



화장품

비중확대 (유지)

물러날 곳 없다

신한투자증권
기업분석부

박현진 연구위원
☎ 02) 3772-1563
✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원
☎ 02) 3772-1575
✉ jieun.ju@shinhan.com



신한 리서치
투자정보

I. Investment Summary

대형사보다 중소형사가 선전했던 1H23

1Q23 한국 중국 리오프닝
시작: 성과 미흡한
화장품 대형사 vs. 중소형사
성장 강세

3월을 전후로 중국 소매판매가 두 자리 성장을 보이면서 펜데믹 기간 눌러있던 소비가 폭발적으로 증가함을 확인했다. 화장품 ODM사들의 중국 생산법인 가동률은 3월 초부터 회복 추세가 뚜렷했고, 중국 내 여행 수요가 증가하면서 하이난 면세를 중심으로 트래픽도 개선 추세다. 한국행 단체 여행도 증가할 것으로 기대되면서 상반기 실적은 후반부로 갈수록 회복을 전망했다. 하지만 갑자기 불거진 한중 관계 악화 우려가センチ멘트에 악재로 작용하는 게 불편하다.

H&B 채널 위주의
중소 브랜드사, ODM사
국내 실적 강세

게다가 상반기 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 순수 관광객에 의한 면세 실적과 중국향 매출은 회복 속도가 더디다. 차라리 중소형사의 실적이 더 양호하다. 국내 마스크 규제가 풀리면서 색조 제품 수요가 늘었고, H&B 채널 위주로 사업을 전개하는 중소 화장품 브랜드사, 이들을 생산하는 OEM사들의 국내 생산법인 실적 회복세가 강하다. 상반기는 누가봐도 중소형사들의 선전이 돋보였다.

업황 개선에 구조조정 효과 나올 2H23

하반기 키워드는 구조조정,
중국 시장 기대치 지우는 중

하반기 화장품 업종의 주요 키워드는 구조조정 효과다. 아니 구조조정 효과여야 한다. 마냥 중국만 바라보고 있기는 어렵기 때문이다. 사실 중국 소비가 급격히 회복세를 보인 건 맞지만 중국의 젊은 세대 실업률, 부동산 경기를 감안할 때 리오프닝 소비가 언제까지 지속될지는 의문을 남긴다. 또한 한국 화장품이 유럽 화장품 기업들보다 중국 시장에서 선방할 것이란 기대를 지운지 오래다.

마케팅비, 원가 부담 증가
가능성 있음, 다만 압박
키울 수준 아닐 것

물론 시장 상황이 나아지는 만큼 기업들의 마케팅비가 다시 늘어날 가능성이 높다. 게다가 색조 수요가 집중적으로 늘어나면 생산 원가 부담이 늘 수 있다. 다만 작년 인플레이션 트렌드가 강할 때 원부자재 가격 상승분을 반영하는 과정이 있었고, 가격 효과가 올해 꾸준히 반영될 것으로 보인다. 마케팅비 증가와 관련해 과거보다 단순 소모 차원의 지출을 줄이고 있어 압박을 키울 수준은 아니다.

초반부 중소형사 > 대형사 강세 여전, 후반부 대형사 관심 필요

중소형사 강세 지속,
대형사는 3Q23 이후
턴어라운드 예상

3Q23까지도 국내 시장을 무대로 하는 중소형사들의 실적이 양호할 것으로 보이는 한편 대형사는 3Q23 이후로 실적 개선이 나타날 것으로 예상된다. 당분간은 씨앤씨인터내셔널, 클리오 등 중소형사들에 대한 선호도를 높게 보며, 국내 중소 브랜드 생산을 많이 하는 코스맥스, 코스메카코리아, 한국콜마 등도 긍정적 접근을 요한다. 연말로 갈수록 화장품 업종에 대해 비중확대 의견을 제시한다.

II. 1H23 요약 - 한국 견조, 중국 미비

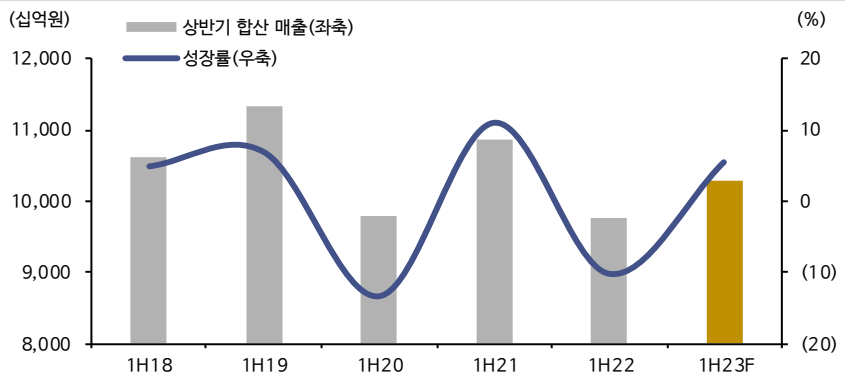
한국 브랜드에겐 미약한 중국 리오프닝 효과

국내 실적 호조, 중국 실적은 저조

중국 리오프닝 소비 시작
vs. 갑자기 불거진 한중 관계
불확실성에 추가 변동성 ↑

화장품 업종은 중국 리오프닝 수혜를 기대해 볼 수 있는 대표 섹터로 꼽히면서 2022년 말부터 주가가 양호한 흐름을 보여왔다. 실제로 3월에는 중국 소매판매가 두 자리 성장을 보이면서 중국 내 펜데믹 기간 눌려있던 소비가 폭발적으로 증가함을 확인할 수 있었다. 화장품 OEM/ODM사들의 중국 생산법인 가동률은 3월 초부터 회복 추세가 뚜렷했고, 중국 내 여행 수요가 증가하면서 하이난 면세를 중심으로 트래픽이 개선 추세다. 나아가 한국행 단체 여행도 증가할 것으로 기대되면서 상반기 화장품 기업들의 실적은 후반부로 갈수록 회복 기조를 보일 것으로 전망했다. 하지만 1Q23 실적 시즌 전후로 불거진 한중 관계 악화 우려가 화장품 기업들의センチメント에 악재로 작용하면서 불안을 키우고 있다.

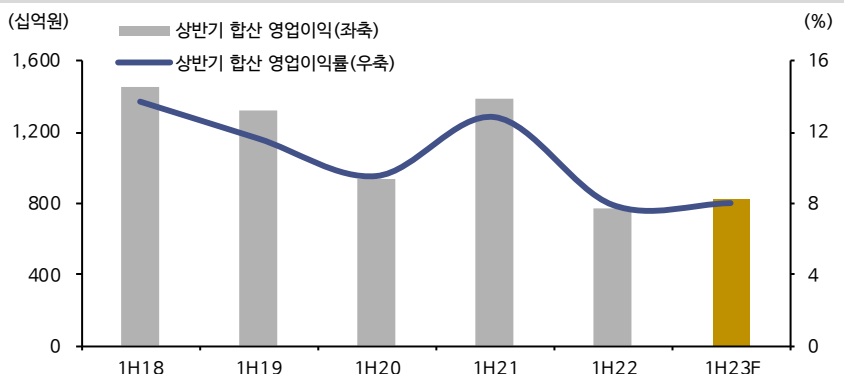
화장품 커버리지 기업 합산 매출과 성장률 추이



자료: 각 사, 신한투자증권

주: 아모레퍼시픽, 아모레G, LG생활건강, 코스맥스, 한국콜마, 클리오 합산 실적 기준

화장품 커버리지 기업 합산 영업이익과 영업이익률 추이



자료: 각 사, 신한투자증권

주: 아모레퍼시픽, 아모레G, LG생활건강, 코스맥스, 한국콜마, 클리오 합산 실적 기준

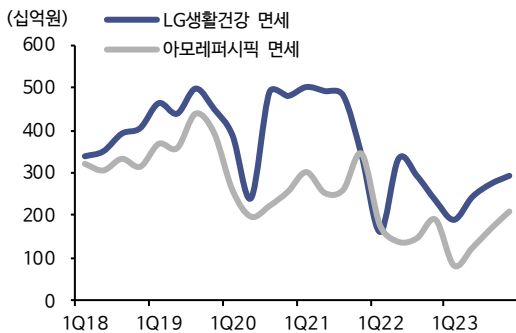
1Q23 대형사 화장품 기업들 실적 저조

센티멘트가 악화됨과 동시에 대형사들의 1Q23 실적이 시장 기대치에 부합하지 못했던 게 상반기 내 턴어라운드 가능성을 일축했다고 볼 수도 있겠다. 상반기 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 면세와 중국향 매출은 예상보다 회복 속도가 더디다. 1~5월 방한 외국인 수가 MoM으로 2배씩 늘면서 면세 채널 실적 회복을 예상하지만, 과거 큰손으로 불리던 중국 단체 관광객, 타이공 수요가 부재하다면 면세 회복 강도는 시장 기대치에 못 미칠 가능성이 크다.

중소형사 실적 강세 돋보여, 대형사 대비 중소기업사 주가 선전

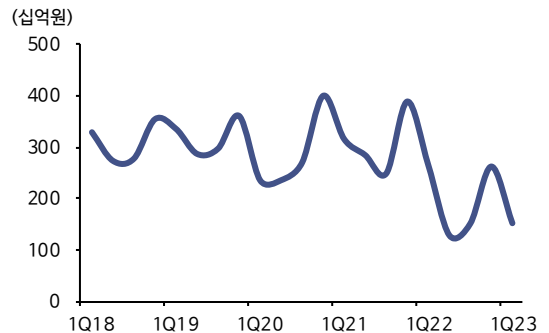
차라리 중소기업사들의 실적은 대형사보다 양호하다. 국내 마스크 규제가 풀리면서 색조 제품 수요가 늘었고, H&B 채널 위주로 사업을 전개하는 중소 화장품 브랜드사 혹은 이들을 생산하는 OEM/ODM사들의 국내 법인 실적 회복세가 강하다. 대형사들의 중저가 색조 브랜드가 입지가 약화된 상황 속에서 클리오 아이패밀리에스씨, 에이블씨엔씨, 혹은 이들을 생산하는 씨앤씨인터내셔널, 코스메카코리아, 코스맥스, 한국콜마 한국법인 실적 성장세는 강하다. 상반기는 누가봐도 중소기업사들의 선전이 돋보였던 시기로 판단된다.

주요 기업 면세 매출 분기 추이



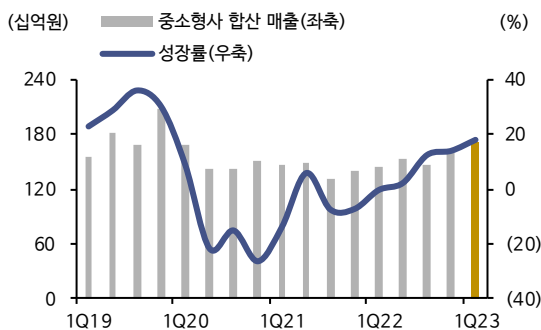
자료: 각 사, 신한투자증권

아모레퍼시픽 중국 매출 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

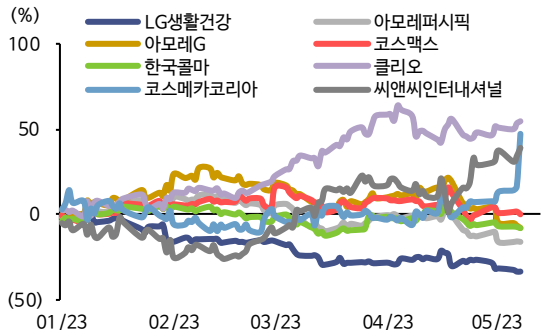
중소형사 매출 분기 추이



자료: 각 사, 신한투자증권

주: 클리오, 아이패밀리에스씨, 에이블씨엔씨 합산 실적 기준

코스피 지수 대비 주가 상대수익률 비교



자료: QuantiWise, 신한투자증권

III. 2H23 전망 - 구조조정 효과 가시화

(1) 핵심 변수 - 한·중 관계

한·중 관계 개선 중요,
6월 다시 방향 잡을까?

중국 외 지역으로 화장품 기업들의 매출 다변화 추세가 읽히지만, 무엇보다 중국에서의 성장이 없다면 ‘팔 빠진 단팔뿔 격’이다. 아시아 소비대국 중국에서의 한국 화장품 업황이 나아지기 위한 핵심 조건은 한·중관계 개선이다. 일례로 이미 중국~일본, 중국~동남아 항공편 수는 2019년 수준으로 회복했다. 하지만 한국~중국 항공편 수는 2019년 대비 회복률이 10%에도 못 미친다.

제2의 한한령 불거질까
우려

중국을 자극하는 발언들이 나올 때마다 이로 인해 제2의 한한령이 불거질 가능성을 염려하는 상황이 불편하기만 하다. 2016년 7월 한국의 사드(THAAD) 배치 이후 불거진 2017~18년 중국 내 한한령(限韓令, 한류 제한령) 당시 한류 콘텐츠들의 중국 유통이 막히면서 중국 내 한국 화장품 수출, 광고, 매장 운영에 어려움을 겪은 바 있다. 방한 중국인이 급감하면서 면세가 타격을 보자 한국 화장품 기업들도 덩달아 실적 악화가 이어졌다.

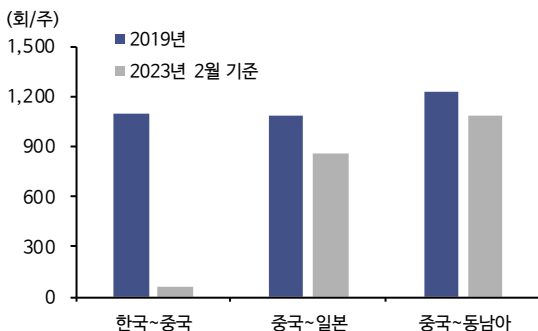
예측 불가한 한중 관계,
관계 개선 확인 전까지 중소
형사로의 대피가 나올 수도!

물론 한중 관계의 방향성을 예측하는 게 어렵기도 하고, 고민 대비 효율이 떨어진다고 말하는 이도 있을 수 있다. 다행히 아직 중국 소비 회복 기대감을 실적으로 반영한 게 없기 때문에 한·중 관계가 다시 악화된다 하더라도 펀더멘탈 측면에서 변화가 클 가능성은 작다고 판단된다. 관계 리스크로 중국 소비 수혜주들의 주가 변동성이 클 때는 내수에서 색조 수요 수혜를 받을 수 있는 중소형사 같은 대안주로의 대피가 현명할 수도 있다.

한국 화장품 기업들의 체질
개선 중요, 브랜드 로열티는
불안한 시장을 이기는 요소!

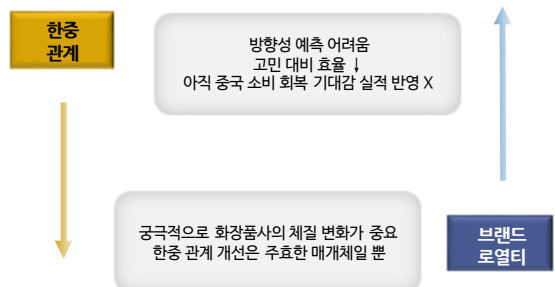
궁극적으로는 화장품 기업들은 체질을 변화시켜야 한다. 한·중 관계가 개선된다 해도 과거보다 떨어져 있는 한국 화장품의 위상이 개선되지 못한다면 중국발 수요 회복 강도는 예상보다 낮거나 더 더딜수 있다. 한·중 관계 개선이 화장품 업황을 개선시키는 데 주요한 매개체가 되는 건 사실이지만, 브랜드 로열티는 보통 불안한 시장 상황을 이긴다.

국가간 항공노선 비교



자료: 기획재정부, 신한투자증권

하반기 핵심변수 한중 관계, 그보다 중요한 건 브랜드



자료: 신한투자증권

(2) 2H23 전망 - 체질 개선 효과

장기간 누적되어 온 구조조정 효과 가시화

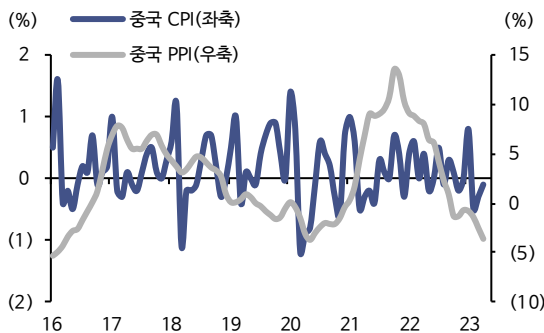
비용 효율화 노력으로
기저효과 부각 기대,
구조조정 효과 나올까?

시장이 혼탁할 때도 실적
성장이 돋보이는 유럽계
화장품 기업들

하반기 화장품 업종의 주요 키워드는 구조조정 효과이다. 아니 구조조정 효과여야 한다. 마냥 중국만 바라보고 있기는 어렵기 때문이다. 사실 중국 소비가 급격히 회복세를 보인 건 맞지만 중국의 젊은 세대 실업률, 부동산 경기를 감안할 때 리오프닝 소비가 언제까지 지속될지는 의문을 남긴다. 또한 한국 화장품이 유럽 화장품 기업들보다 중국 시장에서 선방할 것이란 기대를 지운지 오래다.

중국 내 럭셔리 뷰티 시장은 로레알그룹이 독과점하는 형태가 지속되고 있고, 심지어 로레알그룹은 작년 2~3분기 중국 상해, 북경 봉쇄 이슈가 있었을 때도 견조한 실적 성장세를 보인 바 있다. 글로벌 상위 티어에 속해 있는 에스티로더조차 중국에서 1Q23까지 실적이 저조한 데 반해 로레알의 성장이 견조한 이유는 로레알이 갖고 있는 브랜드 경쟁력 혹은 유럽 기업이기 때문일 것이다. 글로벌 트렌드를 선도하는 유럽 시장의 플레이어가 중국 시장이 혼탁할 때도 견조한 성장세를 보이고 있는 것이다.

중국 CPI & PPI 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

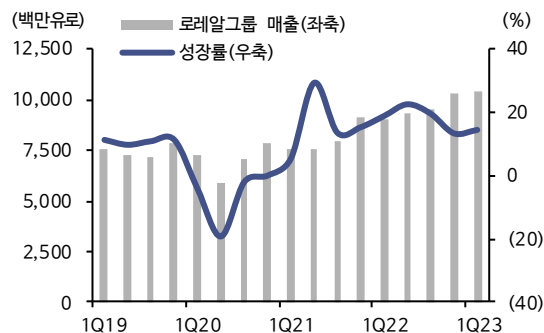
중국 내 화장품 시장 점유율(2021년 기준)

기초 화장품			색조 화장품		
순위	브랜드명	점유율 (%)	순위	브랜드명	점유율 (%)
1	로레알	15.1	1	로레알	27.1
2	에스티로더	7.8	2	LVMH	11.2
3	P&G	5.4	3	에스티로더	9.5
4	시세이도	5.1	4	Yatsen	7.6
5	Pehchaolin	3.8	5	아모레퍼시픽	6.8
6	Jala	3.5	6	Zhejiang Yige	4.2
7	LVMH	2.9	7	시세이도	3.7
8	아모레퍼시픽	2.5	8	Carslan	2.8
9	LG생활건강	2.5	9	샤넬	2.6
10	Mary Kay	1.8	10	Fengyi	2.5

자료: Euromonitor, 신한투자증권

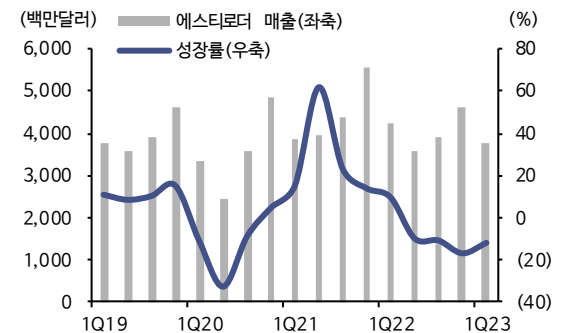
주: 음영 처리된 브랜드는 중국 로컬 브랜드임

로레알그룹 분기 실적 추이(유럽 브랜드사)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

에스티로더 분기 실적 추이(미국 브랜드사)

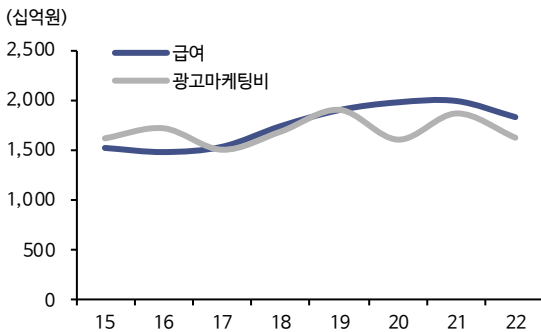


자료: 회사 자료, 신한투자증권

대형사 강도높은 구조조정 단행. 손익분기점 레벨 하락

화장품 업황이 수년째 부진에 빠지면서 아모레퍼시픽과 LG생활건강 등 많은 브랜드사들이 강도 높은 구조조정을 단행한 바 있다. 소소하게는 비효율 매장 축소에서 시작하지만, 사실상 오프라인 채널을 상당수 없애는 기조로 가고 있는 반면 온라인 노출을 키우기 위해 사업부 조정이 대세를 이뤘다. 매장과 인력 구조조정으로 대다수의 브랜드사들이 오프라인 매장에 들어가던 고정비 성격의 비용을 낮췄고, 감가상각비도 줄었다. 물론 마케팅비도 통제적으로 지출되었다.

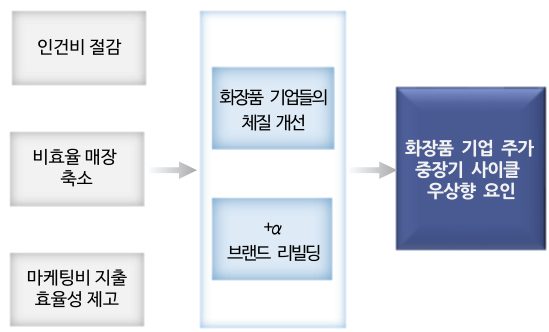
화장품 기업들의 구조조정 통한 체질 개선 노력



자료: QuantiWise, 신한투자증권

주: 화장품 커버리지 기업(아모레퍼시픽, 아모레G, LG생활건강, 코스맥스, 한국콜마, 클리오) 합산 기준

화장품 기업의 중장기 사이클 우상향 요인



자료: 신한투자증권

브랜드 리뉴얼로 긍정적 효과 기대

나이가 브랜드 리뉴얼, 리빌딩 사례가 많아졌다. 아모레퍼시픽은 설화수의 글로벌 앰배서더로 글로벌 영향력을 행사하는 가수 블랙핑크 멤버 로제를 내세우며 이미지 쇄신에 나서고 있다. 노후된 이미지를 어리게 변화시키고자 마케팅함으로써 글로벌 뷰티 시장에서 설화수가 달라지고 있다. 이밖에 이니스프리와 라네즈도 브랜드 리뉴얼과 동시에 오프라인 매장을 대부분 없애면서 턴어라운드 도 전한다. 이니스프리의 경우 북미와 동남아에서 매출을 점진적으로 키우고 있어 기대가 모아진다. 설화수, 이니스프리 등 주요 브랜드들의 리뉴얼, 리빌딩과 관련한 성과가 하반기부터 미약하게나마 보여질 것으로 예상된다.

아모레퍼시픽 설화수 브랜드 광고 모습



자료: 회사 자료, 신한투자증권

아모레G 이니스프리 브랜드 광고 모습



자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 외 지역으로 실적 다변화로 체질 개선 지속

동남아 시장에서의
한국 브랜드 선전 긍정적

동남아 시장은 화장품 업계가 주목하는 새로운 시장이다. 중화권에 이어 수출 규모가 가장 큰 동남아 시장에서 한국 화장품의 인기가 꾸준히 증가하고 있다. 동남아 6개국과 대만, 브라질 등에 입점 중인 동남아 최대 온라인 쇼핑 플랫폼 쇼피(거래액 80조원 이상 추정)의 화장품 인기 순위를 보면 한국 브랜드가 다수 Top10에 거론된다. 한국에선 유명하지 않거나 생소한 브랜드이지만 동남아시아에서 인기있는 브랜드가 있기도 하고, 최근에는 한국 마스크팩의 인기가 상당히 높은 것으로 파악된다. 동남아시아의 덥고 습한 기후 특성상 간편하게 피부케어를 도와주는 스킨케어 제품이 인기를 끌어왔는데 여기에 한국 마스크팩이 인기 대열에 가세하고 있다.

쇼피 시기별 인기 브랜드 제품 순위(기초 부문)

순위	2020년 6월		2021년 6월		2023년 5월	
	브랜드	품목	브랜드	품목	브랜드	품목
1	센카(일본)	클렌징 폼	마이뷰티다이어리(대만)	마스크(시트)	세라비(미국)	클렌징 폼
2	비쉬(프랑스)	선크림	비엔비지(한국)	마스크(시트)	SADOER(중국)	마스크(시트)
3	심플(영국)	마스크(워시오프)	찬도 히말라야(중국)	마스크(시트)	라로슈포제(프랑스)	선크림
4	코르테(한국)	선크림	에이에이치씨(한국)	아이크림	SKIN1004(한국)	선크림
5	빌리프(한국)	페이셜 크림	더마리움(베트남)	토너	images(중국)	마스크(시트)
6	닥터슈라클(한국)	페이셜 로션	더샘(한국)	클렌징 워터	디어 클레어스(한국)	토너
7	나루코(대만)	마스크(클레이)	아더마(프랑스)	클렌징 폼	바노바기 코스메틱(한국)	마스크(시트)
8	하니퀸(베트남)	페이셜 로션	디어 클레어스(한국)	토너	이니스프리(한국)	선크림
9	가르니에(프랑스)	클렌징 워터	이니스프리(한국)	마스크(시트)	유니레버(영국)	클렌징 밀크
10	센카(일본)	클렌징 폼	나루코(대만)	마스크(시트)	마티덤(스페인)	선크림

자료: 쇼피 베트남, 신한투자증권

주: 쇼피는 동남아 6개국과 대만, 브라질 등에 입점 중인 동남아 최대 온라인 쇼핑몰

쇼피 시기별 인기 브랜드 제품 순위(색조 부문)

순위	2020년 6월		2021년 6월		2023년 5월	
	브랜드	품목	브랜드	품목	브랜드	품목
1	로렉(중국)	파우더	레모네이드(베트남)	아이브로우 펜슬	라메일라(중국)	아이라이너
2	메이블린뉴욕(미국)	파우더	포롤러(중국)	리퀴드 립스틱	포칼루어(중국)	아이라이너
3	라메일라(중국)	아이섀도 팔레트	이니스프리(한국)	파우더	메이블린뉴욕(미국)	파운데이션
4	지인수(중국)	쿠션	블랙루즈(한국)	리퀴드 립스틱	포칼루어(중국)	파운데이션
5	즈란미(중국)	마스카라	민페이(중국)	블러셔	핑크플래시(중국)	아이라이너
6	라뮤즈랜드(중국)	아이라이너	이니스프리(한국)	파우더	빠아(한국)	립 틴트
7	블랙루즈(한국)	립 틴트	지나인스킨(한국)	립 틴트	SACE LADY(중국)	아이라이너
8	미샤(한국)	쿠션	퍼펙트다이어리(중국)	아이섀도 팔레트	메이블린뉴욕(미국)	립 틴트
9	메이크리에이트(중국)	아이라이너	라메일라(중국)	블러셔	머지(한국)	립 틴트(글로우)
10	키스뷰티(중국)	립 틴트	이니스프리(한국)	아이브로우 펜슬	머지(한국)	립 틴트(매트)

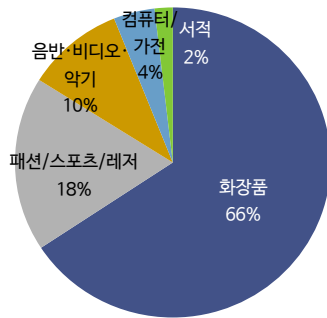
자료: 쇼피 베트남, 신한투자증권

주: 쇼피는 동남아 6개국과 대만, 브라질 등에 입점 중인 동남아 최대 온라인 쇼핑몰

아세안 내 한국 화장품 입지 상향 추세

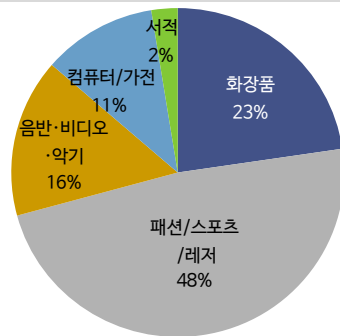
해외 직접판매액에서 차지하는 한국 화장품, 패션, 음반 매출 비중만 보더라도 해외에서 한국 콘텐츠의 소비가 얼마나 강한지 알 수 있다. 특히 화장품은 해외 온라인 직접판매액에서 66%(2022년 기준)를 차지하며 해외에서 한국을 대표하는 소비 품목으로 자리 매김했다. 아세안 지역에서 한국 화장품/패션의 온라인 직접판매 비중은 40% 이상으로 우상향 추세를 그리고 있으며 잠시 2020~21년 팬데믹 영향이 있었으나 2022년 강한 반등을 보이고 있다. 2021~22년 아세안 지역 내 방역 강화 기조 등으로 해외 직접판매액이 크게 감소한바 있으나 중국 리오프닝 소비 회복과 동남아시아 내 한국 콘텐츠 위상이 올라감에 따라 수요 회복세는 빠를 것으로 예상된다.

해외 온라인 직접판매액 비중



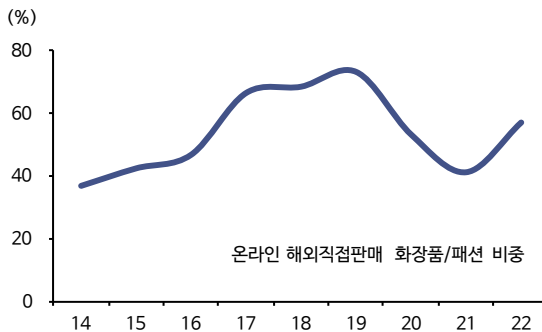
자료: 통계청, 신한투자증권 / 주: 2022년 기준

아세안 온라인 직접판매액 비중



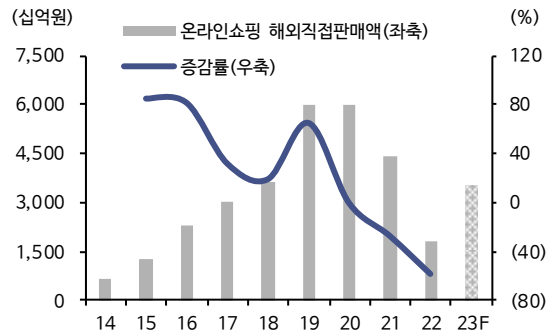
자료: 통계청, 신한투자증권 / 주: 2022년 기준

아세안에서의 한국 화장품/패션 직접판매 비중



자료: 통계청, 신한투자증권

온라인쇼핑 해외직접판매액 연간 추이

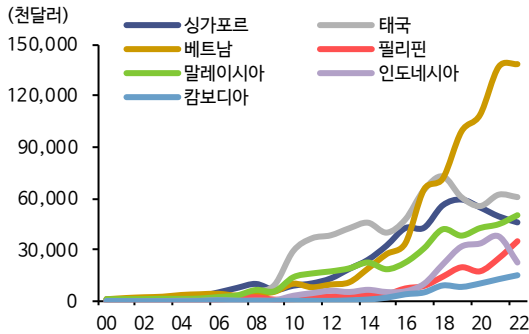


자료: 통계청, 신한투자증권

동남아시아에서 한국산 마스크팩 인기 강세, 10년 전 중국과 유사한 패턴

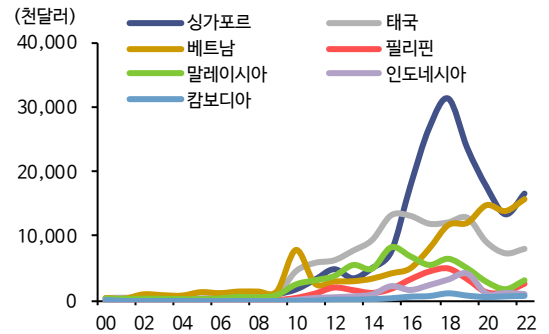
한국 화장품의 국가별 수출도 동남아시아를 기반으로 최근 5년 사이 급증 추세이다. 베트남과 태국, 말레이시아 순으로 수출 규모가 크게 증가하고 있다. 물론 한국 화장품 수출의 절반은 중국향이다. 그래서 중국발 수요 회복이 화장품 기업들의 펀더멘탈 개선에 필수적이다. 하지만 중국과 일본 등 주요국을 제외하고 본 동남아시아향 한국산 화장품 수출 비중은 장기간 증가 추세이며 2022년 중국, 일본을 제외한 동남아 수출 비중은 20% 이상으로 올라왔다. 동남아시아에서 한국산 기초 화장품과 마스크팩 수요가 강해 다시 한번 더 한국은 기초 화장품 경쟁력이 강함을 인지시켜 준다.

아세안 주요 국가별 한국 기초 화장품 수출액



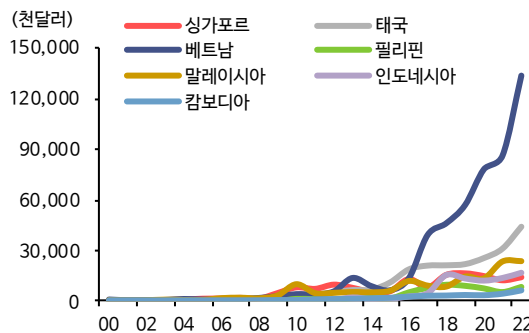
자료: 한국무역협회, 신한투자증권

아세안 주요 국가별 한국 색조 화장품 수출액



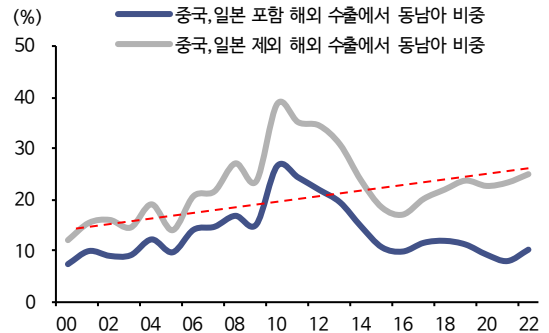
자료: 한국무역협회, 신한투자증권

아세안 주요 국가별 한국 마스크팩 수출액



자료: 한국무역협회, 신한투자증권

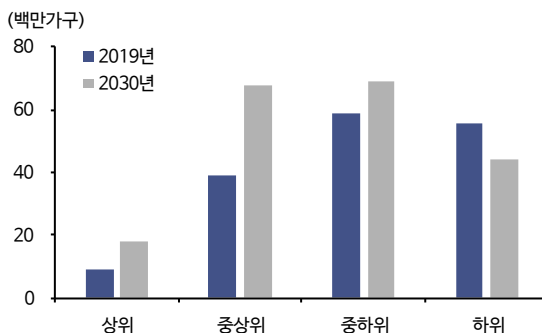
해외 기초 화장품 수출에서 동남아시아향 비중



자료: 한국무역협회, 신한투자증권

2030년 아세안 총소비는 2020년 대비 약 2배 성장이 예상되며, 무엇보다 아세안은 Z세대(1997~2012년 출생, 전체 인구 대비 24%) 및 젊은 중위연령층을 기반으로 웹서비스 대신 모바일 서비스로 쿼터점프했다. 교육·사회·행정·보건 부문에 걸쳐 정부 공공서비스 품질 제고를 위한 디지털 인프라 구축에 대한 필요성을 크게 느끼고 있어 관련 정책, 지원이 증가할 것으로 예상된다.

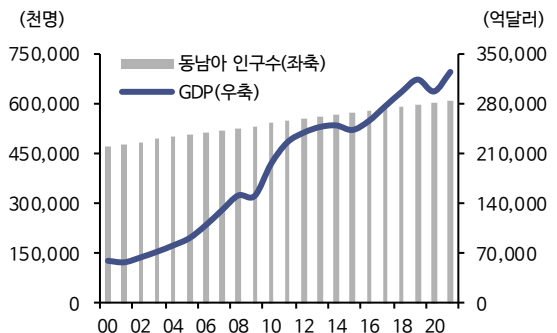
아세안5 + 싱가포르 가구소득 계층 변화 전망



자료: 세계경제포럼, Bain&Company, 신한투자증권

주: 아세안5는 인도네시아, 필리핀, 베트남, 태국, 말레이시아 지칭

동남아 인구수와 GDP 추이



자료: World Development Indicators, 신한투자증권

동남아시아 이커머스 시장 연평균 30%씩 성장 중

동남아 시장 안에서 중저가 한국 브랜드가 인기를 끌고 있는 모습은 흡사 2015년 이전 중국에서 한국 화장품의 인기가 급성장 하던 모습과 유사하다. 공통점으로 한국산 마스크팩이 유행의 중심이란 점과 동남아시아도 디지털을 기반으로 한 시장 성장이 강하다는 점을 꼽는다. 싱가포르 정부기관 테마섹의 전망에 따르면 동남아시아 이커머스 시장은 연평균 30%씩 성장하고 있으며, 2025년까지 1,720억불 규모(약 190조원)에 달할 것이라 한다.

동남아 인구당 한국 화장품 소비력 증가 추세

동남아의 MZ세대들이 이끄는 이커머스 소비 수요와 동남아시아 소비여력 개선에 따른 오프라인 소비 규모 확대는 한국 소비품의 인당 구매액을 높이는 데 기여할 것으로 예상된다. 실제로 동남아시아 내 한국 화장품 수출액과 온라인 직접 판매액을 각각 동남아 인구에 나눠보면 인구당 한국 화장품 소비력이 높아지고 있음을 확인할 수 있다.

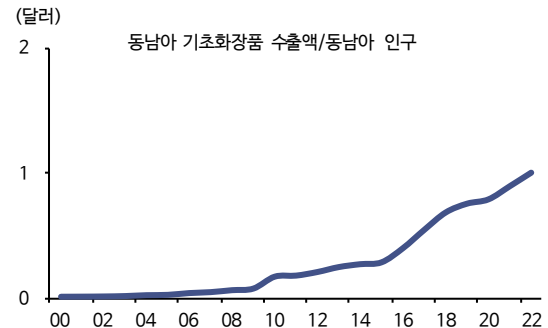
동남아 입지 높은 기업은 아모레퍼시픽, 클리오 등

한국 화장품 기업 중에는 아모레퍼시픽이 동남아시아 시장 내 입지가 가장 높다. 이니스프리와 마몽드, 라네즈 등이 한국과 중국에선 성장성이 제한적이지만, 동남아시아에선 여전히 성장을 이끄는 브랜드이다. 아모레퍼시픽의 동남아시아 매출은 전체 해외 매출에서 25%까지 상승했고, 무엇보다 이익 기여를 높이고 있는 점을 미뤄보아 동남아시아에서 기존 점포(혹은 이머커스) 영업효율(객단가 등)이 상당히 향상되고 있는 것으로 추정된다.

아세안 지역 내 한국 브랜드 점점 확대 중, 아세안 이익 기여 높여갈 것

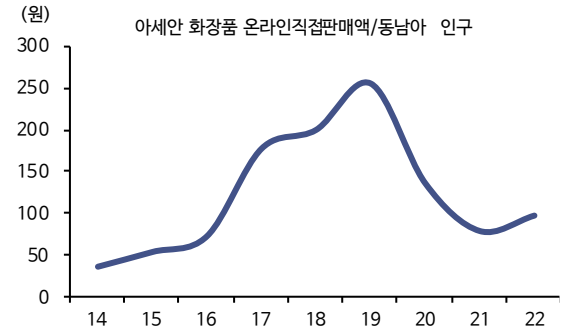
2023년 하반기 아세안 지역을 중심으로한 실적 증가세가 꾸준할 것으로 예상되며, 관련해 한국 안팎으로 아세안 인구의 소비는 한국 화장품 기업에게 의미 부여가 강해질 전망이다. 단기적으로는 아세안 지역에서 오는 외국인 관광객들이 한국을 대표하는 기념품으로서 화장품 내수 소비에 일조하고, 중장기적으로는 아세안 로컬에서의 한국 브랜드 점점이 온/오프라인으로 다양해지면서 아세안 이익 기여를 높여갈 것으로 전망한다.

동남아 시장 내 한국 화장품 인당 수요 추정 ①



자료: 한국무역협회, 신한투자증권
주: 마스크팩 합산 기준

동남아 시장 내 한국 화장품 인당 수요 추정 ②



자료: 통계청, 신한투자증권

(3) 기회/위험 요인 - 색조 수요 증가의 명과 암

기회 요인 - 색조 시장 플레이어 증가

엔데믹 수혜 보는 대표
카테고리는 색조, 색조
플레이어 증가로 업종 질
개선

엔데믹으로 효과를 보는 화장품 시장 내 세부 카테고리는 단연 색조다. 특히 마스크에 가려져 있던 립메이크업 제품류 인기가 높은 게 트렌드다. 한국 화장품 수출은 상당 부분 기초 제품에 국한되었으나 최근 클리오나 아이패밀리에스씨, 에이블씨엔씨 등 색조로 대표되는 브랜드 중소형사의 해외 실적 성장세가 강하다. 색조 OEM/ODM 수요도 늘어 씨앤씨인터내셔널 같은 신규 강자가 시장 내 투자자 관심을 높이기도 한다. 특히 아세안 뷰티 시장에서의 색조 수요가 갈수록 증가할 것으로 보이는 와중에 한국을 대표할 만한 색조 관련 기업이 많아짐은 화장품 업종의 체질이 향상됨을 의미한다. 화장품 업종의 체질 개선은 곧 화장품 업종이 받는 고밸류에이션을 합리화하는 단서가 되기에 중요하다.

위험요인 - 마케팅비 & 원가 증가

수요 회복 추세에 마케팅비,
원가 부담 증가 가능성

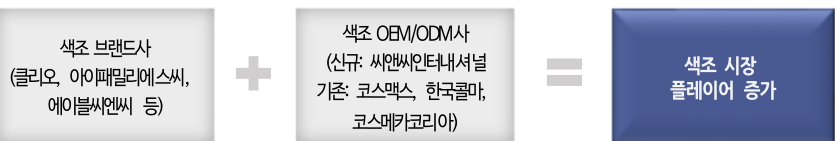
시장 상황이 나아지는 만큼 화장품 기업들의 마케팅비가 다시 늘어날 가능성이 높아진다는 점을 기억할 필요가 있다. 게다가 색조 수요가 집중적으로 늘어나면 생산단에서 원가 부담이 다소 늘 가능성이 있다. 기초보다 색조 OEM 마진율이 낮은 게 일반적이기 때문이다. 즉 화장품 OEM사들의 매출은 업황 개선으로 나아질지라도 색조 제조가 늘면 매출 성장만큼 이익이 따라가지 못할 수 있다.

유의미한 비용 지출 위주로
선별적 지출 추세

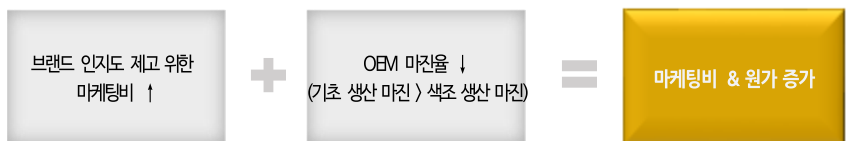
다행히 화장품 OEM사들이 작년 인플레이션 트렌드가 강할 때 원부자재 가격 상승분을 반영하는 과정이 있었고, 이에 단가 인상 효과가 올 한 해 반영될 것으로 보인다. 마케팅비 증가와 관련해서는 기업들이 과거보다 단순 소모 차원의 마케팅비 투여를 줄이고, 브랜드 인지도를 개선시키고자 필요한 실질적인 마케팅 비용 지출이 증가하고 있다고 판단해 비용 압박을 키울 수준은 아니라고 본다.

색조 시장 플레이어 증가 vs. 마케팅비 재증가, OEM 마진 하락 우려?

기회요인



위험요인



자료: 신한투자증권

IV. Top Picks: 초반부 중소형사, 후반부 대형사

이젠 구조조정 + 턴어라운드 섹터로!

중국 리오프닝에 대한
수혜 보는 기업 별로 없어!

상반기는 국내 엔데믹 영향으로 마스크를 벗으면서 색조 수요가 급등해 관련 브랜드들 중심으로 실적 개선세가 뚜렷했다. 반면 모두가 기대하던 중국 리오프닝은 3월을 기점으로 시작되었지만 한국 브랜드들은 이렇다할 만한 성과가 아직은 확인되지 않고 있다. 한국 화장품 기업들은 브랜드 리빌딩, 리뉴얼, 인력, 채널 구조조정 등 할 수 있는 모든 수단을 동원하고 있지만, 현재까지 실적으로 드러나지 않아 주가도 방향성을 잡지 못하고 있다.

중국 리오프닝 효과에 대한
실적 개선 기대감은 지워
지는 중, 하반기 구조조정
효과 주목

사실 중국 시장 경쟁구도가 럭셔리 카테고리에서는 로레알, 루이비통이, 메스티지 카테고리에서는 중국 브랜드들이 입지를 넓혀가고 있는 상황이다. 이에 한국 브랜드들이 경쟁에서 뒤처진다는 것을 모르는 이는 없을 것이다. 그리고 브랜드 리빌딩, 리뉴얼로 성공했던 사례가 많지도 않다. 일말에 중국 리오프닝 효과에 대한 실적 개선 기대감은 상반기 이내 지워지고, 하반기에는 구조조정 효과를 면밀히 살펴야한다는 판단이다.

내수, 동남아, 북미 중심의
중소형사 실적 강세 지속,
ODM사도 긍정적

3Q23까지도 국내 시장을 무대로 하는 중소형사들의 실적이 양호할 것으로 보이는 한편 대형사 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 3Q23 이후로 실적 개선이 나타날 것으로 예상된다. 당분간은 씨앤씨인터내셔널, 클리오 등 중소형사들에 대한 선호도를 높게 보고 있으며, 국내 중소 브랜드 생산을 많이 하는 코스맥스, 코스메카코리아, 한국콜마 등도 긍정적 관점에서 접근을 요한다.

대형사는 연말로 갈수록
구조조정 효과 부각 예상.
화장품 업종 비중확대 유지

대형사는 아모레퍼시픽의 설화수 리브랜딩, 이니스프리 & 라네즈 턴어라운드, LG생활건강의 후 브랜드, 럭셔리 생활용품 실적 호조, 코카콜라의 안정적 실적 흐름에 주목해보자. 당장은 주가 상승이 어렵더라도 업황 개선이 뒤따르고 있고, 고정비 부담도 많이 낮아진 상태다. 연말로 갈수록 화장품 업종에 대해 비중확대 의견을 제시한다.

생활용품/화장품 업종 커버리지 기업 투자이견 및 투자포인트

	투자의견	목표주가 (원)	투자포인트
아모레퍼시픽	매수	180,000	구조조정 강도 가장 강세, 하반기 설화수, 이니스프리 턴어라운드 가능성 염두 필요
아모레G	매수	50,000	이니스프리와 퍼시픽 실적 턴어라운드 기대감에 연말, 2024년 보고 비중확대 추천
LG생활건강	매수	790,000	후 브랜드의 안정적 매출 기조 유지 및 프리미엄 생활용품 및 디지털 채널 강화 지속
★ 코스맥스	매수	110,000	중소 브랜드 성장 강세로 한국 법인 실적 호조 추세, 중국 회복 트렌드 주시, 단기 타픽!
한국콜마	매수	50,000	한국법인 성장 견조, 섀넬어 제품 위주 성장 강세, 중국 하반기 중 이익 개선 기대
★ 클리오	매수	30,000	H&B 채널 중심으로 국내 실적 견조, 동남아와 북미 실적 성장 강세로 중소형 타픽 유지!
★ 코스메카코리아	N/R	-	한국법인 중심 실적 강세, 체질 개선 노력의 후속 성과 도출 중으로 관심 증가 필요
★ 씨앤씨인터내셔널	N/R	-	색조 ODM사로서 글로벌 바이어 수주 증가 긍정적, 외형 성장에 초점 맞춰져 관심 필요
아이패밀리에스씨	N/R	-	한국 위주 성장 견조, 일본은 편의점 및 신규 브랜드 런칭으로 매출 확장 기대

자료: 신한투자증권

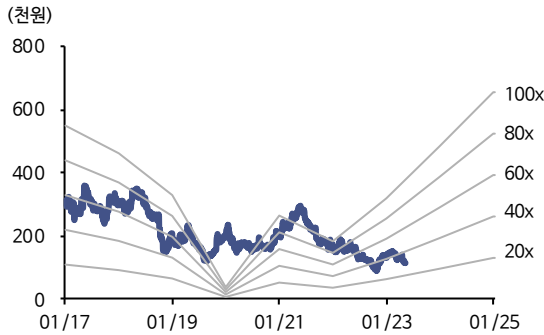
주: ★가 단기 선호 종목, 대형사는 중장기 관점에서 선호

생활용품/화장품 업종 커버리지 기업 2023년 예상 실적

	연결매출 (억원)	증감률 (% YoY)	영업이익 (억원)	증감률 (% YoY)	컨센서스 연결매출	% 차이	컨센서스 영업이익	% 차이
아모레퍼시픽	44,442	7.5	3,286	53.3	42,011	5.8	2,965	10.8
아모레G	47,697	6.1	4,017	47.7	45,580	4.6	3,784	6.2
LG생활건강	75,017	4.4	7,594	6.8	75,271	(0.3)	7,279	4.3
★ 코스맥스	18,446	15.3	1,095	106.2	17,710	4.2	1,093	0.2
한국콜마	21,472	15.1	902	23.1	21,275	0.9	1,236	(27.0)
★ 클리오	3,378	24	247	38.1	3,253	3.8	240	2.9
★ 코스메카코리아	4,820	20.7	250	140.4	4,627	4.2	233	7.3
★ 씨앤씨인터내셔널	1,800	37.8	250	42.9	1,775	1.4	244	2.5
아이패밀리에스씨	1,205	41.2	181	90.4	1,135	6.2	149	21.5

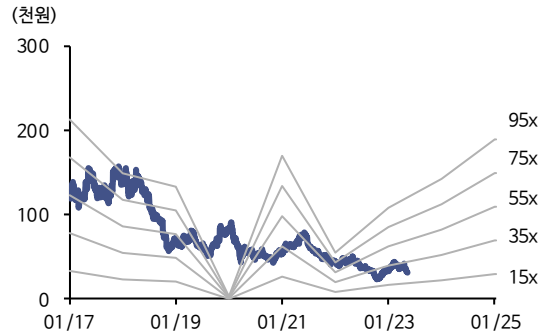
자료: FnGuide, 신한투자증권

아모레퍼시픽 Historical PER 밴드



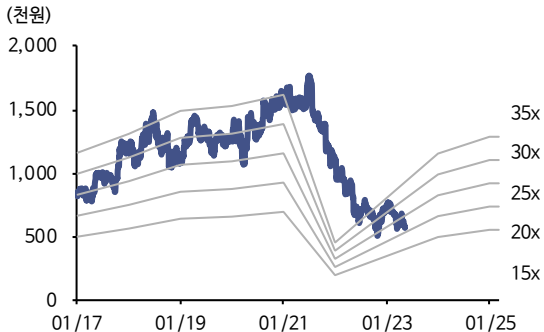
자료: QuantiWise, 신한투자증권

아모레G Historical PER 밴드



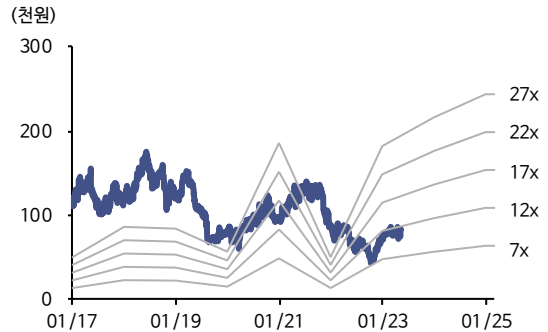
자료: QuantiWise, 신한투자증권

LG생활건강 Historical PER 밴드



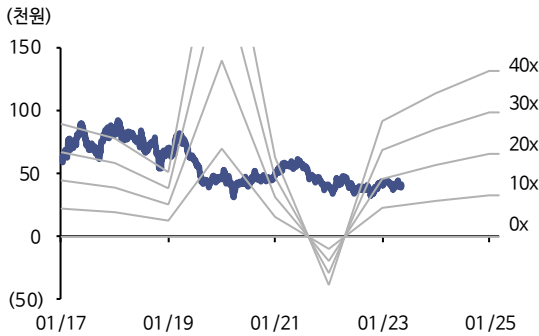
자료: QuantiWise, 신한투자증권

코스맥스 Historical PER 밴드



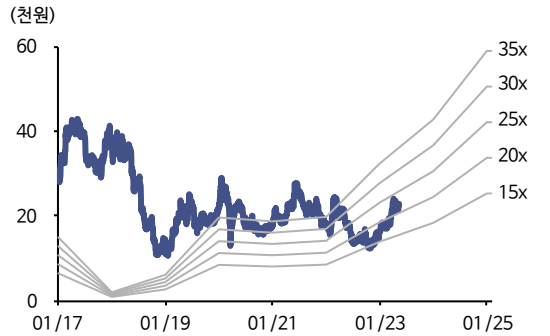
자료: QuantiWise, 신한투자증권

한국콜마 Historical PER 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

클리오 Historical PER 밴드



자료: QuantiWise, 신한투자증권

글로벌 화장품/퍼스널케어 기업 컨센서스 및 밸류에이션

(백만달러, 배, %)	P&G	LOREAL	UNILEVER	ESTEE LAUDER	KAO	SHISEIDO	LG생활건강	아모레퍼시픽	아모레G
시가총액	367,074	241,529	136,312	69,678	17,843	19,882	6,534	5,051	1,950
매출									
22	80,187	40,299	63,274	17,737	11,870	8,169	5,578	3,210	3,489
23F	81,351	44,691	65,634	15,842	11,699	7,533	5,630	3,158	3,394
24F	84,916	47,684	67,972	17,579	11,986	8,051	6,067	3,559	3,876
영업이익									
22	17,813	8,037	11,328	3,170	842	356	552	166	211
23F	18,164	8,789	10,666	1,774	966	463	558	226	281
24F	19,749	9,575	11,425	2,661	1,094	748	685	303	368
순이익									
22	14,742	6,011	8,049	2,390	658	262	184	104	48
23F	14,568	6,958	7,145	1,212	707	282	360	179	108
24F	15,605	7,568	7,636	1,905	803	507	448	228	127
EBITDA									
22	20,840	9,589	13,378	4,362	1,529	936	775	384	457
23F	21,013	10,636	12,637	2,511	1,525	961	765	422	498
24F	22,918	11,523	13,515	3,448	1,711	1,222	879	499	586
EPS 성장률									
22	5.4	29.2	28.8	(16.1)	(20.5)	(27.1)	(72.0)	(30.9)	457
23F	1.0	10.1	2.7	(53.4)	8.6	7.8	83.7	58.3	487
24F	8.4	9.3	7.8	57.6	13.5	79.9	24.9	27.6	566
PER									
22	24.5	31.3	15.7	35.2	28.7	75.6	51.2	70.5	(67.0)
23F	26.5	34.6	19.5	57.7	25.6	71.0	19.4	30.5	78.6
24F	24.5	31.7	18.1	36.6	22.6	39.5	15.5	23.9	35.6
PBR									
22	7.6	6.6	6.3	16.3	2.5	4.3	2.0	1.7	53.1
23F	8.2	7.6	6.5	12.5	2.5	4.4	1.7	1.5	22.6
24F	8.2	6.9	6.1	11.2	2.4	4.2	1.5	1.5	16.7
ROE									
22	32.4	22.5	42.3	41.0	8.9	6.0	3.9	2.4	0.8
23F	31.5	22.7	34.1	20.9	9.7	6.5	8.5	4.9	0.9
24F	34.1	22.5	35.1	32.0	11.0	11.3	9.8	6.0	0.8

자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: 2023년 5월 17일 기준