

ETF/화장품

Flex하는 시대: Luxury

- 1) 경제가 나쁠 때 오히려 럭셔리 소비는 늘어난다
- 2) '죽음'에 대한 공포를 느낀 후 럭셔리 선호도는 상승한다
- 3) 중국이 가장 먼저 회복할 것이며 온라인 판매가 기대된다
- 4) 따라서 해외, 국내 럭셔리 ETF와 해외 기업 및 국내 수혜주를 제시한다

ETF Strategist. 김수정, 3773-8893

화장품·엔터·레저. 전영현, 3773-9181



ETF Strategist

김수정

soojungkim@sks.co.kr
02-3773-8893



Analyst

전영현

yj6752@sks.co.kr
02-3773-9181

Flex 하는 시대 : Luxury

전세계가 코로나 19 여파로 저성장 국면에 접어든 지금, 오히려 럭셔리 브랜드들은 예상보다 좋은 성적을 올릴 수 있다. 경제가 좋지 않을 때, 코로나 19로 '죽음'에 대한 인식이 소비자들 심리에 깊게 남아있을 때 사람들의 소비 패턴은 굉장히 독특하게 전개될 가능성이 높다. 과거 데이터와 대학 논문들은 앞으로 럭셔리 브랜드들의 약진을 예고한다. 관련하여 Amundi S&P Global Luxury ETF (LUXU, GLUX)와 HANRO 글로벌 럭셔리 S&P ETF (354350 KS)를 살펴봤다. 더불어 국내외 럭셔리 산업 현황과 관련 기업들에 대한 분석도 담았다.

Luxury, We Need to Think Differently

5월 12일, 샤넬의 '오픈런'이 발생했고 Hermes 광자우 플래그십 스토어의 하루 매출이 \$2.7mn로 최대치를 기록했다. 코로나 19로 소비가 위축되었지만 명품 소비는 눈에 띈다. 전세계는 코로나 19로 저성장 국면으로 접어들고 생명의 위협까지 받은 상황이다. 이런 특수한 상황 속에서는 경제가 나빠도 럭셔리로 Flex 하는 시대가 될 가능성이 높다. 샤넬의 오픈런, Hermes의 하루 최대 매출은 단기적인 이벤트가 아니라 앞으로의 추세를 알리는 신호탄일 수 있다.

바보야 문제는 심리야

럭셔리 소비에서는 '이성적인 판단'보다 '심리적인 요인'이 크게 작용한다. 그래서 오히려 경제가 '저성장'했을 때 럭셔리 브랜드들의 성장률이 더 높다. 그리고 사람들은 '죽음' 혹은 안전에 대한 위협을 느낀 이후 럭셔리 브랜드에 대한 소비를 늘린다. University of Pennsylvania 논문은 'Terror'를 경험한 이후 럭셔리 제품에 대한 상품 선호도가 평상시보다 훨씬 강해진다는 점을 지적한다. 구매 연령대가 낮아지며 온라인 명품 구매가 빠르게 증가하고 있는 중국에서는 이러한 공포 후 소비가 가장 빠르고 크게 나타날 것으로 보인다.

방구석 Flex 시대, 럭셔리 브랜드의 리레이팅을 기대

'온라인 채널 전환 가속화'라는 코로나 19로 인한 소비 패턴의 변화는 결국 '브랜드'라는 무형자산을 보유한 회사들에 대한 기업 가치 재평가로 이어질 것이다. 과거 선진국 경기 회복 국면의 끝에는 소비재 업체들의 주가 아웃퍼폼에 대한 기대가 있었고, 주가가 아웃퍼폼했던 소비재 업체들의 실적은 경기 회복 이후에 어김없이 반등했다. '브랜드'만 살아있다면 소비는 언제가 됐든 결국 돌아온다는 뜻이다. 코로나 19로 언택트 관련주들이 충분히 아웃퍼폼한 현 시점에서는 하반기 코로나 이후의 경제 활동 재개와 함께 추세적으로 상승할 수 있는 종목들을 찾아야 한다. SK 증권은 브랜드력이 받쳐주는 글로벌 럭셔리 업체들이 그 종목들에 포함될 것으로 전망한다.

글로벌 럭셔리 ETF 추천 & 국내 유망 종목 Top-pick: LG 생활건강

글로벌 럭셔리 ETF는 S&P Global Luxury Index를 추종하는데, LVMH, Kering 뿐만 아니라 자동차의 럭셔리 브랜드인 Tesla, Porsche, 요가복의 샤넬인 룰루레몬까지 모두 포함한다. 섹터를 불문하고 럭셔리 브랜드를 향한 소비가 늘어날 것으로 예상되기 때문에 Amundi S&P Global Luxury ETF (LUXU, GLUX)와 HANRO 글로벌 럭셔리 S&P ETF (354350 KS)를 소개한다. 아울러 브랜드 소구력이 있는 대표적인 글로벌 럭셔리 업체들로 L'oreal과 Kering을 꼽으며, 국내에서는 화장품 No.1 업체인 LG 생활건강의 중장기적인 리레이팅을 기대한다.

Contents

0. Investment Summary	3
I. Luxury, We Need to Think Differently	12
II. 바보야 문제는 심리야	14
III. 소비재 산업의 무형자산, '브랜드 가치'의 부각	22
IV. 온라인과 중국이 이끄는 럭셔리 시장	26
V. 방구석 Flex 시대, 럭셔리 브랜드의 리레이팅 기대	34
VI. Appendix	40
VII. Luxury ETF	45
VIII. 해외 기업 분석	49
IX. 국내 기업 분석	62
LG 생활건강	63
아모레퍼시픽	67

Compliance Notice

- 작성자(김수정, 전영현)는 본 조사분석자료에 기재된 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도
- 본 보고서 표지 출처는 <https://hipwallpaper.com/view/rW8YbX> 이며, 보고서 내용과 무관합니다.

0. Investment Summary

1. Luxury? We Need to Think Differently

럭셔리 산업에 대한 분석을 오랜 기간 해온 Bain&Company 는 코로나 19 로 럭셔리 산업이 직격탄을 맞을 것으로 예상한다. 코로나 19 전 장기적인 성장이 기대되던 산업이었지만 말이다. 하지만 최근 소비자들의 반응은 달랐다.

코로나 19 전 베인은 럭셔리 산업을 매우 긍정적으로 평가했다



자료 : Bain & Company, SK 증권

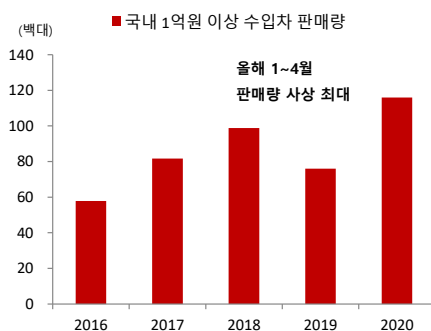
코로나 19 후 베인은 톤다운을 시켰다



자료 : Bain & Company, SK 증권

단기적인 반등, 단기적인 이벤트로 치부할 수도 있겠지만 전세계는 코로나 19 로 저성장 국면으로 접어들고 생명의 위협까지 받은 상황이다. 하지만 이런 특수한 케이스에서는 오히려 경제가 나빠도 럭셔리로 Flex 하는 시대가 될 가능성이 높다. 샤넬의 오픈런, Hermes 의 하루 최대 매출, LVMH 의 4 월 매출 증가, 페라리의 판매량 증가는 이러한 시대가 열리는 신호탄일 수 있다.

단기적인 이벤트가 아니라 신호탄



RETAIL

Hermès Sells \$2.7 Million at Guangzhou Store in One Day

Gemma A. Williams / April 14, 2020

샤넬이 가격을 올린다는 소식에 코로나 19 에도 불구하고 백화점이 오픈하기 전부터 줄을 섰다. 올해 국내 1 억 원 넘는 고가의 수입차 판매량은 역대 최고치였다. 중국도 마찬가지다. 코로나 19 이후 오픈한 에르메스 매장은 1 일 최대 매출을 기록했다. 코로나 19 때문에 경제 데이터 상으로는 어렵지만, 럭셔리를 향한 소비는 높아지는 중이다. 뒤에 데이터를 보면 단기적인 반등이라기 보다 신호탄일 가능성이 높다.

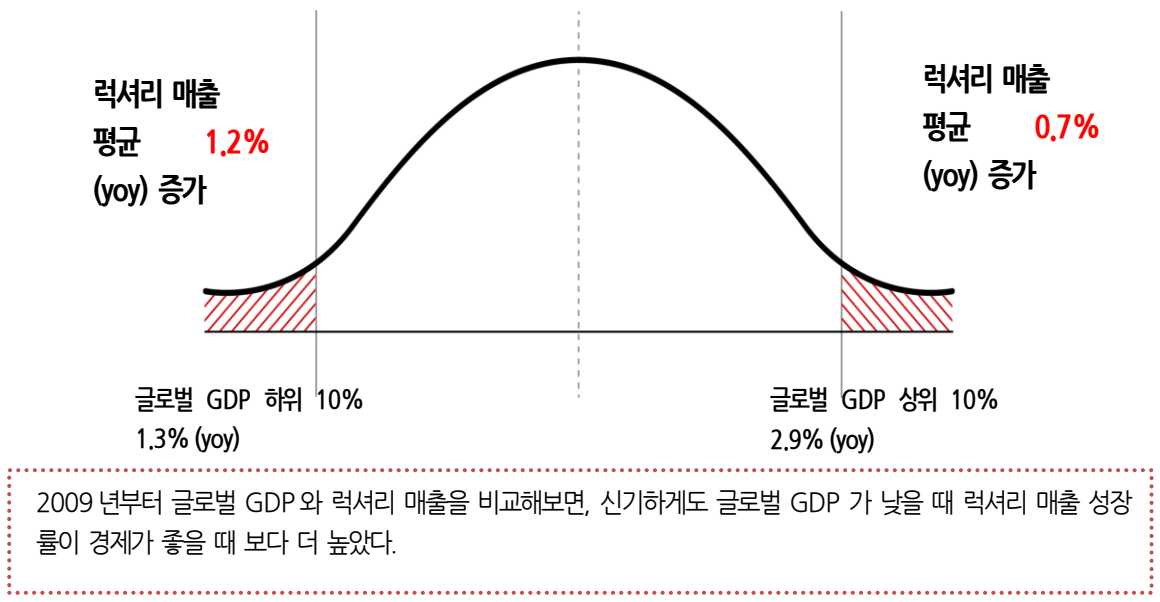
자료 : JingDaily 한국 수입자동차 협회, MBC, SK 증권

2. 바보야 문제는 심리야

경제가 나빠도 럭셔리리의 성장을 예상하는 것은 다음의 세가지 이유 때문이다

첫 째, 경제가 ‘저성장’했을 때 럭셔리 브랜드들의 성장률이 더 높았다. 2009년부터 10년동안 경제 성장률을 하위 10%, 상위 10%로 나누고 그에 따른 LVMH와 Kering 매출 증가율을 비교해보면, 경제 성장률이 상대적으로 낮았던 시기에(경제 성장률 하위 10%) 럭셔리 브랜드의 매출 증가율은 경제 성장률이 높을 때(경제 성장률 상위 10%)에 비해 1.7 배정도 높았다. Animal Spirit 과 르상티망이 여실히 드러나는 데이터다. 럭셔리 구매자들의 행동은 경제가 좋아져 구매력이 높아지고 명품을 구입할 수 있는 사람들이 더 늘어날 것이라는 이성적인 논리를 벗어난다.

전 세계 경제 성장률이 나쁠 때 오히려 럭셔리 상품은 잘 팔렸다



자료 : OECD, Bloomberg, SK 증권

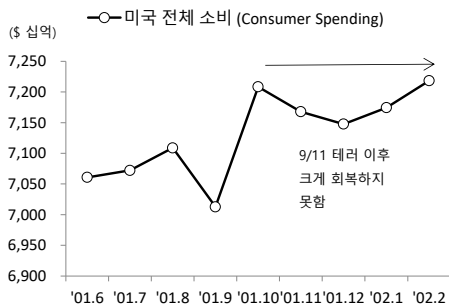
주: 글로벌 GDP는 OECD 국가 전체 GDP, 2009년 이후 데이터

둘 째, 코로나 19는 저성장을 일으키는 요인이기도 하지만 생명을 위협하는 바이러스로부터 시작되었다는 점이 2008년 글로벌 금융위기, 1929년 경제 대공황과 다르다. 가장 비슷한 이벤트는 1918년 스페인 독감이지만 100년전 데이터를 구하기는 어렵다. 또한 광범위하게 생명이 위태로울 수 있다는 공포심이 일었던 사건이라는 관점에서 보면 중국의 SARS 혹은 에볼라 바이러스도 어울리지 않는다. 오히려 단기적인 이벤트이긴 했지만 2001년 9/11 테러와 비교하는 것이 적절하다.

럭셔리 브랜드들의 매출에서는 중국 소비가 중요하다. 하지만 사람들의 ‘심리와 그에 따른 소비패턴’은 어디에서나 유사하다. 이러한 관점에서 미국에서 벌어졌던 2001년

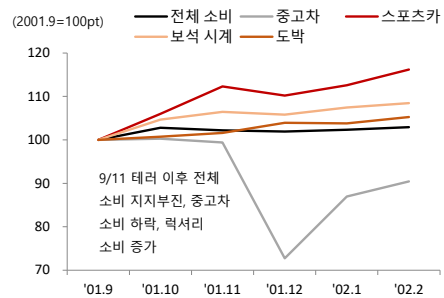
9/11 이벤트를 관찰하면 다음과 같은 결과가 나타난다. 1) 9/11 때문에 소비는 전품목 불문하고 모두 부진했다 2) 하지만 스포츠카, 보석, 시계와 같은 럭셔리 제품 소비는 조기에 반등했다. 또한, 3)미국 전체 소비가 단기적인 반등 이후 다시 하락세를 보였을 때에도 럭셔리 소비는 계속 상승했다.

2001년 하반기 미국 전체 소비



자료 : Bloomberg, SK 증권

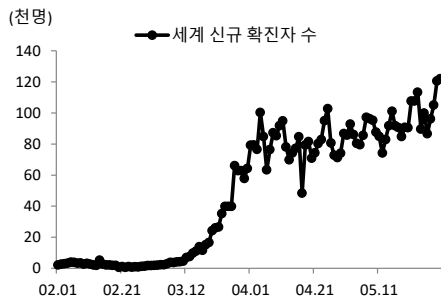
2001년 하반기 미국 소비 지수화



자료 : Bloomberg, SK 증권

셋 째, 이와 관련 University of Pennsylvania 대학에서 나온 Terror Marketing 이 럭셔리 소비에 대한 선호도를 높인다는 논문 결과는 중요하다. 코로나 19 로 전세계 소비자들은 죽음에 대한 공포에 어느때 보다 강력하게 노출되었다.

전세계 코로나 19 발발 이후 확진자 수 증가 추이



자료 : WHO, WuhanVirus, SK 증권

Terror Management Theory 를 보면 펜데믹 이후 럭셔리 선호는 ↑



자료 : Bloomberg, SK 증권

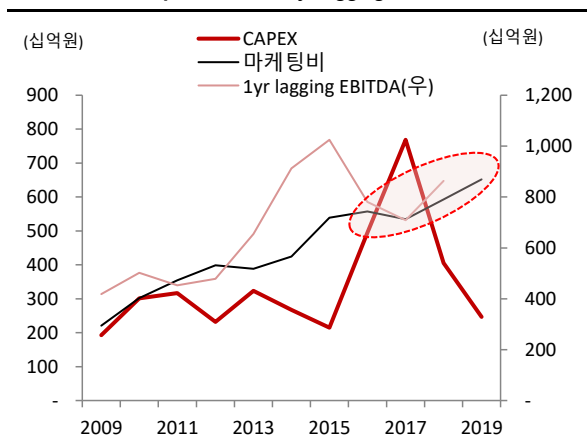
연구 결과를 보면, '죽음'에 대한 두려움, 좋지 않은 감정을 경험했을 때 럭셔리 브랜드 선호가 올라간다. 1~7 스케일로 소비자들이 느낀 바를 정한다고 했을 때, 신변위협 공포심에 노출된 사람들이 그렇지 않았던 사람들 대비 럭셔리 브랜드를 선호하는 현상이 나타났다. 생명이 위협받을 경우 '자기에'가 강하게 발현되고, 저축의 의미가 반감되기 때문일 것이다.

3. 소비재 산업의 무형자산, '브랜드 가치'의 부각

바루크 레브의 저서 '회계는 필요없다(The End of Accounting)'에서는 재고자산, 건물, 기계장치처럼 기업의 성장과 경쟁력에 무관한 자산들은 재무상태표에 중요한 자리를 차지하는 반면 특허권, 브랜드, 정보기술, 기업 고유의 비즈니스 프로세스 같은 중요한 자산은 아무런 존재감을 나타내지 못하는 현 회계 방식의 문제점을 지적한다. 책에 따르면 1977년부터 2015년까지 지난 40여년간 미국 기업들의 물질 자본 투자 비중은 35% 감소한 데 비해 무형 자산 투자 비중은 60% 가량 상승했다. 그리고 그 격차는 점점 더 벌어지고 있다. 또한 저자는 IT와 제약업체들만 무형자산을 통해 기업 가치를 창출하는 게 아니고, 소비재 기업 역시도 고유한 브랜드와 상표권의 개발, 활용을 통해 충분한 경쟁력을 확보해 가치를 높일 수 있다고 강조한다

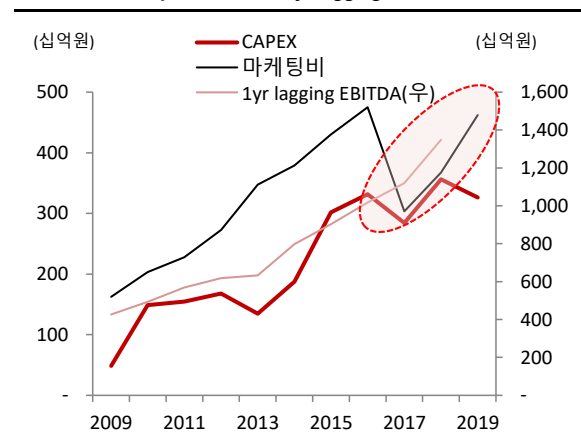
실제로 아모레퍼시픽과 LG 생활건강의 Capex(유형자산) 투자 대비 차년도 EBITDA와 마케팅(무형자산) 투자 대비 차년도 EBITDA를 비교해보면, 최근 들어 마케팅 투자와 어닝의 상관관계가 더욱 높게 나타난다. CAPEX는 대부분 장비, 토지, 건물 등의 물질자산을 획득하거나 이를 개량할 때 필요한 부분을 증설한 것이므로 유형자산에 대한 투자라고 볼 수 있으며, 마케팅 비용의 경우, 럭셔리 업체일수록 판촉의 중요한 활동으로 브랜드 마케팅에 초점을 두기 때문에 무형자산에 대한 투자라고 볼 수 있다. 즉, 시간이 흐를수록 '브랜드'라는 무형자산에 대한 투자가 유형자산에 대한 투자 대비 보다 나은 기업 이익, 즉, 영업 현금 흐름을 창출시킬 수 있다는 의미로 해석된다.

아모레퍼시픽의 Capex, 마케팅비, 1yr lagging EBITDA 추이



자료 : 아모레퍼시픽, Quantwise, SK 증권

LG 생활건강의 Capex, 마케팅비, 1yr lagging EBITDA 추이

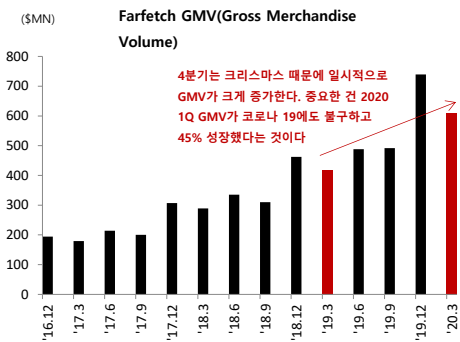


자료 : LG 생활건강, Quantwise, SK 증권

4. 온라인과 중국이 이끄는 럭셔리 시장

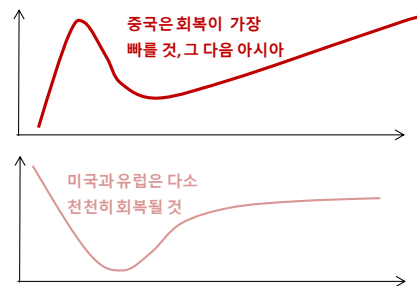
모든 것의 온라인 화가 코로나 19 이후 매우 빠르게 진행 중이다. 럭셔리 분야도 다르지 않다. 럭셔리 브랜드 대표 온라인 채널인 Farfetch 의 2020 년 1Q GMV 는 코로나 19 로 럭셔리 소비가 줄어들 것이라는 우려에도 불구하고 45%(yoy) 성장했다.

Farfetch GMV



자료 : Farfetch, Bloomberg, SK 증권

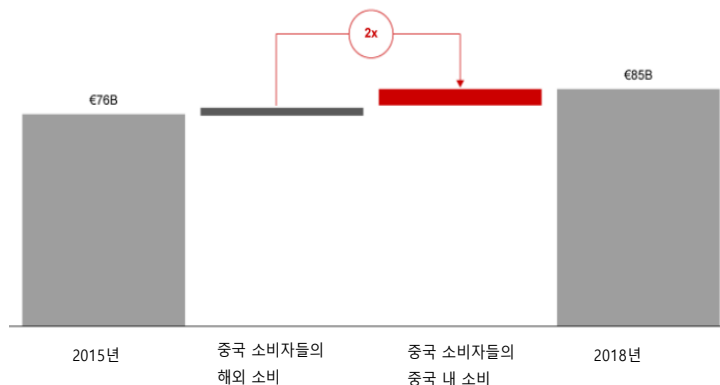
가장 중요한 중국이 가장 먼저 회복한다



자료 : Bain & Company, SK 증권

중국 Wechat 에서 럭셔리 브랜드를 검색하는 횟수도 코로나 19 때문에 하락했다가 급격하게 반등했다. 전세계 럭셔리 브랜드 매출의 30% 정도를 중국이 차지하고 그 중 성장성이 높은 그룹이 Z 세대다, 중국에서 가장 럭셔리 소비 회복이 빠를 것으로 예상된다. 이는 럭셔리 기업들에게 반가운 소식이다. 물론 중국 소비자들이 해외로 나가서 소비하는 럭셔리 품목은 감소할 것이다. 하지만 중국 럭셔리 소비자들의 매출 성장 중국내 소비가 해외 소비의 2 배에 달한다는 점을 기억해야 한다.

온라인과 중국의 합작은 이미 시작되었다.



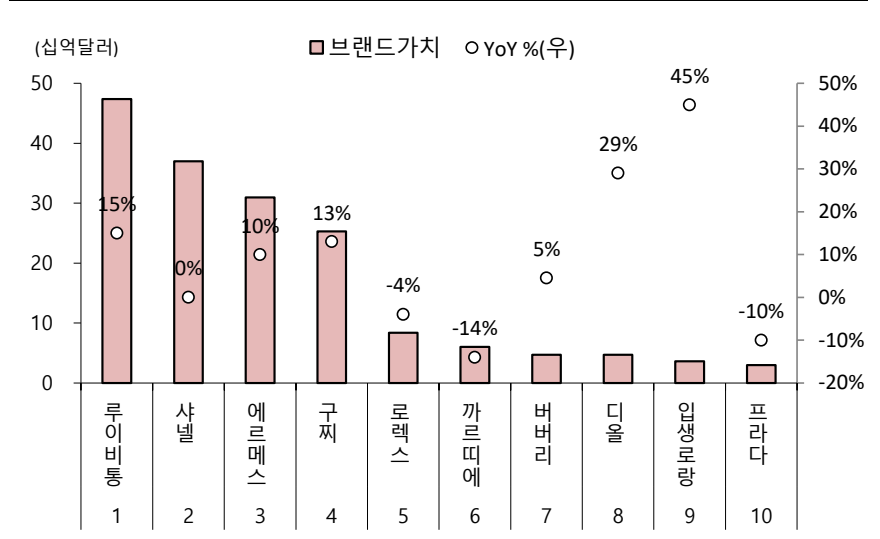
자료 ; Bain & Company, Cosmose.co, SK 증권

5. 방구석 Flex 시대, Luxury 브랜드의 Re-rating

코로나 19 로 4 차 산업혁명이 앞당겨지며 새로운 기술에 대한 니즈는 커지고, 변화는 빨라졌다. 기술 경쟁력이 진입 장벽이 되는 IT 산업이나 경기 사이클을 타고 수주 베이스로 움직이는 산업재 섹터와 달리 소비재 산업에서는 소비를 꾸준하게, 그리고 더 많이 이끌어낼 수 있는 ‘브랜드’를 가졌는지의 여부가 더 중요하다. 업체별 브랜드 경쟁력이 가장 강력한 투자 포인트가 되는 철저한 기업 위주의 산업인 것이다.

‘온라인 채널 전환 가속화’라는 코로나 19 로 인한 소비 패턴의 변화는 결국 ‘브랜드’라는 무형자산을 보유한 회사들에 대한 기업 가치 재평가로 이어질 것이다. 과거 선진국 경기 회복 국면의 끝에는 소비재 업체들의 주가 아웃퍼폼에 대한 기대가 있었고, 주가가 아웃퍼폼했던 소비재 업체들의 실적은 경기 회복 이후에 어김없이 반등했다. ‘브랜드’만 살아있다면 소비는 언젠가 뛴든 결국 돌아온다는 뜻이다. 코로나 19 로 언택트 관련주들이 충분히 아웃퍼폼한 현 시점에서는 다시 하반기 코로나 이후의 경제활동 재개와 함께 추세적으로 상승할 수 있는 종목들을 찾아야 한다. SK 증권은 브랜드력이 받쳐주는 글로벌 럭셔리 업체들이 그 종목들에 포함될 것으로 전망한다.

럭셔리 브랜드별 가치 순위



자료 : WPP, SK 증권

6. Global Luxury ETF

Amundi S&P Global Luxury ETF (LUXU, GLUX)

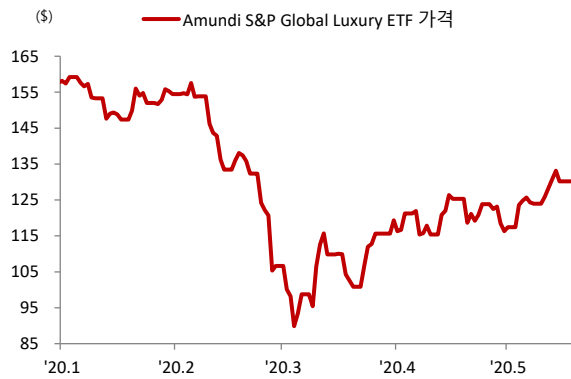
AUM : 79.16M EUR / 운용보수 : 0.25% / 설정일: 2016/2/23

HANARO 글로벌 럭셔리 S&P ETF (354350 KS)

AUM : 84.9 억원 / 운용보수 : 0.50% / 설정일: 2020/5/12

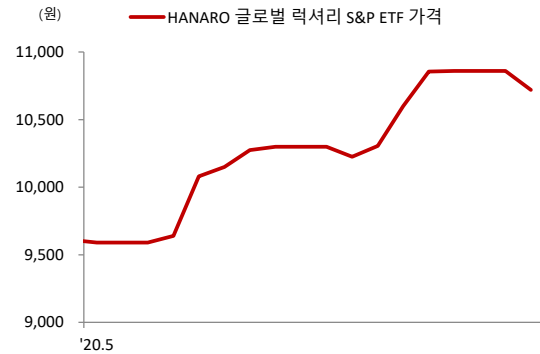
‘럭셔리’ 라는 Category 안에 들어가는 품목은 시계, 가방, 구두만 있는 것이 아니다. 스포츠 카도 럭셔리 제품이고 요가복의 샤넬이라고 칭해지는 룰루레몽도 럭셔리 브랜드다. 앞서 말한 심리적인 요인은 상품군을 불문하고 나타날 현상이다. 9/11 사례를 비교할 때 스포츠카에 대한 소비를 체크해본 것도 같은 맥락이다. 따라서 모든 상품 군에 전방위적인 럭셔리 선호 현상이 나타난다면 가장 적합한 것은 여러 제품의 럭셔리 브랜드들만을 모아놓은 럭셔리 ETF 다.

Amundi S&P Global Luxury ETF 가격



자료 : Bloomberg, SK 증권

HANARO 글로벌 럭셔리 S&P ETF 가격



자료 : Bloomberg, SK 증권

7. 해외 및 국내 기업 분석

ETF 선택과 더불어 한 단계 더 나아가 해외 럭셔리 기업 현황을 점검하였다.

해외 럭셔리 기업 분석

① L'oreal (OR FP Equity)

3월부터 중국 매출이 성장으로 돌아서며 6.18 등 이커머스 소비 행사와 더불어 실적은 턴어라운드 가시성이 가장 높음

② Estee Lauder (EL US Equity)

4월부터 중국, 한국, 대만 지역의 성장률이 다시 두 자릿수 성장률을 회복했으나, 여행 트래픽 감소로 면세 시장은 최악의 분기를 지날 것

③ LVMH (MC FP Equity)

코로나 영향으로 DFS 등 특수 유통 매출이 특히 부진한 상황이지만, 동사의 사업 부문별 지역별 매출 구성이 고르게 분포되어 있는 만큼 중·장기 회사의 럭셔리 매출 고성장 전망에 대한 방향성은 여전

④ Kering (KER FP)

중국 현지 이커머스 성장률은 전년 동기 대비 2배 이상 증가하고 있어 향후 코로나 19 이후, 탄력적인 펜트업 수요 회복을 기대. 12개월 Fwd 순이익 기준 PER 22배 수준으로 투자 매력도 높음

⑤ Hermes (RHS FP)

과거 12개년 CAGR 14%로 꾸준한 매출 성장을 이뤄왔으며, 영업이익률 역시 20% 초반 수준을 유지하고 있는 만큼 탄탄한 브랜드력을 자랑하지만, 단기 실적 악화로 밸류에이션 부담은 상존

⑥ P&G (PG US)

코로나 안정화로 향후, 생필품 수요는 감소하겠으나, SK II 브랜드를 필두로 한 뷰티 부문의 실적 모멘텀이 더욱 부각될 것으로 기대

⑦ Shiseido (4911 JT)

매출 비중의 절반 가량을 차지하는 일본 내수 상황이 가장 좋지 않아 중국 현지 고성장에도 당분간 실적의 유의미한 반등은 쉽지 않을 전망

국내 기업 수혜주

① LG 생활건강 (051900 KS)

LG 생활건강의 1Q20 매출액은 1.9 조원(YoY +1%), 영업이익은 3,337 억원(YoY +4%)을 기록. 코로나 19 영향으로 생활용품과 음료 부문의 판매 호조와 수익성 개선이 동반되었고, 화장품은 우려보다 양호한 성장률(-6%)을 기록, 탁월한 비용관리로 수익성 훼손을 방어. 코로나 재확산 우려와 입국 제한 조치로 2분기 면세 수요 불확실성이 잔존하지만 하반기 '후' 위주 안정적 수요 회복을 전망

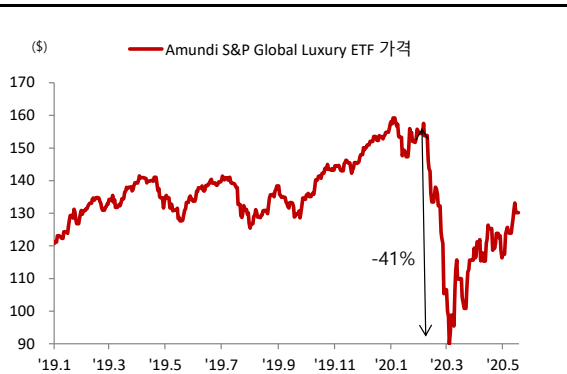
② 아모레퍼시픽 (090430 KS)

아모레퍼시픽의 현 주가는 20E 순이익 기준 PER 40 배 수준으로 밸류에이션 부담은 여전. 3월 초부터 중국 현지에서 코로나 19 확산세가 진정 국면에 접어들며 온라인 위주 화장품 수요 회복이 감지되고 있으나, 국가 간 입국 제한 조치강화로 국내·외 면세 채널 수요 회복 시점이 지연되고 있는 상황. 시장 변동성이 큰 상황에서 동사 영업이익의 대부분을 발생시켰던 면세 채널의 불확실성이 커진 만큼 당분간 주가 상방은 제한적일 전망

1. Luxury? We Need to Think Differently

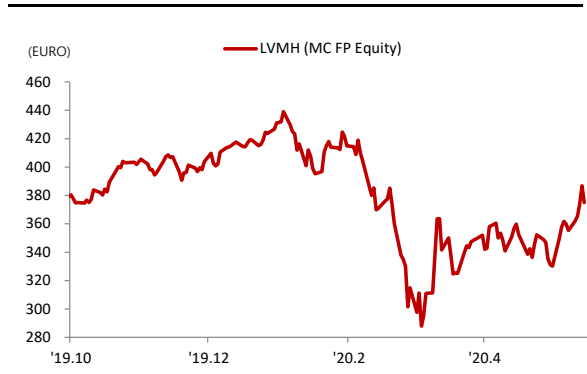
코로나 19 로 전세계적인 경제 위축이 일어난 직후 전산업이 타격을 받았지만 럭셔리 기업들의 주가도 크게 흔들렸다. 코로나 19 발생 전까지 럭셔리 산업은 Bain & Company 를 필두로 여러 기관에서 높은 성장을 전망했던 산업이었다. 하지만 코로나 19 로 전세계 여행이 감소하고 럭셔리 소비의 주축인 '중국 소비' 둔화 우려에 럭셔리 산업 전반에 대한 부정적인センチ먼트가 등장하기 시작했다. 주요 이유는 전세계 경제 성장률 둔화로 인해 사치품 소비를 줄일 것이라는 판단과 여행 급감으로 인한 럭셔리 제품 소비 하락 전망이었다. Bain & Company 는 3 월, 올해 럭셔리 브랜드들의 매출이 -35% 하락할 수 있다는 전망을 발표하기도 했다. 위안화의 약세 또한 LVMH, Kering 과 같은 럭셔리 브랜드들의 주가 상승을 제한하는 요인으로 지목된다.

럭셔리 ETF 의 하락



자료 : Bloomberg, SK 증권

LVMH 의 하락



자료 : Bloomberg, SK 증권

코로나 19 전 베인은 럭셔리 산업을 매우 긍정적으로 평가했다



자료 : Bain & Company, SK 증권

코로나 19 후 베인은 톤다운을 시켰다



자료 : Bain & Company, SK 증권

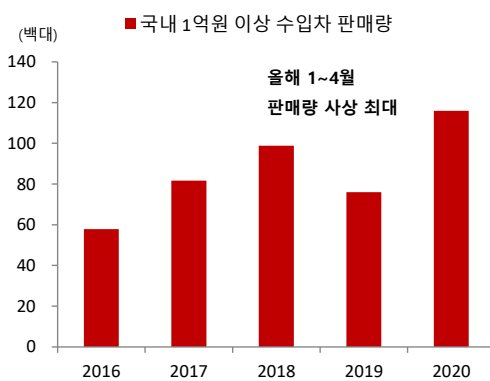
다만 이번에 홍콩 보안법이 통과된 후 트럼프가 강력한 압박을 했음에도 불구하고 당일 위안화는 강세를 보였다. 환율에 대한 전망을 정확하게 하기에는 어렵지만 이번 자료에서 이야기할 부분은 환율에서부터 시작되는 소비가 아니라 럭셔리 라는 산업의 특성이 코로나 19로 일어난 변화와 맞물려 어떤 반향을 일으킬지에 대한 이야기다.

가방, 구두, 잡화 럭셔리들에 대한 소비가 코로나 19로 억눌려있다가 붓물처럼 터지기 시작했다. 5월 12일, 샤넬의 '오픈런'이 발생했고 중국에서 두 번째로 큰 규모를 자랑하는 Hermes 광저우 플래그쉽 스토어에서 하루 만에 최대 매출 기록인 \$2.7mn을 찍었다. 1분기 매출 실적에는 포함되지 않았지만 LVMH는 탑 브랜드들의 Mainland China 4월 매출이 50% 증가했다고 발표했다. 우리나라에서도 1억원 이상 고가의 수입차들의 1~4월 판매가 사상 최대치를 기록했다. 코로나 19로 소비가 위축되었다 하지만, 고급차 브랜드들은 가히 기록적인 판매량을 보여줬다. 포르쉐는 지난달 한국에서 1,018대의 차량을 팔았고 (지난해 336대) 람보르기니는 작년과 비교하면 판매량이 265% 증가했다.

샤넬 오픈런은 단기적인 이벤트가 아니라 신호탄

단기적인 반등, 단기적인 이벤트로 치부할 수도 있겠지만 코로나 19 이후 이러한 이벤트가 일어나는 것은 일시적인 현상이 아니다. 전 세계는 코로나 19로 저성장 국면으로 접어들고 생명의 위협까지 받은 상황이다. 이런 특수한 케이스에서는 경제가 나빠도 럭셔리로 Flex 하는 시대가 될 가능성이 높다. 고로 샤넬의 오픈런이, Hermes의 하루 최대 매출이, LVMH의 4월 매출 증가가, 페라리의 판매량이 신호탄일 수 있다.

단기적인 이벤트가 아니라 신호탄



RETAIL

Hermès Sells \$2.7 Million at Guangzhou Store in One Day

Gemma A. Williams / April 14, 2020

샤넬이 가격을 올린다는 소식에 코로나 19에도 불구하고 백화점이 오픈하기 전부터 줄을 섰다. 올해 국내 1억 원 넘는 고가의 수입차 판매량은 역대 최고치였다. 중국도 마찬가지다. 코로나 19 이후 오픈한 에르메스 매장은 1일 최대 매출을 기록했다. 코로나 19 때문에 경제 데이터 상으로는 어렵지만, 럭셔리를 향한 소비는 높아지는 중이다. 뒤에 데이터를 보면 단기적인 반등이라기 보다 신호탄일 가능성이 높다.

자료 : JingDaily 한국 수입자동차 협회, MBC, SK 증권

2. 바보야, 문제는 심리아!

코로나 19가 많은 것을 훼손하고 수 많은 부분을 바꿨지만 훼손하지도, 바꾸지도 못한 것이 한 가지 있다. 바로 럭셔리 브랜드들이 가지는 브랜드 가치다. 만져지지 않고 효율적이지도 않지만 럭셔리 브랜드들이 오랜기간 동안 쌓아온 무형자산인 ‘브랜드 가치’는 코로나 19가 바꾸지 못했고 오히려 전세계가 코로나 19 여파로 저성장 국면에 접어든 지금, 예상보다 좋은 성적을 올릴 수 있게 해주는 이유다. 그렇게 생각하는 가장 중요한 이유는 럭셔리 소비가 가지는 특성 때문이다.

‘바보야, 문제는 심리아’. 럭셔리 소비는 독특한 소비심리에서 기인하는데, 럭셔리 소비는 경제학이 암묵적인 명제로 삼는 ‘이성적인 판단’에 입각하지 않는다. 소비 심리 전문가들이 럭셔리 상품 구매에 대한 패턴을 분석한 것을 보면 ‘animal spirit’이 성격이 강하다는 결론이 대부분이다.

럭셔리 구매를 판가를 하는 것은 이성적인 소비 판단이 아니라 Animal Spirit이다. 그 중 가장 두드러지는 사람들의 소비심리는 르상티망이다.

이러한 Animal Spirit 때문에 부자들 뿐만 아니라 평범한 직장인들도 고가의 명품 핸드백을 사고 2~3개월 월급을 가방 하나에 투자한다. 비이성적인 소비가 가장 팽배한 업계가 럭셔리 산업이다. 그렇다면 한 단계 더 나아가 어떤 Animal Spirit에서 럭셔리 구매가 기인할까. 비이성적인 판단이라는 것은 알겠으나 코로나 19 이후의 세상에서 럭셔리 산업에 대한 판단을 하기 위해선 더 깊게 럭셔리 소비 심리를 파헤쳐 봐야 한다. “철학은 어떻게 삶의 무기가 되는가”라는 베스트 셀러를 보면, 럭셔리 구매의 이유를 ‘르상티망’이라고 제시한다.

“철학이란 어떻게 삶의 무기가 되는가”에서 니체의 르상티망을 통해 저성장 국면에서 성장하는 럭셔리 판매 실적을 설명한다



“니체의 말에 따르면 르상티망은 강자에게 품는 열등감, 시기심이다. 고급 브랜드 상품이 시장에 제공하고 있는 편익을 르상티망의 해소라고 볼 수 있다.

르상티망은 (부자들의) 상징을 구입하는 형태로 해소되는데, 명품 브랜드의 판매 실적인 경제 저성장 사회에서 꾸준히 상승세를 그린다.”



자료 ; “철학은 어떻게 삶의 무기가 되는가 p.52, SK 증권

르상티망은 프리드리히 니체가 말한 개념으로 ‘약한 입장에 있는 사람이 강자에게 품는 질투, 열등감 등이 뒤섞인 감정’이다. 한마디로 폭넓은 의미의 시기심이다. 코로나 19에도 불구하고 국내 고가 수입차 판매량이 늘어난 것에 대해 업계에서는 최근 수입차

판매가 늘다보니 ‘남들과는 다른차’를 타고 싶어하는 소비자들이 고가의 브랜드를 선택하고 있다는 분석 이유와 비슷하다.

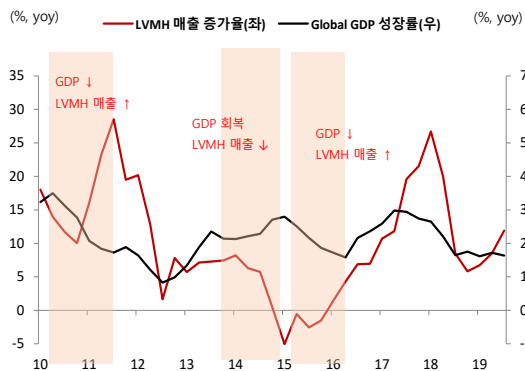
“르상티망에 사로잡힌 사람은 그 르상티망을 해소하려고 한다. 주위의 모든 사람이 명품가방을 갖고 있는데 자신만 없는 상황을 상상해보자. 물론 누군가는 명품 가방은 자신이 정말로 원하는 물건이 아니며 자신의 라이프스타일과 가치관에는 맞지 않는다고 생각하겠지만, 실제로는 같은 수준의 명품 가방을 구입함으로써 자신이 품고 있던 르상티망을 해소하는 사람이 적지 않다. 이는 특별히 명품 가방이나 옷에 한정된 이야기가 아니다. 페라리 같은 고급 자동차나 리처드 밀 같은 명품 시계의 세계에서도 똑 같은 현상이 일어난다.”
- 철학이 어떻게 삶의 무기가 되는가 p. 52

르상티망은 저성장 국면에 부각된다.

요점은 이러한 르상티망이 저성장 경제에서 부각된다는 점이다. 전세계 경제가 좋지 않지만 ‘나는 명품을 즐길 수 있다’는 과시욕, 그걸 보고 다른 사람들은 르상티망이 더 크게 일어나는 것이다. 그렇게 만들어진 르상티망은 상장을 구입하는 형태로 해소되는데, 수혜자는 럭셔리 명품들이다. 비이성적이지만 명품 브랜드의 판매 실적은 저성장 사회에서도 상승한다. 데이터를 확인해보면 오히려 고성장 사회보다 저성장 기간에 럭셔리 브랜드 구매가 늘어나는 점을 확인할 수 있다. 고용이 늘어나고 높은 성장세를 보이던 전세계 구매력이 높아져 럭셔리 소비가 늘어나야할 것 같지만, 럭셔리 소비 심리는 그렇게 작동하지 않다는 의미다.

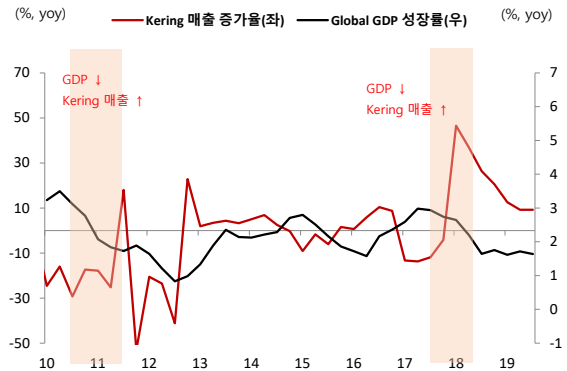
실제로 글로벌 GDP 성장률과 대표 럭셔리 브랜드의 매출 성장률을 비교해보면 경제 성장률과 매출 방향성이 반대로 흘러간 시기가 많았다. 글로벌 경제 성장률이 떨어질 때 오히려 럭셔리 브랜드들의 매출 성장률은 증가하고 반대로 경제가 회복세를 보일 때는 럭셔리 매출이 하락하기도 했다.

LVMH 매출 증가율과 GDP 성장률



자료 : Bloomberg, SK 증권

Kering 매출 증가율과 GDP 성장률

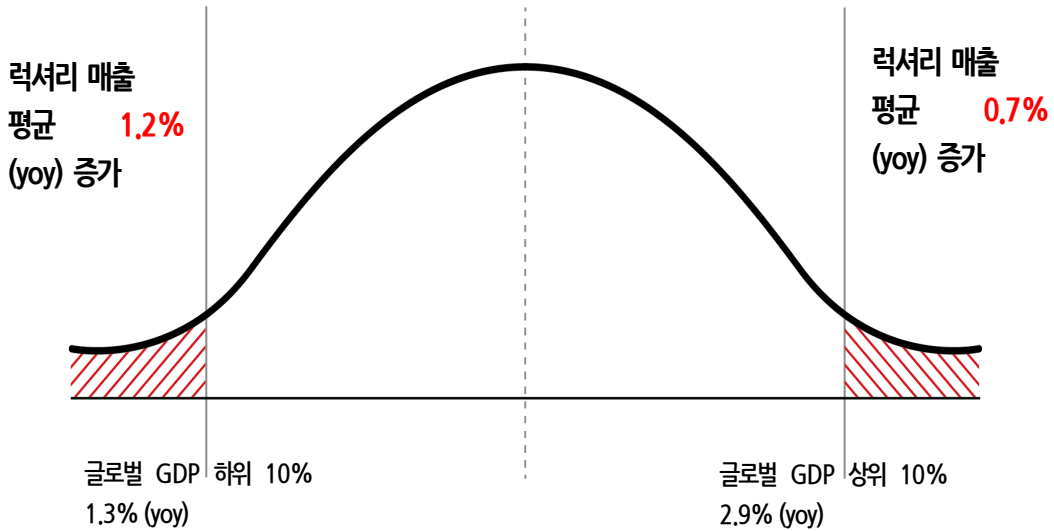


자료 : Bloomberg, SK 증권

경제가 저성장할 때 오히려 럭셔리 브랜드들의 매출 성장률이 좋았다. 르상티망이 여실이 드러나는 데이터다.

더 정확하게는 오히려 경제가 ‘저성장’했을 때 럭셔리 브랜드들의 성장률이 더 높았다. 2009년부터 10년동안 경제 성장률을 하위 10%, 상위 10%로 나누고 그에 따른 LVMH와 Kering 매출 증가율을 비교해보자. 경제 성장률이 상대적으로 낮았던 시기에(경제 성장률 하위 10%) 럭셔리 브랜드의 매출 증가율은 경제 성장률이 높을 때(경제 성장률 상위 10%)에 비해 1.7배정도 높다. 앞서 언급했던 Animal Spirit과 르상티망이 여실이 드러나는 데이터다. 럭셔리 구매자들은 경제가 좋아져 구매력이 높아지고 명품을 구입할 수 있는 사람들이 더 늘어나서라는 이성적인 논리를 벗어난다.

전 세계 경제 성장률이 나쁠 때 오히려 럭셔리 상품은 잘 팔렸다



2009년부터 글로벌 GDP와 럭셔리 매출을 비교해보면, 신기하게도 글로벌 GDP가 낮을 때 럭셔리 매출 성장률이 경제가 좋을 때 보다 더 높았다.

자료 : OECD, Bloomberg, SK 증권
주: 글로벌 GDP는 OECD 국가 전체 GDP, 2009년 이후 데이터

물론 S&P Global Luxury Index와 글로벌 경제 성장 Index를 함께 그리면 모두 상승한다. 하지만 중요한 것은 ‘경제 성장률과 럭셔리 브랜드들의 매출 변화’다. 따라서 2009년부터 분기 성장률(%yoy)을 구간 별로 나눠 (상위 10% : 2.9% 이상, 하위 10% : 1.3% 이하) 럭셔리 브랜드 매출 성장률을 비교했다.

SK 증권은 “Nifty Fifty”에서 지적한 바와 같이 코로나 19의 여파로 경제 회복은 장기간에 걸쳐 일어날 것으로 예상한다. 경제 저성장 국면에서 럭셔리 브랜드들의 매출은 크게 흔들리지 않았다. 오히려 경제가 좋을 때 보다 어려울 때 사람들은 럭셔리 제품을 구매한다. 비이성적인 소비패턴이지만, 이성보다는 감정(르상티망)이 앞서는 산업이다. 특히 코로나 19와 같이 건강, 목숨에 큰 위협이 된 경우 사람들은 ‘나는 괜찮다. 나는

이렇게 경제가 힘든 상황에서도 명품을 구매할 수 있다”라는 보여주고 싶어한다. 앞서 말한 르상티망과는 다른 개념인데, 르상티망이 저성장에 포커스를 맞췄다면 이번에는 목숨 위협을 받을 정도의 상황에서 사람들의 소비심리와 그에 따른 럭셔리 선호를 다를 것이다.

코로나 19가 미친 영향력은 2008년 글로벌 금융위기, 1920년 대공황과 매우 다르다. 소비자들의 심리 또한 매우 다른 상황이다. 그렇다면 비교해볼 과거는 2001년 9/11 테러 때 이다.

코로나 19는 저성장을 일으키는 요인이기도 하지만 생명을 위협하는 바이러스로부터 시작되었다는 점이 2008년 글로벌 금융위기, 1920년 경제 대공황과 다르다. 가장 비슷한 이벤트는 1918년 스페인 독감이지만 100년 전 데이터를 구하기는 어렵다. 근래에 생명이 위태로울 수 있다는 공포심이 일었던 사건이라는 관점에서 보면 중국의 SARS 혹은 에볼라 바이러스도 어울리지 않는다. 오히려 단기적인 이벤트이긴 했지만 2001년 9/11 테러와 비교하는 것이 어울린다.

소비심리 컨설팅 회사인 Buycology의 창업자 Dr. Christopher Gray에 따르면 코로나 19와 같은 상황은 9/11이나 WWII와 비교하는 것이 더 어울린다고 말한다. 실제로 생명에 대한 위협을 받았을 때의 구매자들의 심리 변화는 매우 독특하기 때문인데, 공포스러운 해프닝 뒤에 사람들은 ‘안정성과 identity를 보여주는 소비를 하기 마련이다,

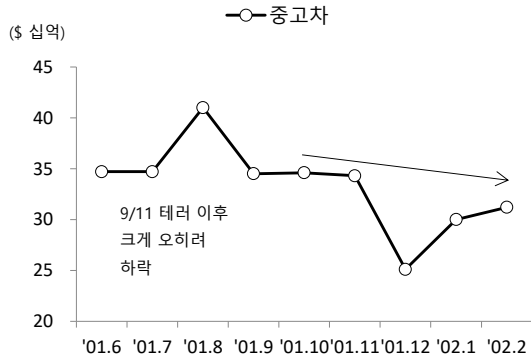
“People got worn out. They react with desire to buy things that show the world that they are here and safe. After a period of emotional crisis, the rebound spending is about identity building and showing the world that you are in a good place”

- Buycology 창업자 Dr. Gray

물론 럭셔리 브랜드들의 매출은 중국 소비가 중요하지만, 그 부분은 뒤에서 따로 다룰 예정이기 때문에 사람의 ‘심리와 그에 따른 소비패턴’이라는 측면에서 2001년 9/11 이벤트를 보면 뒤 페이지와 같다. 1) 9/11 때문에 소비는 전품목 불문하고 모두 하락했다 2) 다만 반등은 스포츠카, 보석, 시계와 같은 럭셔리 제품에서 일어났다. 3) 미국 전체 소비가 단기적인 반등 이후 다시 하락세를 보였을 때에도 럭셔리 소비는 계속 상승한다.

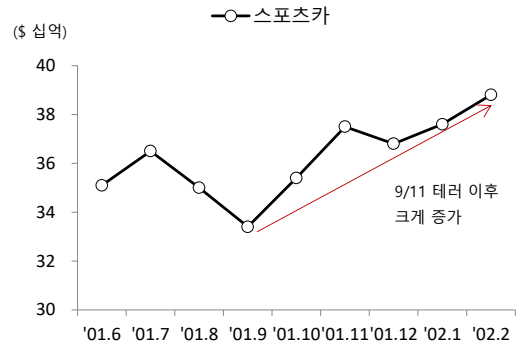
최근 언론에 자주 등장하는 ‘보복 소비’라는 단어가 심심치 않게 등장한다. 사람들이 극도의 공포심을 느낀 이후 억눌려 있던 감정을 표출한다는 의미로 해석되는데, 비슷한 상황이 연출되어 사람들이 비슷한 심리적인 과정을 거쳤을 것으로 예상되는 9/11 사건 이후 돈은 럭셔리를 향한다.

2001년 하반기 미국 중고차 소비



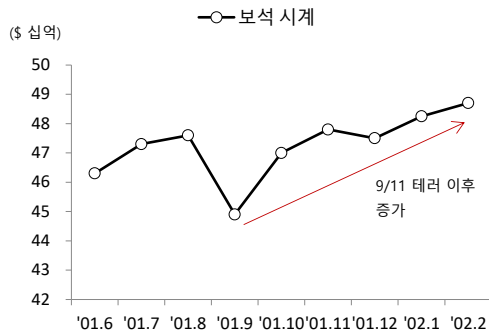
자료 : Bloomberg, SK 증권

2001년 하반기 미국 스포츠카 소비



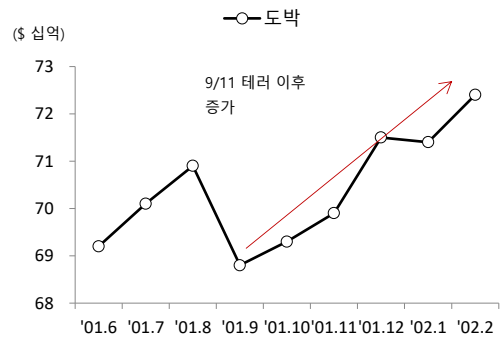
자료 : Bloomberg, SK 증권

2001년 하반기 미국 보석 및 시계 소비



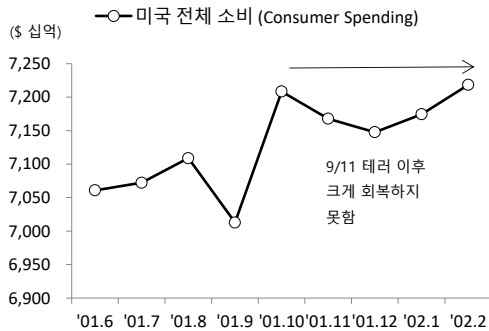
자료 : Bloomberg, SK 증권

2001년 하반기 미국 도박 소비



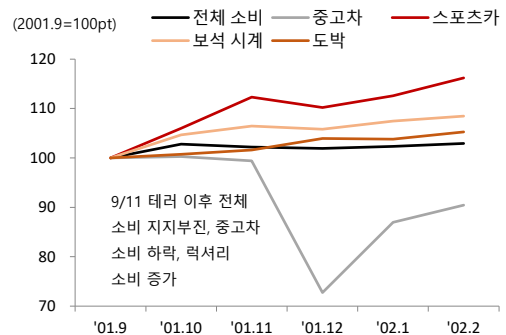
자료 : Bloomberg, SK 증권

2001년 하반기 미국 전체 소비



자료 : Bloomberg, SK 증권

2001년 하반기 미국 소비 지수화



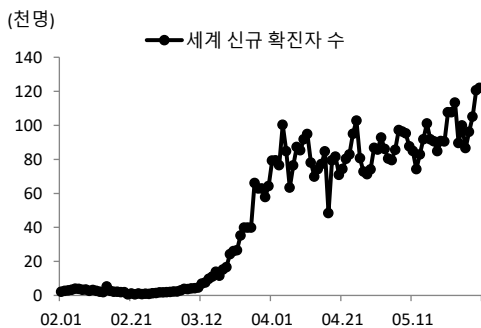
자료 : Bloomberg, SK 증권

University of Pennsylvania 에서 발표한 소비자 행동학 논문에 따르면, 죽음과 관련된 인식, 생각이 많아질수록 소비자들은 명품을 선호하는 경향이 강해진다. 이를 Terror Management Theory 와 Marketing 이라고 하는데, 소비자들은 신변 위협에 대한 생각을 하는 상황이 되면 자신의 ‘가치’를 느끼고 싶어하기 때문이다. High Status(럭셔리 상품)을 구매하면서 신변 위협에 대한 두려움을 완화시키고 자신의 가치를 고양시키는 심리를 느끼고 싶은 것이다.

죽음에 대한 공포감을 느끼면 소비자들은 럭셔리 브랜드를 평상시보다 선호한다. ‘나의 가치’를 고양시키는 소비를 하고 싶은 것이다. 코로나 19 로 전세계 소비자들은 죽음에 대한 공포감에 어느 때보다 강력하게 노출되었다.

이 논문을 참고하는 이유는 코로나 19 라는 특수한 케이스에서 소비자들의 심리 변화를 설명하고 예상해보기 위해서다. 코로나 19 로 전세계 확진자가 550 만명을 넘어섰고 사망자도 35 만명을 넘었다. 유럽, 미국, 중국뿐만 아니라 전세계적으로 사람들은 매일 같이 ‘죽음’ 그리고 ‘신변위협’에 노출이 된 셈이다. 그러한 관점에서 University of Pennsylvania 논문은 살펴볼만한 의미가 있다. Terror Marketing 이 럭셔리 소비에 대한 선호도를 높인다면 의도치 않게 코로나 19 로 전세계 소비자들은 Terror 어느 때 보다 강력하게 노출되었다.

전세계 코로나 19 발발 이후 확진자 수 증가 추이



자료 : WHO, WuhanVirus, SK 증권

Terror Management Theory 를 보면 팬데믹 이후 럭셔리 선호는 ↑



자료 : Bloomberg, SK 증권

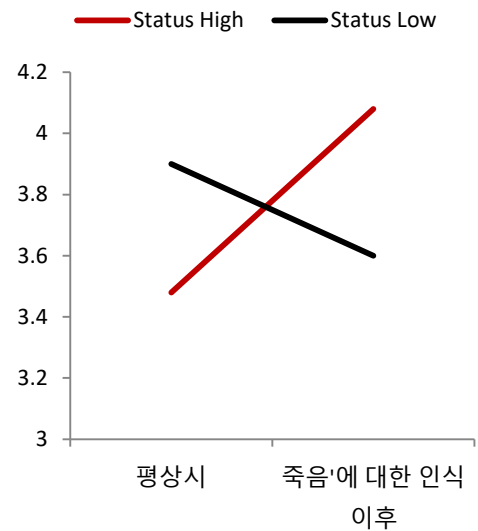
연구 결과를 보면, 소비자들은 ‘죽음’에 대한 두려움, 좋지 않은 감정을 경험했을 때 럭셔리 브랜드 선호가 올라간다. 1~7 스케일로 소비자들이 느낀 바를 정한다고 했을 때, 신변위협 공포심에 노출된 사람들이 그렇지 않았던 사람들 대비 럭셔리 브랜드를 선호하는 현상이 나타났다.

- 1) Effectiveness : ‘죽음’에 관한 두려움 혹은 부정적인 감정이 본인에게 영향을 미친 정도
- 2) Interest : 특정 상품에 대한 관심 정도
- 3) Purchase : 실제로 상품을 구매할 의사

를 나타낸다. 3 가지가 모두 높아야 실질적인 구매로 이어진다고 보면 되는데, ‘죽음’ 공포에 노출된 집단이 그렇지 않은 집단 보다 모든 측면에서 럭셔리 브랜드를 선호하는 현상이 더 높게 나왔다. 럭셔리에 대표 브랜드인 롤렉스, 그리고 지금은 브랜드 가치가 다소 떨어졌지만 연구 진행 당시 럭셔리 차의 신흥 강자였던 렉서스 자동차에서 모두 같은 결과가 도출되었다. 반면 Low Status (브랜드 가치가 높지 않으면서 필수 소비재가 아닌 상품) 의 선호도는 반대로 하락한다.

사람들은 죽음에 대한 경험을 하고 난 후 럭셔리 상품에 대한 선호도가 향상 된다

	상품	평가 항목	죽음'에 대한 인식 이후	비교	평상시
럭셔리	롤렉스	Effectiveness	3.05	>	2.45
		Interest	3.03	>	2.34
		Purchase	4.54	>	3.69
		Average	3.54	>	2.83
	렉서스	Effectiveness	4.38	>	3.74
		Interest	4.69	>	4.03
		Purchase	4.97	>	4.6
		Average	4.68	>	4.12
보통상품	프링글스	Effectiveness	4.02	<	4.4
		Interest	3.69	>	3.6
		Purchase	4.54	<	5.09
		Average	4.08	<	4.36



University of Pennsylvania 논문
에 따르면 소비자들은 ‘죽음’에
대한 공포 혹은 인식을 한 후 럭셔리를
선호하는 정도가 평상시 보다
강해진다

반대로 프링글스와 같이 필수소비
재는 아니지만 보통상품의 경우
는 평상시보다 오히려 소비자들의
선호가 하락한다

자료 : University Of Pennsylvania "Terror Management and Marketing : He who dies with the Most Toys Wins", SK 증권

코로나 19로 전세계 소비자들이 모두 '죽음'에 대한 공포를 경험한 것이나 다름없다. 그렇다면 전세계적으로 소비자들은 현재 럭셔리 브랜드 상품에 대한 선호도가 매우 높아져있는 상황일 것으로 예상된다. 그리고 미국 소비 데이터를 보면 단기적으로 끝나는 소비도 아니다. 미구 전체 소비가 지지부진하더라도 럭셔리 제품에 대한 소비는 계속 늘어난다.

- 1) **저성장과 르상티망** - 럭셔리 브랜드의 소비는 '심리'가 중요하다. 이성적인 판단이 지배하는 소비와 굉장히 거리감이 있기 때문이다. 사람들은 경제가 저성장국면에 접어들더라도 럭셔리 소비는 크게 줄이지 않고 오히려 경제가 나빴을 때 럭셔리 브랜드들의 매출은 더 좋았다. 사람들의 과시욕과 르상티망의 결합이 나타나는 것이다. SK 증권은 코로나 19로 저성장 국면은 이어질 것으로 예상하는 만큼 현재 시장이 생각하는 것 보다 사람들의 럭셔리 소비는 좋을 수 있다.
- 2) **보복 소비와 9/11** - 또 다른 심리적인 요인은 최근 뉴스에서 자주 등장하는 '보복소비'와 관련 있다. 신세계 백화점 매출은 줄어들어도 명품 소비는 늘어난 것. 백화점 문 열기 전부터 샤넬 백 가격 인상 소식에 줄을 서는 것, Hermes 광저우 플래그십 스토어 일일 매출이 코로나 19 이후 최대치를 찍은 사건 모두 그러한 소비다. 단기적인 이벤트가 아니라는 것이다. 비슷한 과거 사례(9/11)을 비교해보더라도 사람들은 공포심을 극도로 느낀 이후 타 제품 대비 럭셔리 소비를 늘린다.
- 3) **Terror Marketing** - 코로나 19로 사람들은 생명의 위협을 받았다. '죽음'이라는 단어가 매일 같이 뉴스에 등장하고 실제로 죽음에 대한 공포를 느낀 정도는 매우 이례적으로 높았다. 그러한 상황 속에 노출될수록 사람들의 럭셔리 선호도는 높아진다. 럭셔리 소비에 중요하게 심리인데, 코로나 19로 이전과는 매우 다른 소비심리가 자리 잡고 있다면 럭셔리 소비의 앞날은 예상하는 것만큼 우울하지 않고 오히려 더 밝을 수도 있다.

3. 소비재 산업의 무형자산, '브랜드 가치'의 부각

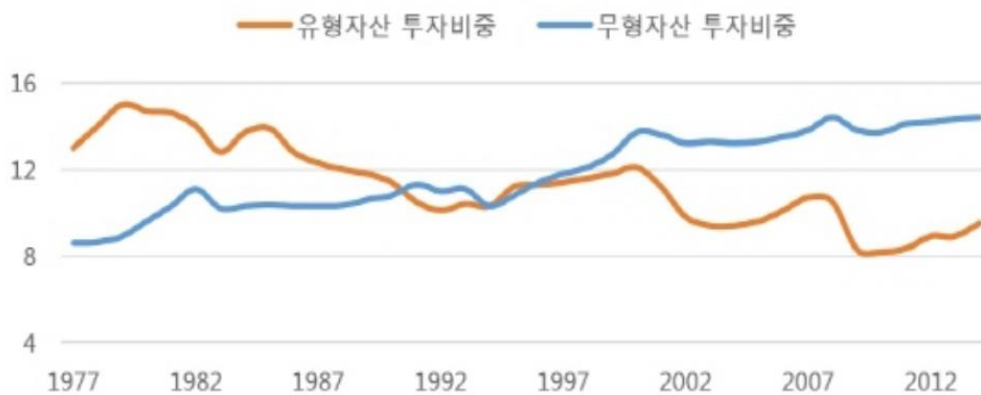
코로나가 앞당긴 소비 패턴의 가장 큰 변화는 '온라인 소비 증가'

저성장, 저금리, 탈글로벌이라는 메가 트렌드는 코로나 19 이후 더 빠르게 진행되고 있다. 그 중에서도 소비 패턴의 변화에 주목할 필요가 있는데, 그 중에서도 가장 큰 변화는 온라인 소비 증가다. 럭셔리 산업의 경우, 전통적으로 비싼 만큼 경험적 소비에 기반해 물품을 사는 경향을 보였으나, 최근에는 i) 구매 연령대가 낮아지고, ii) 충동 구매와 목적 구매 성향이 짝은 소비자가 늘어나며 iii) 온라인 명품 구매가 증가하고 있다. 지난달 21 일 발간된 SK 증권 하반기 전망 'Nifty Fifteen'에서 다뤘듯 향후 기업들의 Cashflow 는 당장 눈에 보이는 유형자산으로는 예측 불가능한 것이 많으며, R&D 역량이나 브랜드력, 특히, 정보기술 등 기업의 무형자산으로부터 발생하는 이익 비중은 더욱 확대될 것으로 전망된다.

저성장 시대를 살아가는 소비재 업체들에게 가장 중요한 것은 지속적인 소비 창출 능력

소비재 산업에서 럭셔리 브랜드를 보유한 회사들의 PER 이 계속적으로 비싸지는 이유도 여기에 있다. 코로나 19 영향으로 단기 실적 추정치는 낮아질 수 있으나, 수십 년간 쌓아온 '브랜드 가치'는 결코 훼손되지 않기 때문이다. 서두에서 다뤘던 것처럼 저성장, 저금리 시대의 소비 시장에서 더욱 중요해지는 것은 당장 눈앞의 실적보다 회사가 미래에도 지속적으로 소비자들의 수요를 이끌어낼 수 있는 브랜드력을 가지고 있는지의 여부다. SK 증권은 이러한 브랜드 소구력이 있는 대표적인 글로벌 럭셔리 업체들로 L'oreal 과 Kering 을 꼽으며, 국내에서는 화장품 No.1 업체인 LG 생활건강이 중장기적으로 글로벌 럭셔리 업체 반열에 속할 것으로 예상한다.

미국 기업들의 총 부가가치 대비 유무형자산 투자비중 (1977~2014년)



자료 : Corrado and Hulton, SK 증권

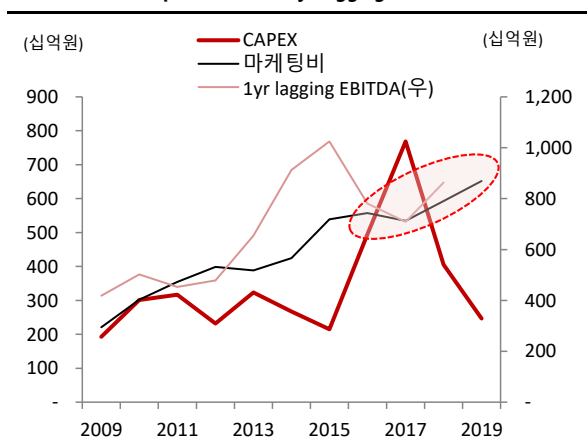
지난 40년간 미국 기업들의 유형자산 투자 비중은 35% 감소한 데 비해 무형자산 투자 비중은 60% 상승

바루크 레브는 저서 '회계는 필요없다(The End of Accounting)'에서 재고자산, 건물, 기계장치처럼 기업의 성장과 경쟁력에 무관한 자산들은 재무상태표에 중요한 자리를 차지하는 반면 특허권, 브랜드, 정보기술, 기업 고유의 비즈니스 프로세스 같은 중요한 자산은 아무런 존재감을 나타내지 못하는 현 회계 방식에 대해 문제점을 제기한다. 책에 따르면 1977년부터 2015년까지 지난 40여년간 미국 기업들의 물질 자본 투자 비중은 35% 감소한 데 비해 무형 자산 투자 비중은 60% 가량 상승했다. 그리고 그 격차는 점점 더 벌어지고 있다. 또한 저자는 IT와 제약업체들만 무형자산을 통해 기업 가치를 창출하는 게 아니고, 소비재 기업 역시도 고유한 브랜드와 상표권의 개발과 활용을 통해 충분한 경쟁력을 확보할 수 있다고 강조한다.

근래에는 '브랜드'에 대한 투자가 유형자산에 대한 투자 대비 더 큰 기업 이익을 창출

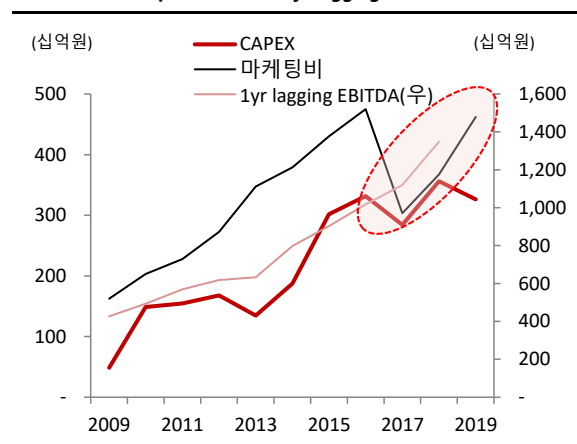
실제로 아모레퍼시픽과 LG 생활건강의 Capex(유형자산) 투자 대비 차년도 EBITDA와 마케팅(무형자산) 투자 대비 차년도 EBITDA를 비교해보면 마케팅 투자와 어닝의 상관관계가 최근 들어 더욱 높게 나타난다. CAPEX는 대부분 회사가 장비, 토지, 건물 등의 물질자산을 획득하거나 이를 개량할 때 필요한 부분을 증설한 것이므로 유형자산에 대한 투자라고 볼 수 있으며, 마케팅 비용의 경우, 럭셔리 업체일수록 판촉과 더불어 브랜드 마케팅에 초점을 두기 때문에 무형자산에 대한 투자라고도 볼 수 있다. 즉, 시간이 흐를수록 '브랜드'라는 무형자산에 대한 투자가 유형자산에 대한 투자 대비 보다 나은 기업 이익, 즉, 영업 현금 흐름을 창출시키고 있다는 의미로 해석할 수 있다.

아모레퍼시픽의 Capex, 마케팅비, 1yr lagging EBITDA 추이



자료 : 아모레퍼시픽, Quantwise, SK 증권

LG 생활건강의 Capex, 마케팅비, 1yr lagging EBITDA 추이



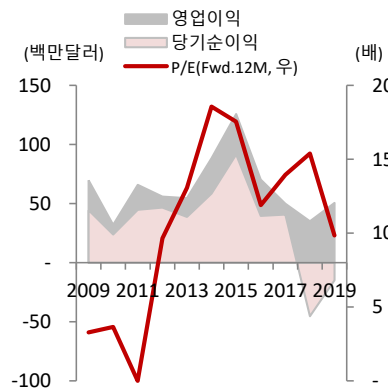
자료 : LG 생활건강, Quantwise, SK 증권

소비재 섹터의 가장 중요한 무형자산은 '브랜드 가치'

'브랜드력'이 높은 회사일수록 실적의 영속성이 더욱 큼

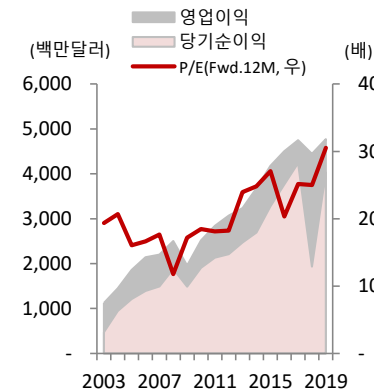
바야흐로 가심비의 시대다. 집은 못 사도 차는 사고, 차는 못 사더라도 명품백은 사는 것이 요즘 시대 소비다. 비싼 소비로 인해 얻는 만족도가 더욱 커진 만큼 지출에는 더욱 관대해졌고, 그만큼 샤넬 백과 포르쉐에 대한 소비자의 한계효용 가치(Marginal Utility)를 측정하기는 더욱 어려워졌다. 가성비 대신 가심비를 많이 따지는 브랜드일수록 가격(P)이 비탄력적이고, 브랜드 로열티가 높다. 이는 다시 말해 '브랜드력'이 높은 회사일수록 실적의 영속성이 더욱 크다는 의미다. 한세실업보다는 나이키, 나이키보다는 에르메스의 PER 이 높은 것도 이러한 이유에서다.

한세실업 실적과 12M Fwd PER 추이



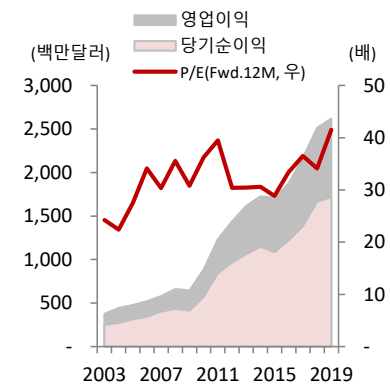
자료 : Quantwise, SK 증권

나이키 실적과 12M Fwd PER 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

에르메스 실적과 12M Fwd PER 추이

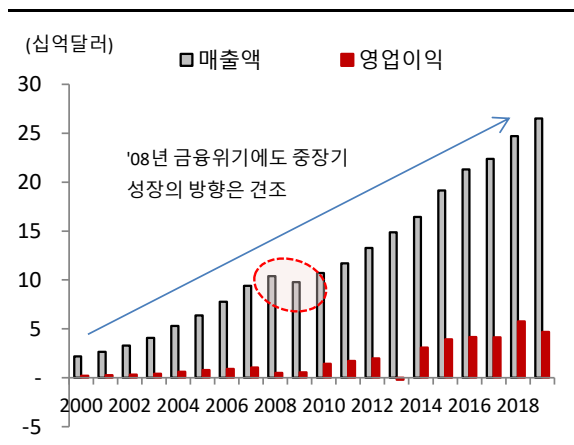


자료 : Quantwise, SK 증권

**회사가 보유한 '브랜드 가치'는
'지속 가능한 현금 창출 능력'으로
치환 가능**

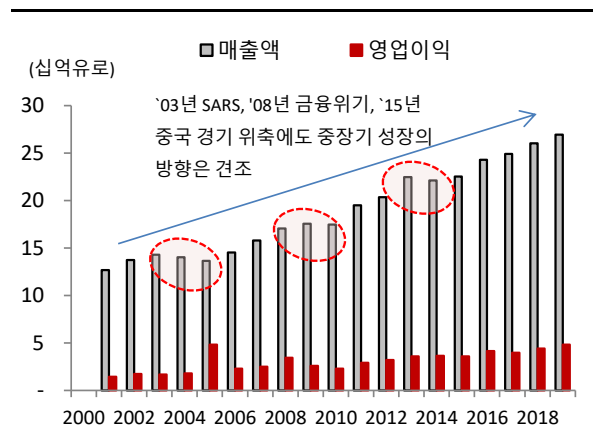
그만큼 소비재 산업에 있어서 가장 중요한 무형자산은 '브랜드 가치'이다. 회사가 보유한 특정 '브랜드 가치'가 곧 꾸준한 소비자 수요를 의미하고 이는 '지속 가능한 현금 창출 능력'으로 치환되어 설명될 수 있기 때문이다. 물론 위안화 환율, 소비심리와 같은 매크로 지표의 변화가 단기적인 주가 변동성을 야기할 수는 있지만, 보다 중장기적인 관점에서는 소비재 업체의 펀더멘털이라고 할 수 있는 '브랜드 영속성'을 평가해야 한다. 그러한 의미에서 특정 브랜드의 매출액이 코로나 19 와 같은 천재지변 등의 외부 이슈가 발생했던 시기를 제외하고 수십 년째 꾸준히 상승하고 있다면, 이는 이 회사의 밸류에이션 프리미엄을 부여할 수 있는 충분한 근거가 될 수 있다.

스타벅스 그룹 연간 실적 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

로레알 그룹 연간 실적 추이



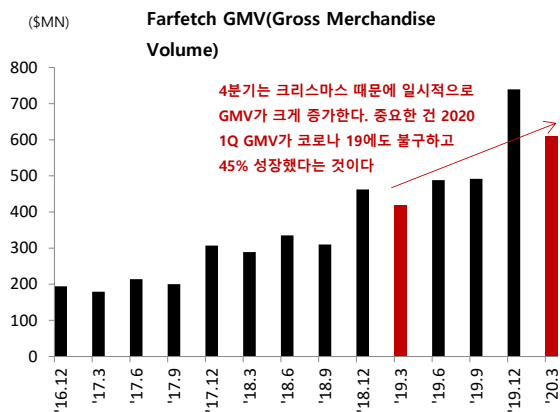
자료 : Quantwise, SK 증권

4. 온라인과 중국이 이끄는 럭셔리 시장

최근 들어 온라인 판매가 늘어나고 있는 것은 당연한 사실이다. LVMH 1분기 실적발표에서도 온라인 판매가 급증했다고 언급하며 코로나 19 시기에도 잘 견뎠다는 이야기를 전했다.

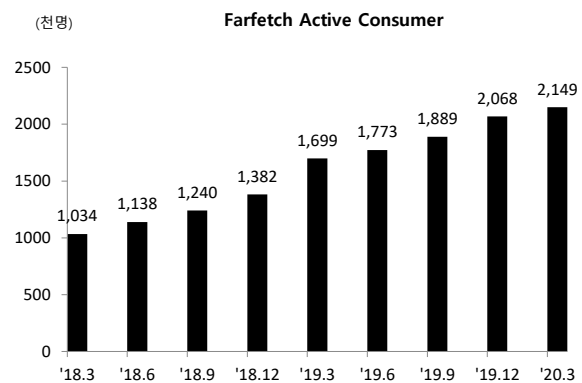
럭셔리 온라인 채널 중 대표적인 기업은 Farfetch(FTCH US) 다. Farfetch는 럭셔리 제품만을 취급하는 온라인 판매 플랫폼인데, 2018년 상장한 신규 기업이다. Farfetch 2020년 1분기 GMV 성장률이 45%(yoy)를 보이며 코로나 19에도 높은 성장세를 유지했다. GMV는 소비자들이 Farfetch를 통해 소비한 금액이라고 보면 되는데, 코로나 19에도 럭셔리 소비에 대한 선호는 줄지 않았고 되려 온라인 상에서 늘어났다. 사용자(Active Consumer)도 전분기 대비 늘어났다.

Farfetch GMV



자료 : Bloomberg, SK 증권

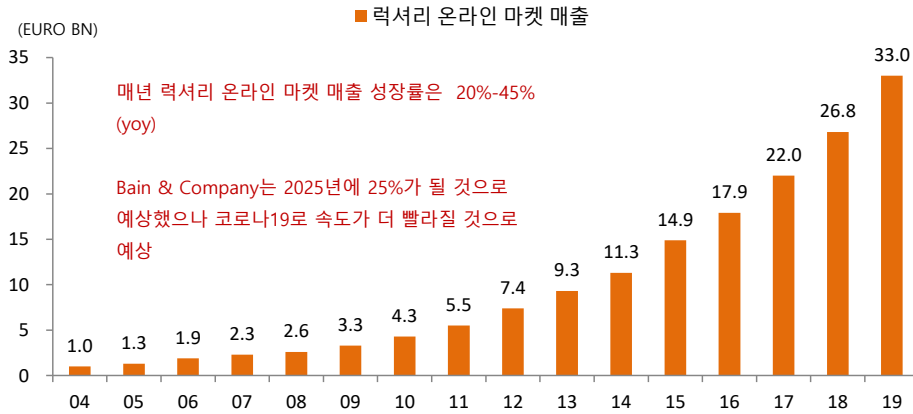
Farfetch Active Consumer



자료 : Farfetch, Bloomberg, SK 증권

18년 Bain&Company는 럭셔리 산업에서 온라인이 차지하는 비중이 2025년까지 25%로 늘어날 것이라고 전망했다. 원래 코로나 19 전부터 럭셔리 산업에서 온라인에서 나오는 매출은 매년 증가하고 있었으며 비중 역시 늘어나고 있었다. 정확하게 숫자로 알기는 어렵지만 다른 업계와 마찬가지로 코로나 19 이후 온라인 매출이 크게 늘어났을 것으로 생각된다. '모든 것의 온라인화'가 일어나고 있는 상황 속에서 2025년 보다 더 빠르고 크게 럭셔리 산업에서도 온라인 비중 확대가 예상된다. 그리고 이러한 트렌드는 다시 되돌아가지 않을 것이다. 그래서 오프라인 매출에서 손실되는 부분을 커버할 수 있는 여력이 지속적으로 강해질 것으로 보인다.

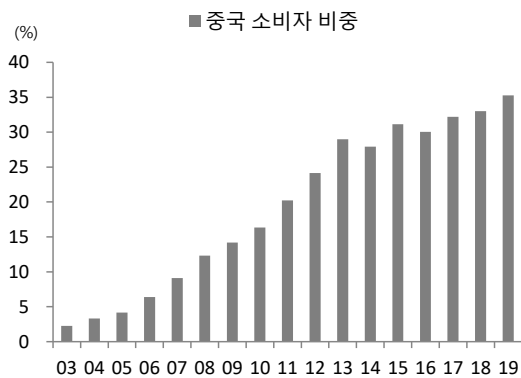
럭셔리 부분에서도 온라인 매출 확대가 크게 늘어났을 것



자료 : Bain & Company, SK 증권

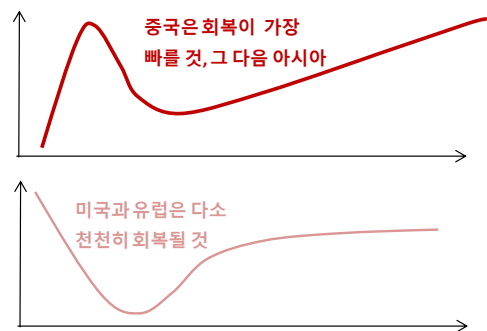
이미 온라인 부분에서 두각을 나타내는 지역은 중국이다. 중국은 럭셔리 브랜드 입장에서 매우 중요하다. 중국이 전세계 럭셔리 매출 중 차지하는 비중은 30%인데, 중국 소비가 돌아오는 것이 중요한 썬이다. 여러 국가 중 중국이 가장 먼저 회복할 것으로 점쳐지는데, 럭셔리 소비 역시 중국에서 가장 먼저 턴어라운드 할 것으로 예상된다. 이미 앞서 언급했지만 4월 중국 LVMH 소비가 yoy로 50% 증가했다.

중국의 영향력



자료 : Bloomberg, SK 증권

가장 중요한 중국이 가장 먼저 회복한다

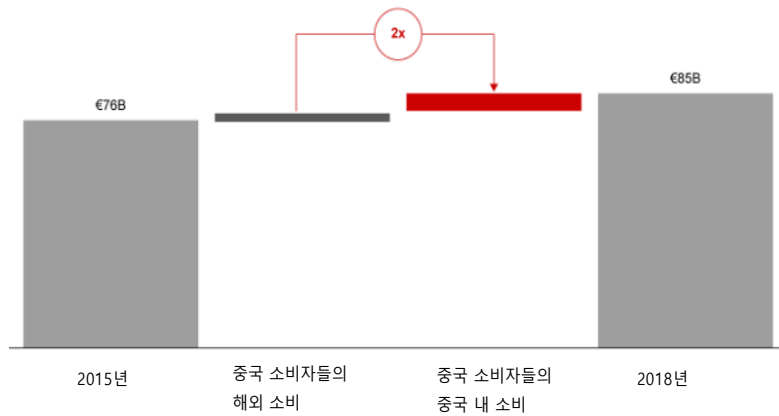


자료 : Bain & Company, SK 증권

그러한 중국에서 이번 코로나 19 이후 wechat 럭셔리 브랜드 검색 빈도수가 반등했다. 코로나 19 가 한창이었던 중국의 1 월말~2 월 중하순까지 럭셔리 브랜드를 위챗에서 검색하는 빈도수가 확연히 줄어들었지만 이내 되살아났다. 그리고 웨이보(중국 대표 SNS 플랫폼)에서도 코로나 19 이후 ‘구매’에 대한 포스트들을 보면 Z 세대의 ‘YOLO’ 열망은 더욱 강해졌다. 럭셔리 매출의 신성장 동력으로 지목되는 중국의 Z 세대의 ‘Enjoy while you can’ 소비 패턴이 더욱 깊게 자리잡은 것은 럭셔리 브랜드에겐 긍정적이다.

물론 중국 소비자들이 해외로 나가서 소비하는 럭셔리 품목에 대한 감소는 예상되지만 온라인 플랫폼이 이미 잘 구축되어 있고 중국 소비자들의 소비패턴은 지속적으로 이어질 것으로 예상된다. 그리고 한가지 중요한 점은 해외로 나가지 못하지만 국내 럭셔리 브랜드에서 소비를 할 수 있다. 원래 중국 소비자들은 럭셔리 상품 구매에 대해서 해외보다 국내로 움직이고 있던 중이었다. 중국 소비자들의 매출 성장분 중 국내 소비가 해외 소비의 2 배에 달한다는 점을 기억해야 한다.

온라인과 중국의 합작은 이미 시작되었다.



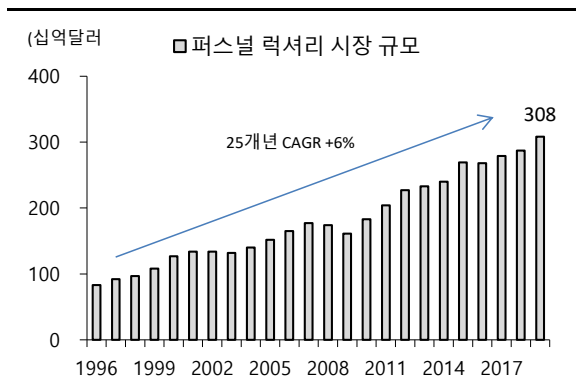
자료 ; Bain & Company, Cosmose.co, SK 증권

글로벌 럭셔리 시장 현황

글로벌 퍼스널 럭셔리 시장은 한화 약 390조원 규모

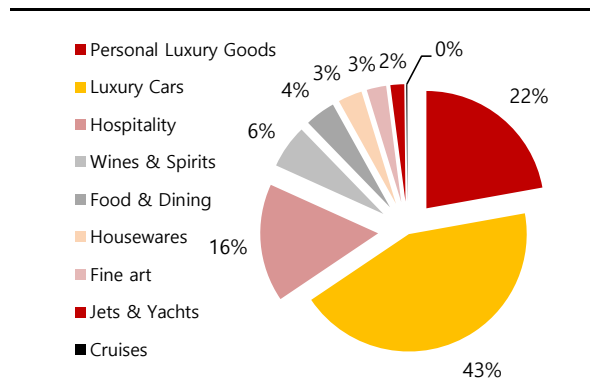
Bain & Company 에 따르면 2019 년 글로벌 럭셔리 시장은 1.3 조 유로(YoY +4%)로 한화 약 1,773 조원으로 추산된다. 시장의 구성은 럭셔리 자동차(43%), 퍼스널 럭셔리(22%), 호텔(16%) 등으로 이뤄져 있으며, 그 중에서도 핵심은 퍼스널 럭셔리(명품) 시장이다. 2019 년 글로벌 퍼스널 럭셔리 시장 규모는 3,080 억 달러로 YoY +7.3% 성장하였다. 지역별로 봤을 때 1 위 시장은 유럽(31%)이고, 2 위가 미국(30%)이다. 다만 구매의 주체는 조금 다른데, 글로벌리 가장 많은 명품 소비를 하는 주체는 유럽이나 미국인이 아닌 중국인(35%)이다. 중국인들은 해외 시장과 자국 내에서의 가격 격차 때문에 해외에서 훨씬 더 많은 명품 소비를 하고 있다. 기본적으로 명품은 세일을 하지 않는데다가 중국 정부가 사치품에 대해서는 관세, 증치세, 사치세 등을 부과하고 있어 같은 재화에 대한 가격 차이가 적게는 10%에서 많게는 60%까지 나기 때문이다.

글로벌 퍼스널 럭셔리 시장 규모 추이



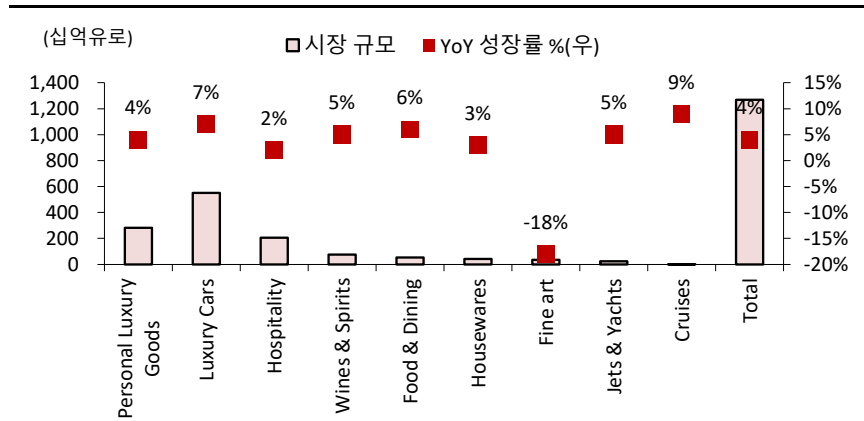
자료 : Bain & Company, SK 증권

2019 년 글로벌 럭셔리 시장 카테고리별 구성



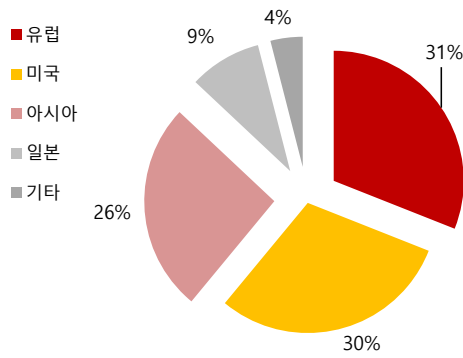
자료 : Bain & Company, SK 증권

2019 년 글로벌 럭셔리 카테고리별 시장 규모와 YoY 성장률



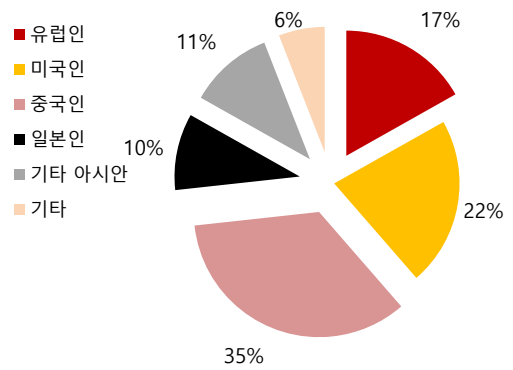
자료 : Bain & Company, SK 증권

2019년 퍼스널 럭셔리 시장 1위는 여전히 유럽



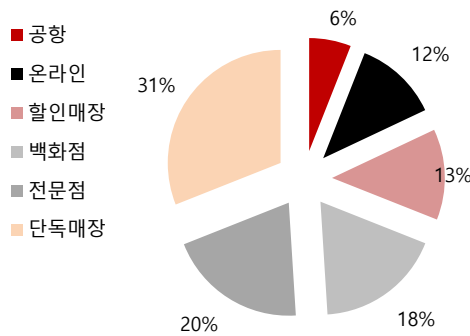
자료 : Bain & Company, SK 증권

2019년 퍼스널 럭셔리 시장 소비 1위는 중국인



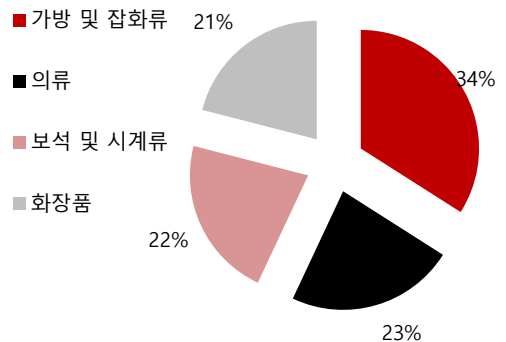
자료 : Bain & Company, SK 증권

2019년 퍼스널 럭셔리의 구매 채널별 비중



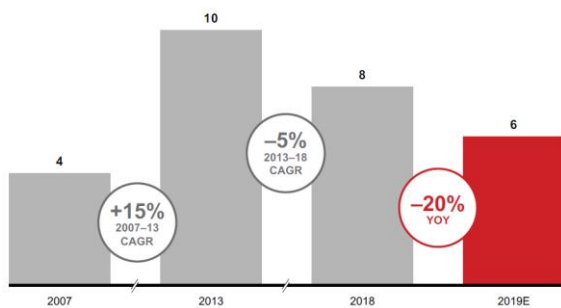
자료 : Bain & Company, SK 증권

2019년 퍼스널 럭셔리 제품 카테고리별 비중



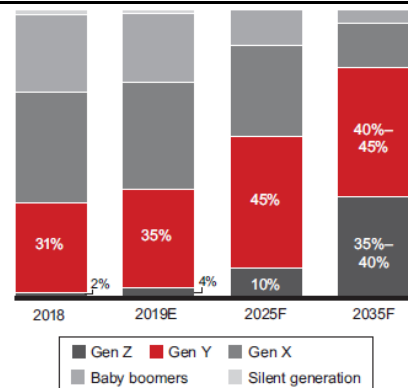
자료 : Bain & Company, SK 증권

홍콩의 퍼스널 럭셔리 시장 규모는 지속적으로 감소 중



자료 : Bain & Company, SK 증권

연령대별 퍼스널 럭셔리 제품 판매 비중 전망

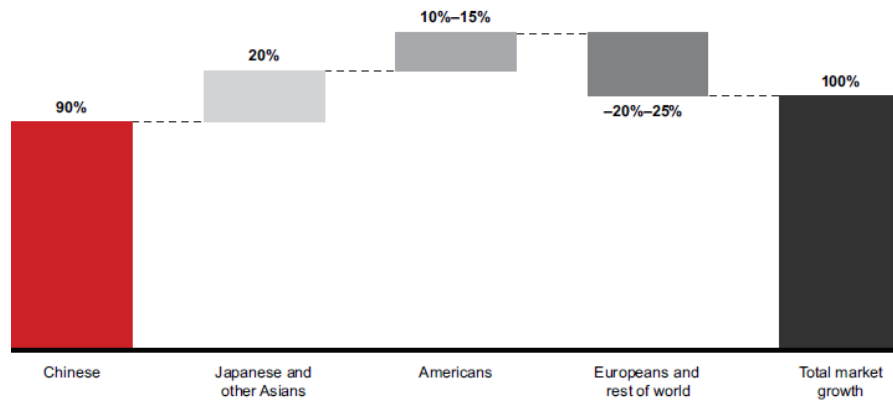


자료 : Bain & Company, SK 증권

2019년 글로벌 퍼스널 럭셔리 판매의 35%를 중국인이 구매

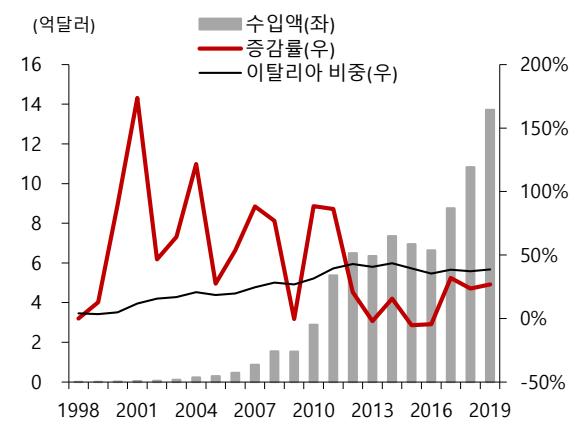
글로벌 경기 불황에도 꾸준하게 럭셔리 소비 시장의 성장을 견인하는 곳은 아시아 시장이다. 그 중에서도 2019년 글로벌 퍼스널 럭셔리 시장 성장에 90%를 기여한 것이 중국인이며, 이들은 전체 명품 판매의 35%를 구매했다. 중국의 수입품 수요를 보더라도 이탈리아 산 가방 수입액은 최근 3년간 매년 YoY +30% 가량 증가했으며, 스위스 시계 수입도 매년 10% 대 성장 중이다. 다만, 홍콩의 경우, 중국과의 정치적 대립으로 지정학적 리스크가 불거지며 럭셔리 시장이 2018년부터 지속적으로 감소 추세에 있다. 2019년 홍콩 럭셔리 시장은 YoY -20% 감소한 60억 유로로 추정된다.

2019년 퍼스널 럭셔리 시장 성장에 대한 국가별 예상 기여도는 중국 > 일본(및 아시아) > 미국 순



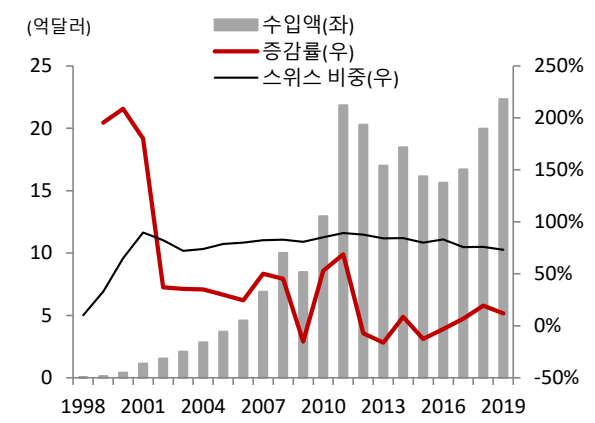
자료 : Bain & Company, SK 증권

중국의 대 이탈리아 가방 수입액과 YoY 증감을 추이



자료 : KITA, SK 증권
 주: 비중의 경우, 전체 가방 수입에서 이탈리아산 수입이 차지하는 비중

중국의 대 스위스 시계 수입액과 YoY 증감을 추이



자료 : KITA, SK 증권
 주: 비중의 경우, 전체 시계 수입에서 스위스산 수입이 차지하는 비중

코로나로 단기 실적 위축 불가피하나, 브랜드 수요는 결국 돌아온다

2020년 퍼스널 럭셔리 시장은 YoY -15%~-35% 가량 위축될 것으로 예상

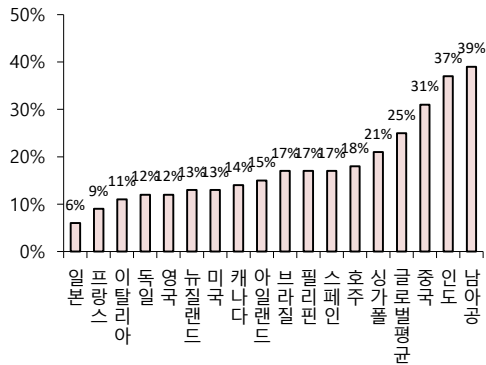
한편, 최근 코로나19 발생으로 럭셔리 업체들은 직격탄을 맞았다. 업계에 따르면 2020년 코로나19 영향으로 전체 퍼스널 럭셔리 시장은 전년 대비 최소 -15%(460억 달러, 한화 약 56조원)에서 최대 -35%(1,078억 달러, 한화 약 131조원)까지 판매액이 감소할 것으로 예상된다. 우리나라 소비재 업체들 중 가장 타격이 컸던 곳은 면세와 화장품 회사들이었으며, 4월 국내 면세 판매는 8억 달러로 YoY -54% 감소하였다.

국내 면세점 월별 Data

		19.04	19.05	19.06	19.07	19.08	19.09	19.10	19.11	19.12	20.01	20.02	20.03	20.04
면세점 이용객 수 (천명)	내국인	2385	2408	2518	2448	2365	2151	2260	2219	2248	2223	1044	326	237
	외국인	1729	1746	1673	1662	1707	1729	1806	1721	1773	1614	711	262	118
	Total	4114	4154	4191	4110	4072	3880	4067	3940	4021	3837	1754	588	354
y-y %	내국인	-5.1	-6.8	-1.6	-3.2	-7.4	-12.6	-9.1	-8.9	-4.8	-13.7	-56.8	-86.6	-90.1
	외국인	6.8	10.2	4.6	12.0	13.1	13.8	13.2	12.2	15.8	10.9	-46.1	-84.5	-93.2
	Total	-0.4	-0.3	0.8	2.4	0.2	-2.6	-0.4	-0.8	3.3	-4.8	-53.1	-85.8	-91.4
면세점 매출액 (백만\$)	내국인	296	295	303	298	273	263	274	278	287	278	108	21	16
	외국인	1453	1471	1361	1417	1536	1609	1570	1682	1655	1465	815	871	787
	Total	1749	1766	1664	1715	1810	1838	1844	1960	1942	1743	923	892	804
y-y %	내국인	-6.0	-8.7	0.1	-4.7	-10.2	-11.8	-5.0	-2.8	-1.0	-11.9	-63.7	-92.8	-94.4
	외국인	20.1	26.0	22.1	37.5	28.9	31.8	36.5	43.4	46.0	21.1	-35.0	-46.4	-45.8
	Total	14.7	18.5	17.4	27.7	21.0	21.0	28.2	34.3	36.5	14.3	-40.5	-53.5	-54.0
면세점 인당 ASP (\$/명)	내국인	124	123	120	122	115	122	121	125	128	125	104	65	69
	외국인	840	843	814	852	900	930	869	978	934	908	1147	3323	6687
	Total	425	425	397	417	444	474	453	498	483	454	526	1518	2268
y-y %	내국인	-1.0	-2.0	1.8	-1.6	-3.1	1.0	4.5	6.8	4.0	2.1	-15.9	-46.5	-44.0
	외국인	12.5	14.3	16.7	22.8	14.0	15.8	20.6	27.8	26.2	9.2	20.7	247.1	695.9
	Total	15.2	18.9	16.5	24.7	20.7	24.1	28.7	35.4	32.1	20.1	26.7	226.5	433.6

자료: 면세점협회 SK 증권

코로나로 온라인 명품 구매를 미뤘다고 답변한 소비자 비중



자료 : Bain & Company, SK 증권

신세계인터내셔널 온라인몰 SI Village 에서 면세 재고 판매 시작



자료 : SI Village, 언론자료, SK 증권

2020년 국내 면세 판매의 80% 이상은 화장품

2020년 1~4월 국내 면세 판매의 80% 이상은 화장품 품목이었다. 사실상 국가간 입국 금지조치가 본격적으로 시행된 4월에는 총 판매 실적이 9,867 억원으로 급증했는데, 그 중 화장품은 90.1%에 해당하는 8,900 억 원을 차지했다. 중국으로 물건을 보내는 파이공들이 세관 등 여러 비용 리스크를 수반하더라도 면세 화장품을 사가고 있는 것이다.

불황 속에서도 명품 수요는 견조

코로나 19로 면세 업체들이 부침을 겪게 되자 관세청은 일시적으로 1) 면세 업체들의 부진 재고 국내 유통과 2) 면세품의 제 3자 해외 반송을 허용하였다. 이에 따라 지난 6월 3일 신세계인터내셔널에서 운영하는 온라인 자사몰 SI Village에서는 면세 재고 판매가 진행됐으며, 온라인에서는 제품이 풀리자마자 접속 대란과 품질 대란이 일어날 만큼 인기를 끌었다. 하루 동안 이 쇼핑몰에는 15만 명이 접속했으며, 판매 개시 3시간만에 80%가 매진되었다.

코로나가 잦아들면 그 동안 늘어났던 온라인 침투율과 함께 소비는 다시 빠르게 돌아올 것

이처럼 코로나 19와 같은 부정적인 대외 환경 속에서도 명품에 대한 근본적인 수요는 유지되고 있으며, 향후 코로나가 잦아들게 되면 그 동안 더욱 빠르게 늘어났던 온라인 침투율과 함께 소비는 다시 돌아올 것으로 전망한다. 단기적으로는 오프라인 유통 채널 타격으로 럭셔리 업체들의 실적 악화가 매우 드라마틱해 보일 수 있겠지만, 중요한 것은 그 이후다. 코로나로 인한 시장 재편 과정에서 살아남아 추세적 소비 상승을 이끌 수 있는 업체들 역시 결국엔 럭셔리다.

5. 방구석 Flex 시대, 럭셔리 브랜드의 Re-rating

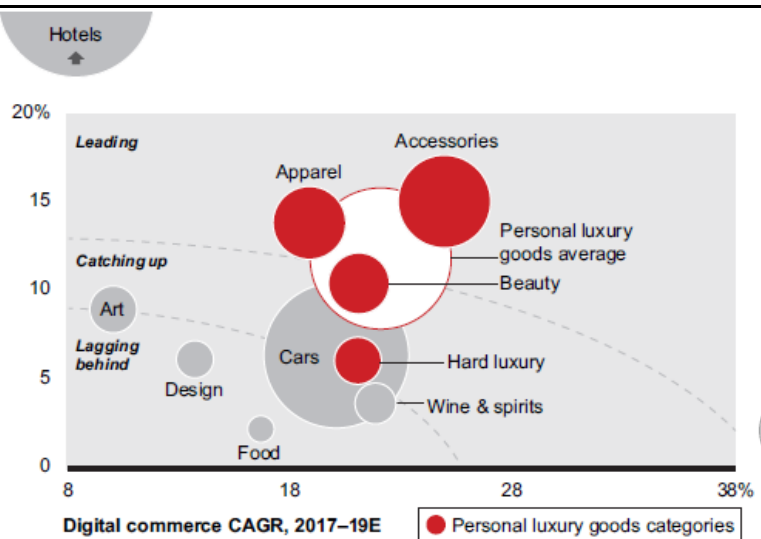
2019년 온라인 퍼스널 럭셔리 시장은 333억 유로로 시장의 12%를 차지

의지만 있다면 방법은 생기기 마련이다. 코로나 19 이후에도 글로벌 명품 브랜드에 대한 수요는 견조할 것으로 전망하는데, 코로나로 인해 가속화된 온라인으로의 채널 전환이 향후 럭셔리에 대한 글로벌 Pent-up 수요를 더욱 빠르게 흡수시킬 수 있도록 도와줄 것으로 보이기 때문이다. 2019년 온라인 퍼스널 럭셔리 시장은 333억 유로로 전체 퍼스널 럭셔리 시장의 12%를 차지하고 있으며, 이 시장은 나아가 직구몰(38%), 브랜드 자사몰(34%), 유통사 온라인몰(28%)로 세분화된다.

'럭셔리 화장품'에 대한 온라인 소비는 더욱 빠르게 확대되는 중

온라인으로 구매하는 퍼스널 럭셔리 제품 중 가장 많은 비중을 차지하는 카테고리는 액세서리(가방, 신발류)로 43% 비중이며, 의류(27%), 화장품(19%), 보석 및 시계류(11%)가 그 뒤를 잇는다. 가방, 의류, 잡화 등의 퍼스널 럭셔리 제품들은 자동차, 와인, 음식, 미술품 등 절대적으로 비싼 재화보다는 온라인으로의 소비 전환이 비교적 쉬우며, 그 중에서도 특히, '럭셔리 화장품'에 대한 온라인 소비는 더욱 빠르게 확대되고 있다.

높은 온라인 침투력을 자랑하는 퍼스널 럭셔리 시장



자료 : Bain & Company, SK 증권

2014년 16% 수준이었던 중국의 화장품 온라인 판매 비중은 2019년 30%까지 확대

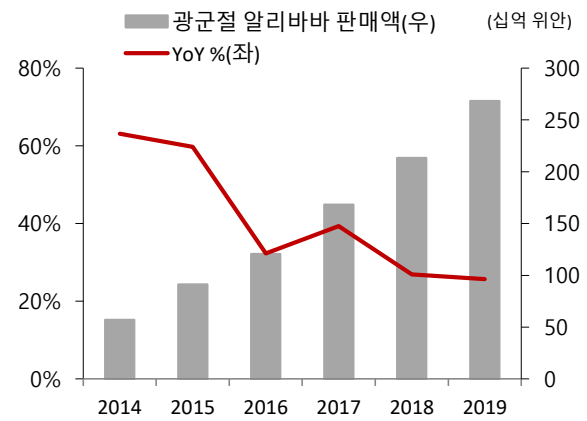
한편, 중국 화장품 시장 규모는 약 82 조원으로 1) 이커머스 유통 채널과 2) 수출 브랜드의 고성장이 지속되고 있다. 2019년 광군절 알리바바 판매액은 YoY +27% 가량 증가한 2,700 억 위안(한화 약 46 조원)을 기록했으며, 같은 해 중국의 온라인 화장품 판매액 역시 YoY +27% 증가한 1,450 억 위안(한화 약 25 조원)을 달성했다. 2014년 16% 수준이었던 중국의 온라인 화장품 판매 비중은 2019년 30%까지 확대되었다. 2019년 미국과 한국의 온라인 화장품 판매 비중이 각각 15%와 24%인 것에 비하면 온라인의 확장 속도도, 그 규모도 놀랍다.

연도별 중국 티몰 내 광군절 화장품 브랜드 판매 순위

순위	브랜드명	2015	2016	2017	2018	2019
1	로레알(L'oreal)	3	3	7	8	1
2	랑콤(Lancome)	-	4	3	2	2
3	에스티로더(Estee Lauder)	-	-	4	3	3
4	올레이(OLAY)	4	-	6	6	4
5	SK II	-	7	5	5	5
6	자연당(Chando)	-	2	2	4	6
7	바이체링(Pechoin)	1	1	1	1	7
8	후(Whoo)	-	-	-	-	8
9	퍼펙트다이어리(Perfect Diary)	-	-	-	-	9
10	미노나(Winona)	-	-	-	-	10

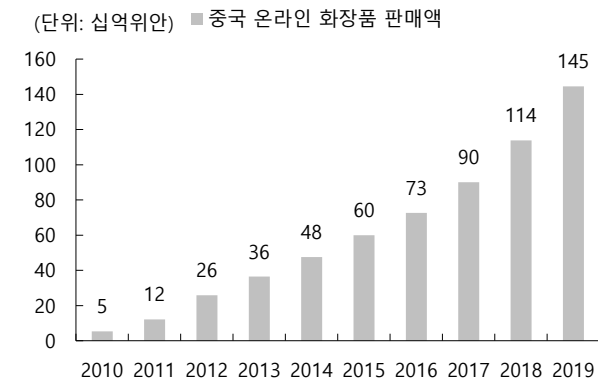
자료: 알리바바, 언론자료, SK 증권

연도별 중국 광군절 알리바바 판매액과 YoY 성장률



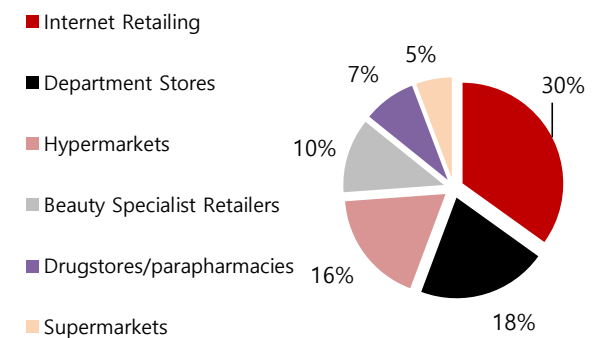
자료: 알리바바, 언론자료, SK 증권

중국 현지 온라인 화장품 판매액 추이



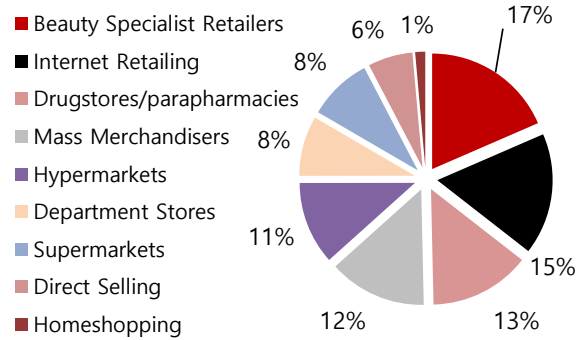
자료: Euromonitor, SK 증권
주: 면세점 온라인 화장품 판매액은 제외

2019년 중국의 채널별 화장품 판매 비중



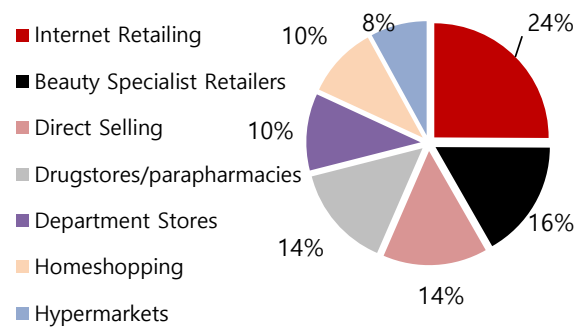
자료: Euromonitor, SK 증권

2019년 미국의 채널별 화장품 판매 비중



자료: Euromonitor, SK 증권

2019년 한국의 채널별 화장품 판매 비중



자료: Euromonitor, SK 증권

국가별 채널별 화장품 판매 비중 추이

중국	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Internet Retailing	3%	5%	10%	13%	16%	19%	21%	24%	27%	30%
Department Stores	28%	25%	22%	20%	19%	19%	18%	18%	18%	18%
Hypermarkets	27%	26%	25%	25%	23%	22%	21%	19%	17%	16%
Beauty Specialist Retailers	7%	8%	8%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%
Drugstores/parapharmacies	7%	7%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	7%	7%
Supermarkets	9%	9%	9%	8%	8%	7%	7%	6%	5%	5%

미국	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Beauty Specialist Retailers	12%	12%	12%	12%	13%	14%	15%	16%	16%	17%
Internet Retailing	5%	5%	6%	6%	7%	9%	10%	12%	13%	15%
Drugstores/parapharmacies	15%	15%	15%	15%	15%	14%	14%	14%	13%	13%
Mass Merchandisers	15%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	13%	12%	12%
Hypermarkets	12%	12%	12%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	11%
Department Stores	9%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	8%	8%	8%
Supermarkets	11%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	8%	8%	8%
Direct Selling	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Homeshipping	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%

한국	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Internet Retailing	8%	9%	9%	10%	10%	11%	13%	15%	21%	24%
Beauty Specialist Retailers	26%	26%	24%	24%	26%	25%	24%	21%	17%	16%
Direct Selling	17%	17%	16%	15%	14%	15%	14%	15%	14%	14%
Drugstores/parapharmacies	2%	3%	4%	5%	5%	6%	9%	12%	13%	14%
Department Stores	16%	16%	16%	16%	16%	15%	13%	12%	11%	10%
Homeshipping	5%	5%	7%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	10%
Hypermarkets	15%	14%	13%	13%	12%	11%	10%	9%	8%	8%

자료: Euromonitor, SK 증권

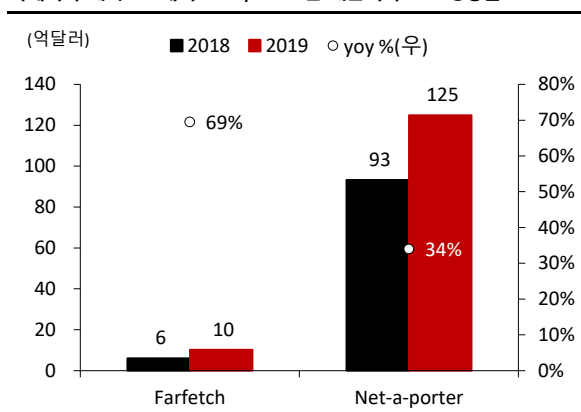
온라인 유통은 브랜드들간의 가격 경쟁을 유발하고 판가를 하락시키는 결과를 초래

온라인 유통은 낮은 고정비와 적은 투자로 유통의 진입 장벽을 낮추었고, 이는 브랜드들간의 가격 경쟁을 유발하고 판가를 하락시키는 결과를 초래하였다. 다만, 진입 장벽이 낮아진 화장품 시장에서도 브랜드력이 높은 업체들은 판가(P)를 유지시키면서 판매(Q)를 증가시킬 수 있지만, 신규 브랜드 혹은 브랜드력이 낮은 회사들은 히트를 치더라도 유행을 타기 때문에 판매 수량(Q)과 판가(P)의 유지를 담보하기 힘들다. 이 때문에 'Lancome', 'Estee Lauder', 'Whoo'와 같은 럭셔리 브랜드들은 굳건한 소비자 수요를 기반으로 유통업체와의 가격 협상에서 비교적 우위를 점할 수 있는 것이다. 1분기 코로나 19로 매출이 감소했는데도 불구하고, LG 생활건강, 로레알, 에스티로더 등 주요 럭셔리 화장품 업체들의 수익성이 방어되었다는 점이 이를 방증한다.

2019년 글로벌 명품 직구 플랫폼 업체인 파페치와 네타포르테의 매출은 각각 YoY +69%, +34% 증가

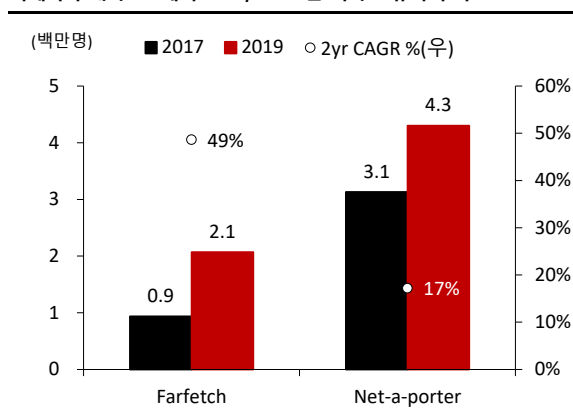
한편, 2019년 글로벌 명품 직구 플랫폼 업체인 파페치(Farfetch)와 네타포르테(Net-a-porter)의 매출은 각각 YoY +69%, +34% 증가하였다. LVMH는 2017년 자사 온라인 쇼핑몰 24S를 처음으로 출시하였는데, 자사몰 운영을 통해 회사는 1) 직접적인 고객 데이터를 수집하고, 2) 글로벌 고객을 효과적으로 공략하며, 3) 온라인 플랫폼들과의 유통 경쟁을 견제하고자 했다. 하지만, 아직까지 24S 매출은 LVMH 전체 매출의 약 5% 수준에 불과한 것으로 파악된다.

파페치와 네타포르테의 2018, 2019년 매출액과 YoY 성장률



자료: 각 사 SK 증권

파페치와 네타포르테의 2017, 2019년 액티브 유저 수와 CAGR



자료: 알리바바, 언론자료, SK 증권

코로나는 '무형의 가치'를 보유한 글로벌 브랜드들의 리레이팅 시점을 앞당겼음

온라인 소비자들은 브랜드력이 낮은 생소한 제품을 새로 사기보다는 이는 제품을 보다 합리적인 가격에 사는 것을 더 선호하는 경향을 보인다. 그렇기 때문에 브랜드력이 낮을수록 유통업체와의 가격 협상에서 불리하며, 경쟁 업체들과의 점유율 전쟁도 불가피하다. 코로나 19로 '브랜드'가 가진 고유 가치와 확장성이 더욱 부각되고 있다. 코로나가 비단 4차산업 혁명만 앞당긴 것이 아니라 '무형의 가치'를 보유한 글로벌 브랜드들의 리레이팅 시점도 앞당기게 된 것이다.

코로나 이후, 브랜드력 재고와 함께 동반될 '럭셔리' 리레이팅

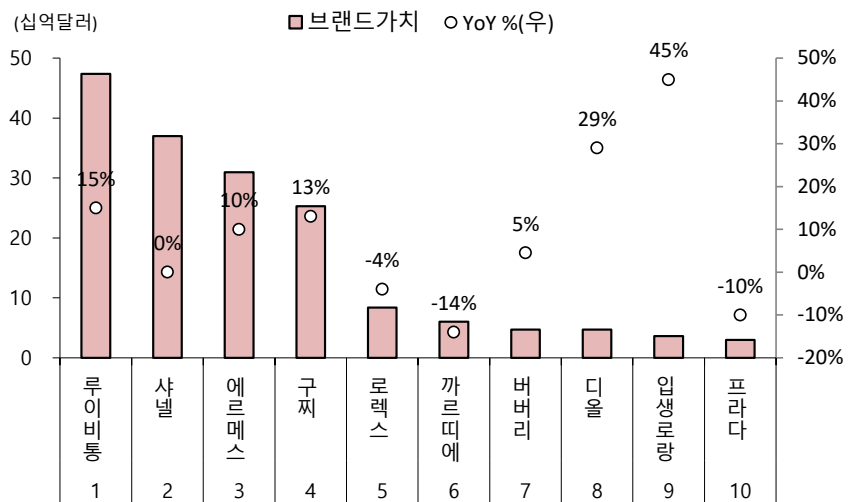
소비재 산업은 업체별 브랜드 경쟁력이 가장 강력한 투자 포인트가 되는 철저한 기업 위주의 산업

코로나 19 로 4 차 산업혁명이 앞당겨지며 새로운 기술에 대한 니즈는 커지고, 변화는 빨라졌다. 기술 경쟁력이 진입 장벽이 되는 IT 산업이나 경기 사이클을 타고 수주 배이스로 움직이는 산업계 섹터와는 달리 소비재 산업은 소비자들의 소비를 꾸준하게, 그리고 더 많이 이끌어낼 수 있는 '브랜드'를 가졌는지의 여부가 더 중요하다. 업체별 브랜드 경쟁력이 가장 강력한 투자 포인트가 되는 철저한 기업 위주의 산업인 것이다.

코로나 19 로 가속화된 '온라인 소비 증가'는 럭셔리 브랜드 업체들에 대한 기업 가치 재평가로 이어질 것

'온라인 채널 전환 가속화'라는 코로나 19 로 인한 소비 패턴의 변화는 결국 '브랜드'라는 무형자산을 보유한 회사들에 대한 기업 가치 재평가로 이어질 것이다. 과거 선진국 경기 회복 국면의 끝에는 소비재 업체들의 주가 아웃퍼폼에 대한 기대가 있었고, 주가가 아웃퍼폼 했던 소비재 업체들의 실적은 경기 회복 이후에 어김없이 반등했다. '브랜드'만 살아있다면 소비는 언젠가 났든 결국 돌아온다는 뜻이다. 코로나 19 로 언택트 관련주들이 충분히 아웃퍼폼한 현 시점에서는 다시 하반기 코로나 이후의 경제활동 재개와 함께 추세적으로 상승할 수 있는 종목들을 찾아야 한다. SK 증권은 브랜드력이 받쳐주는 글로벌 럭셔리 업체들이 그 종목들에 포함될 것으로 전망한다.

럭셔리 브랜드별 가치 순위

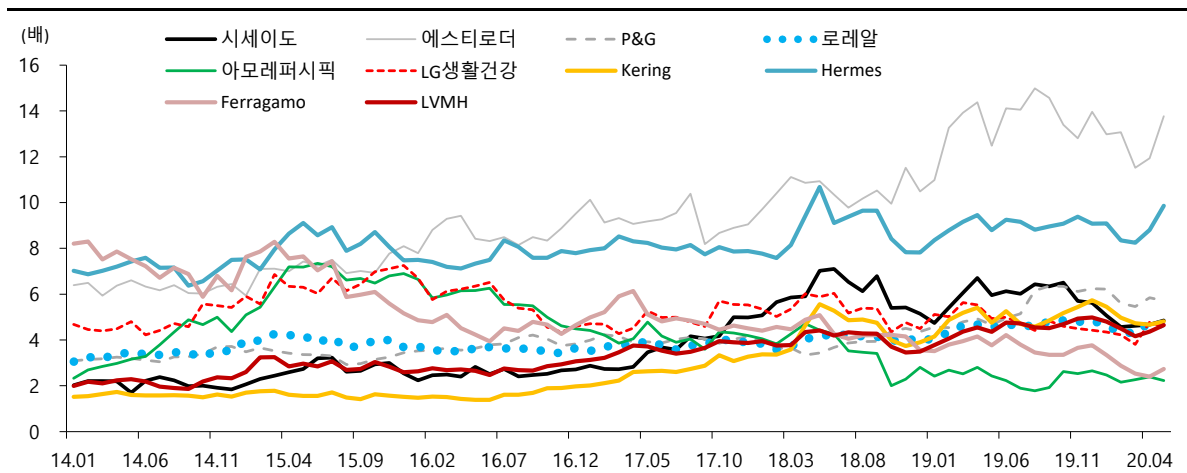


자료 : WPP, SK 증권

**코로나 이후 브랜드력 재고와 함께
추가적인 밸류에이션 리레이팅이
기대되는 업체는 로레알, 케링,
LG 생활건강**

최근 코로나 영향으로 단기 실적 가시성이 낮아지며 글로벌 명품 업체들의 PER 이 유독 높아보이는 현상이 발생했다. 그러나, 단기적인 실적 추정치 하향을 제외한다면 오히려 명품 업체들의 브랜드 가치는 코로나 19 이후에 재고될 가능성이 크고, 이에 따라 향후에는 과거보다 더 높은 밸류에이션을 부여 받을 수 있을 것으로 예상된다. 당장의 실적 추정치 하향에 따른 밸류에이션 왜곡을 피하기 위해 글로벌 럭셔리 업체들의 12M Fwd PBR 밸류에이션을 비교하였고, 이를 통해 실적 가시성과 브랜드 영속성이 높은데도 불구하고 아직까지 과거 PBR 고점 대비 낙폭이 과도한 수준에 머물러 있는 업체들을 찾아보았다. 결론적으로 현 시점에서 코로나 19 이후 브랜드력 재고와 함께 추가적인 밸류에이션 리레이팅이 기대되는 글로벌 럭셔리 업체는 로레알(4.7x)과 케링(4.8x)이며, LG 생활건강(4.5x) 역시 충분히 투자 매력적인 구간에 있다는 판단이다.

글로벌 럭셔리 업체별 월별 PBR 추이



자료 : Datastream, SK 증권

**향후에도 럭셔리 브랜드를 보유한
업체와 그렇지 못한 업체들의
밸류에이션 격차는 더욱 벌어질 것**

2019년 '랑콤'의 연매출은 약 5조원, '에스티로더'의 연매출은 3.5조원에 육박하는 것으로 추정된다. 동기간 LG 생활건강의 '후'는 2.5조원(YoY +28%)을 기록했다. 럭셔리 브랜드의 단일 매출이 무한대로 증가할 수는 없겠지만, 중국을 중심으로 한 럭셔리 브랜드의 매출 성장률은 전체 화장품 시장 성장률을 지속적으로 상회하고 있다는 점은 고무적이다. 이는 향후 중국을 제외한 신흥국들의 소비 여력이 올라왔을 때에 해당 지역에서도 럭셔리 브랜드로서 일정 수준 이상의 시장 점유율을 확보할 가능성이 높음을 시사한다. 또한, 연 매출이 3조원이 넘는 단일 화장품 브랜드들이 매년 두 자릿수 성장을 거듭하고 있다는 점은 후와 설화수 같은 국내 럭셔리 브랜드들의 성장 가능성을 높여준다는 측면에서도 긍정적이다. 중저가 브랜드들의 경우, 브랜드 로열티가 낮고 유행을 타기 때문에 실적 가시성이 명품 브랜드들 보다 현저히 떨어지며, 그만큼 밸류에이션도 낮을 수 밖에 없다. 이러한 현상이 가속화되면서 향후에도 럭셔리 브랜드를 보유한 업체와 그렇지 못한 업체들의 밸류에이션 격차는 더욱 벌어질 전망이다.

Appendix.1 글로벌 럭셔리 업체 Peer Valuation

화장품, 명품 업체별 주가 및 투자지표 현황

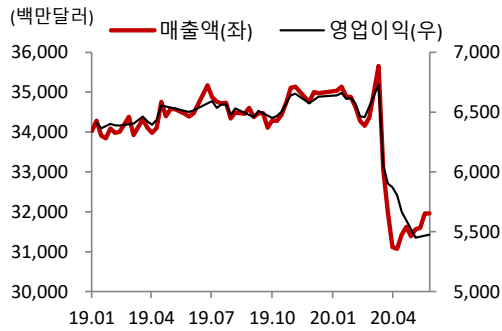
업종분류	회사명	국가	통화 단위	시가총액 (백만 USD)	주가 (각국 통화)	12 Fwd PE	12 Fwd Market PE	Valuation Premium	PE 1	PE 2	12 Fwd PB	12 Fwd Market PB	Valuation Premium	PB 1	PB 2	
일본 화장품	KAO CORP	일본	JPY	39,773	8,891	26.2	15.0	75%	28.1	25.6	4.6	1.1	330%	4.7	4.4	
	SHISEIDO	일본	JPY	25,252	6,802	40.7	15.0	172%	48.9	32.6	5.0	1.1	373%	5.2	4.8	
	UNICHARM CORP	일본	JPY	23,411	4,063	33.2	15.0	122%	34.8	32.2	4.4	1.1	320%	4.6	4.2	
	KOSE CORPORATION	일본	JPY	7,901	14,050	34.4	15.0	130%	36.1	28.3	3.3	1.1	215%	3.4	3.1	
	POLA ORBIS HLDG INC	일본	JPY	4,436	2,086	29.4	15.0	96%	34.4	24.2	2.5	1.1	136%	2.5	2.5	
	LION CORP	일본	JPY	6,690	2,410	27.0	15.0	80%	24.8	28.9	3.1	1.1	190%	3.2	3.0	
	PIGEON CORPORATION	일본	JPY	4,810	4,260	39.4	15.0	163%	41.5	36.6	7.0	1.1	558%	7.2	6.7	
	ROHTO PHARMACEUTICAL	일본	JPY	3,633	3,315	25.8	15.0	72%	26.1	24.4	2.5	1.1	135%	2.5	2.3	
	PALTAC CORP	일본	JPY	3,126	5,300	16.1	15.0	8%	16.5	15.0	1.4	1.1	35%	1.4	1.4	
	FANCL CORP	일본	JPY	3,738	3,090	32.2	15.0	115%	33.6	28.0	5.0	1.1	376%	5.1	4.6	
	MANDOM CORPORATION	일본	JPY	972	2,170	22.4	15.0	49%	22.3	19.3	1.4	1.1	34%	1.4	1.4	
	MILBON CO., LTD.	일본	JPY	1,626	5,290	39.5	15.0	164%	42.2	35.7	4.4	1.1	316%	4.5	4.2	
	미주/ 유럽 화장품	Estee Lauder	미국	USD	44,384	197	37.7	23.4	61%	43.8	37.2	13.8	3.0	354%	16.1	13.6
		P&G	미국	USD	286,976	116	22.4	23.4	-4%	23.4	22.3	5.7	3.0	89%	5.9	5.7
J&J		미국	USD	391,896	149	18.0	23.4	-23%	19.3	16.4	5.9	3.0	93%	6.2	5.4	
Coty		미국	USD	2,770	4	9.0	23.4	-62%	23.1	8.5	0.6	3.0	-79%	0.5	0.7	
Nu Skin		미국	USD	1,930	37	15.5	23.4	-34%	16.9	13.9	2.4	3.0	-20%	2.5	2.4	
Loreal	프랑스	EUR	162,252	261	33.9	17.2	97%	35.6	31.6	4.6	1.3	258%	4.8	4.5		
Unilever	네덜란드	EUR	75,340	46	18.0	20.2	-11%	18.5	17.3	9.0	1.9	375%	9.0	8.9		
중국 화장품	Shanghai Jahwa	중국	CNY	3,733	40	47.9	14.4	233%	53.2	45.6	3.9	1.8	121%	4.0	3.7	
	Guangdong Marubi	중국	CNY	4,890	87	54.9	14.4	282%	59.9	49.8	9.9	1.8	465%	10.7	9.0	
	Proya	중국	CNY	4,535	161	58.4	14.4	306%	65.8	50.8	12.0	1.8	583%	13.1	10.7	
	Fujian Green Fine	중국	CNY	1,393	19	15.1	14.4	5%	18.3	15.6	2.6	1.8	49%	2.8	2.4	
한국 화장품	아모레퍼시픽	한국	KRW	7,850	166,000	34.0	12.0	183%	43.2	27.1	2.3	0.8	171%	2.3	2.2	
	아모레G	한국	KRW	3,756	56,300	30.4	12.0	154%	38.1	25	1.5	0.8	79%	1.5	1.5	
	LG생활건강	한국	KRW	17,221	1,363,000	25.5	12.0	112%	27.1	23.3	4.5	0.8	443%	4.8	4.2	
	신세계인터내셔널	한국	KRW	1,126	195,000	17.8	12.0	48%	20.5	14.8	2.0	0.8	143%	2.1	1.9	
	애경산업	한국	KRW	542	25,350	15.2	12.0	27%	16.2	13.9	1.8	0.8	110%	1.8	1.7	
	네오팜	한국	KRW	256	38,500	14.4	12.0	20%	15.5	13.8	2.5	0.8	195%	2.6	2.3	
	코스맥스	한국	KRW	725	89,200	18.0	12.0	51%	21.2	15.2	2.3	0.8	176%	2.4	2.1	
	한국콜마	한국	KRW	804	43,450	16.2	12.0	35%	18.2	14.1	1.8	0.8	114%	1.9	1.7	
	코스메카코리아	한국	KRW	94	10,850	15.6	12.0	30%	19.9	12.3	0.9	0.8	3%	0.9	0.8	
유럽 명품 의류	LVMH	프랑스	EUR	212,283	378	29.8	17.2	73%	34.3	25.7	4.7	1.3	261%	4.9	4.4	
	Kering	프랑스	EUR	66,557	474	21.8	17.2	26%	24.9	18.8	4.9	1.3	274%	5.2	4.5	
	Hermes	프랑스	EUR	86,920	741	53.7	17.2	211%	59.3	46.4	9.8	1.3	652%	10.5	8.9	
	Ferragamo	이탈리아	EUR	2,307	12	110.2	12.6	775%	NA	39.9	2.7	0.9	201%	2.7	2.6	

자료: Datastream, SK증권

주: PE1, PE2는 각각 2020E PER과 2021E PER을 의미, PB1과 PB2도 동일

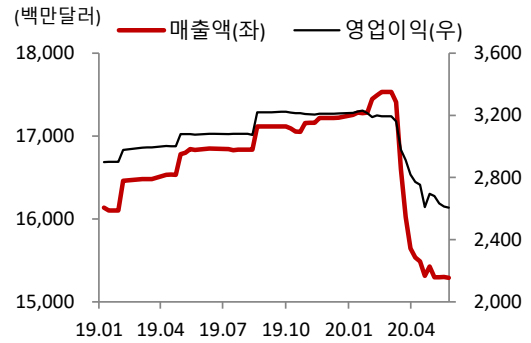
Appendix.2 글로벌 럭셔리 업체 실적 컨센서스 추이

로레알 FY 2020 실적 컨센서스 추이



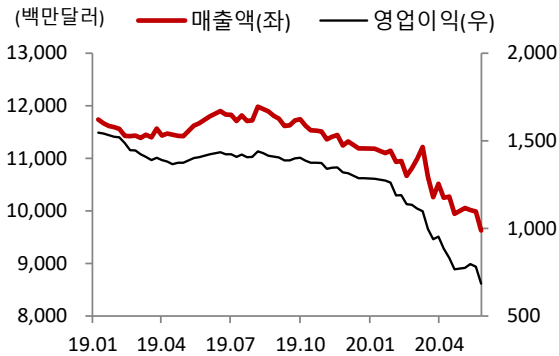
자료: Bloomberg, SK 증권

에스티로더 FY 2021 실적 컨센서스 추이



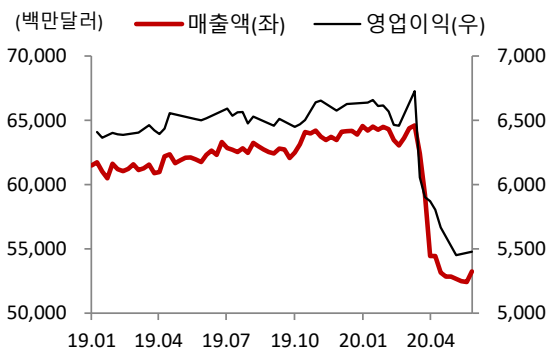
자료: Bloomberg, SK 증권

시세이도 FY 2020 실적 컨센서스 추이



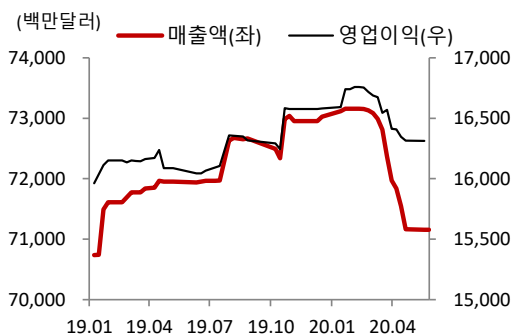
자료: Bloomberg, SK 증권

LVMH FY 2020 실적 컨센서스 추이



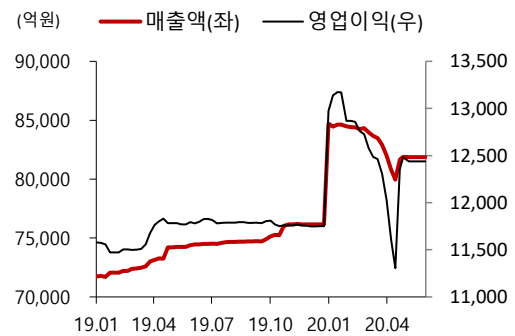
자료: Bloomberg, SK 증권

P&G FY 2021 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

LG 생활건강 FY 2020 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

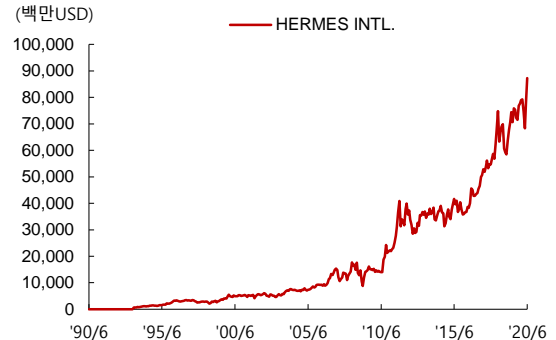
Appendix.3 글로벌 럭셔리 업체 시가총액 추이

LVMH 시가총액 추이



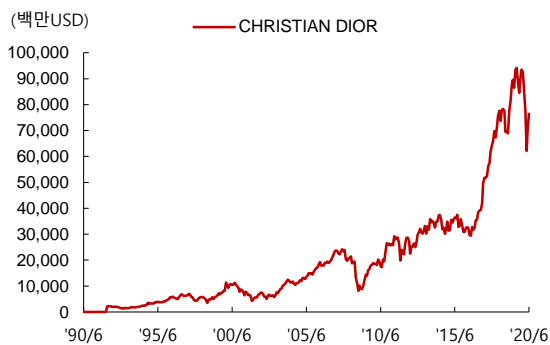
자료: Datastream, SK 증권

에르메스 시가총액 추이



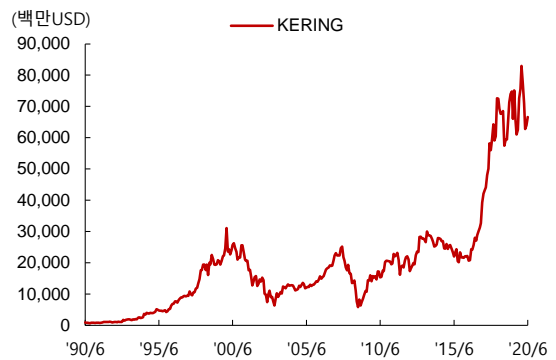
자료: Datastream, SK 증권

크리스찬디올 시가총액 추이



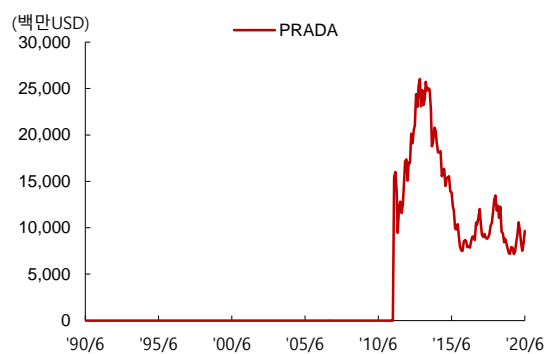
자료: Datastream, SK 증권

케링 시가총액 추이



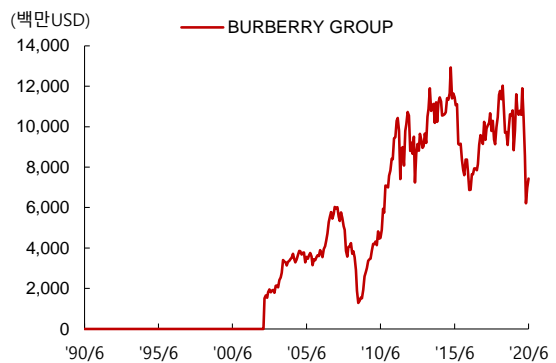
자료: Datastream, SK 증권

프라다 시가총액 추이



자료: Datastream, SK 증권

버버리 시가총액 추이



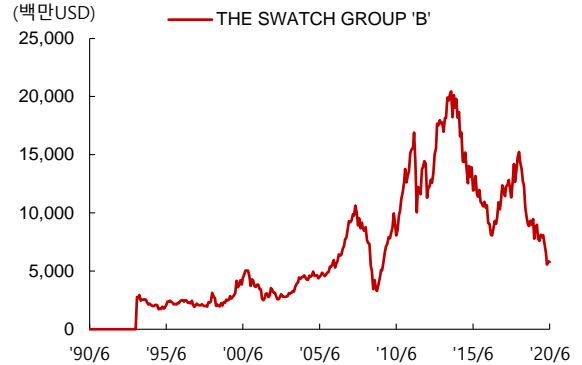
자료: Datastream, SK 증권

페라가모 시가총액 추이



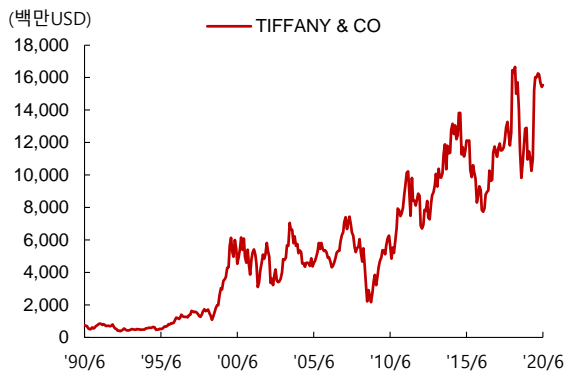
자료: Datastream, SK 증권

스왑치 시가총액 추이



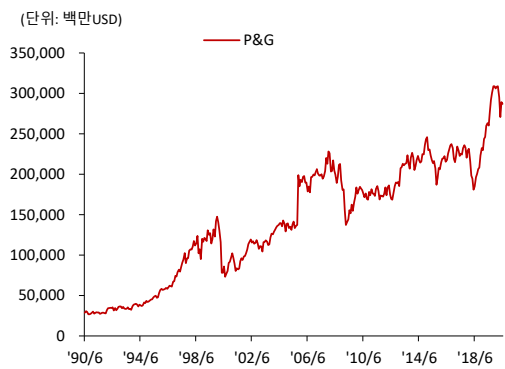
자료: Datastream, SK 증권

티파니앤코 시가총액 추이



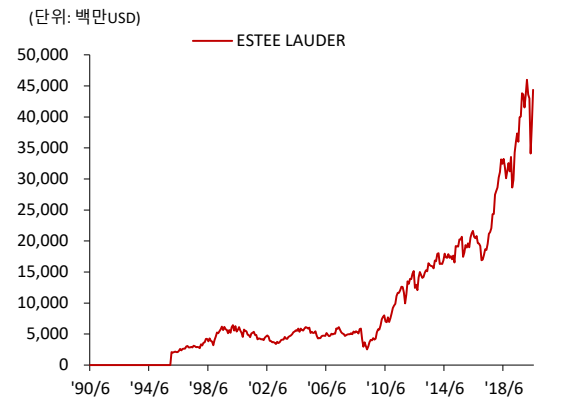
자료: Datastream, SK 증권

P&G 시가총액 추이



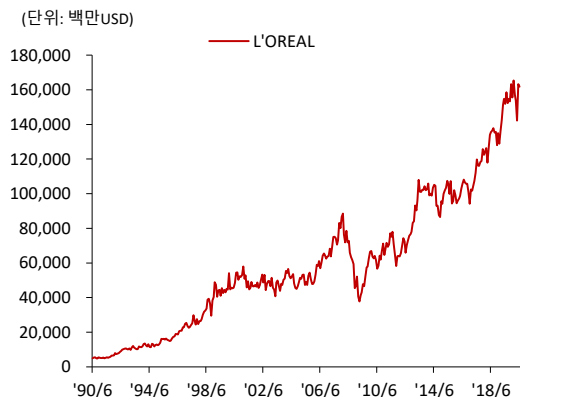
자료: Datastream, SK 증권

에스티로더 시가총액 추이



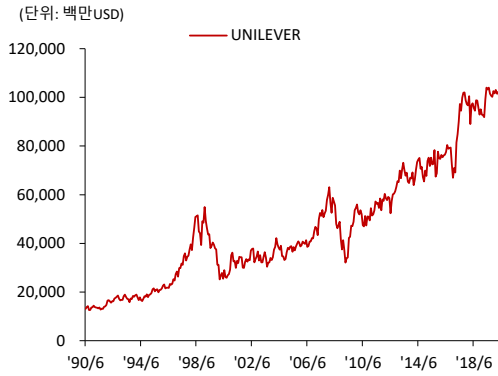
자료: Datastream, SK 증권

로레알 시가총액 추이



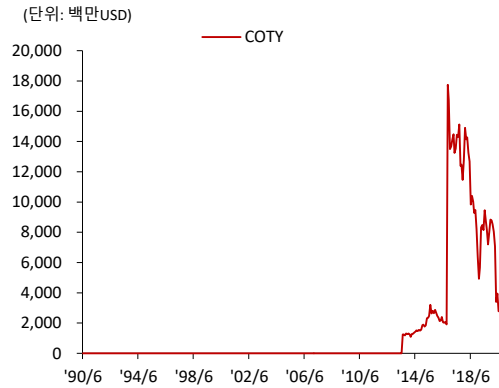
자료: Datastream, SK 증권

유니레버 시가총액 추이



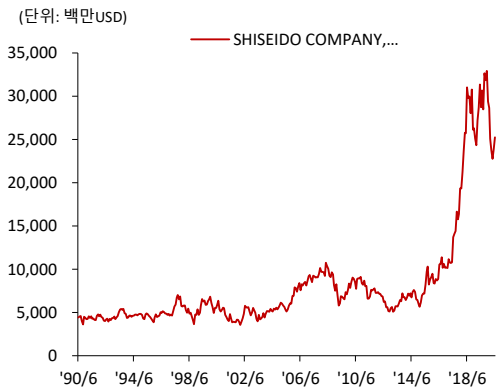
자료: Datastream, SK 증권

코티 시가총액 추이



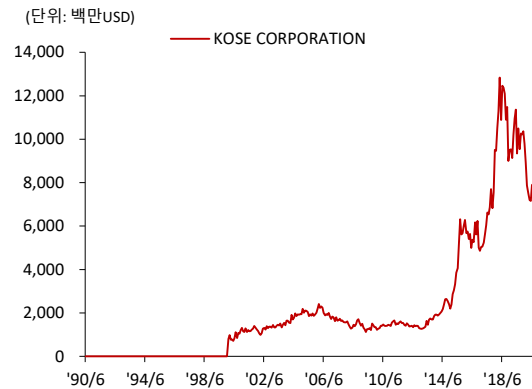
자료: Datastream, SK 증권

시세이도 시가총액 추이



자료: Datastream, SK 증권

고세 시가총액 추이



자료: Datastream, SK 증권

LG 생활건강 시가총액 추이



자료: Datastream, SK 증권

아모레퍼시픽 시가총액 추이



자료: Datastream, SK 증권

6. Luxury ETF

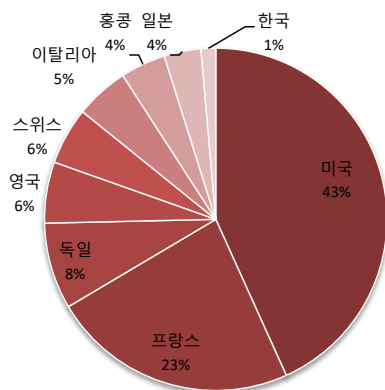
Amundi S&P Global Luxury ETF (LUXU, GLUX)

AUM : 79.16M EUR / 운용보수 : 0.25% / 설정일: 2016/2/23

가장 중요한 포인트는 ‘럭셔리’ 라는 Category 안에 들어가는 건 비단 시계, 가방, 구두만 있는 것이 아니다. 스포츠 카도 럭셔리 제품이고 요가복의 샤넬이라고 칭해지는 룰루레몬도 럭셔리 브랜드다. 앞서 말한 심리적인 요인은 상품군을 불문하고 나타날 현상이다. 9/11 사례를 비교할 때 스포츠카에 대한 소비를 체크해본 것도 같은 맥락이다. 따라서 모든 상품 군에 전방위적인 럭셔리 선호 현상이 나타난다면 가장 적합한 것은 여러 제품의 럭셔리 브랜드들만을 모아놓은 럭셔리 ETF 다.

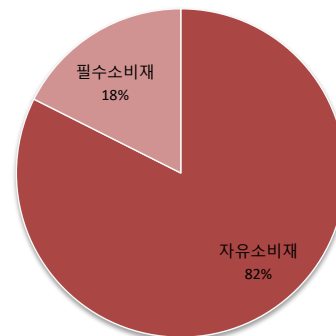
가장 대표적인 럭셔리 ETF 는 유럽의 Amundi S&P Global Luxury ETF 다. 해당 ETF 는 S&P Global Luxury Index 를 추종한다. S&P Global Luxury Index 는 약 80 개의 주식으로 구성되어 있으며 럭셔리 제품의 판매, 유통, 제조, 서비스 회사들을 보유한다. 가장 높은 보유 비중을 차지하고 있는 종목은 LVMH, Kering, Richmont, Hermes, Diageo, Estee Lauder, 테슬라 등이며 Lululemon, 페라리, 포르쉐도 포함된다. 앞에서 온라인 럭셔리 소비를 설명하기 위해 언급했던 Farfetch 도 S&P Global Luxury Index 에 작은 비중으로 포함되어 있다. 럭셔리 ETF 인 만큼 섹터 중 자유 소비재 비중이 제일 높으며, 그 다음은 필수소비재 섹터 비중이 높다. 럭셔리 브랜드가 많은 유럽 비중이 제일 높는데, 프랑스, 독일, 영국, 스위스 순이다. 한가지 독특한 점은 우리나라 비중도 1.36%라는 점인데, 아모레 퍼시픽과 강원랜드도 포함되어 있다.

ETF 국가별 비중



자료 : Amundi, SK 증권

ETF 섹터별 비중



자료 : Amundi, SK 증권

합성 ETF 기 때문에 인덱스에 포함되어 있는 종목을 실제로 운용하지는 않는다. 다만 수익률을 따라가기 때문에 럭셔리 관련 주식들이 오르면 ETF의 수익률도 함께 오르는 구조다. S&P Global Luxury Index에 포함된 종목의 Full List는 아래와 같다.

전세계 유일한 글로벌 럭셔리 ETF가 추종하는 인덱스 구성 종목 및 시가총액

티커	기업명	시가총액(\$BN)	티커	기업명	시가총액(\$BN)
MC FP Equity	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	210.8	RCO FP Equity	Remy Cointreau SA	6.0
TSLA UW Equity	Tesla Inc	154.9	RL UN Equity	Ralph Lauren Corp	5.5
NKE UN Equity	NIKE Inc	153.3	PII UN Equity	Polaris Inc	5.3
RMS FP Equity	Hermes International	87.9	DECK UN Equity	Deckers Outdoor Corp	5.1
DGE LN Equity	Diageo PLC	81.3	TWE AT Equity	Treasury Wine Estates Ltd	4.8
CDI FP Equity	Christian Dior SE	76.0	FTCH UN Equity	Farfetch Ltd	4.7
EL UN Equity	Estee Lauder Cos Inc/The	71.1	2282 HK Equity	MGM China Holdings Ltd	4.6
KER FP Equity	Kering SA	66.0	CWN AT Equity	Crown Resorts Ltd	4.4
RI FP Equity	Pernod Ricard SA	41.4	035250 KP Equity	Kangwon Land Inc	4.3
DAI GY Equity	Daimler AG	40.2	RH UN Equity	RH	4.2
LULU UW Equity	Lululemon Athletica Inc	39.1	TOL UN Equity	Toll Brothers Inc	4.1
BMW GY Equity	Bayerische Motoren Werke AG	38.2	NCLH UN Equity	Norwegian Cruise Line Holdings Ltd	4.0
LVS UN Equity	Las Vegas Sands Corp	36.6	TPR UN Equity	Tapestry Inc	3.8
CFR SE Equity	Cie Financiere Richemont SA	33.4	7731 JT Equity	Nikon Corp	3.4
1928 HK Equity	Sands China Ltd	31.9	TPX UN Equity	Tempur Sealy International Inc	3.4
RACE IM Equity	Ferrari NV	31.3	PVH UN Equity	PVH Corp	3.2
27 HK Equity	Galaxy Entertainment Group Ltd	30.6	69 HK Equity	Shangri-La Asia Ltd	3.1
BF/B UN Equity	Brown-Forman Corp	30.4	200 HK Equity	Melco International Development Ltd	3.0
MAR UW Equity	Marriott International Inc/MD	28.7	008770 KP Equity	Hotel Shilla Co Ltd	2.6
4911 JT Equity	Shiseido Co Ltd	25.3	JWN UN Equity	Nordstrom Inc	2.5
HLT UN Equity	Hilton Worldwide Holdings Inc	22.0	SFER IM Equity	Salvatore Ferragamo SpA	2.4
PAH3 GY Equity	Porsche Automobil Holding SE	16.8	CPRI UN Equity	Capri Holdings Ltd	2.2
TIF UN Equity	Tiffany & Co	15.5	GOOS UN Equity	Canada Goose Holdings Inc	2.1
CCL UN Equity	Carnival Corp	11.5	004170 KP Equity	Shinsegae Inc	2.0
RCL UN Equity	Royal Caribbean Cruises Ltd	10.9	BOSS GY Equity	HUGO BOSS AG	1.9
UHR SE Equity	Swatch Group AG/The	10.3	SGR AT Equity	Star Entertainment Grp Ltd/The	1.9
1913 HK Equity	PRADA SpA	9.7	IPAR UW Equity	Inter Parfums Inc	1.5
MONC IM Equity	Moncler SpA	9.6	ELY UN Equity	Callaway Golf Co	1.4
CPR IM Equity	Davide Campari-Milano SpA	9.4	4681 JT Equity	Resorttrust Inc	1.3
1128 HK Equity	Wynn Macau Ltd	9.0	034230 KQ Equity	Paradise Co Ltd	1.1
WYNN UW Equity	Wynn Resorts Ltd	9.0	AML LN Equity	Aston Martin Lagonda Global Holdings PLC	1.0
IHG LN Equity	InterContinental Hotels Group PLC	8.8	590 HK Equity	Luk Fook Holdings International Ltd	1.0
MTN UN Equity	Vail Resorts Inc	8.0	TOD IM Equity	Tod's SpA	0.9
090430 KP Equity	Amorepacific Corp	7.9	SNBR UW Equity	Sleep Number Corp	0.9
MLCO UW Equity	Melco Resorts & Entertainment Ltd	7.6	BEN FP Equity	Beneteau SA	0.6
1929 HK Equity	Chow Tai Fook Jewellery Group Ltd	7.6	SIG UN Equity	Signet Jewelers Ltd	0.6
BRBY LN Equity	Burberry Group PLC	7.5	ETH UN Equity	Ethan Allen Interiors Inc	0.3
GENS SP Equity	Genting Singapore Ltd	6.9	MOV UN Equity	Movado Group Inc	0.2
880 HK Equity	SJM Holdings Ltd	6.5	063170 KQ Equity	Seoul Auction Co Ltd	0.1
WSM UN Equity	Williams-Sonoma Inc	6.5			

자료 : Bloomberg, SK 증권

한가지 조심해야 할 부분은 호텔, 크루즈, 럭셔리 여행 테마주들도 포함되어 있다는 점인데, 가장 높은 비중을 차지하는 테슬라, Hermes, LVMH, Kering, Lululemon 과 함께 Porche 와 Ferrari 의 성장이 기대되는 만큼 큰 문제로 보이지는 않는다.

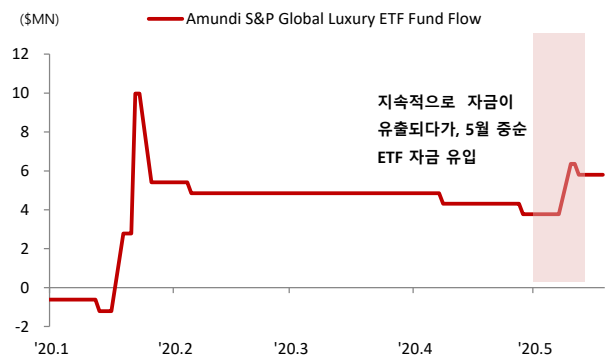
ETF 가격은 아직 코로나 19 발생 전 까지 회복하지 못했다. 그리고 코로나 19 발생 이후 럭셔리 ETF 에서는 자금이 급격하게 유출되었다. 다만 중요한 포인트는 5월 중순, 자금이 유입되었다는 점이다. 럭셔리 ETF 상승에 대한 기대감이 반영된 부분이다.

Amundi S&P Global Luxury ETF 가격



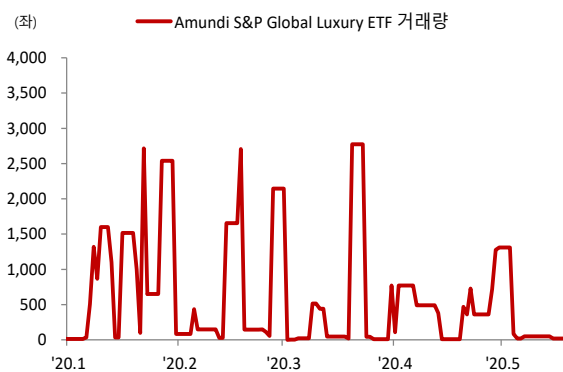
자료 : Bloomberg, SK 증권

Amundi S&P Global Luxury ETF 누적 Fund Flow



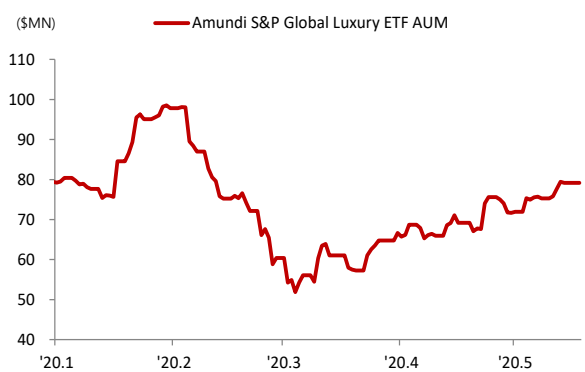
자료 : Bloomberg, SK 증권

Amundi S&P Global Luxury ETF 거래량



자료 : Bloomberg, SK 증권

Amundi S&P Global Luxury ETF AUM



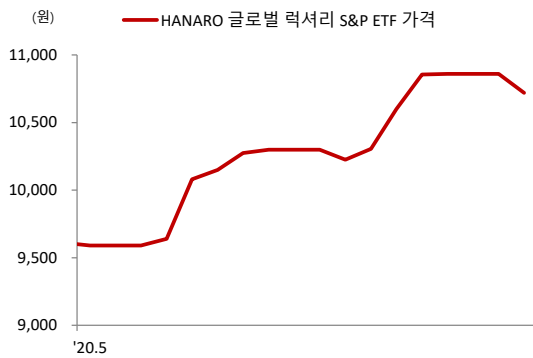
자료 : Bloomberg, SK 증권

HANARO 글로벌 럭셔리 S&P ETF (354350 KS)

AUM : 84.9 억원 / 운용보수 : 0.50% / 설정일: 2020/5/12

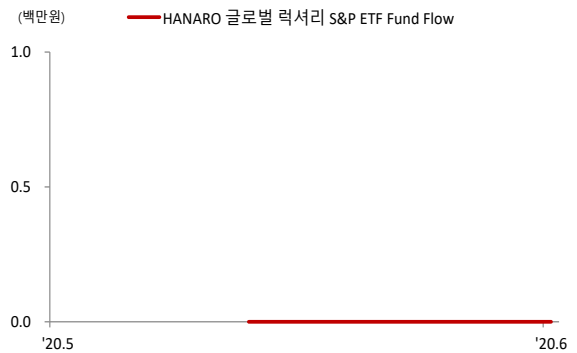
한국에도 같은 인덱스를 추종하는 ETF 가 5 월 새롭게 출시되었다. NH 아문디 자산운용사에서 출시한 HAHRO 글로벌 럭셔리 S&P ETF 인데, 앞서 설명한 ETF 과 매우 흡사하다. 출시한지 한달 도 채 되지 않았기 때문에 데이터가 길지는 않지만 한국에도 같은 ETF 가 출시되었다는 것이 흥미롭다.

HANARO 글로벌 럭셔리 S&P ETF 가격



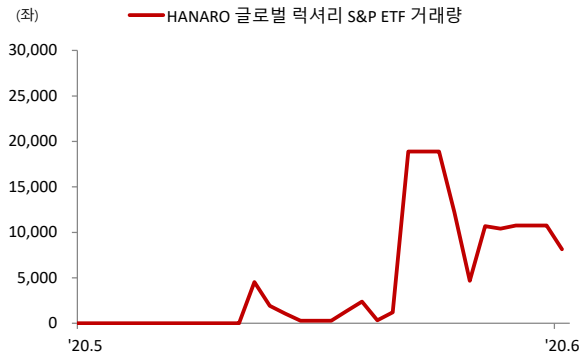
자료 : Bloomberg, SK 증권

HANARO 글로벌 럭셔리 S&P ETF 누적 Fund Flow



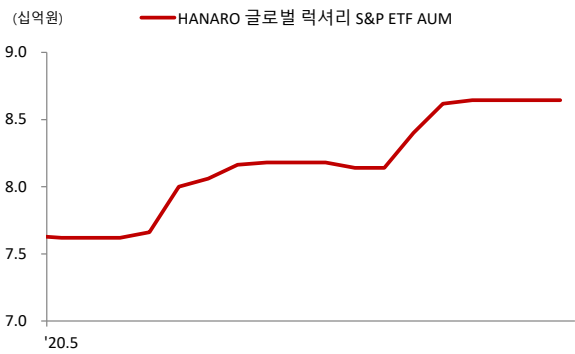
자료 : Bloomberg, SK 증권

HANARO 글로벌 럭셔리 S&P ETF 거래량



자료 : Bloomberg, SK 증권

HANARO 글로벌 럭셔리 S&P ETF AUM



자료 : Bloomberg, SK 증권

7. 해외 기업 분석

① 로레알(L'oreal)

1Q20 로레알 매출액은 YoY -4% 감소

로레알은 세계 최대 종합 화장품 회사로 2019년 기준 연 매출 1조원 이상의 브랜드를 9개(비오렘, 랑콤, 로레알 파리, 입생로랑 등) 이상 보유하고 있다. 매출 비중의 37% 가량을 차지하고 있는 럭셔리 화장품의 전사 이익 기여도는 45%로 럭셔리 부문의 수익성이 더욱 좋다. 동사의 1Q20 매출액은 YoY -4% 감소한 72.3억 달러를 기록하였다. 글로벌리 규모가 가장 큰 화장품 회사인데도 불구하고, 전체 화장품 시장 성장률을 상회하는 매출 성장률을 보이고 있는 배경에는 어김없이 1) 중국과 2) 이커머스, 그리고 3) 럭셔리가 있다.

1분기 이커머스 채널은 YoY +53% 성장하면서 매출 비중이 20%까지 상승

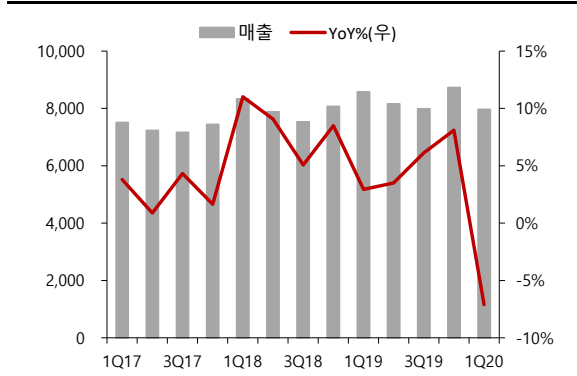
1분기 동사의 이커머스 채널 매출은 YoY +53% 성장하면서 비중이 20%까지 상승하였다. 코로나 19로 온라인 소비 전환이 빨라진 대표적인 소비재 업체라고 볼 수 있다. 중국 지역은 코로나 영향권임에도 불구하고 3월부터 이커머스 중심의 빠른 회복으로 1분기 매출액이 YoY +6%나 증가하였다. 4월에 중국 매출은 이미 하이 싱글 성장으로 돌아섰음을 발표한 바, 6.18 등 이커머스 소비 행사와 더불어 2분기 실적은 우상향할 가능성이 크다. 현 주가는 12M Fwd PER 32 배로 성장성 감안 시, 투자 매력적이다.

대차대조표 (USD mn)	손익계산서 (USD mn, USD)										
	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	
자산총계	36,631	37,579	42,485	44,042	49,194	매출액	26,962	27,578	29,400	31,816	33,443
유동자산	10,055	10,595	13,247	14,276	15,627	영업이익	4,670	4,342	5,079	5,689	5,935
비유동자산	26,576	26,984	29,238	29,765	33,567	세전이익	4,970	4,756	5,340	6,123	6,058
부채총계	10,968	11,735	12,648	13,197	16,152	당기순이익	3,660	3,438	4,046	4,601	4,198
유동부채	8,882	9,711	11,028	11,580	12,204	기본EPS	6.9	7.1	7.4	8.4	8.0
장기부채	2,087	2,024	1,620	1,617	3,947	희석EPS	6.8	7.0	7.3	8.3	8.0
자본총계	25,662	25,844	29,837	30,844	33,042	EBITDA	5,678	5,872	6,455	7,000	8,127

현금흐름표 (USD mn)	주요지표 (배,%)										
	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	
당기순이익	3,660	3,438	4,046	4,601	4,198	PER	26.6	31.5	27.1	28.9	39.6
감가상각비	1,008	1,530	1,377	1,310	2,192	PBR	3.7	4.0	4.2	4.2	5.0
운전자본증감	(241)	5	295	134	516	PSR	3.6	3.9	4.0	4.2	5.0
영업활동현금흐름	4,665	5,207	5,871	6,250	7,011	P/CF	20.6	20.6	19.9	21.3	23.7
자본지출	(1,257)	(1,478)	(1,427)	(1,673)	(1,378)	배당수익률	2.0	1.9	1.9	1.9	1.6
투자활동현금흐름	(1,816)	(2,883)	(1,714)	(2,381)	(1,444)	매출이익률	71.2	71.6	71.7	72.8	73.0
재무활동현금흐름	(3,423)	(1,941)	(2,645)	(2,753)	(4,119)	영업이익률	17.3	15.7	17.3	17.9	17.7
현금증감	(574)	383	1,512	1,117	1,449	순이익률	13.6	12.5	13.8	14.5	12.6
FCF	3,409	3,730	4,443	4,578	5,633	ROA	10.0	9.0	10.1	10.6	9.1
주당현금흐름	6	7	8	8	10	ROE	15.1	12.9	14.5	15.1	13.3

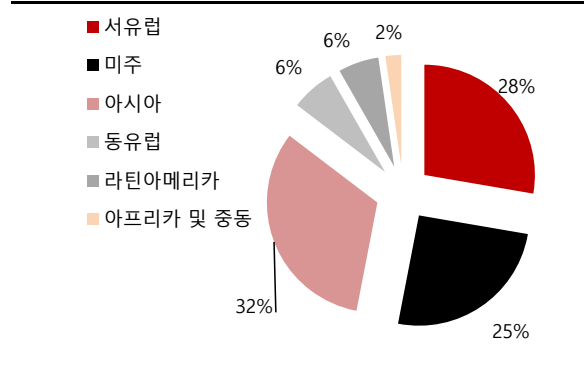
자료: Bloomberg

로레알 분기별 실적 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

2019년 로레알 지역별 매출 비중



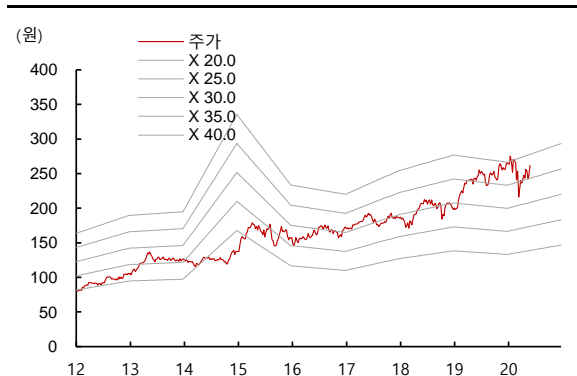
자료: Bloomberg, SK 증권

로레알 그룹 보유 화장품 브랜드 현황



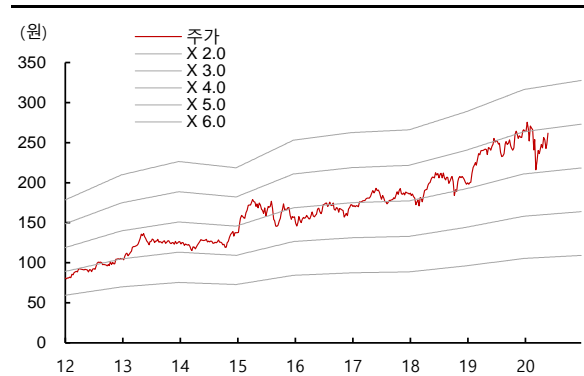
자료: 언론자료, 로레알, SK 증권

로레알 PER Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

로레알 PBR Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

② 에스티로더(Estee Lauder)

3Q20 매출액 YoY -11%, 영업이익
YoY -84% 감소

에스티로더의 2020년 3분기(2020년 1월~2020년 3월) 매출액은 33.4억 달러(YoY -11%), 영업이익은 1.1억 달러(YoY -84%)를 기록하였다. 1월까지 판매는 견고하게 성장했으나, 코로나 확산으로 중국인 여행객 감소, 미국 및 중국 오프라인 매장 영업 중단 등의 영향을 받았던 것으로 보인다. 카테고리 별로는 스킨케어가 가장 선방(YoY -1%)하였고, 색조 브랜드의 타격(YoY -22%)이 상대적으로 컸다.

온라인은 꾸준히 두자릿수 성장 중,
아시아 지역 상대적으로 양호

전사 온라인 부문 매출액은 두자릿수 성장을 이어나갔으며, 지역별로는 아시아 지역 매출이 온라인 채널 고성장으로 YoY -4% 하락하는데 그쳤으며, 유럽/중동의 경우, YoY -6%, 미국은 YoY -23% 판매가 감소하였다. 미주 지역 내 오프라인 매장이 3월부터 영업을 중단하였고, 현지 소비가 크게 위축되면서 영향을 받았고, 회사는 다음 분기에 매출 하락폭이 더 커질 것으로 예상하고 있다.

단기적으로 비용 통제로 대응

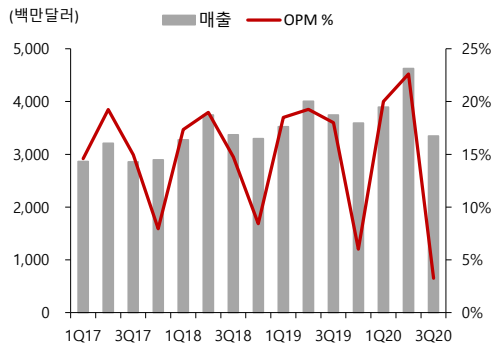
한편, 고무적인 부문은 아시아 지역 매출 성장물이다. 회사는 최근 실적 컨콜에서 4월부터 중국, 한국, 대만 등 아시아 지역의 성장물이 다시 두 자릿수 성장물을 회복했다고 밝혔으며, 동시에 코로나로 인한 직접 트래픽 감소로 면세 시장은 최악의 분기를 지날 것으로 예상했다. 회사는 4분기 추가적인 비용 절감 계획을 언급하기도 했다.

대차대조표						손익계산서					
	(USD mn)						(USD mn, USD)				
(USD mn)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019		FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
자산총계	8,239	9,223	11,568	12,567	13,156	매출액	10,780	11,262	11,824	13,683	14,863
유동자산	4,469	4,225	4,964	6,168	7,212	영업이익	1,606	1,610	1,692	2,055	2,313
비유동자산	3,771	4,998	6,604	6,399	5,944	세전이익	1,561	1,555	1,617	1,980	2,307
부채총계	4,585	5,636	7,166	7,857	8,745	당기순이익	1,089	1,115	1,249	1,108	1,785
유동부채	2,136	2,681	2,823	3,310	4,605	기본EPS	2.9	3.2	3.8	4.6	5.4
장기부채	2,449	2,955	4,343	4,547	4,140	희석EPS	2.9	3.2	3.7	4.5	5.3
자본총계	3,654	3,587	4,402	4,710	4,411	EBITDA	2,015	2,025	2,156	2,586	2,870

현금흐름표						주요 투자지표					
	(USD mn)						(배,%)				
(USD mn)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019		FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
당기순이익	1,089	1,115	1,249	1,108	1,785	PER	30.7	24.2	34.4	28.8	38.7
감가상각비	409	415	464	531	557	PBR	9.1	7.9	10.7	10.2	17.0
운전자본증감	341	217	(123)	97	(225)	PSR	3.1	2.5	4.0	3.5	5.1
영업활동현금흐름	1,943	1,789	1,800	2,562	2,517	P/CF	17.2	15.8	25.9	18.7	29.8
자본지출	(473)	(525)	(504)	(629)	(744)	배당수익률	1.0	1.5	1.0	1.1	0.8
투자활동현금흐름	(1,616)	(1,269)	(2,214)	(358)	473	매출이익률	80.5	80.6	79.4	79.2	77.2
재무활동현금흐름	(935)	(627)	636	(1,159)	(2,184)	영업이익률	14.9	14.3	14.3	15.0	15.6
현금증감	(608)	(107)	222	1,045	806	순이익률	10.1	9.9	10.6	8.1	12.0
FCF	1,470	1,264	1,296	1,933	1,773	ROA	13.5	12.8	12.0	9.2	13.9
주당현금흐름	4	3	4	5	5	ROE	29.0	30.9	31.4	24.4	39.3

자료: Bloomberg

에스티로더 분기별 실적 추이



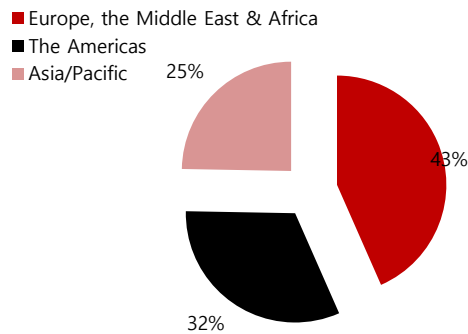
자료: Bloomberg, SK 증권

에스티로더 그룹의 주요 화장품 브랜드



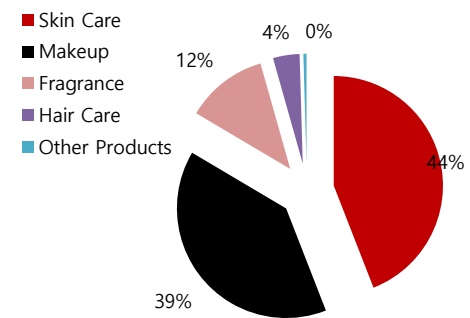
자료: Bloomberg, SK 증권

2019 년 에스티로더 지역별 매출 비중



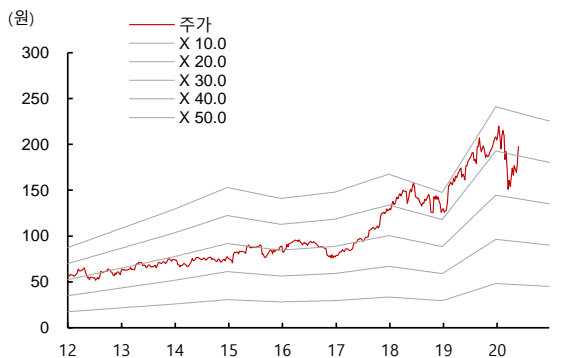
자료: Bloomberg, SK 증권

2019 년 에스티로더 카테고리별 매출 비중



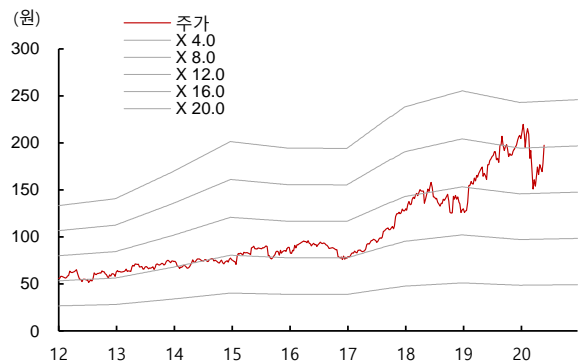
자료: Bloomberg, SK 증권

에스티로더 PER Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

에스티로더 PBR Band Chart



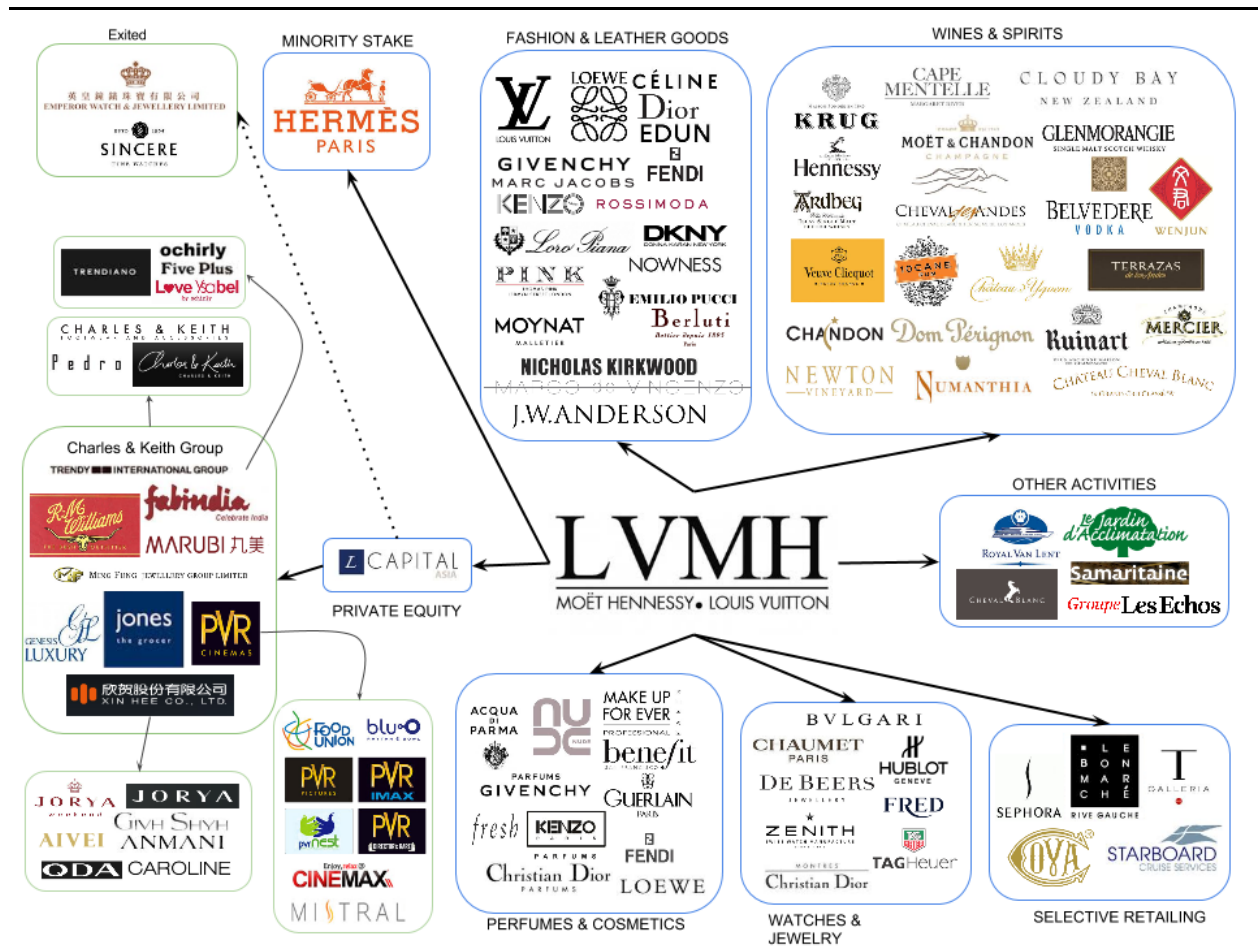
자료: Quantwise, SK 증권

③ LVMH(Louis Vuitton Moët Hennessey)

LVMH는 현재 60여 개의 Luxury 브랜드를 보유한 글로벌 럭셔리 종합 회사

LVMH는 60여 개의 Luxury 브랜드를 보유한 글로벌 럭셔리 종합 회사다. 지역별 매출 비중은 아시아(일본 제외)가 30%, 미국 24%, 유럽(프랑스 제외)이 19%를 차지하고 있고, 사업 부문 별 매출 비중은 패션&가죽 제품 부문 41%, 특수 유통 28%, 향수/화장품 13% 순으로 크다. 영업이익률은 패션 부문이 33%로 가장 높고, 특수 유통이 20%, 화장품/향수가 16% 수준을 나타내고 있다.

LVMH 보유 브랜드 현황



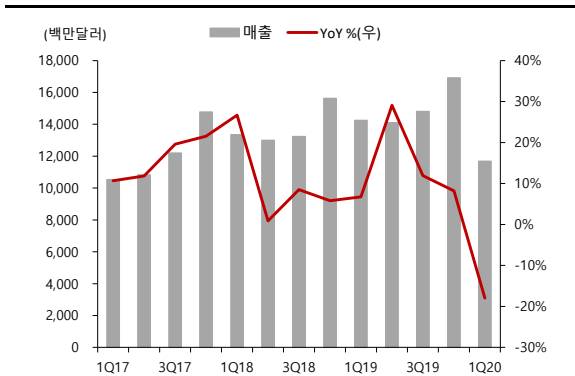
자료 : LVMH, 언론자료, SK 증권

1 분기에도 패션 부문의 온라인 판매 급증세가 두드러짐

1Q20 LVMH 매출액은 YoY -15% 감소한 106 억 유로를 기록하였으며, 패션&가죽 제품 부문 매출액 성장률이 YoY -9% 감소하며 비교적 선방했으나, 특수 채널 유통 (DFS + Sephora)과 보석/시계 부문 매출액이 각각 YoY -25%와 -24% 감소하며 전사 실적을 끌어내렸다. 1 분기에도 패션 부문의 온라인 판매 급증세가 눈에 띄었으며, 핵심 브랜드인 크리스찬 디올과 루이비통이 코로나 19 영향으로 수요가 악화되었다. 향수/화장품의 경우, 전반적인 소비자 수요 위축으로 유통사들의 수주가 감소하며 매출액이 YoY -19% 감소한 14 억 유로를 기록하였다.

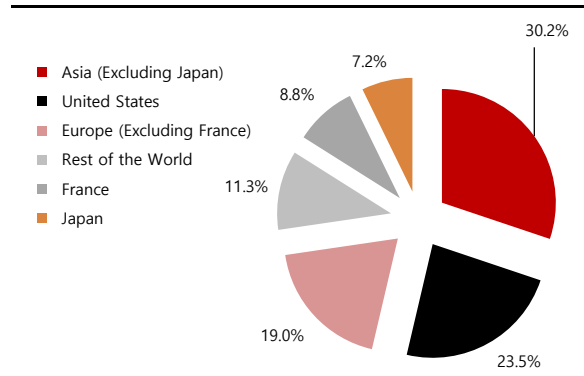
3 월 제조공장 셧다운과 해외 여행 수요 감소로 2 분기 업황도 우호적이지는 않으나, 기본적으로 동사는 사업 부문이 다양하고, 지역별로도 매출이 고르게 분산되어 있다는 강점을 가지고 있다. 명품 산업 내 동사의 견고한 입지는 앞으로도 유지될 전망이며 이에 따라 회사의 중장기 럭셔리 매출 고성장 전망에 대한 방향성도 여전하다.

LVMH 분기별 실적 추이



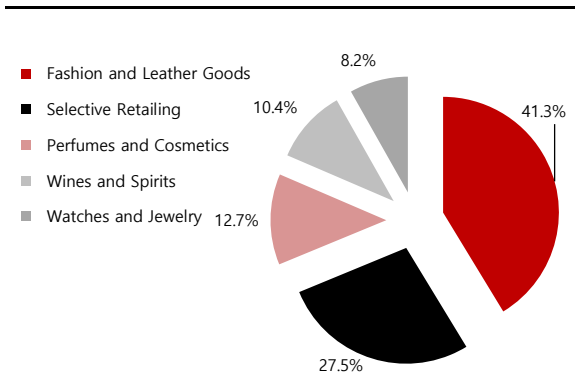
자료: Bloomberg, SK 증권

2019 년 LVMH 지역별 매출 비중



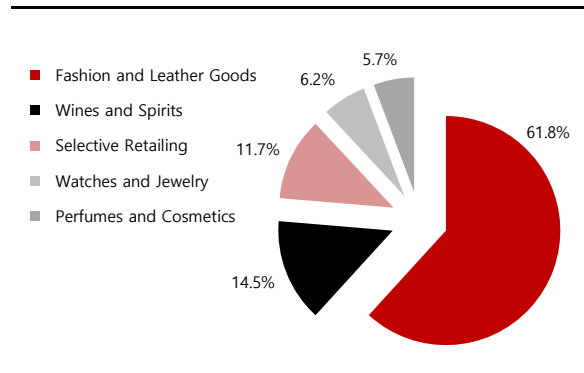
자료: Bloomberg, SK 증권

2019 년 LVMH 카테고리별 매출 비중



자료: Bloomberg, SK 증권

2019 년 LVMH 카테고리별 이익 비중



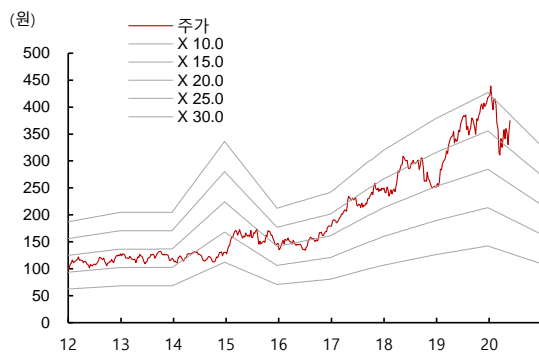
자료: Bloomberg, SK 증권

대차대조표						손익계산서					(USD mn, USD)						
(USD mn)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019		FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019		FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
자산총계	62,589	62,877	83,859	85,088	108,368	매출액	39,587	41,617	48,167	55,307	60,083						
유동자산	20,591	20,458	25,320	26,971	29,769	영업이익	7,101	7,638	9,169	11,639	12,589						
비유동자산	41,998	42,419	58,540	58,118	78,599	세전이익	6,627	7,290	9,099	11,208	11,994						
부채총계	34,556	33,453	47,340	46,201	65,288	당기순이익	3,966	4,500	6,061	7,505	8,028						
유동부채	13,799	13,511	18,020	19,277	25,403	기본EPS	8.1	9.2	12.3	15.2	16.3						
장기부채	20,757	19,942	29,320	26,924	39,884	희석EPS	8.1	9.1	12.3	15.2	16.3						
자본총계	28,033	29,424	36,519	38,888	43,080	EBITDA	9,411	10,010	11,853	14,358	18,307						

현금흐름표						주요 투자지표					
(USD mn)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	(배%)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
당기순이익	3,966	4,500	6,061	7,505	8,028	PER	20.4	22.5	23.0	20.4	29.1
감가상각비	2,310	2,372	2,684	2,719	5,718	PBR	3.0	3.5	4.3	4.0	5.7
운전자본증감	(476)	(567)	(581)	(1,284)	(1,292)	PSR	2.0	2.4	2.9	2.8	3.9
영업활동현금흐름	6,258	6,897	7,891	10,049	13,049	P/CF	12.9	14.6	17.7	15.3	17.9
자본지출	(1,930)	(2,380)	(2,134)	(3,076)	(3,271)	배당수익률	2.5	2.2	2.0	2.3	1.6
투자활동현금흐름	(2,742)	(2,604)	(9,738)	(4,083)	(6,579)	매출이익률	64.8	65.3	65.3	66.6	66.2
재무활동현금흐름	(3,953)	(4,351)	2,165	(5,027)	(5,256)	영업이익률	17.9	18.4	19.0	21.0	21.0
현금증감	(436)	(59)	317	939	1,214	순이익률	10.0	10.8	12.6	13.6	13.4
FCF	4,328	4,517	5,757	6,973	9,778	ROA	6.4	6.9	8.3	8.8	8.4
주당현금흐름	9	9	11	14	19	ROE	15.5	16.0	19.4	20.7	20.8

자료: Bloomberg

LVMH PER Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

LVMH PBR Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

④ 케링(Kering)

구찌 브랜드의 단일 매출이 전사 매출의 63% 달하는 '구찌' 회사

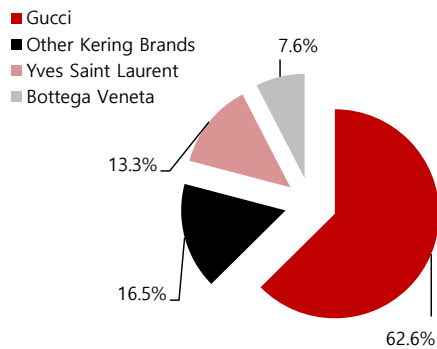
케링은 1963년 프랑스에서 설립된 명품 복합 기업으로 현재 소유하고 있는 브랜드로는 구찌, 보테가 베네타, 입생로랑, 발렌시아가, 알렉산더 맥퀸 등이 있다. 2019년 기준 구찌 브랜드의 단일 매출이 전사 매출의 63% 달하는만큼 구찌가 핵심 브랜드인 회사이다.

케링 보유 브랜드 현황



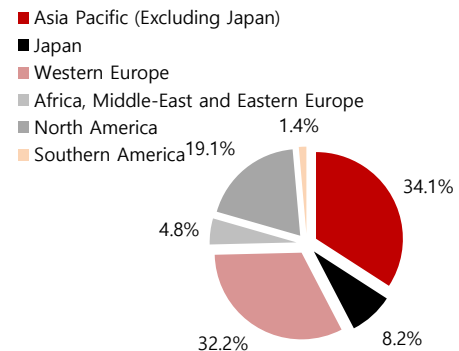
자료 : LVMH, 언론자료, SK 증권

2019년 케링 브랜드별 매출 비중



자료: Bloomberg, SK 증권

2019년 LVMH 지역별 매출 비중



자료: Bloomberg, SK 증권

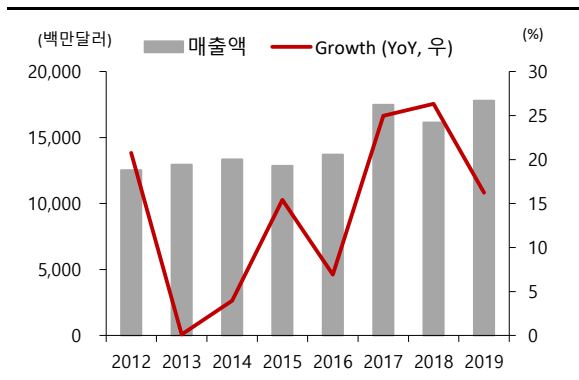
1 분기에는 매출의 50% 이상이 중국인 소비로부터 발생하는 구찌의 타격(YoY -23%)이 가장 컸음

1Q20 케링 매출액은 YoY -15% 감소한 32 억 유로를 기록하였으며, 코로나 19로 인한 주요 매장 영업 중단과 생산 및 물류 차질로 매출이 하락했다. 다만, 이커머스 매출은 YoY +21% 상승하며 전사 매출에서 차지하는 비중이 9%까지 상승했다. 지역 별 성장률은 아시아 매출액이 YoY -30%, 일본 -17%, 서유럽 -14%, 미국 -7%를 기록하였다. 브랜드 별로는 매출의 50% 이상이 중국인 소비로부터 발생하는 구찌의 타격(YoY -23%)이 가장 컸으며, 이는 중국 여행 수요 감소에 따른 결과라 보여진다.

12 개월 Fwd 순이익 기준 PER 22 배 수준으로 중장기 투자 매력적

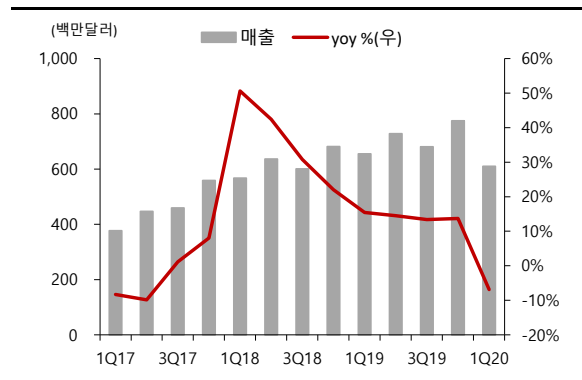
아직까지 이커머스 비중이 크지 않다는 점이 아쉽지만, 명품 업체인데도 불구하고 코로나 19가 발생한 1 분기에도 온라인 비중이 YoY +20% 이상 성장한 점은 눈여겨 볼만 한다. 게다가 중국 현지 이커머스 성장률은 전년 동기 대비 2 배 이상 증가하고 있어 향후 코로나 19 이후에 발생하는 중국인들의 의류/명품에 대한 소비 수요에 빠르게 대응할 수 있을 것으로 기대한다. 12 개월 Fwd 순이익 기준 PER 22 배 수준으로 향후 발생할 탄력적인 펜트업 수요를 감안 시, 중장기적인 투자 매력도는 크다고 판단한다.

케링 연도별 매출과 YoY 성장률 %



자료 Bloomberg, SK 증권

케링 분기별 매출과 YoY 성장률 %



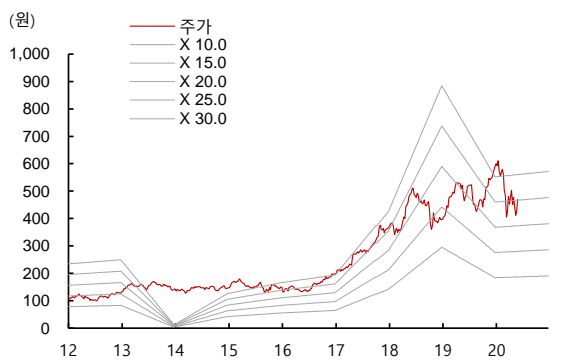
자료 Bloomberg, SK 증권

대차대조표						손익계산서					(USD mn, USD)	
(USD mn)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019		FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	
자산총계	25,916	25,459	30,749	24,470	30,485	매출액	12,858	13,708	12,219	16,140	17,781	
유동자산	5,829	5,949	8,796	8,098	8,473	영업이익	1,391	1,528	2,854	4,395	5,161	
비유동자산	20,087	19,511	21,953	16,372	22,012	세전이익	1,115	1,304	2,605	4,151	4,814	
부채총계	13,287	12,841	15,570	12,948	18,763	당기순이익	773	900	2,017	4,388	2,584	
유동부채	5,541	5,167	6,928	7,272	9,149	기본EPS	8.5	10.8	16.0	25.9	20.5	
장기부채	7,746	7,675	8,642	5,676	9,614	희석EPS	8.5	10.8	16.0	25.9	20.5	
자본총계	12,630	12,618	15,179	11,523	11,722	EBITDA	1,846	2,006	3,453	4,990	6,555	

현금흐름표						주요 투자지표					
(USD mn)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	(배%)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
당기순이익	773	900	2,017	4,388	2,584	PER	28.2	30.3	27.5	19.8	33.6
감가상각비	455	478	599	594	1,394	PBR	1.7	2.2	3.9	5.2	7.2
운전자본증감	(243)	(93)	(40)	(61)	(624)	PSR	1.6	2.0	4.3	3.8	4.6
영업활동현금흐름	1,253	1,792	2,930	4,241	2,468	P/CF	16.4	15.4	17.7	14.4	33.3
자본지출	(746)	(676)	(684)	(978)	(1,070)	배당수익률	2.7	2.3	1.6	2.6	2.0
투자활동현금흐름	(856)	(757)	(677)	(1,059)	(1,349)	매출이익률	61.1	62.9	73.2	74.6	74.1
재무활동현금흐름	(289)	(1,196)	(963)	(3,256)	(1,117)	영업이익률	10.8	11.1	23.4	27.2	29.0
현금증감	108	(161)	1,290	(74)	1	순이익률	6.0	6.6	16.5	27.2	14.5
FCF	507	1,116	2,246	3,263	1,398	ROA	3.0	3.4	7.2	15.8	9.5
주당현금흐름	4	9	18	26	11	ROE	6.4	7.3	15.4	34.0	22.9

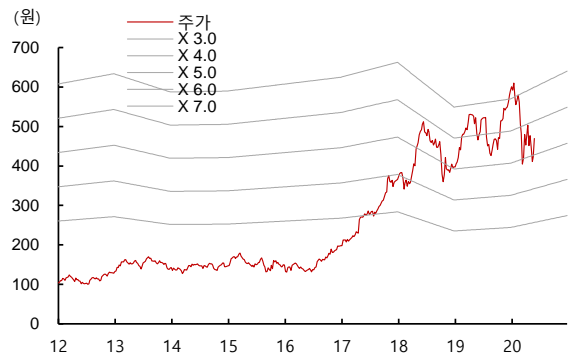
자료: Bloomberg

케링 PER Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

케링 PBR Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

⑤ 에르메스(Hermes)

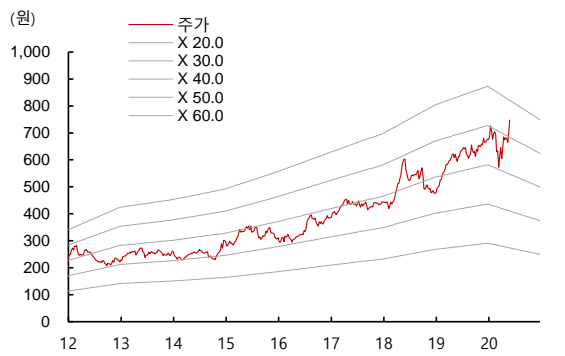
1Q20 매출액은 YoY +7% 감소한 15 억 유로를 기록하였다. 4월부터 영업 중단되었던 중국과 한국의 매장 영업은 대부분 재개되었으나, 미주/유럽의 타격으로 2분기는 1분기 대비 실적 하락 폭이 더 클 것으로 전망된다. 동사는 과거 12 개년 CAGR 14%로 꾸준한 매출 성장을 이뤄왔으며, 영업이익률 역시 20% 초반 수준을 유지하고 있는 만큼 탄탄한 브랜드력을 자랑하지만, 단기 실적 악화로 밸류에이션 부담은 상존한다.

대차대조표						손익계산서					(USD mn, USD)	
(USD mn)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019		FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	
자산총계	5,637	6,327	8,137	9,679	11,095	매출액	5,374	5,758	6,269	7,047	7,706	
유동자산	3,363	4,021	5,375	5,698	6,839	영업이익	1,710	1,878	2,171	2,513	2,618	
비유동자산	2,274	2,305	2,762	3,981	4,256	세전이익	1,660	1,825	2,135	2,440	2,542	
부채총계	1,564	1,702	2,071	3,409	3,711	당기순이익	1,080	1,218	1,380	1,660	1,711	
유동부채	1,257	1,361	1,632	1,966	2,272	기본EPS	10.5	11.7	13.5	16.1	16.6	
장기부채	306	342	439	1,444	1,439	희석EPS	10.5	11.7	13.4	16.0	16.5	
자본총계	4,073	4,625	6,066	6,270	7,384	EBITDA	1,908	2,101	2,399	2,993	3,120	

현금흐름표						주요 투자지표					
(USD mn)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	(배%)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
당기순이익	1,080	1,218	1,380	1,660	1,711	PER	33.2	36.7	37.8	36.0	45.4
감가상각비	198	223	227	479	501	PBR	8.7	9.3	9.3	9.4	10.7
운전자본증감	2	25	39	91	27	PSR	6.7	7.8	8.3	8.5	10.1
영업활동현금흐름	1,337	1,660	1,855	2,324	2,379	P/CF	26.8	27.0	28.1	25.7	32.7
자본지출	(237)	(238)	(244)	(369)	(535)	배당수익률	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
투자활동현금흐름	(288)	(272)	(432)	(315)	(569)	매출이익률	66.1	67.7	70.1	70.0	69.1
재무활동현금흐름	(882)	(560)	(754)	(1,355)	(795)	영업이익률	31.8	32.6	34.6	35.7	34.0
현금증감	166	829	669	654	1,015	순이익률	20.1	21.2	22.0	23.6	22.2
FCF	1,100	1,422	1,611	1,955	1,844	ROA	19.5	19.7	19.1	18.5	16.7
주당현금흐름	11	14	15	19	18	ROE	27.1	27.1	25.9	26.7	25.4

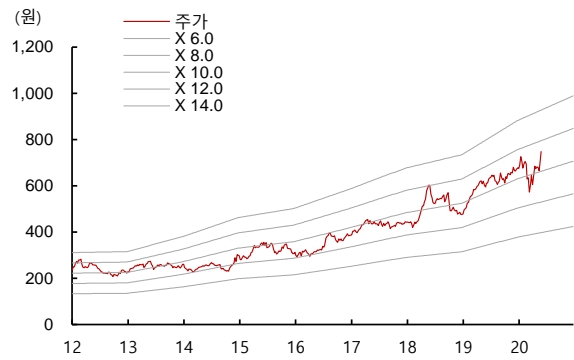
자료: Bloomberg

에르메스 PER Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

에르메스 PBR Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

⑥ P&G(Procter & Gamble)

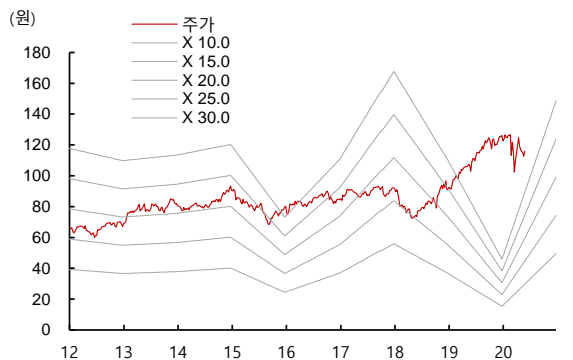
3Q20 매출액은 YoY +5% 증가한 172 억 달러를 기록하였다. 매출 비중이 높은 홈케어 부문이 코로나로 인한 생필품 수요 증가로 실적을 견인했다. 코로나 안정화로 향후, 생필품 수요는 감소하겠으나, SK II 브랜드를 필두로 한 뷰티 부문의 실적 모멘텀이 더욱 부각될 것으로 기대된다.

대차대조표 (USD mn)						손익계산서 (USD mn, USD)					
	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019		FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
자산총계	129,495	127,136	120,406	118,310	115,095	매출액	70,749	65,299	65,058	66,832	67,684
유동자산	29,646	33,782	26,494	23,320	22,473	영업이익	11,049	13,441	13,955	13,363	5,487
비유동자산	99,849	93,354	93,912	94,990	92,622	세전이익	11,012	13,369	13,257	13,326	6,069
부채총계	66,445	69,153	64,628	65,427	67,516	당기순이익	7,036	10,508	15,326	9,750	3,897
유동부채	29,790	30,770	30,210	28,237	30,011	기본EPS	4.2	3.9	2.6	4.3	4.4
장기부채	36,655	38,383	34,418	37,190	37,505	희석EPS	4.1	3.8	2.6	4.2	4.4
자본총계	63,050	57,983	55,778	52,883	47,579	EBITDA	14,183	16,519	16,775	16,197	8,311

현금흐름표 (USD mn)						주요투자지표 (배%)					
	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019		FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
당기순이익	7,036	10,508	15,326	9,750	3,897	PER	19.5	22.3	24.0	22.0	28.6
감가상각비	3,134	3,078	2,820	2,834	2,824	PBR	3.5	4.1	4.4	4.6	6.9
운전자본증감	2,336	1,620	(238)	1,451	1,654	PSR	3.0	3.5	3.7	3.5	4.6
영업활동현금흐름	14,608	15,435	12,753	14,867	15,242	P/CF	14.7	14.7	18.7	15.6	20.5
자본지출	(3,736)	(3,314)	(3,384)	(3,717)	(3,347)	배당수익률	3.3	3.2	2.9	3.0	2.3
투자활동현금흐름	(2,890)	(5,575)	(5,689)	(3,511)	(3,490)	매출이익률	47.6	49.6	50.0	48.5	48.6
재무활동현금흐름	(13,430)	(9,594)	(8,597)	(14,356)	(10,082)	영업이익률	15.6	20.6	21.5	20.0	8.1
현금증감	(1,712)	266	(1,533)	(3,000)	1,670	순이익률	9.9	16.1	23.6	14.6	5.8
FCF	10,872	12,121	9,369	11,150	11,895	ROA	5.1	8.2	12.4	8.2	3.3
주당현금흐름	4	4	4	4	5	ROE	10.4	17.5	27.8	18.3	7.6

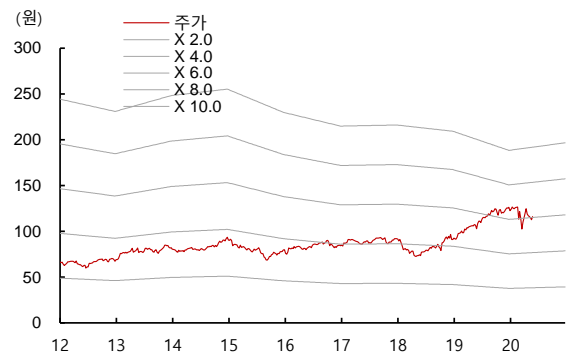
자료: Bloomberg

P&G PER Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

P&G PBR Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

⑦ 시세이도(Shiseido)

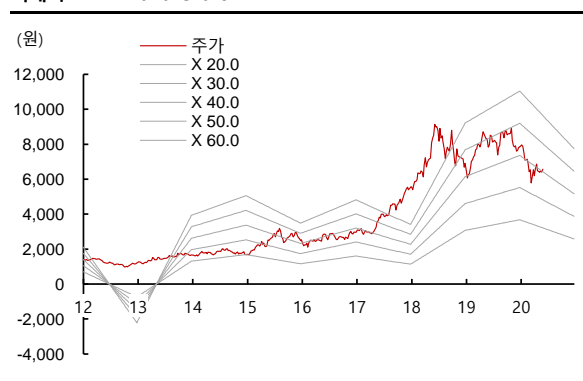
1Q20 매출액은 YoY -17% 감소한 2,269 억엔, 영업이익은 YoY -83% 감소한 65 억 엔으로 부진한 실적을 시현하였다. 중국 이커머스 매출은 YoY +20% 이상 성장했음에도 불구하고 여행객 트래픽 급감 영향으로 일본과 아시아 지역 매출이 각각 YoY -21%, -19% 축소되었다. 매출 비중의 절반 가량을 차지하는 일본 내수 상황이 가장 좋지 않아 중국 현지 고성장에도 당분간 실적의 유의미한 반등은 쉽지 않을 전망이다.

대차대조표 (USD mn)	FY2015					FY2016					FY2017					FY2018					FY2019																				
	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019																
자산총계	6,866	8,110	8,433	9,207	11,225	매출액	7,110	7,840	8,964	9,918	10,381	영업이익	252	339	717	982	1,044	세전이익	448	460	344	945	985	당기순이익	308	296	203	556	675	기본EPS	0.5	0.5	1.5	1.5	1.7	희석EPS	0.5	0.5	1.4	1.5	1.7
유동자산	3,460	3,804	4,674	4,404	4,905	EBITDA	601	702	1,109	1,379	1,580																														
비유동자산	3,406	4,306	3,759	4,802	6,320																																				
부채총계	3,454	4,562	4,473	4,935	6,455																																				
유동부채	2,212	2,115	2,588	3,100	4,276																																				
장기부채	1,241	2,447	1,885	1,835	2,180																																				
자본총계	3,413	3,548	3,960	4,272	4,769																																				

현금흐름표 (USD mn)	FY2015					FY2016					FY2017					FY2018					FY2019																																																																																																		
	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019																																																																																														
당기순이익	308	296	203	556	675	PER (배%)	30.0	36.8	95.6	44.8	42.3	감가상각비	348	363	391	397	536	PBR	2.6	3.0	5.1	6.1	6.2	운전자본증감	(62)	23	(113)	(129)	(355)	PSR	1.3	1.4	2.2	2.5	2.7	영업활동현금흐름	294	545	851	839	693	P/CF	31.4	20.0	22.8	29.7	41.1	투자활동현금흐름	(143)	(289)	(321)	(730)	(846)	배당수익률	0.8	0.7	0.5	0.7	0.8	재무활동현금흐름	(490)	182	(451)	(313)	1,037	매출이익률	74.7	75.6	77.0	78.8	77.5	현금증감	(86)	76	390	(408)	(131)	영업이익률	3.6	4.3	8.0	9.9	10.1	FCF	151	256	530	109	(153)	순이익률	4.3	3.8	2.3	5.6	6.5	주당현금흐름	0	1	1	0	(0)	ROA	4.1	3.6	2.4	6.3	6.6							ROE	9.3	8.2	5.6	14.1	15.5

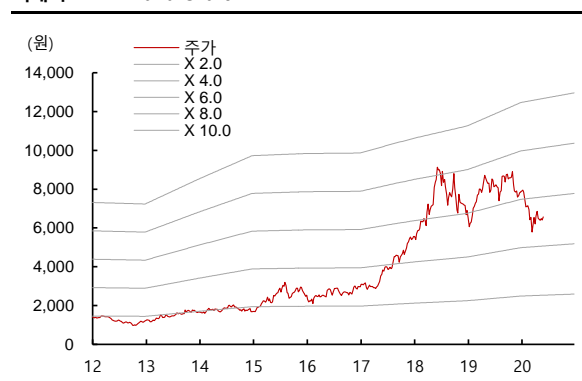
자료: Bloomberg

시세이도 PER Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

시세이도 PBR Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
전영현
yj6752@sks.co.kr
02-3773-9181

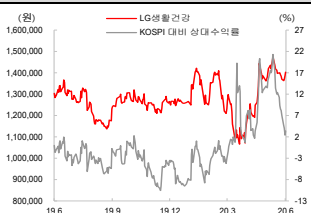
Company Data

자본금	89 십억원
발행주식수	1,772 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	21,912 십억원
주요주주	
LG	34.03%
국민연금공단	7.16%
외국인지분률	44.10%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(20/06/04)	1,403,000 원
KOSPI	2151.18 pt
52주 Beta	0.62
52주 최고가	1,475,000 원
52주 최저가	1,066,000 원
60일 평균 거래대금	70 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.0%	-9.2%
6개월	11.4%	7.1%
12개월	7.6%	3.4%

LG 생활건강 (051900/KS | 매수(유지) | T.P 1,700,000 원(유지))

비싼 화장품을 파는 더 비싸질 주식

저성장 시대의 소비 시장에서는 눈앞의 실적보다 회사가 미래에도 지속적으로 소비자들의 수요를 이끌어낼 수 있는 브랜드력을 가지고 있는지의 여부가 더욱 중요하다. LG 생활건강은 연매출 2.5 조원의 럭셔리 메가 브랜드 '후'를 보유하고 차기 브랜드 '숨'도 매출이 꾸준히 올라오고 있다. 중장기적으로 글로벌 럭셔리 화장품 기업 반열에 속할 것으로 예상되는 유일한 기업으로 향후 브랜드 가치 재고를 동반한 리레이팅이 기대된다.

생활용품 특수와 비용 관리로 코로나 19 타격 최소화

LG 생활건강의 1분기 실적 서프라이즈는 1) 음료 및 생활용품의 판매 호조와 2) 제품 믹스 개선에 따른 수익성 증가, 그리고 3) 예상 대비 양호했던 화장품 수요와 4) 효율적인 비용 관리가 복합적으로 작용한 결과였다. 코로나 19 확산으로 국가간 여행이 불가능해짐에 따라 2분기 면세점 판매는 1분기보다 축소될 것으로 예상된다. 다만, 화장품 부문 내 높은 럭셔리 매출 비중(71%, 후+숨+오후)을 감안 시, 중국 화장품 소비 회복 국면에서 럭셔리 포트폴리오를 중심으로 업종 내 가장 안정적인 수요 흡수가 가능할 것으로 전망한다. 또한, 2분기까지는 생활용품 부문 매출이 코로나 관련 위생용품 판매와 프리미엄 제품 라인 판매 확대로 YoY +18% 이상 성장하며 면세 화장품 부문 부진을 일부 상쇄해줄 것으로 기대한다.

단기 불확실성 존재하나, 중장기 성장의 방향성은 견고

동사는 2015년 메르스, 2016년 사드 위기 때에 채널 구조조정 및 다변화, 브랜드 재정비를 통해 위기를 타개한 바 있다. 그 결과, 현재 국내 화장품 업체들 중에서 중국 온오프라인 전 채널에서 수요 대응이 가장 빠르고, 수익성 측면에서도 유리한 업체가 되었다. 지금처럼 시장 변동성이 큰 상황에서는 동사와 같이 시장 점유율 하락 위험이 낮고, 브랜드 로열티가 높은 메가 브랜드를 보유한 업체가 투자에 있어 우호적이다. 코로나 재확산 우려와 입국 제한 조치로 단기 주가 변동성은 클 수 있겠으나, 중국 소비자들의 굳건한 럭셔리 화장품 수요는 꾸준히 확인되고 있다. 현 주가는 12M Fwd PER 28 배로 하반기 럭셔리 브랜드 '후' 위주 안정적 수요 회복 전망을 감안 시, 중장기 주가 상승 여력은 여전히 크다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	6,105	6,748	7,685	8,166	9,409	10,132
yoy	%	0.2	10.5	13.9	6.3	15.2	7.7
영업이익	십억원	930	1,039	1,176	1,230	1,438	1,602
yoy	%	5.6	11.7	13.2	4.5	17.0	11.4
EBITDA	십억원	1,076	1,197	1,427	1,457	1,634	1,768
세전이익	십억원	861	956	1,092	1,118	1,299	1,477
순이익(지배주주)	십억원	606	683	778	793	923	1,052
영업이익률%	%	15.2	15.4	15.3	15.1	15.3	15.8
EBITDA%	%	17.6	17.7	18.6	17.9	17.4	17.5
순이익률	%	10.1	10.3	10.3	9.9	9.9	10.5
EPS(계속사업)	원	34,226	38,534	43,916	44,750	52,115	59,350
PER	배	34.7	28.6	28.7	31.4	26.9	23.6
PBR	배	7.0	5.6	5.4	5.2	4.4	3.8
EV/EBITDA	배	18.9	15.7	15.1	15.7	13.4	11.8
ROE	%	21.9	21.0	20.3	17.7	17.7	17.3
순차입금	십억원	225	94	4	-811	-1,847	-2,997
부채비율	%	55.1	46.8	53.3	48.8	47.4	44.7

LG 생활건강 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,874.8	1,832.5	1,964.9	2,013.3	1,896.4	1,856.4	2,222.6	2,190.6	6,747.5	7,685.4	8,165.3	9,409.1
% growth (y-y)	13.0%	10.9%	13.1%	18.5%	1.2%	1.3%	13.1%	8.8%	10.5%	13.9%	6.2%	15.2%
Healthy	401.4	343.4	401.1	342.2	479.3	405.5	467.5	380.9	1,461.2	1,488.1	1,732.8	2,169.5
% growth (y-y)	1.7%	1.8%	3.0%	0.7%	19.4%	18.1%	16.6%	11.3%	-3.7%	1.8%	16.4%	25.2%
% Sales	21.4%	18.7%	20.4%	17.0%	25.3%	21.8%	21.0%	17.4%	21.7%	19.4%	21.2%	23.1%
Beautiful	1,139.6	1,108.9	1,160.8	1,336.5	1,066.5	1,052.5	1,331.8	1,463.2	3,905.4	4,745.8	4,914.0	5,676.9
% growth (y-y)	20.2%	16.3%	21.7%	27.3%	-6.4%	-5.1%	14.7%	9.5%	19.1%	21.5%	3.5%	15.5%
% Sales	60.8%	60.5%	59.1%	66.4%	56.2%	56.7%	59.9%	66.8%	57.9%	61.8%	60.2%	60.3%
DFS	462.7	438.0	496.8	449.1	387.1	350.0	588.7	516.9	1,483.7	1,846.6	1,842.7	2,258.9
% growth (y-y)	36.8%	25.2%	27.0%	11.1%	-16.3%	-20.1%	18.5%	15.1%	42.9%	24.5%	-0.2%	22.6%
Refreshing	333.7	380.3	402.9	334.6	350.5	398.4	423.2	346.5	1,380.9	1,451.5	1,518.6	1,562.7
% growth (y-y)	5.3%	5.1%	2.4%	8.4%	5.0%	4.8%	5.0%	3.6%	5.6%	5.1%	4.6%	2.9%
% Sales	17.8%	20.8%	20.5%	16.6%	18.5%	21.5%	19.0%	15.8%	20.5%	18.9%	18.6%	16.6%
영업이익	322.1	301.5	311.8	241.0	333.7	290.1	336.2	269.5	1,039.3	1,176.4	1,229.5	1,438.3
% growth (y-y)	13.5%	12.8%	12.4%	14.3%	3.6%	-3.8%	7.8%	11.8%	11.8%	13.2%	4.5%	17.0%
% Margin	17.2%	16.5%	15.9%	12.0%	17.6%	15.6%	15.1%	12.3%	15.4%	15.3%	15.1%	15.3%
Healthy	43.4	28.2	45.1	9.2	65.3	37.3	53.6	10.7	120.3	125.9	166.8	187.0
% growth (y-y)	3.6%	3.1%	5.7%	8.8%	50.6%	32.5%	18.6%	15.4%	-27.8%	4.6%	32.5%	12.1%
% Margin	10.8%	8.2%	11.3%	2.7%	13.6%	9.2%	11.5%	2.8%	8.2%	8.5%	9.6%	8.6%
Beautiful	246.2	226.2	211.9	213.8	221.5	201.0	223.2	237.0	783.1	898.1	882.7	1,064.6
% growth (y-y)	16.0%	16.3%	15.1%	11.3%	-10.0%	-11.1%	5.3%	10.8%	23.2%	14.7%	-1.7%	20.6%
% Margin	21.6%	20.4%	18.3%	16.0%	20.8%	19.1%	16.8%	16.2%	20.1%	18.9%	18.0%	18.8%
Refreshing	32.4	47.5	54.9	17.7	46.8	51.8	59.5	21.8	136.1	152.5	179.9	186.6
% growth (y-y)	8.7%	4.2%	8.0%	79.6%	44.6%	8.9%	8.3%	23.1%	6.8%	12.1%	17.9%	3.8%
% Margin	9.7%	12.5%	13.6%	5.3%	13.4%	13.0%	14.1%	6.3%	9.9%	10.5%	11.8%	11.9%

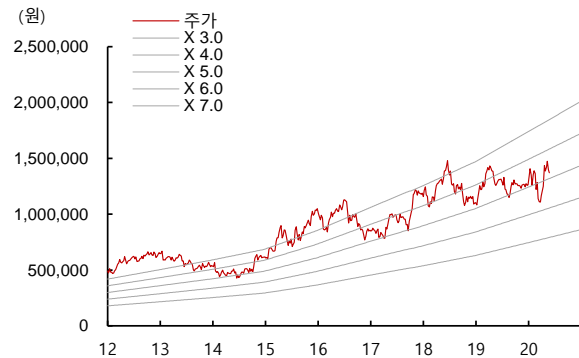
자료: LG 생활건강, SK 증권

LG 생활건강 PER Band Chart



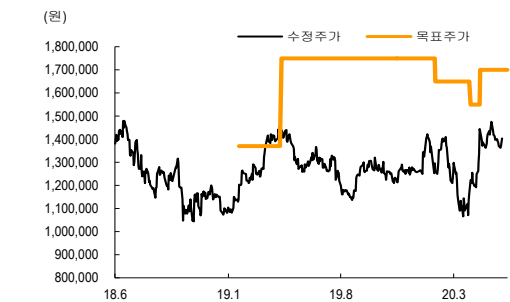
자료: Quantwise, SK 증권

LG 생활건강 PBR Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.06.05	매수	1,700,000원	6개월		
2020.05.20	매수	1,700,000원	6개월	-17.39%	-13.24%
2020.04.24	매수	1,700,000원	6개월	-16.76%	-13.24%
2020.04.06	매수	1,550,000원	6개월	-19.08%	-6.84%
2020.01.30	매수	1,650,000원	6개월	-24.97%	-14.55%
2020.01.22	매수	1,750,000원	6개월	-26.74%	-17.71%
2019.10.25	매수	1,750,000원	6개월	-26.78%	-17.71%
2019.10.14	매수	1,750,000원	6개월	-26.65%	-17.71%
2019.07.26	매수	1,750,000원	6개월	-26.63%	-17.71%
2019.07.01	매수	1,750,000원	6개월	-24.33%	-17.71%
2019.04.26	매수	1,750,000원	6개월	-23.64%	-17.71%
2019.04.15	매수	1,750,000원	6개월	-18.54%	-17.71%
2019.01.25	매수	1,370,000원	6개월	-12.04%	6.06%



Compliance Notice

- 작성자(전영환)는 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 6월 5일 기준)

매수	86.43%	중립	13.57%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,691	2,163	3,001	4,245	5,551
현금및현금성자산	397	647	1,391	2,427	3,577
매출채권및기타채권	582	646	703	796	865
재고자산	615	746	812	920	1,000
비유동자산	3,585	4,331	4,312	4,186	4,076
장기금융자산	23	13	11	11	11
유형자산	1,813	2,036	1,947	1,777	1,636
무형자산	1,545	1,787	1,825	1,810	1,795
자산총계	5,276	6,494	7,313	8,431	9,627
유동부채	1,359	1,771	1,776	1,964	2,104
단기금융부채	377	470	360	360	360
매입채무 및 기타채무	470	640	696	788	857
단기충당부채	4	4	5	5	6
비유동부채	323	485	621	747	870
장기금융부채	131	254	260	260	260
장기매입채무 및 기타채무	0	9	9	10	11
장기충당부채	30	37	41	47	51
부채총계	1,682	2,257	2,397	2,710	2,974
지배주주지분	3,512	4,147	4,815	5,608	6,529
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
기타자본구성요소	-116	-117	-117	-117	-117
자기주식	-71	-71	-71	-71	-71
이익잉여금	3,563	4,175	4,783	5,516	6,376
비지배주주지분	82	90	101	113	124
자본총계	3,594	4,237	4,917	5,721	6,653
부채외자본총계	5,276	6,494	7,313	8,431	9,627

현금흐름표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	792	1,108	1,031	1,219	1,319
당기순이익(손실)	692	788	804	935	1,063
비현금성항목등	521	652	656	699	705
유형자산감가상각비	136	224	201	169	141
무형자산상각비	22	27	27	26	26
기타	92	98	122	163	163
운전자본감소(증가)	-184	-15	-60	-24	-8
매출채권및기타채권의 감소(증가)	4	-23	-50	-93	-70
재고자산감소(증가)	-43	-31	-51	-108	-80
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-43	2	98	92	69
기타	-102	36	-56	85	73
법인세납부	-237	-316	-370	-392	-442
투자활동현금흐름	-423	-450	-68	19	34
금융자산감소(증가)	2	-54	33	0	0
유형자산감소(증가)	-353	-313	-111	0	0
무형자산감소(증가)	-8	-9	-11	-11	-11
기타	-65	-74	21	30	45
재무활동현금흐름	-348	-404	-225	-201	-203
단기금융부채증가(감소)	-153	-185	-207	0	0
장기금융부채증가(감소)	-22	-50	-7	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-162	-159	0	-190	-191
기타	-12	-10	-11	-11	-11
현금의 증가(감소)	10	250	744	1,036	1,150
기초현금	386	397	647	1,391	2,427
기말현금	397	647	1,391	2,427	3,577
FCF	479	680	950	1,155	1,259

자료 : LG생활건강, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	6,748	7,685	8,166	9,409	10,132
매출원가	2,696	2,917	3,109	3,503	3,722
매출총이익	4,051	4,768	5,057	5,906	6,410
매출총이익률 (%)	60.0	62.0	61.9	62.8	63.3
판매비와관리비	3,012	3,592	3,827	4,467	4,809
영업이익	1,039	1,176	1,230	1,438	1,602
영업이익률 (%)	15.4	15.3	15.1	15.3	15.8
비영업손익	-83	-84	-112	-140	-124
순금융비용	6	5	1	-12	-28
외환관련손익	-2	3	3	3	3
관계기업투자등 관련손익	-1	7	8	8	8
세전계속사업이익	956	1,092	1,118	1,299	1,477
세전계속사업이익률 (%)	14.2	14.2	13.7	13.8	14.6
계속사업법인세	264	304	313	364	414
계속사업이익	692	788	804	935	1,063
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	692	788	804	935	1,063
순이익률 (%)	10.3	10.3	9.9	9.9	10.5
지배주주	683	778	793	923	1,052
지배주주귀속 순이익률(%)	10.12	10.12	9.71	9.81	10.38
비지배주주	10	10	11	11	11
총포괄이익	692	802	864	995	1,123
지배주주	683	792	853	983	1,112
비지배주주	9	10	11	11	11
EBITDA	1,197	1,427	1,457	1,634	1,768

주요투자지표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	10.5	13.9	6.3	15.2	7.7
영업이익	11.7	13.2	4.5	17.0	11.4
세전계속사업이익	11.0	14.2	2.4	16.2	13.8
EBITDA	11.2	19.3	2.1	12.1	8.2
EPS(계속사업)	12.6	14.0	1.9	16.5	13.9
수익성 (%)					
ROE	21.0	20.3	17.7	17.7	17.3
ROA	13.8	13.4	11.7	11.9	11.8
EBITDA마진	17.7	18.6	17.9	17.4	17.5
안정성 (%)					
유동비율	124.5	122.1	169.0	216.2	263.9
부채비율	46.8	53.3	48.8	47.4	44.7
순차입금/자기자본	2.6	0.1	-16.5	-32.3	-45.1
EBITDA/이자비용(배)	118.1	102.9	117.9	135.3	146.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	38,534	43,916	44,750	52,115	59,350
BPS	198,221	234,042	271,773	316,544	368,482
CFPS	47,420	58,084	57,607	63,158	68,764
주당 현금배당금	9,250	11,000	11,230	13,050	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	38.4	33.1	33.0	28.3	24.9
PER(최저)	27.1	24.6	23.8	20.5	18.0
PBR(최고)	7.5	6.2	5.4	4.7	4.0
PBR(최저)	5.3	4.6	3.9	3.4	2.9
PCR	23.2	21.7	24.4	22.2	20.4
EV/EBITDA(최고)	20.8	17.2	16.4	14.1	12.4
EV/EBITDA(최저)	15.0	12.9	11.9	10.1	8.7

SK COMPANY Analysis



Analyst
전영현

yj6752@sks.co.kr
02-3773-9181

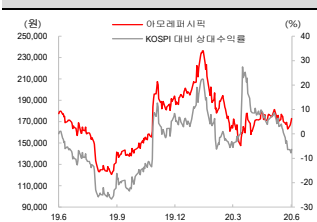
Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	10,113 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외)	47.56%
5) 국민연금공단	6.05%
외국인지분률	29.40%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(20/06/04)	173,000 원
KOSPI	2151.18 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	236,500 원
52주 최저가	120,500 원
60일 평균 거래대금	62 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.9%	-12.7%
6개월	-9.2%	-12.7%
12개월	-2.5%	-6.4%

아모레퍼시픽 (090430/KS | 매수(유지) | T.P 190,000 원(유지))

변화의 바람을 기다리며

아모레퍼시픽은 사드를 기점으로 실적 부진을 거듭했다. 아직까지도 이니스프리, 마몽드, 라네즈와 같은 중저가 브랜드 비중이 60% 이상으로 럭셔리 브랜드의 약진에도 전사 실적이 악화될 수 밖에 없는 상황에 처했다. 향후 글로벌 화장품 업체로 살아남기 위해서는 1) 럭셔리 브랜드 라인업 확장과 2) 매스티지 브랜드들의 비용 경량화가 필요해 보인다.

투자의견 Buy, 목표주가 190,000 원 유지

아모레퍼시픽에 대한 투자의견 Buy 와 목표주가는 19 만원을 유지한다. 주가는 12M Fwd 예상 순이익 기준 PER 38 배 수준으로 밸류에이션 부담은 여전히 상황으로 유의미한 실적 개선을 위해서는 아리따움, 이니스프리, 에뛰드와 같은 고정비 부담이 큰 사업 부문의 대규모 구조조정이 절실하다. 또한, 설화수에 한정된 럭셔리 라인업을 타개하기 위해서 브랜드 M&A 와 같은 구조적인 변화를 줄 수 있는 이벤트도 필요해 보인다. 3 월 초부터 중국 현지 코로나19 확산세가 진정 국면에 접어들며 온라인 위주 화장품 수요 회복이 감지되고 있으나, 국가 간 입국 제한 조치강화로 국내·외 면세 채널 수요 회복 시점이 지연되고 있다. 시장 변동성이 큰 상황에서 동사 영업이익의 대부분을 발생시켰던 면세 채널의 불확실성이 커진 만큼 당분간 주가 상방은 제한적일 전망이다.

2 분기 중국 현지는 점진적 개선세 보일 전망이나 면세 불확실성은 여전히

2Q20E 매출액 1 조 2,085 억원(YoY -13%), 영업이익 514 억원(YoY -42%)으로 컨센서스 영업이익 649 억원을 하회할 것으로 전망한다. 국내 화장품 매출액은 7,124 억원(YoY -8%)으로 온라인 채널이 YoY +40% 이상 성장하며 전통 오프라인 채널 부진을 상쇄해줄 것으로 보이지만, 국내 화장품 내 52% 비중을 차지하고 수익성도 20% 이상인 면세 채널 매출액이 YoY -36% 가량 감소하며 국내 화장품 부문 수익성이 크게 악화(OPM 8.7%)될 것으로 예상된다. 2 분기 중국 현지 매출액은 YoY -11% 감소한 3,130 억원을 기록할 것으로 추정하는데, 3 월부터 본격적으로 재개된 오프라인 점포 영업(개점율: 2 월 40%→3 월 70%→4 월 90%)과 온라인 물류 정상화로 매출 역신장 폭은 점진적으로 줄어들 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	5,124	5,278	5,580	5,207	6,169	6,700
yoy	%	-9.2	3.0	5.7	-6.7	18.5	8.6
영업이익	십억원	596	482	428	306	563	642
yoy	%	-29.7	-19.2	-11.2	-28.6	84.1	14.0
EBITDA	십억원	820	748	913	785	911	895
세전이익	십억원	567	453	371	339	608	696
순이익(지배주주)	십억원	394	332	239	285	460	522
영업이익률%	%	11.6	9.1	7.7	5.9	9.1	9.6
EBITDA%	%	16.0	14.2	16.4	15.1	14.8	13.4
순이익률	%	7.8	6.3	4.0	5.1	7.2	7.5
EPS(계속사업)	원	5,709	4,813	3,460	4,127	6,669	7,570
PER	배	53.3	43.5	57.8	41.9	25.9	22.9
PBR	배	5.1	3.3	3.1	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	배	23.2	17.0	13.5	12.7	10.2	9.8
ROE	%	9.8	7.8	5.4	6.2	9.4	9.8
순차입금	십억원	-537	-664	-319	-849	-1,452	-1,970
부채비율	%	28.8	20.8	33.1	33.1	32.2	31.6

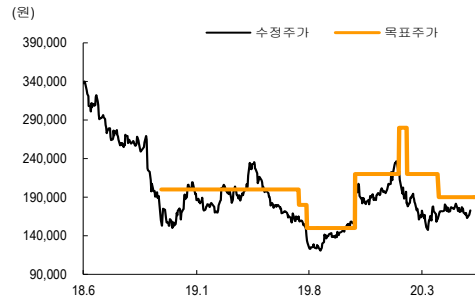
아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,451.3	1,393.1	1,402.0	1,333.7	1,130.9	1,208.5	1,428.8	1,439.0	5,580.1	5,207.2	6,169.3
% y-y	1.4%	3.7%	9.7%	9.0%	-22.1%	-13.3%	1.9%	7.9%	5.7%	-6.7%	18.5%
Cosmetics	789.4	771.7	779.9	656.2	618.6	646.8	790.6	746.5	2,997.2	2,802.5	3,390.5
% y-y	1.1%	1.4%	11.9%	10.1%	-21.6%	-16.2%	1.4%	13.8%	5.7%	-6.5%	21.0%
MC&S	151.3	120.2	150.7	98.5	142.1	124.4	156.4	101.9	520.7	524.9	535.4
% y-y	-5.6%	2.8%	5.6%	5.8%	-6.1%	3.5%	3.8%	3.5%	1.5%	0.8%	2.0%
Asia	497.8	485.5	452.1	528.1	345.6	421.5	458.9	564.5	1,963.5	1,790.5	2,129.1
% y-y	4.1%	6.4%	7.1%	2.1%	-30.6%	-13.2%	1.5%	6.9%	4.8%	-8.8%	18.9%
Europe	5.8	4.8	5.9	5.3	5.4	3.1	4.2	4.4	21.8	17.1	20.5
% y-y	-23.7%	-23.8%	-7.8%	-39.1%	-6.9%	-35.0%	-28.7%	-17.9%	-24.8%	-21.7%	20.1%
USA	18.2	21.7	28.6	24.5	23.0	16.2	22.5	26.3	93.0	88.0	112.7
% y-y	19.0%	52.8%	53.8%	25.6%	26.4%	-25.5%	-21.5%	7.5%	37.6%	-5.4%	28.1%
** Duty Free Shop	366.9	355.0	434.6	392.4	258.6	229.0	423.7	434.4	1,548.9	1,345.8	1,833.1
% y-y	14.6%	16.5%	30.9%	25.2%	-29.5%	-35.5%	-2.5%	10.7%	21.9%	-13.1%	36.2%
영업이익	186.6	87.8	107.5	45.9	60.9	51.4	109.1	84.2	427.8	305.7	562.8
% y-y	-20.9%	-39.8%	40.6%	92.9%	-67.4%	-41.5%	1.5%	83.5%	-11.3%	-28.5%	84.1%
% Margin	12.9%	6.3%	7.7%	3.4%	5.4%	4.3%	7.6%	5.9%	7.7%	5.9%	9.1%
Cosmetics	117.6	76.0	73.9	48.7	72.4	56.3	78.9	66.6	316.2	274.1	426.5
% y-y	-16.3%	-19.5%	60.0%	1471.0%	-38.4%	-26.0%	6.7%	36.8%	11.3%	-13.3%	55.6%
% Margin	14.9%	9.8%	9.5%	7.4%	11.7%	8.7%	10.0%	8.9%	10.5%	9.8%	12.6%
MC&S	11.8	-2.4	9.0	-15.1	14.2	-0.6	9.5	-12.6	3.3	10.5	12.2
% y-y	-30.2%	적지	210.3%	적지	20.3%	적지	5.5%	적지	흑전	218.4%	15.9%
% Margin	7.8%	-2.0%	6.0%	-15.3%	10.0%	-0.5%	6.1%	-12.3%	0.6%	2.0%	2.3%
Asia	53.9	24.1	34.5	7.5	-29.9	4.8	28.1	34.8	120.0	37.8	143.5
% y-y	-36.6%	-55.0%	14.6%	-86.5%	-155.5%	-80.0%	-18.6%	364.4%	-46.5%	-68.5%	279.3%
% Margin	10.8%	5.0%	7.6%	1.4%	-8.7%	1.1%	6.1%	6.2%	6.1%	2.1%	6.7%
Europe	-3.0	-3.5	-1.0	-1.5	-0.8	-0.9	-0.8	-0.7	-9.0	-3.1	-1.8
USA	-5.0	-0.5	1.3	-2.8	-1.7	-3.2	-1.6	1.1	-7.0	-5.5	2.4

자료: 아모레퍼시픽 SK 증권

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비 주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.06.05	매수	190,000원	6개월		
2020.04.06	매수	190,000원	6개월	-9.12%	-4.47%
2020.02.06	매수	220,000원	6개월	-22.31%	-11.59%
2020.01.22	매수	280,000원	6개월	-29.17%	-20.18%
2019.10.31	매수	220,000원	6개월	-9.38%	7.50%
2019.10.14	중립	150,000원	6개월	-7.13%	22.67%
2019.08.01	중립	150,000원	6개월	-10.53%	0.00%
2019.07.17	중립	180,000원	6개월	-14.12%	-11.39%
2019.04.30	중립	200,000원	6개월	-7.51%	17.75%
2019.04.15	중립	200,000원	6개월	-6.34%	17.75%
2019.02.01	중립	200,000원	6개월	-8.43%	9.00%
2019.01.24	매수	200,000원	6개월	-11.78%	4.75%
2018.10.30	매수	200,000원	6개월	-11.93%	4.75%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 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 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 6월 5일 기준)

매수	86.43%	중립	13.57%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,567	1,803	2,389	3,075	3,691
현금및현금성자산	736	674	1,155	1,757	2,275
매출채권및기타채권	318	396	427	463	505
재고자산	403	453	488	529	577
비유동자산	3,804	4,186	3,862	3,659	3,559
장기금융자산	111	156	148	148	148
유형자산	2,713	2,662	2,185	1,836	1,583
무형자산	254	227	249	280	311
자산총계	5,371	5,989	6,251	6,734	7,250
유동부채	763	1,067	1,135	1,205	1,287
단기금융부채	71	297	304	304	304
매입채무 및 기타채무	361	437	472	511	558
단기충당부채	11	13	14	16	17
비유동부채	162	424	418	437	456
장기금융부채	45	268	244	244	244
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	14	19	26	33	40
부채총계	925	1,490	1,553	1,642	1,743
지배주주지분	4,422	4,490	4,707	5,119	5,552
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	724	724	724	724
기타자본구성요소	-18	-118	-118	-118	-118
자기주식	-1	-101	-101	-101	-101
이익잉여금	3,726	3,874	4,089	4,501	4,933
비지배주주지분	24	9	-9	-27	-45
자본총계	4,446	4,499	4,698	5,092	5,507
부채외자본총계	5,371	5,989	6,251	6,734	7,250

현금흐름표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	637	726	701	669	617
당기순이익(손실)	335	224	266	442	504
비현금성항목등	484	795	541	469	391
유형자산감가상각비	266	485	479	348	253
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	100	160	-14	-38	-38
운전자본감소(증가)	-28	-161	-16	-55	-66
매출채권및기타채권의 감소(증가)	37	-83	-57	-36	-42
재고자산감소(증가)	-77	-94	-32	-41	-48
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-20	62	208	40	46
기타	32	-47	-135	-18	-22
법인세납부	-154	-131	-90	-187	-213
투자활동현금흐름	-402	-393	-156	2	11
금융자산감소(증가)	21	-161	-33	0	0
유형자산감소(증가)	-404	-219	-68	0	0
무형자산감소(증가)	-50	-32	-31	-31	-31
기타	31	19	-25	33	42
재무활동현금흐름	-105	-405	-72	-68	-109
단기금융부채증가(감소)	-15	-21	3	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	-186	-52	0	0
자본의증가(감소)	0	-100	0	0	0
배당금의 지급	-88	-81	0	-49	-90
기타	-2	-18	-24	-19	-19
현금의 증가(감소)	131	-62	481	603	518
기초현금	604	736	674	1,155	1,757
기말현금	736	674	1,155	1,757	2,275
FCF	-78	38	566	664	614

자료 : 아모레퍼시픽 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,278	5,580	5,207	6,169	6,700
매출원가	1,435	1,501	1,405	1,660	1,796
매출총이익	3,843	4,080	3,802	4,509	4,903
매출총이익률 (%)	72.8	73.1	73.0	73.1	73.2
판매비와관리비	3,361	3,652	3,497	3,946	4,262
영업이익	482	428	306	563	642
영업이익률 (%)	9.1	7.7	5.9	9.1	9.6
비영업손익	-29	-57	33	45	54
순금융비용	-10	7	8	-2	-11
외환관련손익	3	3	6	6	6
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	453	371	339	608	696
세전계속사업이익률 (%)	8.6	6.6	6.5	9.9	10.4
계속사업법인세	118	147	73	166	192
계속사업이익	335	224	266	442	504
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	335	224	266	442	504
순이익률 (%)	6.3	4.0	5.1	7.2	7.5
지배주주	332	239	285	460	522
지배주주귀속 순이익률(%)	6.29	4.28	5.47	7.46	7.8
비지배주주	3	-15	-18	-18	-18
총포괄이익	358	231	268	443	505
지배주주	356	246	286	461	523
비지배주주	3	-15	-18	-18	-18
EBITDA	748	913	785	911	895

주요투자지표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	3.0	5.7	-6.7	18.5	8.6
영업이익	-19.2	-11.2	-28.6	84.1	14.0
세전계속사업이익	-20.2	-18.2	-8.6	79.5	14.5
EBITDA	-8.8	22.1	-14.1	16.1	-1.8
EPS(계속사업)	-15.7	-28.1	19.3	61.6	13.5
수익성 (%)					
ROE	7.8	5.4	6.2	9.4	9.8
ROA	6.2	3.9	4.4	6.8	7.2
EBITDA마진	14.2	16.4	15.1	14.8	13.4
안정성 (%)					
유동비율	205.4	169.1	210.5	255.2	286.8
부채비율	20.8	33.1	33.1	32.2	31.6
순차입금/자기자본	-14.9	-7.1	-18.1	-28.5	-35.8
EBITDA/이자비용(배)	320.4	45.7	40.8	47.4	46.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,813	3,460	4,127	6,669	7,570
BPS	64,072	65,050	68,195	74,170	80,448
CFPS	8,669	10,495	11,068	11,718	11,243
주당 현금배당금	1,180	1,000	710	1,310	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	73.0	68.1	57.3	35.5	31.2
PER(최저)	31.2	34.8	35.7	22.1	19.5
PBR(최고)	5.5	3.6	3.5	3.2	2.9
PBR(최저)	2.3	1.9	2.2	2.0	1.8
PCR	24.2	19.1	15.6	14.8	15.4
EV/EBITDA(최고)	29.1	16.3	18.0	14.8	14.5
EV/EBITDA(최저)	12.1	8.2	10.7	8.5	8.1

memo
