르게 임상이 진행되는 3~5개의 신약이 런칭되면서 각각 peak sales 1,000억엔 이상의 실적 기여로 목표액 도달
- 또한 제네릭 사업부를 보유하면서 제네릭 시장 확대에도 대비

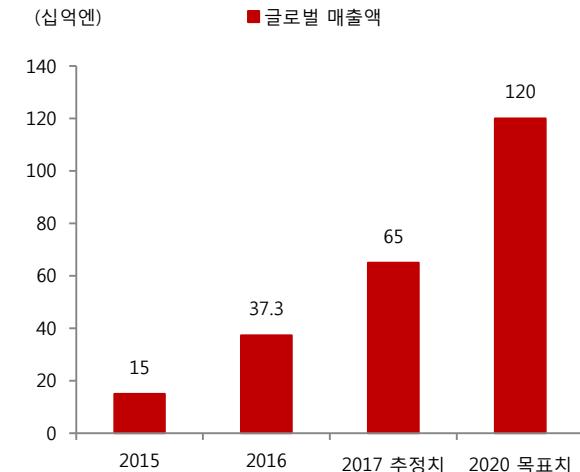
● 항암제에 집중되어 있는 파이프라인

- ADC Franchise: 항체에 화학의약품을 연결하여 HER2를 표적한 DS-8201이 글로벌 임상 2상 진행 중
- 항체만 변경하여 여러가지 다른 치료제로 개발 진행 중, 따라서 franchise라 명칭

다이치산쿄 2020년 매출액 1.1조엔 목표



다이치산쿄 2020년 글로벌 매출액 1200억엔 목표

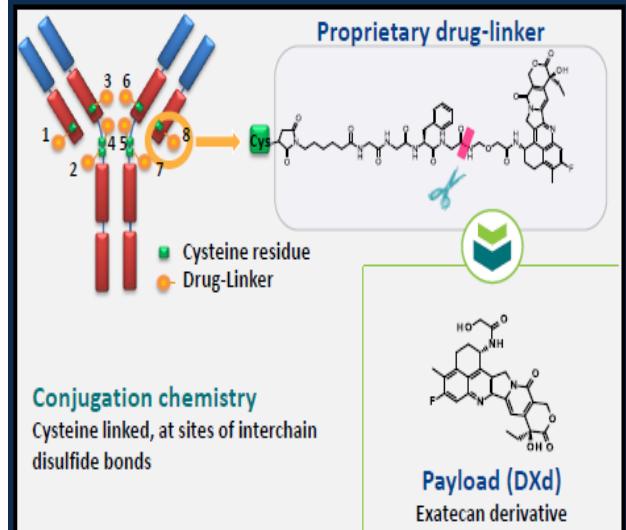


자료 : 다이치산쿄, SK증권

자료 : 다이치산쿄, SK증권

다이치산쿄의 Link&Payload 기술

DS-8201a



자료 : 다이치산쿄, SK증권

다이치산쿄 (4568 JP)의 주요제품 및 제약박물관

다이치산쿄의 글로벌 전문의약품



자료 : 다이치산쿄, SK증권

다이치산쿄의 백신제품



자료 : 다이치산쿄, SK증권

다이치산쿄의 제네릭



자료 : 다이치산쿄, SK증권

다이치산쿄 옆 제약박물관



자료 : 다이치산쿄, SK증권

다이치산쿄 (4568 JP)

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

대차대조표

(백만엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
자산총계	1,518,479	1,684,949	1,854,037	1,982,286	1,900,522
유동자산	861,530	829,786	990,603	785,334	1,125,268
비유동자산	656,949	855,163	863,434	1,196,952	775,254
부채총계	685,730	746,469	846,510	675,245	667,001
유동부채	394,965	424,556	461,188	297,496	379,694
장기부채	290,765	321,913	385,322	377,749	287,307
자본총계	832,749	938,480	1,007,527	1,307,041	1,233,521

현금흐름표

(백만엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
당기순이익	10,383	64,027	60,943	322,119	82,282
감가상각비	57,381	45,260	51,486	42,023	44,306
운전자본증감	10,073	(6,688)	(173)	2,458	18,934
영업활동현금흐름	92,569	129,284	37,304	142,776	174,281
자본지출	(54,576)	(72,226)	(47,497)	(38,500)	(27,136)
투자활동현금흐름	(125,095)	(108,837)	(161,368)	(21,278)	(5,967)
재무활동현금흐름	(50,199)	(58,227)	(100,322)	(132,199)	(122,931)
현금증감	(89,728)	(21,804)	(8,075)	6,302	32,787
FCF	37,993	57,058	(10,193)	104,276	147,145
주당현금흐름	54	81	(15)	148	213

자료 : Bloomberg

손익계산서

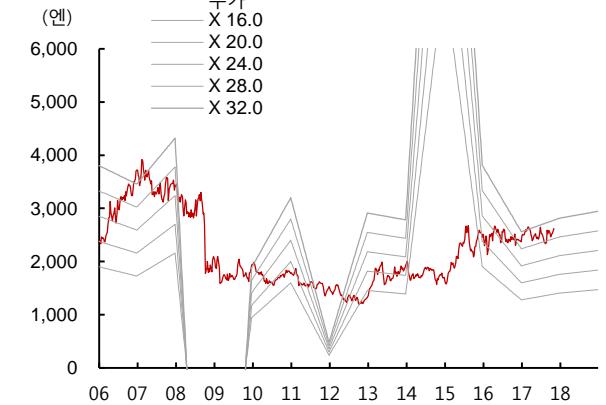
(백만엔, 원)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
매출액	938,677	994,659	1,118,241	919,372	986,446
영업이익	98,202	108,265	116,937	126,711	154,054
세전이익	73,723	105,476	105,135	132,279	146,030
당기순이익	10,383	64,027	60,943	322,119	82,282
기본EPS	15.0	95.0	87.0	458.0	119.4
희석EPS	15.0	91.0	86.0	66.0	119.1
EBITDA	155,583	153,525	168,423	168,734	198,360

다이치산쿄 시가총액 추이



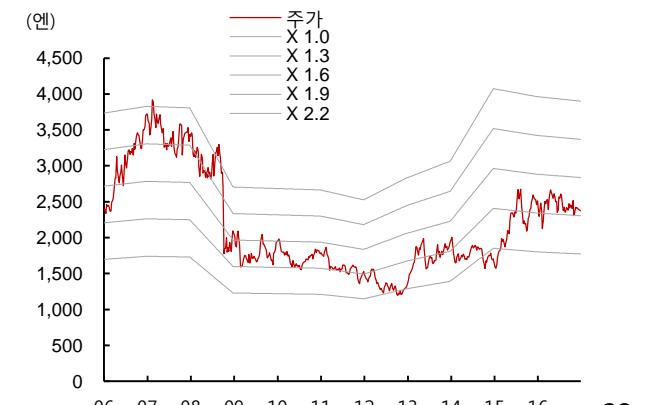
자료 : 블룸버그, SK증권

다이치산쿄 PER 추이



자료 : 콘티와이즈, SK증권

다이치산쿄 PBR 추이



자료 : 콘티와이즈, SK증권

추가이 (4519 JP)

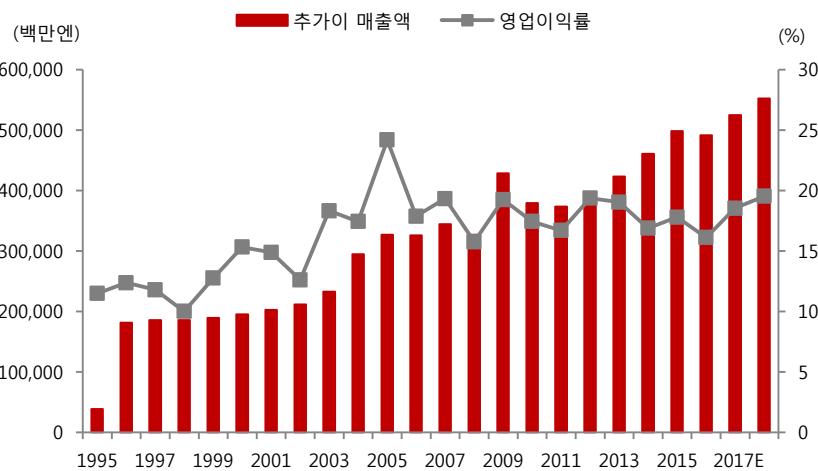
● 로슈의 지분율 60% 자회사

- 1925년에 설립, 2001년 로슈 재팬과의 합병을 통해 지분율 60%의 자회사,
- 로슈의 일본내 파트너사 및 신약개발의 두가지 비즈니스를 보유
- 로슈 제품의 일본 내수판매를 통한 안정적인 매출성장과 글로벌 신약개발 비용을 로슈와 나누어 집행한다는 장점이 있음

● 2018년부터는 신약 출시에 따라 본격적인 매출 성장이 예상

- 2017년 실적전망은 매출액이 5,253억엔(+6.8%YoY), 영업이익은 974억엔(+22.8%YoY) 시현이 전망
- 혈우병 A 치료제의 미국 및 일본 2017년 허가 신청에 따라 2018년부터 매출발생이 예상, 2018년 이후 본격적인 매출 성장세가 전망

신약 출시로 2018년 이후 매출 성장세로 돌아설 전망



2001년 로슈로 인수 이후 낮아지는 판관비율



자료 : 블룸버그, SK증권

자료 : 추가이, SK증권

추가이 (4519 JP)

● 가장 기대되는 파이프라인은 혈우병 치료제인 'ACE 910'

- 혈우병A 치료제 'ACE 910(이미시주맙)'은 작년에 임상 3상을 끝내고 미국은 올해 6월, 일본은 올해 7월에 허가신청 들어감
- 'ACE910'의 장점은 복용 편리성인데 기타 다른 치료제는 정맥주사로 주2회 맞아야 하는 반면, 이 제품은 주1회로 피하 주사제임
- 또한 혈우병은 희귀병이지만 약가가 비싸 시장규모가 크기(6.7조원) 때문에 출시 이후 큰 폭의 매출창출이 가능
- 이 제품은 혈우병A와 FVIII에 억제제가 있는 환자에게 이미시주맙의 예방적 사용을 평가하는 2건의 임상 3상에서 긍정적 데이터 발표
- Evaluate Pharma에서는 ACE910이 2022년에 Top 5 혈우병 치료제에 들어갈 것으로 전망
- 회사 내부적으로도 큰 기대를 가지고 있는 파이프라인임

전세계 혈우병A 치료제 파이프라인 현황

제품	회사	메커니즘	적응증
Emicizumab	Roche	Anti-factor IXa/X bispecific MAb	hemophilia A inhibitors (신청)
Fitusiran	Alnylam	Anti-thrombin III RNAi therapeutic	hemophilia A & B, inhibitors (phase III)
BMN 270	Biomarin Pharmaceutical	AAV-factor VIII gene therapy	hemophilia A, no inhibitors (phase II)
SPK-8011	Spark Therapeutics	Factor VIII gene therapy	hemophilia A, no inhibitors (phase II)
SPK-9001	Spark Therapeutics/ Pfizer	Factor IX gene therapy	hemophilia B, no inhibitors (phase II)
AMT-060	Unicure	Factor IX gene therapy	hemophilia B, no inhibitors (phase II)
SB-525	Sangamo Therapeutics/ Pfizer	Factor VIII gene therapy	hemophilia A, no inhibitors (phase I/II)
SB-FIX	Sangamo Therapeutics	Factor IX gene therapy	hemophilia B, no inhibitors (phase I/II)
SHP654	Shire	Factor VIII gene therapy	hemophilia A, no inhibitors (phase I)

자료 : EvaluatePharma, SK증권

2022년 Top 5 혈우병 치료제

제품	회사	메커니즘	표적	매출	
				2016	2022
Advate/Adynovate	Shire	FVIII	Non-inhibitors	2,381	2,464
Emicizumab	Roche	항 FIXa/X bispecific Mab	Inhibitors/non-inhibitors	-	1,427
Eloctate	Bioverativ	FVIII	Non-inhibitors	544	386
Kogenate	Bayer	FVIII	Non-inhibitors	1,290	893
NovoSeven	Novo Nordisk	FVII	Inhibitors	1,167	634
총 혈우병 A 시장				8,311	10,249

자료 : EvaluatePharma, SK증권

추가이 (4519 JP)

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

대차대조표

(백만엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
자산총계	645,325	697,212	739,538	787,401	806,285
유동자산	455,100	504,235	538,904	567,773	578,760
비유동자산	190,225	192,977	200,634	219,628	227,525
부채총계	116,164	124,008	141,782	160,130	159,788
유동부채	94,718	97,667	114,350	133,058	123,660
장기부채	21,446	26,341	27,432	27,072	36,128
자본총계	529,161	573,204	597,756	627,271	645,508

현금흐름표

(백만엔)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
당기순이익	46,052	50,895	50,980	61,125	53,592
감가상각비	14,172	14,490	14,880	15,567	16,369
운전자본증감	16,335	(19,660)	(33,302)	(15,945)	(36,159)
영업활동현금흐름	77,542	53,521	37,034	62,918	38,787
자본지출	(14,849)	(11,287)	(16,232)	(18,367)	(30,084)
투자활동현금흐름	(54,901)	(13,213)	(14,351)	(45,269)	(10,107)
재무활동현금흐름	(21,670)	(20,683)	(23,715)	(29,980)	(33,414)
현금증감	971	19,625	(1,032)	(12,331)	(6,338)
FCF	62,693	42,234	20,802	44,551	8,703
주당현금흐름	115	78	38	82	16

자료 : Bloomberg

손익계산서

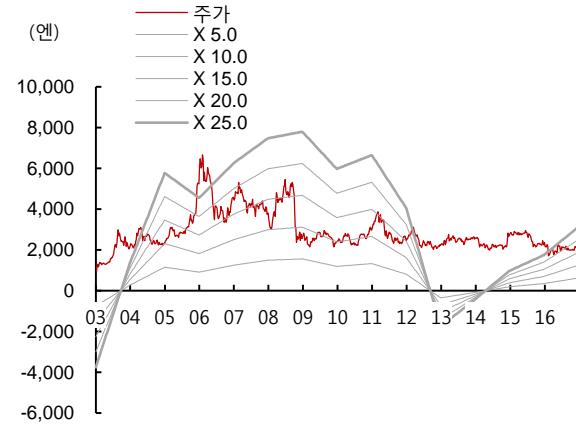
(백만엔, 원)	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
매출액	386,552	423,652	461,109	498,840	491,781
영업이익	74,930	80,725	77,906	88,838	79,325
세전이익	73,084	78,934	78,211	89,392	75,708
당기순이익	46,052	50,895	50,980	61,125	53,592
기본EPS	89.0	93.0	94.0	112.0	98.1
회석EPS	85.0	93.0	93.0	112.0	98.0
EBITDA	88,835	95,215	92,786	104,405	95,694

추가이 시가총액 추이



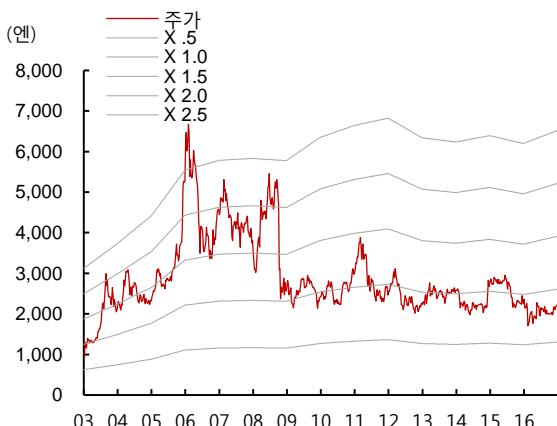
자료 : 블룸버그, SK증권

추가이 PER 추이



자료 : 콘티와이즈, SK증권

추가이 PBR 추이



자료 : 콘티와이즈, SK증권