



Analyst 전영현 · 02-3773-9181 · yj6752@sk.com

Issue Comment

- ✓ 현 시점, 화장품 업종의 추가 상승여력은 크지 않음
- ✓ 향후 확실한 인바운드 관련 모멘텀 확보 시, 추가 상승 전망
- ✓ 실적 가시성 높은 중국 관련 소비주에 대한 투자 유효

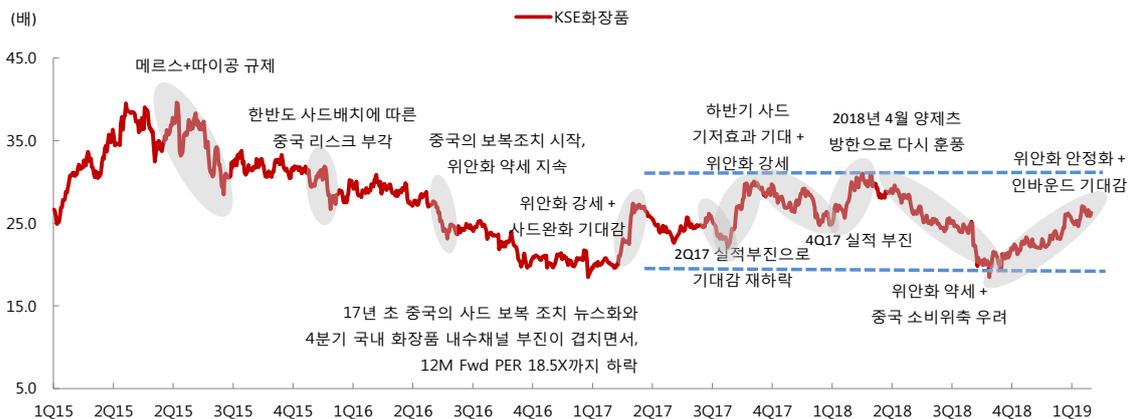
화장품 업종, 단기 박스권 움직임 예상

화장품 업종 상승세, 언제까지 지속될까?

지난해 말부터 반등 국면에 접어든 KSE 화장품 업종 지수는 지난 4월 3일 종가 기준으로 12M Forward PER이 26.1까지 상승하였다. 동기간 달러 대비 위안화 환율이 떨어지며 약세를 지속하던 위안화 가치가 강세로 전환, 환율이 안정화된 것이 가장 큰 요인으로 작용하였다. 여기에 계속되는 미중 무역 갈등에도 불구하고, 럭셔리 비중이 높은 글로벌 화장품 회사들이 어닝 서프라이즈를 기록하며 중국의 소비 위축 우려를 불식시켰고, 중국 증시 랠리와 함께 글로벌 중국 관련 소비주들의 리레이팅이 지속되었다. 한편 국내의 경우, 환율 안정화와 더불어 1)중국의 경기 부양 정책, 2)사드 보복 조치의 완전한 해제, 그리고 3)인바운드 관광객 회복에 대한 기대감이 상당 부분 작용하였다. 결국, 박스권 등락을 반복하던 2017~2018년과 마찬가지로 펀더멘털 개선에 의한 주가 상승보다는 대외적 요인과 기대감에 의한 상승 부분이 컸기 때문에 1분기 실적 부진에 따른 주가 하락 가능성 역시 배제할 수 없다. 결론적으로 향후 인바운드 관련 추가 모멘텀이 확보되기 전까지는 화장품 업종 주가는 큰 폭의 추가 상승을 기대하기는 어렵다는 판단이다.

다만, 전반적인 화장품 산업 관련 지표들이 회복세에 있고, 향후 인바운드 관광객 증가에 대한 기대감이 커지고 있는 현 시점에서는 주가의 하방 역시 제한적이라는 시각이다. 업종 주가가 추세적 상승 국면에 있는 만큼 현재로서는 상반기 실적 가시성이 높은 중국 관련 소비주에 대한 투자가 유효하다고 판단한다. 한편, 한국행 단체 관광 허용, 전세기 및 크루즈 관광 재개 등 향후 인바운드 관련 확실한 추가 모멘텀이 확보된다면, 화장품 업종의 12M Fwd PER이 단기 밴드 상단인 30배 이상까지도 상승할 수 있을 것으로 전망한다.

[그림 1] KSE 화장품 업종 12M Forward PER 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

[그림 2] 해외 럭셔리 화장품 업체들 위주 밸류에이션 리레이팅이 지속

Company	(\$mn)	(각국통화)	절대수익률			상대수익률			PER			EV/EBITDA			PBR		
			1W%	1M%	3M%	1W%	1M%	3M%	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
해외_화장품	시가총액	증가															
J&J	366,690	138	-0.6%	-0.5%	9.5%	-2.4%	-2.7%	-7.6%	18.8	16.0	15.1	11.4	12.7	12.0	5.7	5.7	5.1
P&G	259,539	104	0.7%	5.4%	14.5%	-1.0%	3.1%	-2.7%	19.0	23.4	21.8	12.4	16.5	15.5	3.9	4.2	4.2
COTY	8,452	11	-0.2%	1.5%	65.7%	-1.9%	-0.7%	48.6%	42.3	17.6	15.4	13.3	12.3	11.3	1.2	1.0	1.0
ESTEE LAUDER	58,949	163	0.9%	4.0%	29.9%	-0.9%	1.7%	12.7%	31.6	32.4	29.2	19.0	19.7	18.0	11.2	14.2	12.5
NU SKIN	2,710	49	1.7%	-17.4%	-17.9%	0.0%	-19.7%	-35.0%	20.2	12.4	11.2	9.0	6.3	6.0	4.3	3.7	-
UNILEVER	166,321	52	-0.4%	9.6%	10.3%	-3.1%	5.6%	-6.3%	13.5	20.4	18.5	13.0	14.9	13.8	10.7	11.7	11.3
L'OREAL	150,337	239	0.1%	6.8%	21.0%	-2.7%	3.3%	2.8%	28.9	31.2	29.2	18.2	20.1	18.9	4.2	4.7	4.4
HENKEL	42,092	89	-0.2%	0.3%	-5.8%	-4.4%	-2.3%	-20.0%	18.0	15.7	14.9	10.8	10.2	9.9	2.4	2.2	2.0
BEIERSDORF	26,297	93	1.5%	11.9%	1.8%	-2.7%	9.3%	-12.4%	28.4	27.8	26.1	12.8	14.9	14.1	3.7	3.4	3.1
SHANGHAI JAH	3,168	32	3.2%	0.9%	19.5%	-3.2%	-6.5%	-11.0%	33.7	33.2	27.4	22.5	22.7	18.9	3.2	3.3	3.0
L'OCCITANE	2,740	15	-1.5%	-2.9%	0.4%	-5.9%	-7.0%	-19.2%	22.8	22.0	19.4	9.2	10.5	9.5	2.4	2.4	2.3
UNICHARM	19,573	3,513	-3.5%	0.5%	-1.3%	-4.3%	0.1%	-9.8%	34.3	32.0	28.6	16.6	15.7	14.4	4.8	4.3	3.9
SHISEIDO	28,007	7,802	-2.1%	2.5%	13.2%	-2.9%	2.1%	4.7%	44.8	38.9	31.7	18.2	17.5	14.7	6.1	6.1	5.4
KAO	37,783	8,615	-1.9%	1.0%	5.7%	-2.7%	0.7%	-2.9%	25.9	25.9	23.9	14.0	14.1	13.2	4.8	4.6	4.2

자료 : Bloomberg, SK 증권

주: 2019년 4월 2일 증가 기준

확실한 인바운드 모멘텀 발생 시, 추가 주가 상승 가능할 것

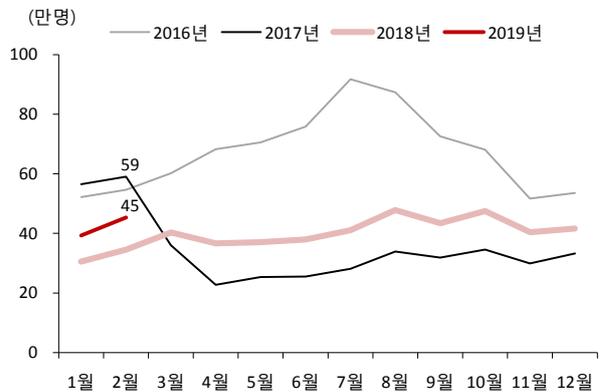
중국인 인바운드는 꾸준히 회복 중이다. 사드 이전 수준의 70%까지 회복한 상태이다. [그림 4]를 보면, 2월 기준 중국인 인바운드는 사드 이전 수준인 2017년 2월 대비 76%까지 회복된 모습을 보였는데 항공편을 이용한 관광객 수의 경우 사드 이전 수준의 90%까지 회복된 것을 볼 수 있다[그림 5]. 즉, 타이공을 포함한 개별 관광객 수는 꾸준히 증가하며 항공을 통해 입국한 중국인들은 거의 사드 이전 수준으로 회복되었으나, 2016~2017년 월간 10~20만명의 입국객을 수송했던 크루즈 관광객들의 수요는 여전히 전혀 회복되지 못하고 있는 상황이다. 배편을 통한 이동이 잦았던 제주도의 2월 중국인 입도객은 6만 9천명으로 사드 직전인 2017년 2월 18만명에 달했던 입도객 수 대비 50%에도 미치지 못하는 모습이다[그림 6]. 그만큼 전세기 및 크루즈 관련 규제가 완화되는(혹은 완화 움직임이 포착되는) 즉시, 전체 인바운드의 20% 수준의 중국인 관광객이 추가 유입될 가능성이 높아지며 주가는 추가 상승 국면으로 접어들 가능성이 높다.

[그림 3] 2019년 연초 이후 위안화 강세 흐름 지속



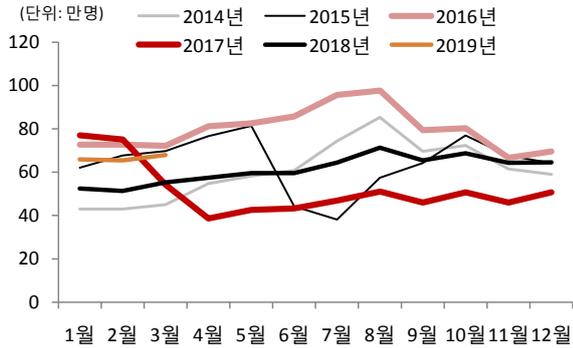
자료 : Bloomberg, SK 증권

[그림 4] 중국인 인바운드는 여전히 천천히 회복 중



자료 : 관광지식정보시스템, SK 증권

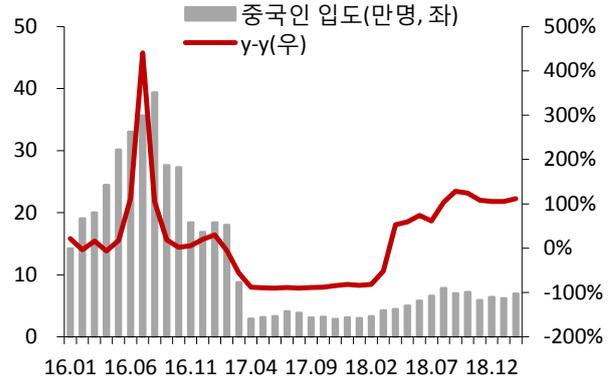
[그림 5] 중국 항공 수송객 수는 사드 이전 수준의 90%까지 회복



자료 : 한국항공정보포털, SK 증권

주: 중국동방항공 포함 15개 항공사의 한국 출/도착 합산 수송객 수

[그림 6] 단체 관광객의 주 목적지였던 제주도의 입도객은 여전히 저조



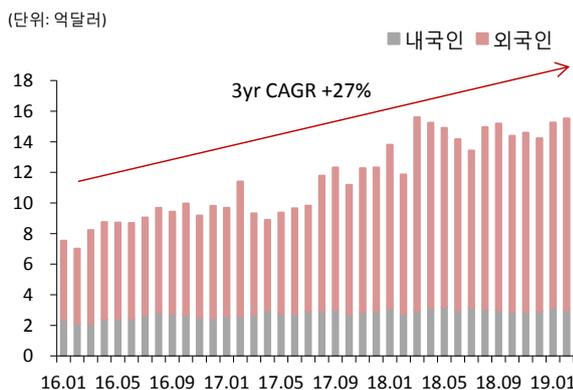
자료 : 제주관광협회, SK 증권

면세점 판매는 견조하나, 일부 브랜드를 제외하면 면세 판매의 국내 브랜드들에 대한 실적 설명력은 점점 떨어질 것

면세점 판매는 지난 3년간 CAGR +27%의 증가율을 보였다. 2월 전체 면세점 판매액은 15.5억 달러로 사상 두 번째로 높은 금액을 달성하였으며, 때이 공 수요로 해석될 수 있는 면세점의 외국인의 인당 구매액(ASP)은 지난 3개년 CAGR +41%로 전체 면세점 판매보다 더욱 가파르게 성장해왔다. 2월 전체 면세점 판매는 yy +31% 증가, 동기간 외국인 인당 구매액은 yy +24% 증가한 950 달러로 지난 달에 이어 또다시 역대 최고치를 기록하였다. 외국인 한 명이 국내에 입국하면 백 만원 이상 간다는 뜻으로 그만큼 타이공 수요가 견고하다고 해석할 수 있다. 전체 면세점 판매의 50% 이상이 화장품 수요인 만큼 과거 외국인 ASP가 증가할 때에 ‘설화수’, ‘허리’, ‘후와 같은 국내 럭셔리 화장품들의 판매액 역시 증가하며 국내 브랜드 업체들의 주가 상승 요인으로 작용하곤 했다. 하지만, 면세점 판매 중에서도 해외 화장품 브랜드들의 판매 비중이 지속적으로 늘어나고 있는 만큼 향후 면세점의 외국인 ASP 증가에 따른 국내 브랜드들의 실적 설명력은 점차 떨어질 것으로 예상하며 면세 판매 증가에 따른 국내 업체들의 수혜도 점진적으로 약해질 전망이다. 또한, 최근 관세청이 면세품 국내 재유통을 막기 위해 시내면세점 현장인도를 점진적으로 제한시키는 등 국내 불법 유통을 막기 위한 방안을 찾고 있는데, 1)럭셔리 제품 판매는 중국 현지 수요에 의한 것이 대부분인 점, 2)해외 화장품 판매 비중이 점차 늘어나고 있다는 점 등을 감안할 때, 해당 정책에 따른 면세점 수요 위축은 크지 않을 것으로 예상된다. 3월 면세점 판매는 2월과 비슷한 흐름을 이어간 것으로 보이며, 2월과 비슷하거나 소폭 상승한 1일 절대 매출을 가정 시, 1분기 전체 면세점 판매 yy 성장률은 +15%~18%로 예상된다.

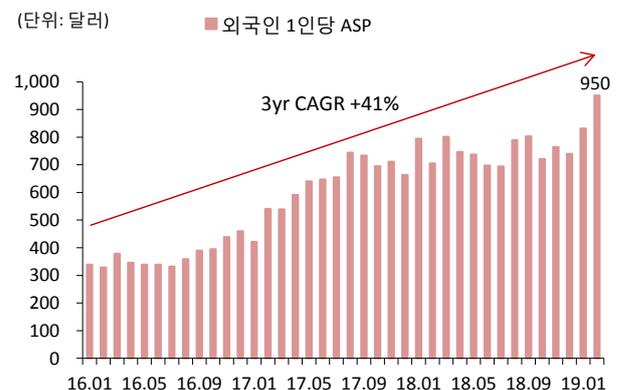
한편, 전체 면세점 판매 성장률은 럭셔리 비중이 높은 LG 생활건강의 실적 팩터로 작용해왔으며, 인바운드와 더욱 밀접한 상관관계를 가지고 있는 아모레퍼 사픽은 최근의 면세점 판매 성장을 대비 더 낮은 면세매출 성장률을 기록할 가능성이 높다. 아직까지 인바운드 회복세가 가파르지 않으며, 면세점 성장률이 서프라이즈를 기록해나가고 있는 현 시점에서는 럭셔리 비중이 높고, 중국 현지에서도 수요가 견고한 브랜드들이 유리하다. 다만, 향후 인바운드가 본격적으로 유입된다면 급격히 성장했던 LG 생활건강의 면세점 ASP는 아모레퍼사픽보다는 빠른 속도로 떨어질 가능성이 크다는 점도 고려 요인이다.

[그림 7] 면세점 판매는 여전히 고성장



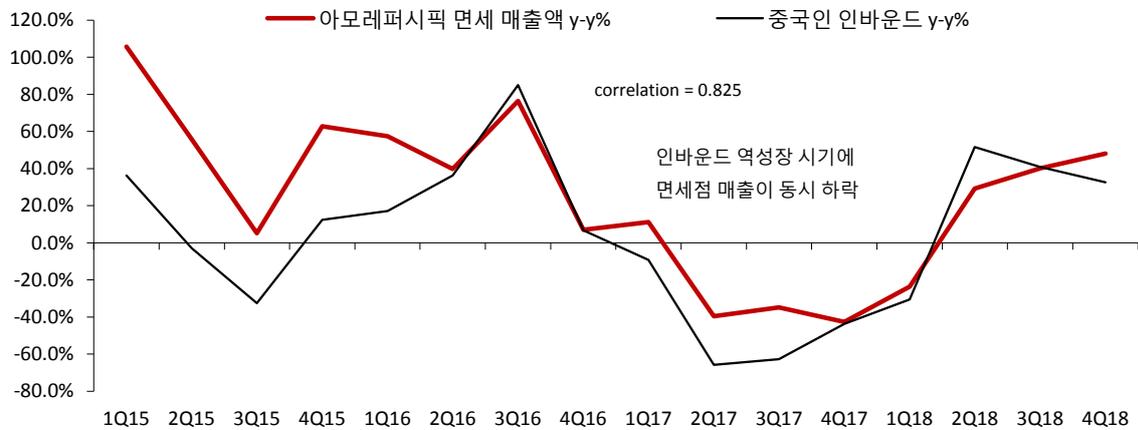
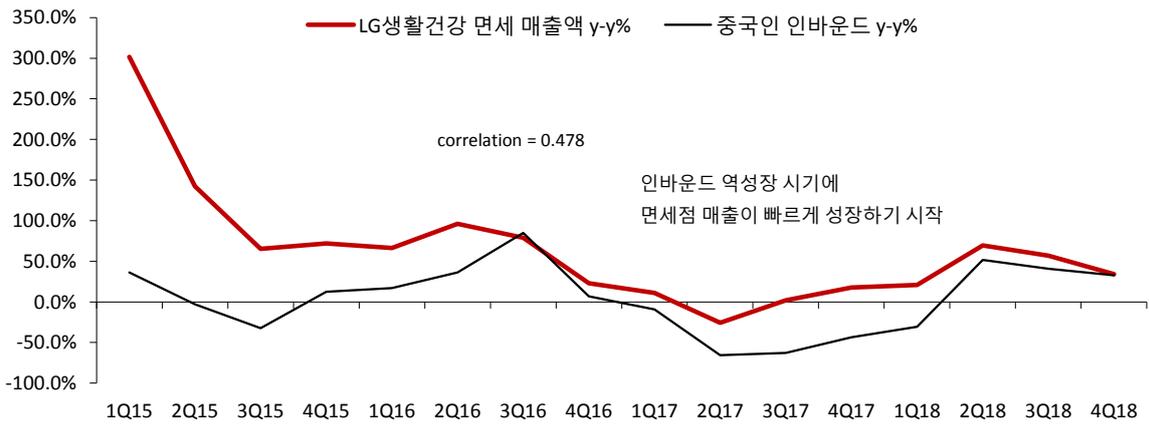
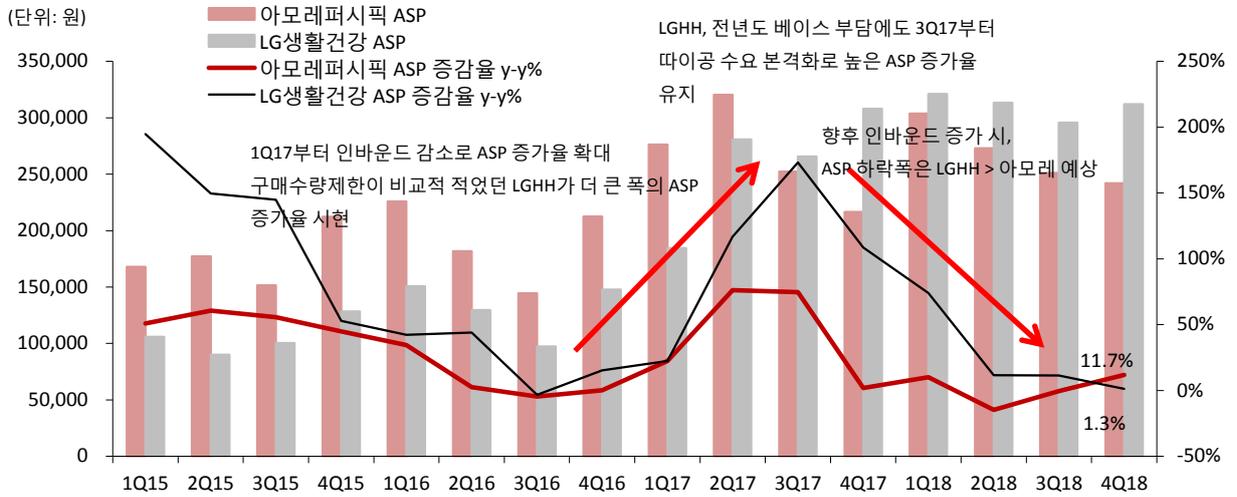
자료 : 한국면세점협회, SK 증권

[그림 8] 특히, 면세점 내 외국인 ASP는 가파르게 증가 중



자료 : 한국면세점협회, SK 증권

[그림 9] 2015~2018년 아모레퍼시픽과 LG 생활건강의 면세 매출액과 중국인 ASP, 그리고 인바운드 성장률 추이



자료 : 한국면세점협회, 관광지식정보시스템 SK 증권

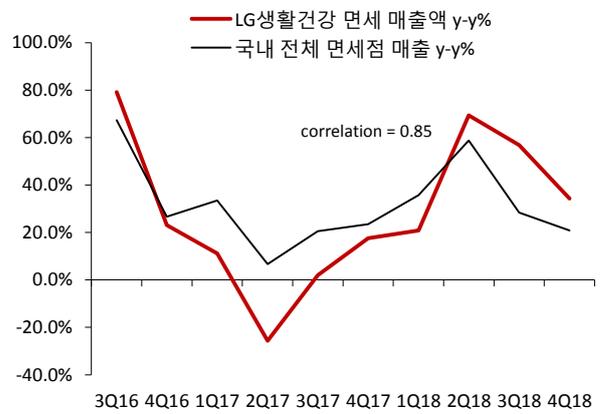
주: 아모레퍼시픽과 LG 생활건강의 ASP는 각 사의 면세점 매출을 중국인 인바운드 관광객 수로 나눈 수치

[그림 10] 전체 면세점 매출과 아모레퍼시픽 면세 매출액 성장률



자료 : 한국면세점협회, 아모레퍼시픽, SK 증권

[그림 11] 전체 면세점 매출과 LG 생활건강 면세 매출액 성장률

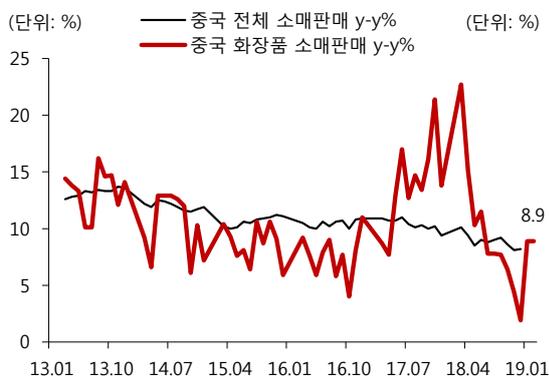


자료 : 한국면세점협회, LG 생활건강, SK 증권

중국 소비 위축과 수출 감소 우려도 어느 정도 일단락된 모습

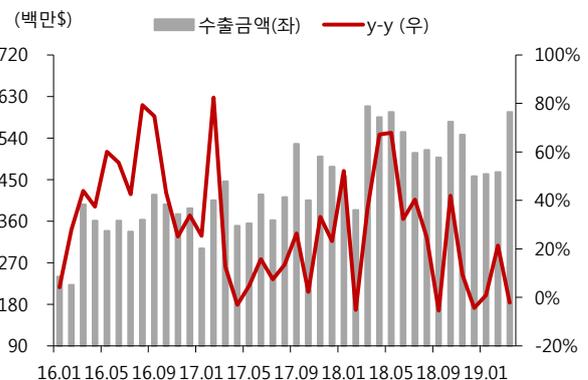
중국 국가통계국에서 제공하는 중국 화장품 소매판매의 경우, 지난 12월 y-y +1.9%라는 저조한 성장률을 마지막으로 확인하였는데, 블룸버그를 통해 확인한 2019년 2월까지 중국 화장품 소매판매의 YTD 성장률은 y-y +8.9%까지 올라온 모습이다[그림 12]. 작년 중국 연간 화장품 소매판매 성장률이 y-y +9.6%였던 것을 감안하면, 1~2월 누적 성장률은 양호한 흐름을 보이고 있다. 수출의 경우, 산자부에서 발표된 3월 국내 화장품 전체 수출액은 5.96억 달러로 y-y -2% 감소했으나, 전년 동기의 기저가 높았던 점을 고려 시 크게 우려스러운 상황은 아니라는 판단이다. 1분기 전체 수출액은 y-y +5% 성장했으며 산업 전반적으로 우호적인 macro 상황으로 반전된 상황이다. 대 중국 화장품 수출의 경우에는 1월에 -10% 역성장한 반면, 2월에는 +50% 이상 성장해 1~2월 합산 대중국 수출액 성장률은 y-y +16%로 무난하게 회복했다. 한편, ODM 사 매출의 상당 부분을 차지하는 마스크팩 수출은 지난 2월에도 y-y -6.2%로 역성장을 지속하고 있으나, 전체 수출 대비 마스크팩 수출 비중은 15.2%로 전월 대비 회복되는 모습이다. 마스크팩 수요 위축에 따른 ODM 사들에 대한 이번 1분기 매출 영향은 크지 않을 것으로 전망한다.

[그림 12] 우려했던 중국 화장품 소매판매 성장률은 1~2월 반등



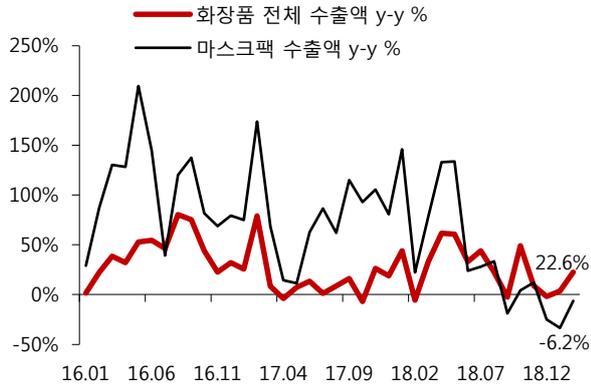
자료 : Bloomberg, CEC, SK 증권

[그림 13] 1분기 화장품 전체 수출액은 y-y +5% 성장



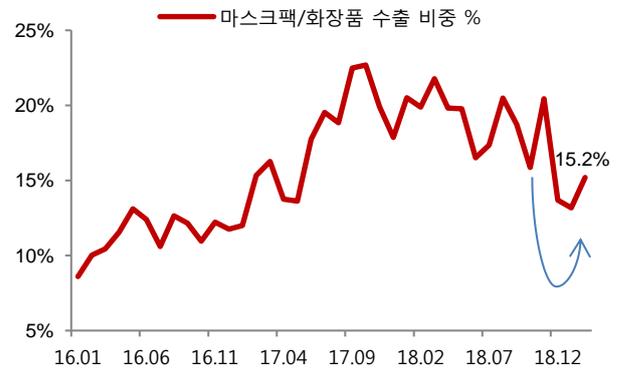
자료 : 관세청, SK 증권

[그림 14] 마스크팩 수출은 여전히 역성장하고 있으나,



자료 : Bloomberg, CEIC, SK 증권

[그림 15] 감소하던 전체 수출 대비 마스크팩 수출 비중은 회복세



자료 : 관세청, SK 증권

- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도)