

AMOREPACIFIC

아모레퍼시픽

November 09, 2012

美에 대한 관심에는 국경이 없다

본 팀은 아모레퍼시픽에 12개월 목표주가를
1,510,000원으로 산정하며 BUY 의견을 제시한다.

12개월 목표주가 상승여력 25%!

본 리서치팀은 현금흐름할인법(DCF)과 배수평가법(PER, PBR)을 이용하여 아모레퍼시픽 12개월 목표주가 1,510,000을 산정. 현주가 대비 25% 성장여력을 의미함. PER 22.3X, PBR 3.4X으로서 동종산업 평균 PER 26.9X PBR 4.7X보다 저평가되어 있는 상태.

여전히 든든한 국내시장!

2011년 기준 국내 화장품 시장 점유율 32.7%를 차지하고 있는 명실 상부한 국내 1위의 기업. 1) 매출의 36.6%를 차지하는 방판매출의 회복 2) 온라인 유통 채널 매출의 성장 3) 유기농, 코스메티슈컬과 같은 화장품 트렌드 선도 등의 이유로 향후 5년간 연평균 20%의 매출성장을 예상.

아모레퍼시픽의 성장동력 중국!

2011년 기준 전체 매출 6%를 차지하고 있는 중국시장 매출은 지난 4년간 CAGR 41% 매출성장을 이루었으며 향후 아모레퍼시픽의 강력한 성장동력이 될 것이라고 예상 .1) 중국화장품 시장의 성장 2) 한류의 긍정적인 효과와 더불어 한국1위 화장품 업체 프리미엄의 효과 2) 넓은 브랜드 coverage로 인한 브랜드 가치 증가 3) 2014년 중국 상해공장 완공으로 인한 현지화 프리미엄 4) 동일 동양문화권에 속한 회사로서의 이점을 활용하여 향후 5년간 연평균 35%의 매출성장을 예상.

제 2의 성장동력 동남아시아!

소득 수준 상위 1~2개의 도시의 국가 내 GDP 비중이 47%에 달할 정도로 도시가 발전함에 따라서 막강한 소비력을 갖춘 新중산층이 형성되고 있음. 이는 동남아시아 시장에 진출하고 있는 아모레퍼시픽에게는 또 하나의 성장동력이 될 것. 또한 화교가 동남아국가에 강력하게 중화공동체를 형성하고 있기 때문에 중국 시장에서의 성공이 동남아시아 시장의 성공을 견인할 것으로 예상 .

Important Disclosure

이 보고서는 개별적으로 적합한 투자 자문을 제공하지 않으며, 개인적인 재무 상태와 목표를 반영하지 않고 쓰여졌습니다. 이 보고서에서 언급된 유가증권이 모든 투자자에게 적합하지 않을 수 있습니다. Fenero Research Group은 재무 전문가의 자문을 구할 것을 권고하며, 투자자들로 하여금 각각 개별적 투자와 전략을 평가할 것을 권장합니다. 특정한 투자나 전략의 적합성은 투자자 개인이 처한 상황과 목적에 따라 달라질 수 있습니다. 이 보고서의 유가증권, 이용하는 도구, 전략은 모든 투자자에게 반드시 적합하지 않을 수 있으며, 특정한 투자자들은 이 보고서에서 언급하는 유가증권의 일부 또는 전부를 구매하는 것이 부적합할 수 있습니다.



SG FENERO
RESEARCH

Key Ratios and Statistics

Bloomberg Code: 090430 KS

| | |
|----------------------|---------------------|
| 목표주가: | 1,510,000원 |
| 주가 (Dec 07, 2012): | 1,251,000원 |
| 상승여력: | 25% |
| 시가총액: | 73,132억원 |
| 상장주식수: | 5,845,859주 |
| 52주 최고/최저: | 1,334,000원/923,000원 |
| 2013E EPS: | 102,162원 |
| 2013E EBITDA margin: | 23.33% |
| 2013E 부채비율: | 0.13 |
| 2013E ROE: | 19.08% |

| (억원) | 12E | 13E | 14E |
|---------|--------|---------|---------|
| 매출액 | 32,603 | 39,624 | 48,261 |
| 영업이익 | 5,899 | 7,628 | 9,806 |
| 순이익 | 4,624 | 5,969 | 7,664 |
| EPS (원) | 79,138 | 102,162 | 131,169 |
| FCFF | 1,874 | 3,784 | 4,896 |
| 자본 | 25,739 | 31,281 | 38,099 |
| 자산 | 34,628 | 42,084 | 51,257 |

상대주가추이 (May 2012=100)



CONTENTS

| Section | Page |
|-------------------------------------|------|
| <i>1. Initiation</i> | |
| <i>2. Contents</i> | 1 |
| <i>3. 화장품 시장 전망</i> | 2 |
| <i>4. 아모레퍼시픽 in Korea</i> | 6 |
| <i>5. 아모레퍼시픽 in the world</i> | 16 |
| <i>6. Valuation</i> | 29 |
| <i>7. Financial Summary</i> | 37 |
| <i>8. Appendix: Company Profile</i> | 39 |

I.화장품 시장 전망

투자포인트 하나!

화장품 시장의 고속 성장

- 화장품 산업은 세계 경기 침체의 여파에도 불구하고 국내 및 해외 시장에서 급속도로 성장하고 있다. 국내 화장품 시장은 07 년에서 10 년까지 연평균 9.7% 성장하였다.

투자포인트 둘!

고령화사회의 수혜주

- 한국 사회는 고령화 사회에 진입하였으며, 초고령화 사회로 다가가고 있다. 화장품 산업이 가장 발달한 프랑스의 경우 여성의 연령이 증가할수록 화장품 소비가 증가하는 것으로 나타났다. 국내 화장품 시장 역시 프랑스와 유사한 소비 패턴을 보이게 될 것으로 예상된다.

투자포인트 셋!

가구 유형의 변화는 화장품 시장에 호재로 작용할 전망

- 고령화사회의 도래 및 가치관의 변화 등으로 인하여 1 인가구의 비중이 증가하는 가구 유형의 변화가 일어나고 있다. 1 인가구의 화장품 소비가 2 인이상가구의 화장품 소비에 비해 높은 경향을 띠며, 이러한 추세는 화장품 시장에 호재로 작용할 것으로 전망된다.

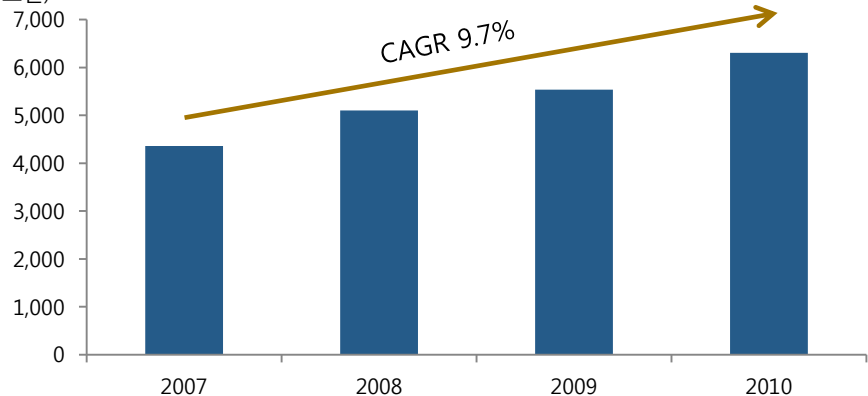
투자포인트 넷!

Premium cosmetics 시장의 점진적인 성장

- 화장품 시장 내에서 premium cosmetics 의 비중이 점진적으로 증가하는 추세이다. 최근 경기 불황으로 인하여 premium cosmetics 시장이 주춤하고 있으나, 장기적인 안목에서 고가 화장품 시장은 계속적으로 성장할 가능성이 높다.

<표1> 국내 화장품 시장 규모

(단위 : 조원)



Source: 2011 화장품 산업 분석 보고서, KHIDI

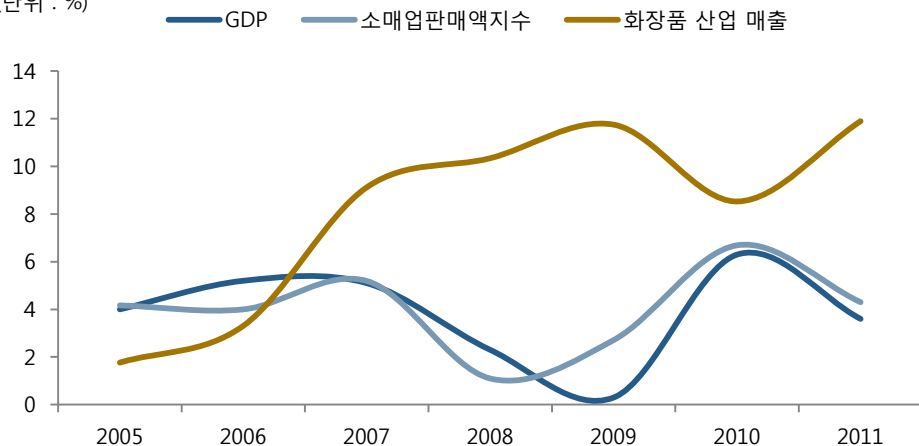
화장품 시장은 소득수준 상승, 고령화 등 관련 지표 영향에 힘입어 급속도로 성장 중

1.1. 화장품 시장의 장밋빛 미래

화장품 시장은 성숙기에 진입한 산업이나 중국 및 동남아의 소득 수준 상승에 따른 미용에 관한 관심 증대와 1인당 화장품 소비 금액의 증가, 고령화 및 여성의 경제활동참가율 향상 등 관련 지표의 영향에 힘입어 국제 시장 불황에도 불구하고 양적, 질적으로 뚜렷한 성장세를 보이고 있다. 또한 소득 수준 상승에 따른 미용에 대한 관심 증대로 여성이 화장품을 필수 소비재의 하나로 여기는 경향이 커졌으며, 이러한 안정적인 소비 패턴으로 인해 에너지, 통신, 제약 등과 함께 경기 방어적인 산업으로 분류되고 있다. 화장품을 소비하는 연령과 성별 스펙트럼이 점진적으로 증가하는 경향을 보여 각 화장품 제조 회사들은 나이, 소득, 성별에 따라 다각화된 제품 포트폴리오를 구성하는 추세이다. 국내 화장품 시장 규모는 2007년 이후 연평균 9.7%의 고성장을 이루었으며, 2012년의 화장품 시장 규모는 약 9조 7천억 원에 달할 것으로 전망하고 있다.

<표2> GDP성장률 및 화장품 산업 매출액 추이

(단위 : %)



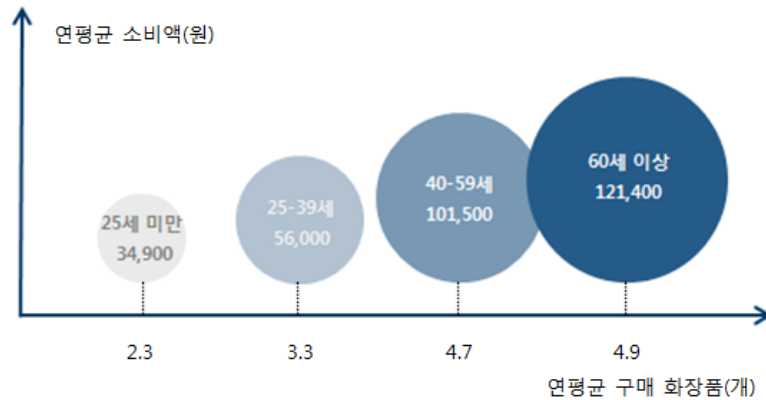
Source: KOSIS, Fenero research

사회의 고령화는 화장품 시장에 호재로 작용

1.2. 한국 사회의 고령화 진입에 따른 영향

한국 사회의 고령화는 비단 기능성 화장품 시장뿐 아니라 전체 화장품 시장의 매출 증가에도 호재로 작용한다. 화장품 산업이 성숙기에 다다른 프랑스의 경우 연령별 일인당 화장품 소비 지출의 경우 60세 이상 여성이 연평균 4.9개의 화장품을 120,750원만큼 소비하는 것으로 가장 높게 나타났으며 연령이 증가할수록 화장품 소비 지출액 역시 증가하는 양상을 보인다. 저출산과 의료 기술의 발달로 인한 한국의 고령화 사회의 도래 또한 화장품 시장의 성장을 견인할 것으로 전망된다.

<표3> 프랑스 연령별 일인당 화장품 소비 및 지출액



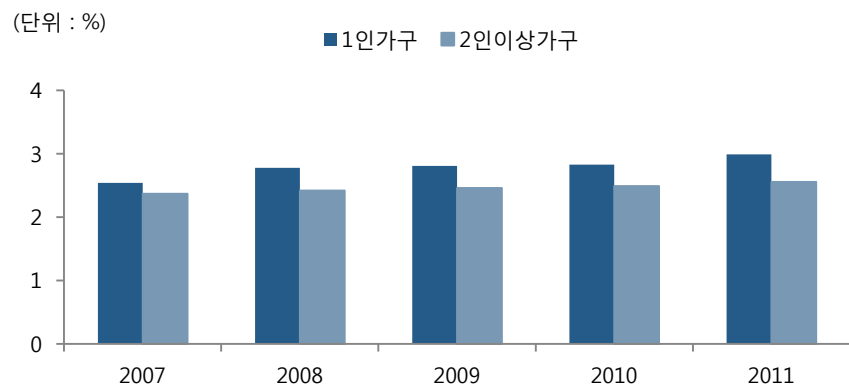
Source: L'OREAL, Fenero research

1인 가구의 미용관련 지출이 2인 이상 가구의 미용관련 지출보다 상회

1.3. 가구유형의 변화로 인한 여파

저출산 고령화 기조는 인구 증가율을 둔화시키는 반면, 1인 가구의 비중 및 가구수는 증가시킬 것으로 전망된다. 1인 가구수의 증가는 60세 이상 1인 가구수 증가가 주도할 것으로 예상된다. 2010년에 실시된 인구주택 총 조사에 따르면 1980년 대비 4인 이상 가구는 69.9%에서 30.6%로 감소한 반면, 1인 가구 비중은 4.8%에서 23.9%로 대폭 증가하였다. 이러한 가구유형의 변화의 여파로 소비재 시장의 양적인 성장은 둔화되겠지만, 소비패턴의 질적인 변화를 초래할 것이다. 화장품 관련주는 이러한 변화의 수혜주가 될 가능성이 높는데, 실제로 일본에서는 1인 가구의 미용 관련 지출이 2인 이상 가구의 미용 관련 지출보다 높은 것으로 나타났다.

<표4> 1인가구 및 2인이상가구 미용 관련 소비지출 비중 추이



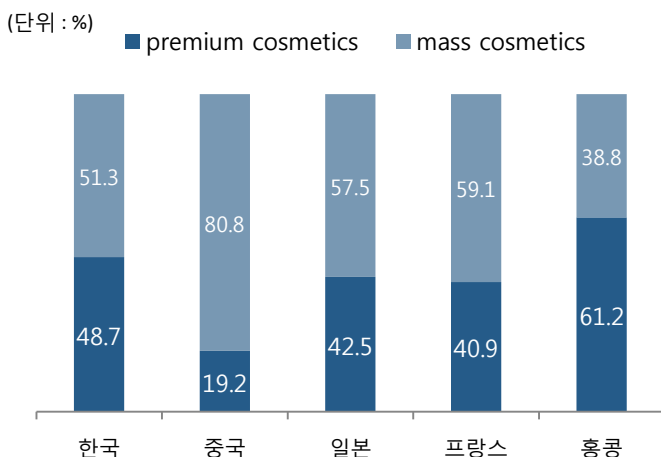
Source: Statistics Bureau Japan, Fenero research

장기적인 안목에서 프리미엄 화장품 시장은 지속적으로 성장예상으로 성장예상

1.4. 국내 화장품 시장 프리미엄 브랜드의 위축을 이르기엔 아직 시기상조

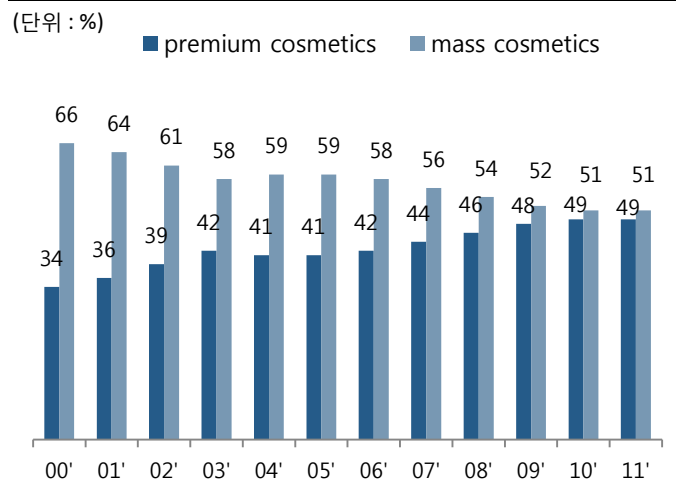
과거 한국의 화장품 시장은 프리미엄 시장이 성장을 주도해왔었다. 그러나 최근 몇 년간 소비 침체가 지속되고 중저가 화장품들, 즉 mass cosmetics의 공격적인 마케팅이 시작되면서 premium cosmetics의 성장이 둔화된 반면 중저가 화장품이 고성장하고 있다. 주요 화장품 업체를 중심으로 상반기 실적을 비교해보면 주요 고가 채널인 방문판매와 백화점은 각각 평균적으로 3%, 12% 성장률을 기록한 반면, 주요 중저가 채널 브랜드 샵들은 평균적으로 40% 대의 성장률을 기록했다. 2011년 기준 우리나라 premium cosmetics 시장 비중은 49%로서, mass cosmetics 시장과 거의 5:5로 양분화 되어있다. 홍콩을 제외한 일본이나 미국 등의 선진국들의 mass cosmetics 시장이 60-70% 비중을 차지하고 있어, 단기적으로는 mass cosmetics 시장의 성장이 높을 것으로 예상된다. 이에 따라 최근 premium cosmetics 시장의 위축에 대한 우려가 존재한다. 그러나 일부 premium cosmetics 브랜드의 실적 부진은 있겠지만 본 리서치팀은 premium cosmetics 시장이 일괄적으로 위축될 것이라 전망하지는 않는다. Premium cosmetics의 비중은 점진적으로 증가하는 추세이며, 위의 '프랑스 연령별 일인당 화장품 소비 및 지출액'에서 보듯이 여성의 연령이 증가할수록 화장품 소비 지출액이 증가함을 확인할 수 있으며 한국이 고령화 사회에 진입한다는 것을 고려하면 시니어 여성층의 비중이 더욱 두터워 지므로 여전히 프리미엄 시장은 건조한 상태를 유지할 것으로 예상할 수 있다. Premium cosmetics 시장의 성장 가능성을 보여준 단적인 예는 '설화수'를 들 수 있다. 설화수는 이미 국내시장에서 성공을 거두었고, 2011년 중국 현지에 런칭 이후 폭발적인 인기를 끌었다.

<표5> 국가별 Premium cosmetics, Mass cosmetics 비중



Source: Euromonitor, Fenero Research

<표6> 프리미엄 화장품과 중저가 화장품의 시장점유율



Source: Euromonitor, Fenero Research

II. 아모레퍼시픽 in KOREA

투자포인트 하나!

화장품 시장 점유율 국내 1위 기업로서의 아성

2011년 기준 아모레퍼시픽 32.7%, LG생활건강 13.1%의 시장을 점유하고 있다. 지난 몇 년간 1,2위 간의 격차는 20%에 이르는 추세가 지속되어 오고 있고 이는 동사의 국내 시장에서의 안정적인 입지를 뒷받침한다.

투자포인트 둘!

유통채널 다양화를 통해 아모레퍼시픽 제품에 대한 접근성 향상

방문판매원 인원 증강을 통해 기존에 두터운 고객층을 가진 프리미엄 화장품의 매출 신장을 노릴 뿐 아니라 아모레퍼시픽 전 라인을 취급하는 온라인 쇼핑몰의 개선을 통해 2030 젊은 층을 타겟으로 화장품 판매의 활로 개척을 꾀한다.

투자포인트 셋!

남녀노소 '누구나' 이용할 수 있는 아모레퍼시픽의 화장품

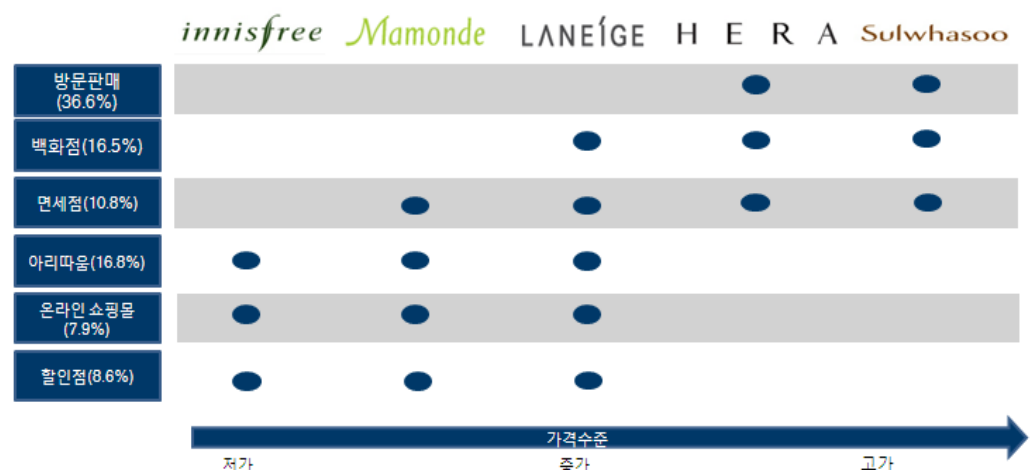
아모레퍼시픽은 중저가 화장품부터 프리미엄 화장품에 이르는 광범위한 제품 라인을 자랑한다. 시니어 여성층을 타겟으로 하는 '설화수'부터 민감성 피부에 적합한 '프리메라'와 '에스테라'까지 각 개인에게 적합한 제품 라인을 합리적으로 선택할 수 있는 장점을 지니고 있다.

투자포인트 넷!

화장품 선진국에 뒤지지 않는 R&D 경쟁력

아모레퍼시픽은 전 세계 산업 평균을 훨씬 웃도는 R&D 투자비율로 한국인에게 가장 적합한 화장품을 만들어 낸다. 유기농 인증 마크인 'Ecocert' 등 매년 꾸준한 해외 특허를 취득해 오고 있으며 연구 논문 실적에 있어서도 국내 여타 화장품 기업에 비해 독보적인 성과를 올리고 있다.

<표7> 2011년 유통채널별 매출비중과 각 유통채널이 취급하는 화장품 라인

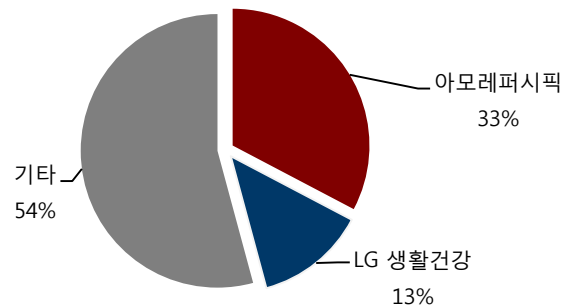


Source: Company Data, Fenero Research

2.1 국내시장에서의 아모레퍼시픽의 굳건한 입지

이러한 화장품 시장의 추세는 Premium cosmetics를 주력으로 하는 아모레퍼시픽에게 호재로 작용한다. 2011년 기준으로 동사가 32.7%, LG생활건강이 13.1%의 시장을 점유하고 있다. 국내 시장 점유율 1위 기업으로서 동사의 입지는 쉽게 흔들리지 않을 것으로 보인다.

<표8> 2011년 화장품 시장 점유율



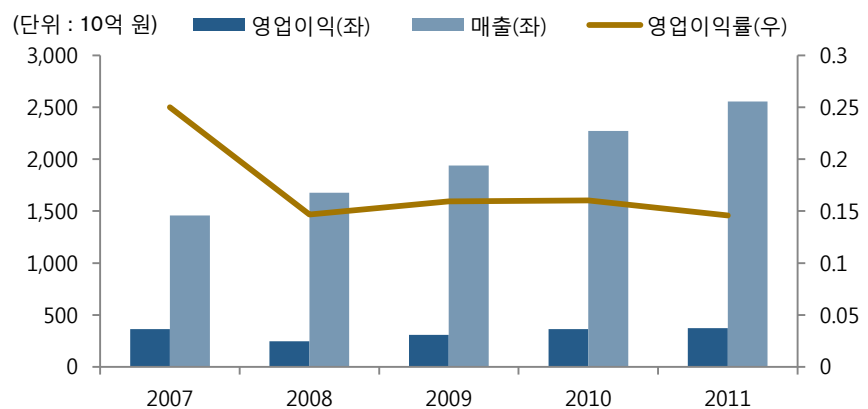
Source: Company Data, Fenero Research

단기적인 정체
그러나 장기적인 성장

2.2. 경기침체로 인한 premium cosmetics 시장의 단기적인 정체

화장품 산업이 질적, 양적으로 급속도로 팽창하는 가운데, 동사의 2011년 영업이익률이 0.1459로 10년만에 최저수준으로 하락하였다. 이는 동사의 최대 수익 유통 채널인 방문판매 채널의 일시적 침체가 기여하는 바가 크다. 또 최근 국내 화장품 회사들 간의 치열한 경쟁과 그에 따른 방어적 마케팅 비용을 원인으로 들 수 있다. 즉, 방문판매 실적 부진에 따른 매출 감소, 해외 투자 비용 증가, 마케팅 비용의 증가로 영업이익률이 낮아졌다고 볼 수 있다. 그러나 2012년 하반기 공격적인 방문판매원 총원과 2014년 중국 현지 공장 완공 후 얻을 수익을 통해서 현재의 일시적인 영업이익률의 저조는 극복할 수 있을 것으로 예상된다.

<표9> 5개년간 매출, 영업이익, 영업이익률의 추이



Source: Company Data, Fenero Research

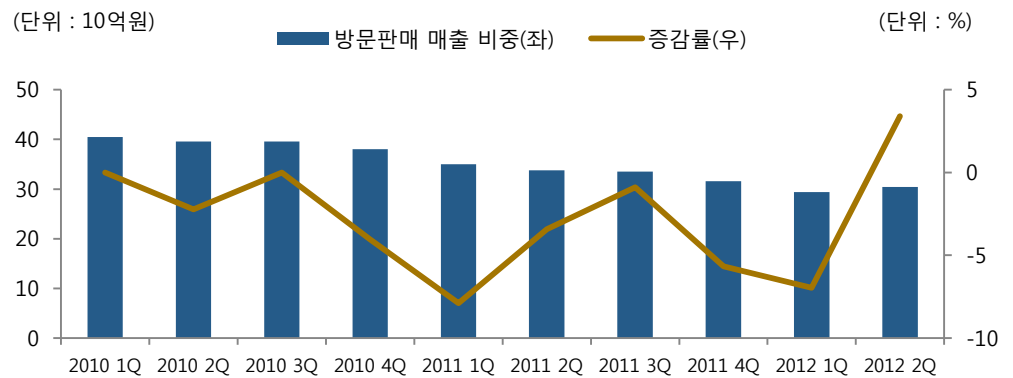
2.3. 아모레퍼시픽의 유통채널

방문 판매 인력 증강을 통한 적극적인 판매 활로 개척

2.3.1. 높은 매출원가율을 상쇄하는 안정적 방문 판매 구조

2011년 아모레퍼시픽의 채널별 매출비중을 보면 방문판매가 36.6%에 육박한다. 방문판매가 백화점이나 여타 채널에 비해 수수료 등이 적기 때문에 수익성이 가장 높다. 그러나 최근 방문판매 채널이 침체되면서 동사의 국내 실적은 일시적인 타격이 있었다. 하지만 아모레퍼시픽은 한국 화장품시장의 구매 연령과 성별의 특성상 방문판매가 가장 확실한 판매 경로라 생각했기 때문에 방문 판매 인력을 공격적으로 충원하였다. 그 효과는 2012년 2사분기부터 가시화되어 방문판매 실적이 회복세를 보이고 있다.

<표10> 아모레퍼시픽의 방문판매 매출 변동 추이



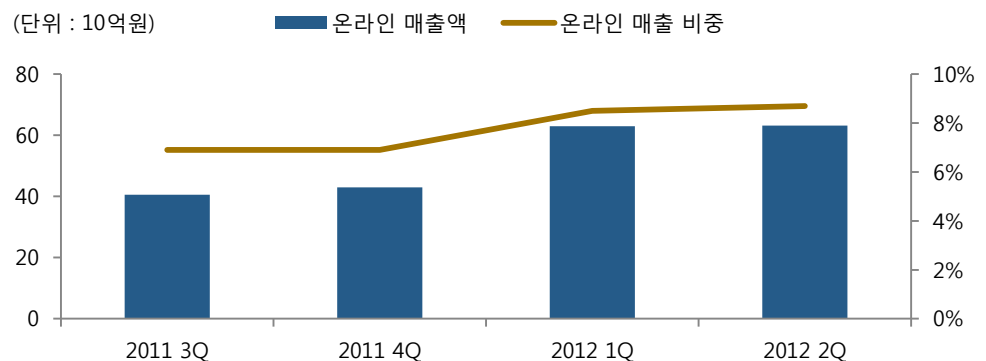
Source: Company Data, Fenero Research

On, Off 라인을 아우르는 유통 시스템 구축

2.3.2. 바야흐로 스마트 시대, 아모레퍼시픽 전용 인터넷 쇼핑몰과 어플리케이션 구축

최신 소비 트렌드에 맞추어 아모레퍼시픽은 온라인 쇼핑몰을 구축하였고 다수의 온라인 구매자를 획득하며 꾸준한 매출성장을 보이고 있다. 또한 스마트폰의 확산에 걸맞추어 아모레퍼시픽 쇼핑몰 모바일 어플리케이션을 선보이기도 하였다. 30-40대의 온라인 구매 비중 및 구매 경험률이 증대하면서 전체 온라인 구매 이용자가 확대될 것으로 예상된다.

<표11> 아모레퍼시픽의 온라인 판매 매출액과 매출비중



Source: Company data, Fenero research

통합 생산 물류 기지로서의 오산 뷰티 사업장 신설

2.3.3. 오산 공장 건설로 인한 유통 시스템 개선

아모레퍼시픽의 생산물류(SCM) 부문은 '고객 접근성 강화', '지속가능한 제품 공급', '글로벌 선도 핵심기술 기반 구축'에 중점을 두고 있다. 오산 공장 및 물류기지를 확보하기 위해 총 202억원의 투자자금이 소요되었으며 이를 통해 아모레퍼시픽은 통합적인 생산 및 유통 시스템을 구축할 수 있었다. 새롭게 선보인 '아모레퍼시픽 뷰티사업장'은 전국 각지에 흩어져 있던 스킨케어 사업장과 메이크업 사업장, 그리고 5개 지역 물류센터를 한 곳에 통합하여 완성한 통합생산물류기지로서, 연 1만 5천 톤의 제조와 1천 5백만 박스의 출하 능력을 갖추고 있는 세계 최고 수준의 통합생산물류기지이다. 그 결과 아모레퍼시픽은 판매, 관리비를 절감하고 유통구조를 개선할 수 있었다.

급변하는 화장품시장의 트렌드에 선도적으로 대응

2.4. 트렌드에 민감한 화장품 시장, Market Leader로서의 아모레퍼시픽

국내 화장품 시장은 각 해마다 눈에 띄는 트렌드가 있었다. 2009년 한방 화장품, 2010년 초저가 화장품, 2011년 명품 모방 중저가 화장품이 바로 그것이다. 아모레퍼시픽은 이 트렌드에 뒤처지지 않고 마켓을 선도해왔다. 2009년 한방 화장품 트렌드에 앞서 최초의 한방 화장품 설화수를 출시함으로써 높은 매출을 달성하였다. 아모레퍼시픽은 뿐만 아니라 경쟁사들에 비해 발빠른 세계 시장 진출을 통해 꾸준한 성장세를 보이고 있다. 특히 중국시장에서 프리미엄 브랜드로 인지도가 높으며, 그 인지도를 이용해 최고가부터 초저가까지 다양한 Product mix로 시장 점유율 늘리는 중이다.

<그림 1> 아모레퍼시픽의 화장품 주요 브랜드



Source : Fenero Research

웰빙과 고령화시대를 맞아 코스메슈티컬 수요가 빠르게 증가

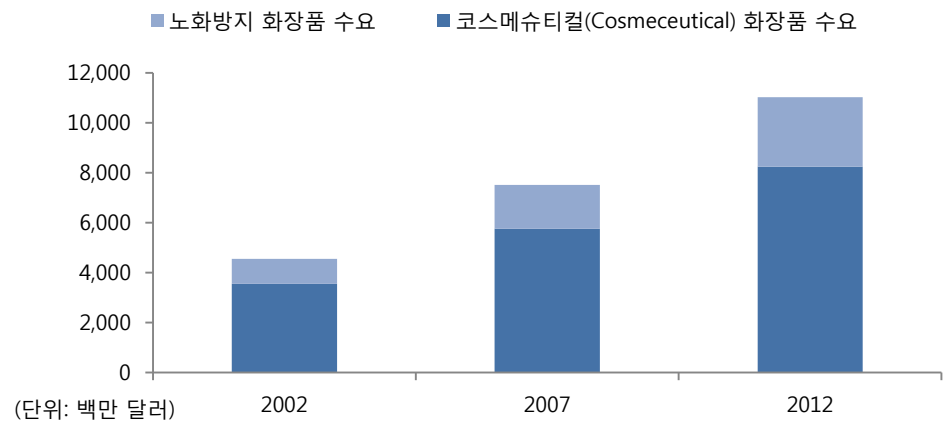
2.4.1. 화장품도 약이다, '코스메슈티컬(Cosmeceuticals)'

아모레퍼시픽은 미래의 화장품 시장 트렌드를 준비하고 있다. 향후의 컨셉은 '코스메슈티컬(제약기술 접목한 화장품)'이라는 견해가 우세하다. 이미 미국과 같은 선진시장에서는 웰빙과 고령화 시대를 맞아 코스메슈티컬 수요가 빠르게 늘어나고 있다. 미국 내 코스메슈티컬 화장품에 대한 수요는 꾸준히 증가하고 있다. 2002년 35억 5800만 달러에서 2007년 57억 6000만 달러로, 2012년에는 82억 4000만 달러에 이르고 있다. 이처럼 코스메슈티컬은 다음 화장품 시장의 주요 트렌드로 자리잡을 것으로 보인다.

우리나라의 경우, 코스메슈티컬의 개념이 이제 막 도입되고 있는 상태지만 한국 내 기능성 화장품에 대한 매출액은 꾸준히 증가하고 있다. 2007년 7734억 원에서 2010년에 1조5186억 원으로 증가하며 연평균 25.2%의 성장률을 보이고 있다. 이런 트렌드에 앞서 아모레퍼시픽은 이미 시중에 코스메슈티컬과 관련된 제품을 판매하고 있다.

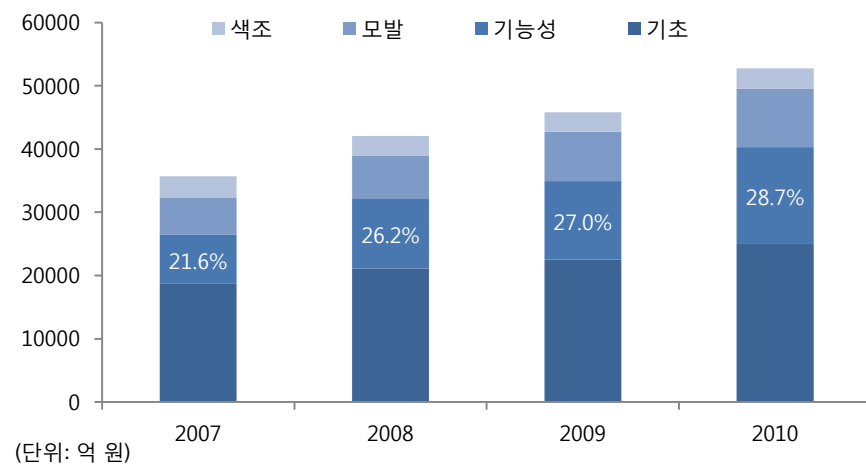
아모레퍼시픽은 아모레퍼시픽 그룹의 자회사인 태평양제약과의 공동 연구를 통해 메디컬 뷰티 브랜드인 '에스테라(AESTURA)'를 2012년 6월 런칭하였다. 병원을 통해서만 판매하는 에스테라는 의약품 이미지를 구축하고 있으며 현재는 태평양 제약의 매출로 인식되고 있다. 급변하는 화장품 시장 트렌드에 선도적으로 대응해왔던 아모레퍼시픽의 패턴에 비추어볼 때, 아모레퍼시픽이 향후 메디컬 뷰티 제품들을 자사의 유통망을 통해 공급하여 매출을 증가시킬 수 있을 것으로 보인다..

<표12> 미국 내 코스메슈티컬(Cosmeceutical) 화장품에 대한 수요



Source: The Freedonia Group, Fenero Research

<표13> 기능성 화장품의 매출액 비중 변화 추이



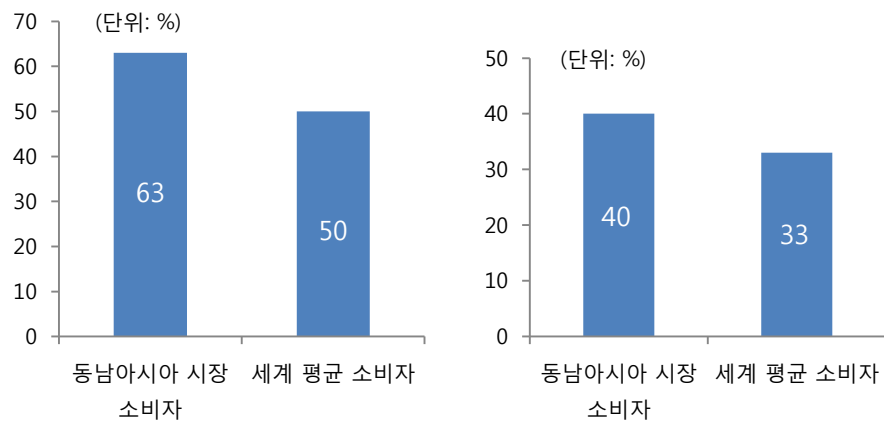
Source: KISLINE, Fenero Research

친환경 자연주의에 부합하는 ‘프리메라’, 백화점 입점을 기점으로 수요증가

2.4.4. 친환경 브랜드 ‘프리메라’

프리메라는 1990년도에 launching된 브랜드로 발아 유기농을 제품 컨셉으로 삼고 있다. 이러한 브랜드 컨셉은 최근 5년 간 가장 급성장하고 있는 친환경, 자연주의에 부합하는 것임에도 불구하고 2011년 아모레퍼시픽의 매출액은 100억원 미만으로 존재감이 미미한 상황이었다. 하지만 방문판매로 (일부 인터넷 판매) 판매 되어온 프리메라는 2012년 3월부터 백화점 입점을 시작함으로써 인지도를 높이고 있다. 앞으로 프리메라에 대한 국내외의 수요는 점점 증가할 것으로 보인다. 이는 국내에는 유기농, 허브, 한방, 유산균 등 친환경적 원료를 사용하는 것이 최근 트렌드이고 아모레퍼시픽의 주요 수출국인 동남아시아에서는 자연주의 및 유기농 제품에 대한 선호도가 높기 때문이다.

<표14> 100% 자연주의 화장품 재료 사용에 대한 선호도(2008)-왼쪽,
유기농 화장품에 대한 소비 의향(2009)-오른쪽



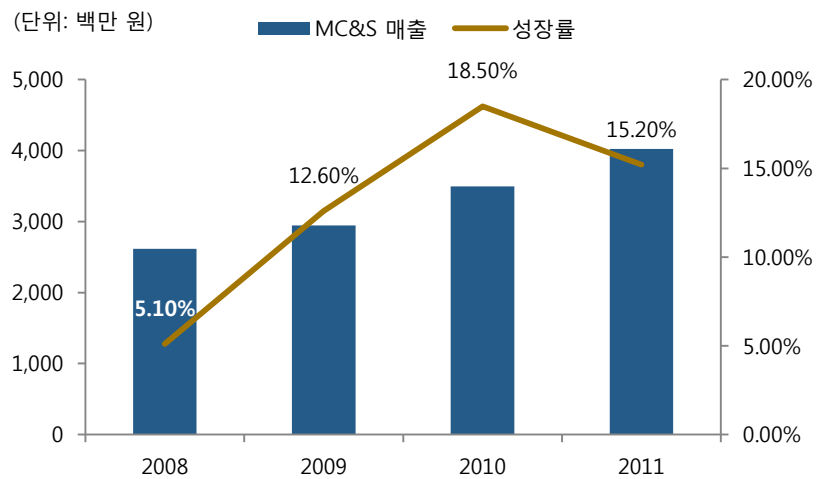
Source: Datamonitor surveys, Fenero Research

2.5. MC & S

MC&S는 아모레퍼시픽의 생활용품 및 녹차를 판매하는 부문으로 녹차매출의 경우 비중이 미미하나, 생활용품 부문은 선전하고 있다.

화장품 부문과 더불어 동사의 MC&S 부문 역시 견고한 매출 성장세를 보이고 있다. 동사 전체 매출액 대비 MC&S 부문 매출 비중은 2011년 기준 약 15%이며, 이는 2010년 대비 소폭 상승하였다. 동 부문 매출의 절대 규모는 4025억원이며 2010년(3493억)에 비해 15.2% 가량 증가하였다. 동사의 제품인 러와 해피바스는 샴푸시장과 바디클렌저 시장에서 각각 선두를 달리며 회사의 수익성 개선을 주도하고 있다.

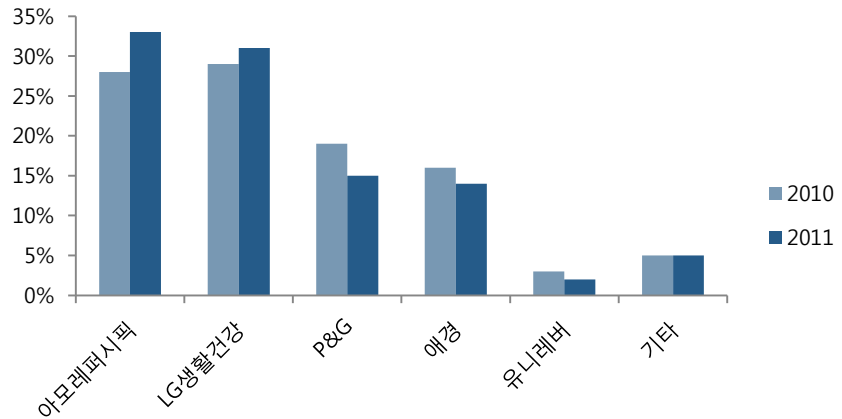
<표15>MC&S 부문매출



Source: Company data, Fenero research

탈모 방지 샴푸로 잘 알려진 동사 제품 '러'의 경우 2011년 샴푸 시장 점유율 18.1%를 달성하며 2010년까지 샴푸 시장의 절대강자였던 엘라스틴으로부터 1위를 탈환하였다. 샴푸 '러'는 최근 탈모에 대한 대중의 관심을 잘 반영한 기능성 샴푸로서 제품 차별화에 성공하였다. 아모레퍼시픽의 다른 샴푸인 '미장센' 역시 샴푸시장 점유율 3위에 자리잡으며 샴푸 시장에서 큰 비중을 차지하고 있다. 동사는 이 두 제품의 활약에 힘입어 헤어케어 시장에서 33.4%의 점유율로 1위를 차지하고 있다.

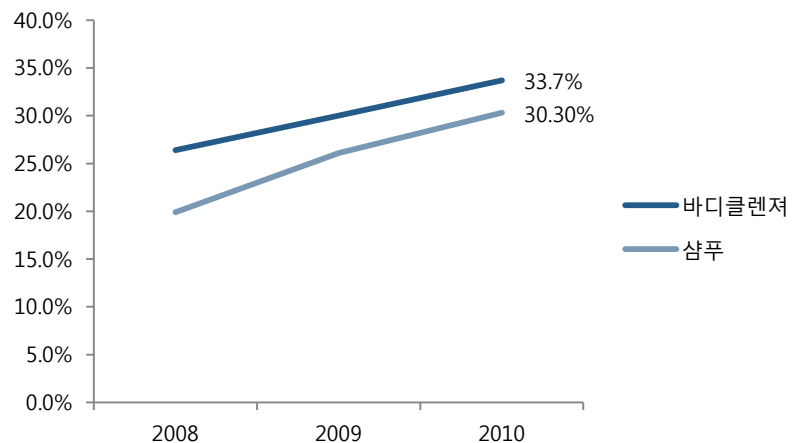
<표16> MC&S 부문 시장점유율



Source: Euromonitor, Fenero Research

바디클렌저 시장에서 동사의 해피바스 바디워시는 지난 2006년 출시 이후 6년 연속 판매 1위를 유지하면서 바디케어 시장의 넘버원 브랜드로 확고한 위치를 다지고 있다. 2010년 해피바스의 시장 점유율은 33.4%로 시장에서 독보적이며, 2011년에도 점유율 1위를 굳건히 하며 매출이 16% 성장하였다.

<표17> 아모레퍼시픽 샴푸 및 바디클렌저 시장점유율



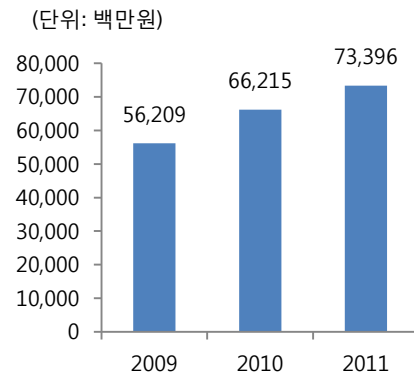
Source: Euromonitor, Fenero research

산업평균을 상회하는 R&D 수준

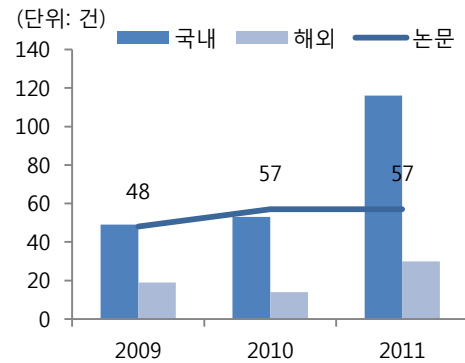
2.6. 세계로 도약중인 아모레퍼시픽의 기술력

아모레퍼시픽의 또 다른 핵심 역량으로는 R&D를 들 수 있다. 아모레퍼시픽은 설립 당시부터 기술 연구에 특히 주력해왔다. 창업 때부터 꾸준히 진행해 온 식물 연구를 통해 한방 미용법 연구에 집중하였고 1997년 최초의 한방 화장품 설화수를 선보였다. 설화수는 현재 중국, 미국, 홍콩뿐만 아니라 싱가포르, 대만, 태국까지 진출하며 아시아 지역 내 럭셔리 브랜드로 자리잡고 있다. 체계적인 아모레퍼시픽의 연구 기반은 아모레퍼시픽의 안정적이고 꾸준한 성장을 보장해 줄 수 있는 핵심 역량이라고 할 수 있다. 아모레퍼시픽의 연구개발비용은 2009년 560억2900만원에서 2010년 662억1500만원으로, 2011년에는 733억9600만원으로 매년 증가하고 있다. 특히 실적 또한 꾸준히 증가하고 있는데 2011년에는 2010년에 비해 특허 수가 2배 이상 증가하였다.

<표18> 연구개발비용



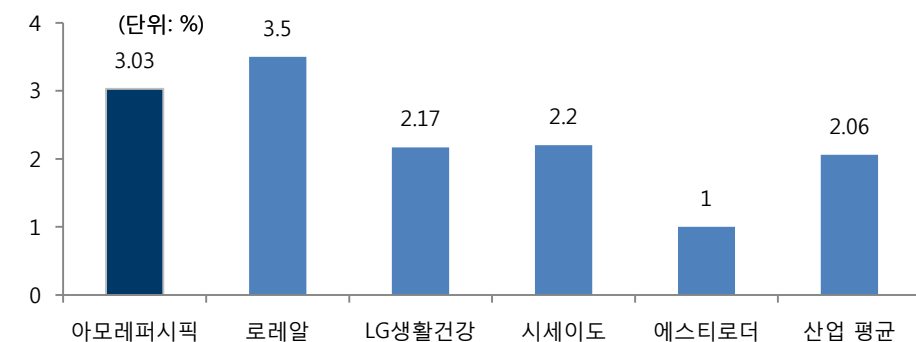
<표19> 연도별 등록된 특허 개수 및 논문 실적



Source: Company IR, Fenero Research

아모레퍼시픽은 매출 대비 연구개발비가 높은 편이다. 아모레퍼시픽의 연구개발비 비중은 선진국 화장품 기업(로레알 3.5)와 비슷한 수준이며 산업 평균을 상회한다.

<표20> 매출 대비 연구개발비 기업별 비교



Source: 한국보건산업진흥원, Fenero Research

**중국 현지인에게 맞는
화장품을 제공하고자 중국
상하이에도 연구단지 구축**

이에 한걸음 더 나아가 아모레퍼시픽은 중국 상하이에 아시안 뷰티 생산 연구기지를 구축하고 있다. 2014년 완공이 목표인 이 생산연구기지는 친환경 생산과 연구, 물류 시스템을 구축하고자 하며 중국 사업 성장을 가속하는 데 도움을 줄 전망이다. 아모레퍼시픽은 상해연구소를 운영하면서 동시에 베이징대와 푸단대, 스촨대 병원 피부과와 함께 중국 여성의 피부특징과 현지 지역, 기후 특성을 고려한 특화제품 개발에 주력하고 있다. 상해 생산 및 연구기지는 급격히 성장하는 중국 시장에 대응력을 높이고 중국 사업 가속화할 수 있는 튼튼한 기반이 되어 아모레퍼시픽의 중국 시장 매출의 성장에 큰 기여를 할 수 있을 것으로 보인다.

Ⅲ.아모레퍼시픽 in the World

투자포인트 하나!

성장하는 해외시장

아모레매출의 12%를 차지하고 있는 해외매출은 순조로운 성장세를 보이고 있다. 프랑스를 시작으로 미국, 중국 그리고 동남아 지역으로 진출영역을 점차 넓혀가고 있으며, 해외부문의 매출성장률은 지난 5년간 24%를 기록하였다.

투자포인트 둘!

기회의 땅 중국, 화장품시장의 춘추전국시대 - 난세영웅은 아모레!

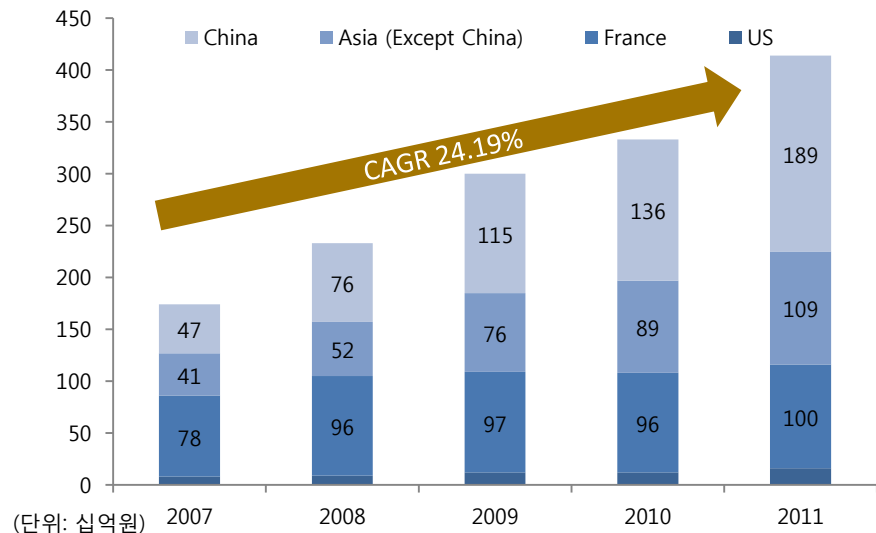
중국의 경제성장과 발맞추어 중국의 화장품 시장 또한 양적, 질적인 성장을 보이고 있다. 마켓선도기업의 시장점유율이 15%에 불과한, 독보적인 마켓리더의 부재상황에서 같은 동양문화권의 기업인 아모레퍼시픽은 유리한 주자이다. 특히 지속되어 오고 있는 한류붐, 중일관계의 악화에 따른 반일정서와, 2014년 완공계획의 중국생산공장은 주목할 만한 호재이다.

투자포인트 셋!

부상하는 동남아시아, 중국만큼이나 매력적

인도네시아, 말레이시아, 태국, 베트남 등지의 동남아시아의 경제는 급속도로 성장하고 있다. 경제적, 문화적으로 중국과 많은 유사성을 공유하는 동남아시아 시장은 아모레퍼시픽에게 있어 또 다른 기회의 땅이다.

<표21> 아모레퍼시픽의 해외 매출 국가별 비중



Source: Company Data, Fenero Research

프랑스에서의 성공은 글로벌화의 지름길

3.1. 아모레퍼시픽의 글로벌 전략, 현지화

아모레퍼시픽(태평양)은 1945년 창립 이후 현재까지 국내 화장품업계에서 1위를 지키고 있다. 현재는 유럽을 비롯하여 북미, 아시아 지역을 총괄하는 판매 법인을 설립하여 운영해 오고 있다. 아모레퍼시픽이 이렇게 성장할 수 있었던 것은 1997년 당시 프랑스 화장품 시장에서 성공적인 해외 진출 전략이 있었기 때문이다.

화장품의 본고장인 프랑스에 진출하여 입지를 구축하는 것은 아시아 기업으로서 큰 성공으로 볼 수 있다. 동시에 EU라는 거대 시장 공략과 세계 시장 진출의 근거지를 마련한다는 점에서 대단히 중요한 전략적 의미를 지닌다. 세계 시장 진출의 근거지를 마련한 아모레퍼시픽은 이에 뒤이어 중국, 동남아시아 시장 등 국제화 전략을 구사하기 시작한다. 아모레퍼시픽의 해외부문의 성장은 아모레퍼시픽의 key 성장동력이 되고 있다.

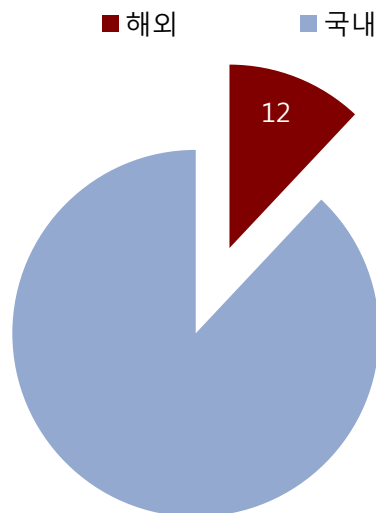
3.1.1. 아모레퍼시픽의 해외 시장

아모레퍼시픽의 전체 매출 중 해외 매출 비중은 12%를 차지하고 있으며, 현재 중국, 프랑스, 미국, 일본, 홍콩, 싱가포르, 베트남, 타이완, 태국 등에 진출해 있다.

2011년의 중국 매출은 1,890억원, 중국을 제외한 다른 아시아 국가의 매출 1,090억원, 프랑스가 1,000억원을 차지하고 있다. 중국, 아시아(중국 제외), 프랑스, 미국 4개국 매출의 연평균 성장률은 24%에 이르고 있다. 특히 중국 매출의 연평균성장률은 42%에 이르고 있다.

<표22> 아모레퍼시픽의 국내, 해외 매출 비중

(단위: %)



Source: Company Data, Fenero Research

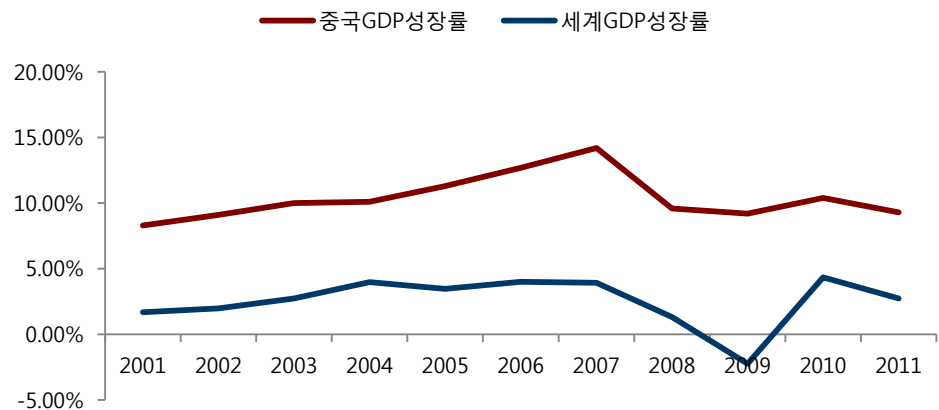
3.2. 중국 화장품 시장 현황

중국 화장품 시장은 급격히 성장하고 있다

아모레의 해외매출에서 중국이 차지하는 비율은 2012년 2사분기 기준으로 해외 매출의 62%로 672억을 달성했다. 이는 전년 대비 49%성장한 수치로 앞으로도 중국 경제와 화장품 시장을 살펴보면 앞으로도 이러한 고성장은 계속 될 것으로 보인다. 중국 경제는 지속적으로 높은 성장을 하고 있다. 세계경제의 불황 속에서도 상승세가 조금 꺾이긴 했지만, 여전히 10%의 정도의 GDP 성장률을 유지하고 있다. 자연스럽게 중국 국민들의 소득도 꾸준히 상승하였고 이는 중국 국민들의 구매력 상승을 가져왔다. 특히 중국 여성의 경제활동 참가율도 70%를 달성하며 여성의 소득 수준이 크게 향상되었다. 이에 따라 중국 화장품 시장 또한 가파르게 성장을 하고 있다.

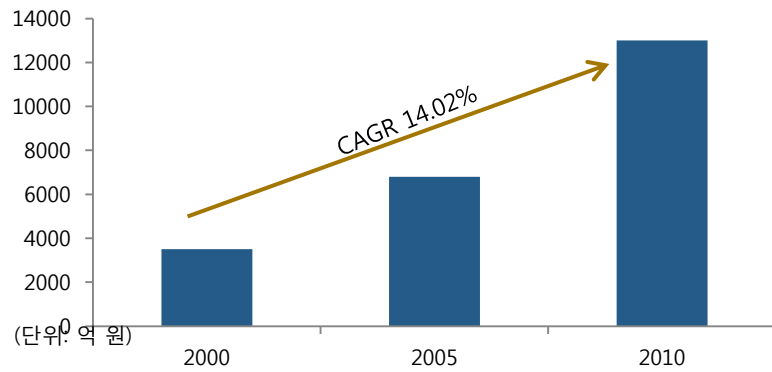
중국 화장품 시장 매출액 규모는 2011년 기준 2,000억 위안을 달성하며 미국, 일본에 이은 세계 3대 화장품시장의 지위를 공고히 했다. 중국은 2001년-2010년 중국 화장품 매출액 규모는 5배의 성장을 기록하였으며, 연평균 15%~20% 높은 성장률을 유지하고 있다. 특히 프리미엄 브랜드와 같은 고가 화장품 시장의 높은 성장이 두드러졌다. 1인당 화장품 소비액과 화장인구 등이 여타 국가 대비 낮은 수준에 머물러 있으며 이러한 상황은 중국 화장품 시장이 높은 잠재력을 가지고 있다는 것을 보여준다. 이런 중국 화장품 시장의 성장성을 반증하듯이 아모레퍼시픽의 중국 매출은 크게 성장하고 있으며 매출 성장률도 높게 유지하고 있다.

<표23>중국과 세계 GDP 성장률비교



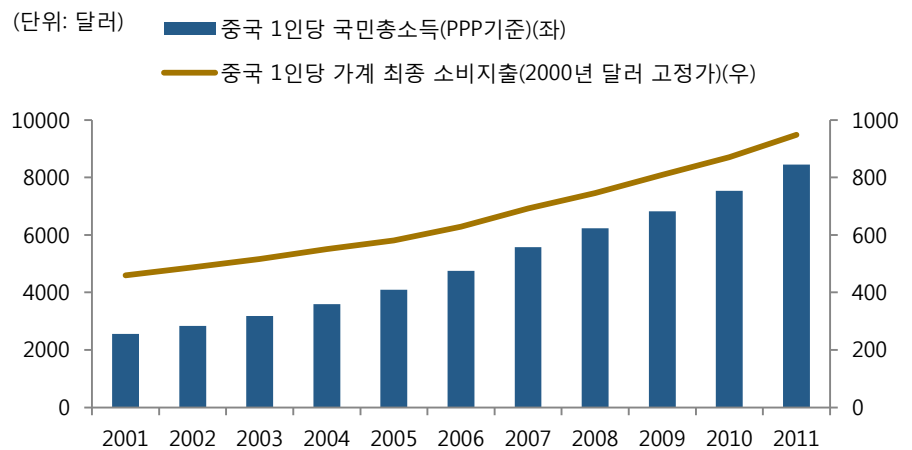
Source: World Bank, Fenero Research

<표24>중국여성 소득추이



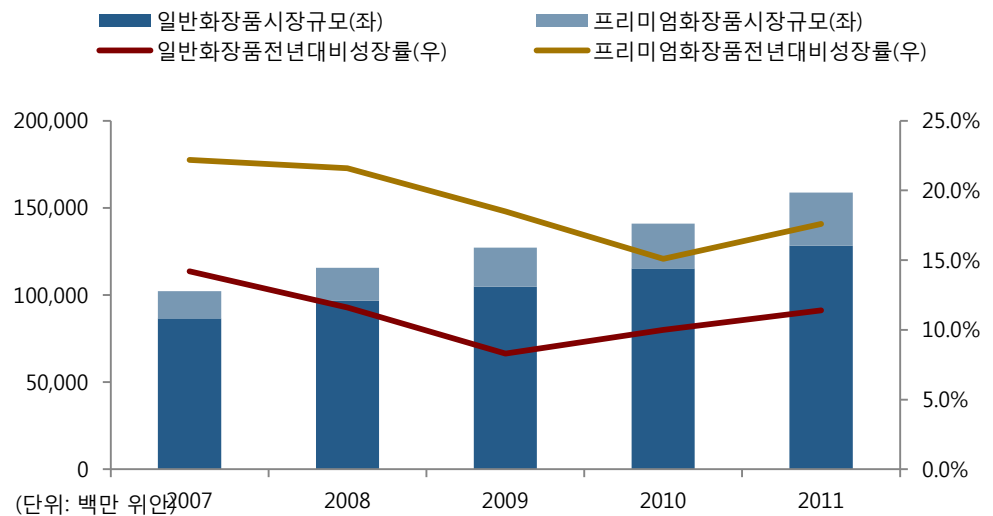
Source: BCG, Fenero Research

<표25>중국 1인당 소득 및 소비증가



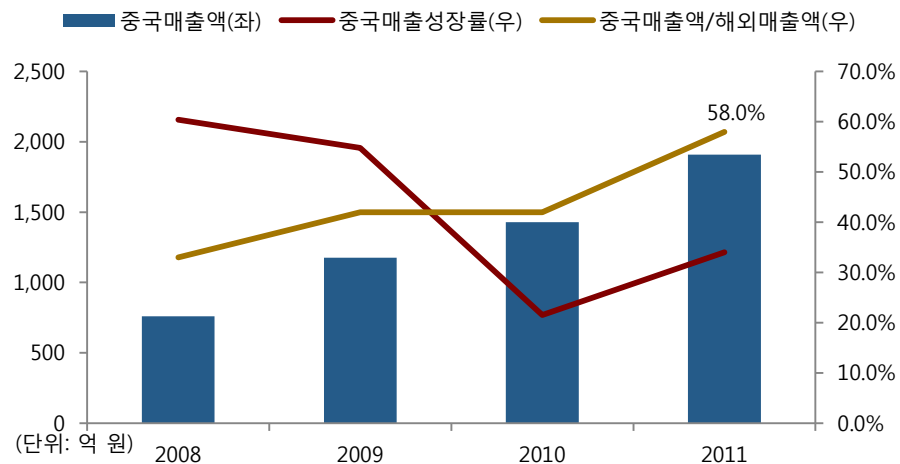
Source: World Bank, Fenero Research

<표26>중국화장품시장성장률



Source: 대한화장품산업연구원, Fenero Research

<표27>아모레퍼시픽의 중국 매출



Source: Company data, Fenero Research

3.2.1 중국 화장품 시장 진출은 아모레퍼시픽의 해외사업에 핵심이다

현재 중국 화장품 시장은 P&G, 로레알, 시세이도 등의 수입 브랜드가 대부분을 차지하고 있다. 그러나 1, 2위 기업인 P&G와 로레알 만하더라도 시장 점유율이 10%대에 머물러 있으며, 4위 업체부터는 5%미만의 시장점유율에 머무르고 있다. 즉 독/과점적인 영향력을 행사하는 시장 지배자가 없는 중국 화장품 시장 상황은 위의 글로벌 기업들보다 후발주자로 중국 화장품 시장에 진출한 아모레퍼시픽의 중국사업 성공에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다. 즉, 중국 화장품시장은 무한한 가능성을 가지고 있고 아모레퍼시픽은 중국시장을 성장 동력으로 삼을 수 있을 것으로 보인다.

<표28> 중국 화장품 시장 내 점유율 순위

(단위: %)

| 업체 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 1. P&G | 19.6 | 19.2 | 18.5 | 17.4 | 16.8 | 16.4 | 15.8 |
| 2. L'Oreal Groupe | 6.4 | 6.8 | 7.8 | 9 | 9.7 | 10.6 | 11 |
| 3. Shiseido Co Ltd | 3 | 3.8 | 4.4 | 4.7 | 5 | 5.4 | 5.4 |
| 4. Unilever Group | 5.2 | 4.7 | 4.3 | 4.5 | 4.4 | 4.4 | 4.5 |
| 5. Amway Corp | 4.4 | 3.7 | 3.6 | 4.1 | 4.3 | 4 | 3.9 |
| 6. Colgate-Palmolive Co | 3.9 | 3.8 | 3.6 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| 7. Mary Kay inc | 1.9 | 2.1 | 2.2 | 2.4 | 2.9 | 3.1 | 3.2 |
| 8. Beiersdorf AG | 0.7 | 0.8 | 2.9 | 3 | 3.1 | 3.1 | 2.9 |
| 9. Johndon & Johnson Inc | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.9 | 2.6 | 2.5 | 2.4 |
| 10. Shanghai jahwa Co Ltd | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 11. Jala (Group) Co Ltd | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.8 | 1.3 | 1.4 | 1.6 |
| 12. Jiangsu Group Co Ltd | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 13. Estee Lauder Cos Inc | 0.7 | 0.8 | 1 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.4 |
| 14. Henkel AG & Co KGaA | 0.7 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 1.2 |
| 15. Avon Products Inc | 3.2 | 2.8 | 3.1 | 3 | 2.7 | 1.6 | 1.1 |
| 16. AmorePacific Corp | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.9 | 1 |
| 17. Kao Corp | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1 |
| 18. LVMH Louis Vuitton | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 19. Coty Inc | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.8 | 0.8 |
| 20. Yunnan Baiyao Group Co Ltd | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.8 |
| Others | 43.2 | 42.7 | 39.6 | 36.7 | 35.4 | 34.6 | 34.5 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Source: Euromonitor, Fenero Research

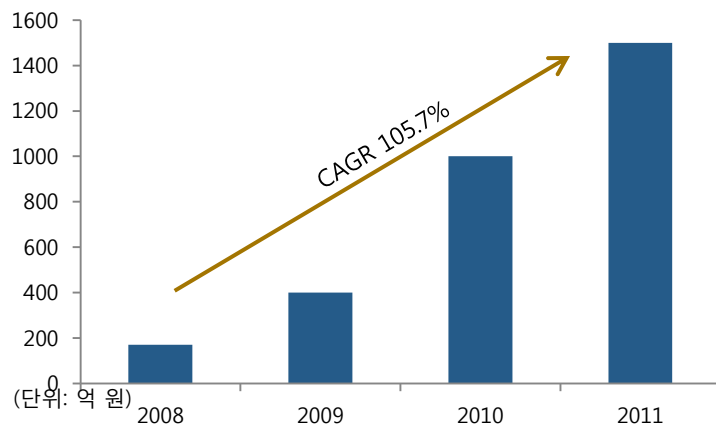
위에서 언급한 시장상황 이외에도 아모레퍼시픽의 중국 화장품 사업에 호재로 작용할 다른 많은 요인들이 있다. 그 요인으로 첫 번째는 중국에 거세게 부는 한류열풍에 의한 시너지 효과를 기대할 수 있다는 것이다. 두 번째로는 아모레퍼시픽이 보유한 넓은 브랜드 라인업이다. 세 번째는 중국에 진출한 여러 글로벌 기업과는 달리 같은 인종으로써 같은 문화권에 있다는 점이다. 이에 더불어 중국 정부가 시행하고 있는 경제정책도 아모레퍼시픽의 매출에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다.

한류열풍에 힘입어
아모레퍼시픽의 중국
매출이 매출이 크게
증가하고 있다

3.2.2. 한류 열풍에 따른 화장품 매출 증대

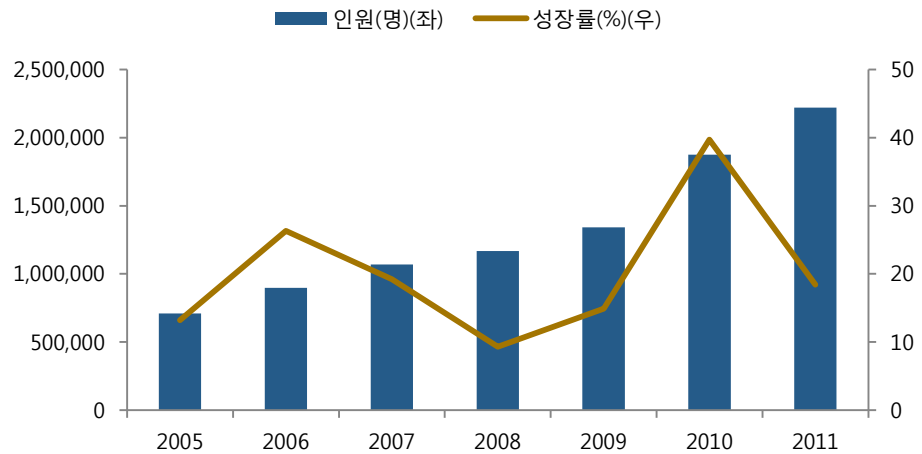
최근에 들어 전세계에 불고 있는 한류 열풍은 특히 아시아 지역에서 더욱 강하게 일고 있다. 중국은 한류열풍이 불고 있는 대표적인 나라이다. 음악, 영화, 드라마 등을 통해서 한국의 문화가 중국에 확산되고 있고, 화장품 산업 역시 문화산업의 일종이므로 한류의 영향을 많이 받는 산업으로 볼 수 있다. 온라인 경매업체인 이베이의 해외수출의 급성장을 이끈 것도 화장품이었다. 아모레퍼시픽의 중국 매출의 증가는 아모레퍼시픽 화장품의 질적 향상을 때문이기도 하겠지만 한류열풍에 의한 시너지 효과도 상당한 영향을 끼친 것으로 보인다. 아모레퍼시픽은 한류열풍으로 인해 마케팅 비용 역시 절감할 수 있었다. 초기에 시장에 진출할 때 브랜드 이미지를 형성하기 위해 막대한 비용이 드는 마케팅 및 광고 비용을 한류열풍을 통해 자연스럽게 절감할 수 있었고 타 글로벌 화장품 기업들에 비해 보다 더 중국 소비자들에게 친근하게 다가갈 수 있었다. 또한 한류열풍에 의해 늘어난 중국 관광객들 덕분에 아모레퍼시픽의 면세점 매출도 크게 증가했다. 아모레퍼시픽의 국내 면세사업 매출은 연평균 25% 가량 성장하며 사상 최고치를 기록하는 중이다. 면세점에서 중국인 관광객들이 줄을 서서 구매하는 설화수, 라네즈 등 대표 브랜드의 활약에 힘입어 9월까지 면세사업매출이 2,000억을 넘어섰으며, 아모레퍼시픽의 올 연말까지 면세사업매출액은 3,000억원을 돌파할 것으로 예상된다. 고 있다. 면세사업이 급성장하는 가장 큰 요인은 단연 한류열풍에 의한 중국인 고객의 증가로 보인다.

<표29>이베이를 통한 해외수출



Source: eBay Korea, Fenero Research

<표30> 중국인 관광객의 증가



Source: Tourgo, Fenero Research

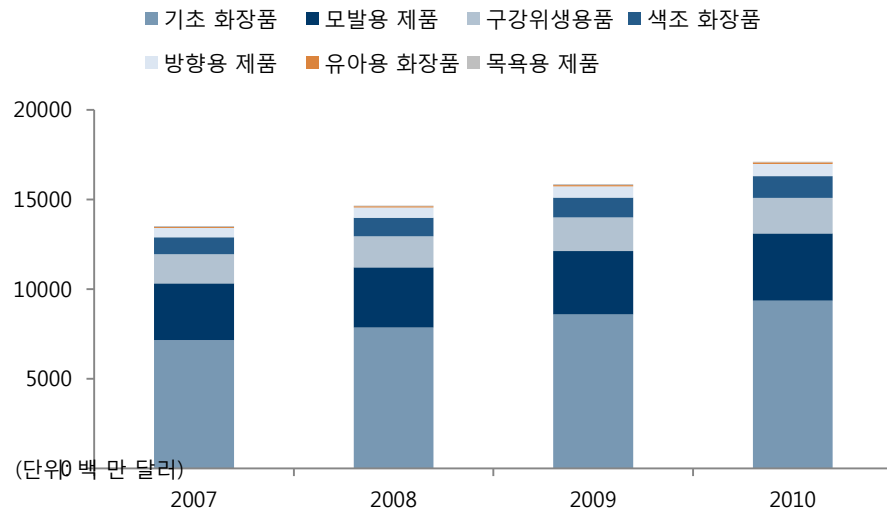
아모레퍼시픽은
세분화되고 다양
해진 중국 화장품
시장을 충분히
커버할 수 있을
만큼 다양한
브랜드와 제품
을 가지고 있다

3.2.3 다양한 브랜드 보유

과거와는 달리 현재의 중국 화장품 시장은 젊은 여성 이외에 다양한 수요자가 생기면서 시장 세분화가 빠르게 진행되고 있다. 소득수준이 높은 1선 도시들은 고가 브랜드에 대한 수요가 높아지고 있지만, 그보다 소득이 낮은 2,3선 도시에서는 중저가 브랜드에 대한 수요가 집중되고 있다. 또한 성별과 나이에 구애되지 않고 화장품의 수요는 증가하고 있다. 중국의 남성 화장품 시장은 2010년에 전년대비 40% 성장을 이루는 등 폭발적인 성장세에 있다. 어린이와 노인 화장품 시장도 점점 그 수요가 늘고 있다. 어린이 화장품 시장은 중국의 소득수준이 향상되고 미에 대한 관심이 늘면서 점점 빠르게 증가하고 있다. 특히 젊은 부모들이 자녀를 위해 단순히 세정제, 로션뿐만이 아니라 미백, 자외선 차단, 알레르기 방지 등의 화장품을 많이 찾으면서 기능성 화장품 위주로 성장하고 있다. 실버 화장품 시장도 중국의 노령화가 빠르게 진행되면서 점점 성장하고 있다.

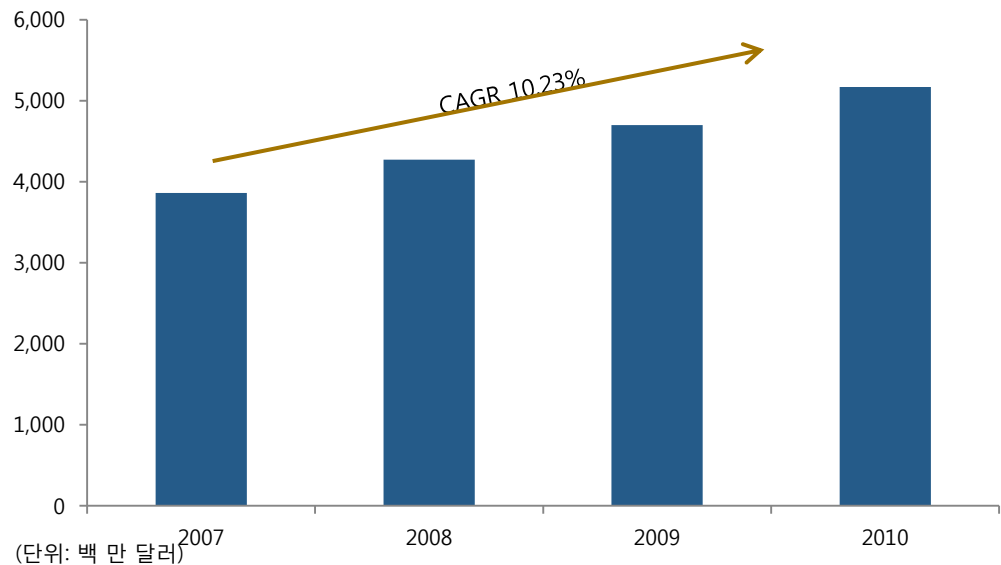
실버 화장품 시장은 주름방지, 보습, 안티에이징 화장품과 같은 기능성 화장품이 주류를 이루고 있다. 이렇게 중국 내 화장품 시장이 세분화되고 변화하고 있는데 소수의 브랜드만을 가지고 있는 기업은 다양한 고객의 needs를 충족시키지 못하고 곧 경쟁에서 도태될 것이다. 하지만 아모레퍼시픽은 설화수, 라네즈, 마몽드, 이니스프리, 등 고가에서 저가까지 고객 소득에 따른 맞춤 브랜드 라인업을 가지고 있으며, 스킨케어와 같은 기초화장품부터 안티에이징, 미백, 주름개선 등의 기능성 화장품 까지도 보유하고 있다. 따라서 아모레퍼시픽의 넓은 브랜드 coverage는 많은 중국 소비자들을 만족시켜 아모레 제품에 대한 충성도를 높이고 아모레퍼시픽만의 브랜드가치 형성에도 기여할 것이다. 그리고 이렇게 형성된 브랜드 가치는 파급 효과를 일으켜 이 후에 아모레퍼시픽이 새로운 브랜드를 출시할 경우 그 브랜드가 안정적으로 자리를 잡게 하는데 큰 역할을 할 것이다.

<표31>중국화장품시장구조



Source: Datamonitor Personal Care Market Data, Fenero Research

<표32>중국항노화(안티에이징) 시장규모



Source: Datamonitor Personal Care Market Data, Fenero Research

아시아 브랜드 아모레퍼시픽은 같은 문화권에 있는 중국 시장에 진출하기 용이하다

3.3.4. 같은 인종, 같은 문화권

중국 화장품 시장은 시세이도를 제외하면 대부분 서양 글로벌 화장품 기업들이 상위권을 차지하고 있다. 아모레퍼시픽이 이들 기업보다 우위에 있는 점은 같은 문화권에 속해 있고 동일한 피부색을 가지고 있다는 것이다. 중국과 한국은 같은 문화권에 속해 있기 때문에 서로 미에 대한 관점과 제품에 대한 욕구가 비슷하다. 예를 들어 유기농 제품에 대해서 서양보다 각별한 관심을 보이며 한방 화장품에 흥미를 가진다. '설화수'는 브랜드의 이름만으로 중국

인에게 좋은 이미지를 얻는데 성공하여 고가브랜드 이미지를 형성할 수 있었다. 또한 같은 피부색을 가지고 있기 때문에 화장품을 연구하고 개발하기 위한 R&D 투자에 있어서도 서양 글로벌 기업들에 비해 유리하다고 볼 수 있다.

같은 피부색을 연결고리로 하여 아모레퍼시픽의 기초화장품은 타기업에 비해 경쟁력을 갖출 수 있으며, 기초화장품이 50%를 넘게 차지하고 있는 중국 화장품 시장에서 아모레퍼시픽의 성장 가능성은 상당히 높다고 볼 수 있다. 또한 같은 동양권 일본기업인 시세이도는 2010년-2011년 중국 시장 점유율이 보합 상태에 있으며 최근 들어 중국에 이는 거센 반일감정은 시세이도의 매출에 악영향을 미칠 것으로 보인다. 지난 9월 반일시위가 일어나자 중국 내 시세이도 매장은 곧바로 시위 타겟이 되었고 아직도 6,000여개의 매장 중에서 250개의 매장은 개점을 못하고 있다. 이에 따라 비슷한 포지션에 위치하고 있는 아모레퍼시픽의 매출은 반사이익으로 상승할 것으로 보인다.

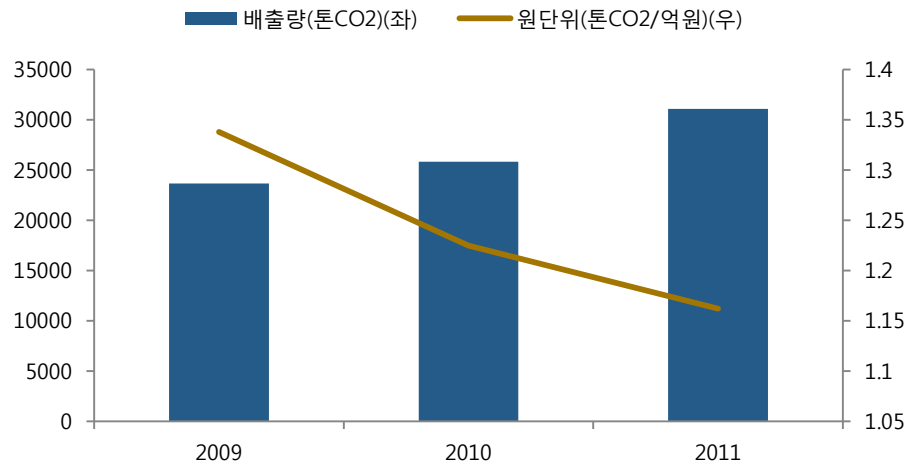
중국의 경제정책은 아모레퍼시픽의 성장에 가속도를 더할 것이다

3.2.4. 중국 정부의 경제정책에 따른 외부효과

이번 년 말에 중국 정권이양이 마무리되면 중국의 본격적인 12차 경제개발 5개년 계획이 실행될 예정인데 이번 5개년 계획의 핵심은 임금인상을 통한 내수확대, 저탄소성장, 민생개선 등이다. 중국은 높은 경제성장을 이루기 위해 성장만 중시한 결과 환경오염과 에너지 부족 문제에 직면하게 되었고 중국의 대기오염도는 미국의 2배, 세계보건기구의 권장치보다 5배나 초과하게 되었다. 이를 낮추기 위해 중국 정부는 강력한 환경규제 정책을 실시하였다. 이에 따라 중국에 진출한 기업들은 강도가 심해진 중국의 환경규제기준에 따라 기존의 오염물질 배출량을 시급히 조정해야만 하게 되었다. 이에 반해 아모레퍼시픽은 자사의 경영철학인 지속가능경영을 지키며 예전부터 온실가스배출감축, 자원절약 등 친환경경영을 실천해왔기 때문에 이러한 규제 때문에 중국 사업에 있어서 문제가 생기는 일은 없을 것으로 보이며 따라서 타사에 비해 또 다른 경쟁력을 갖출 수 있게 되었다.

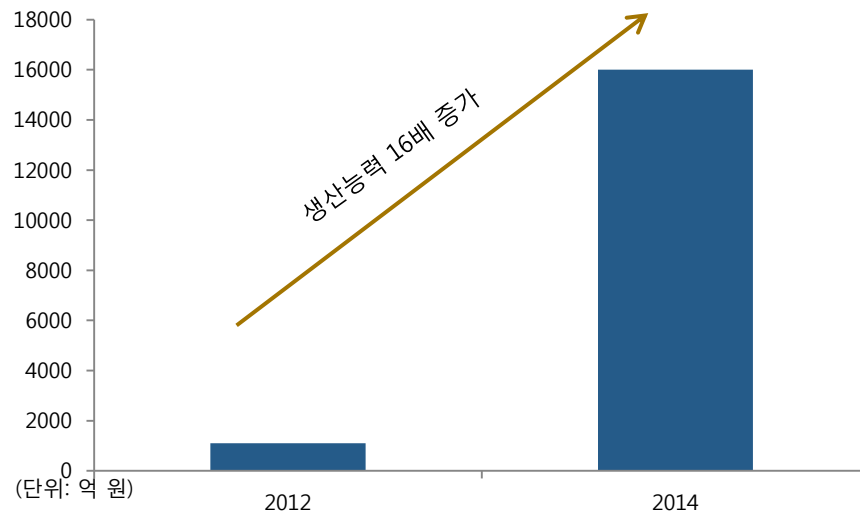
또한 주민소득증대에 따른 소비증가로 내수시장 규모가 크게 성장하면서 한국의 중국에 대한 내수시장 지향형 수출은 크게 증대될 것으로 기대된다. 특히 농촌주민, 중산층의 소비가 늘어나 의류, 화장품, 여행, 건강 등 생활관련 소비가 크게 증가됨에 따라 아모레퍼시픽의 중국수출도 탄력을 받을 것이다. 수출뿐만이 아니라 중국 내 현지 매출도 늘어날 것으로 보인다. 아모레퍼시픽은 2014년에 완공예정인 생산능력 1.6조원에 해당하는 생산공장을 중국 상하이에 갖추며 중국에서 가격경쟁력과 시장대응력 면에서 경쟁력을 보유할 수 있게 되었다. 아모레퍼시픽이 중국 상하이에 건설하는 생산기지는 저가화장품 전용 생산 공장으로서 중국의 중산층의 소득이 증가함에 따라 최근에 일고 있는 중국의 중저가 화장품 붐을 고려한 상당히 성공적인 투자라고 판단된다.

<표33>아모레퍼시픽의온실가스배출량



Source: Company data, Fenero research

<표34>아모레퍼시픽상하이공장생산능력



Source: Company data, Fenero research

3.3. 동남아시아, 중국에 이은 제2의 성장시장

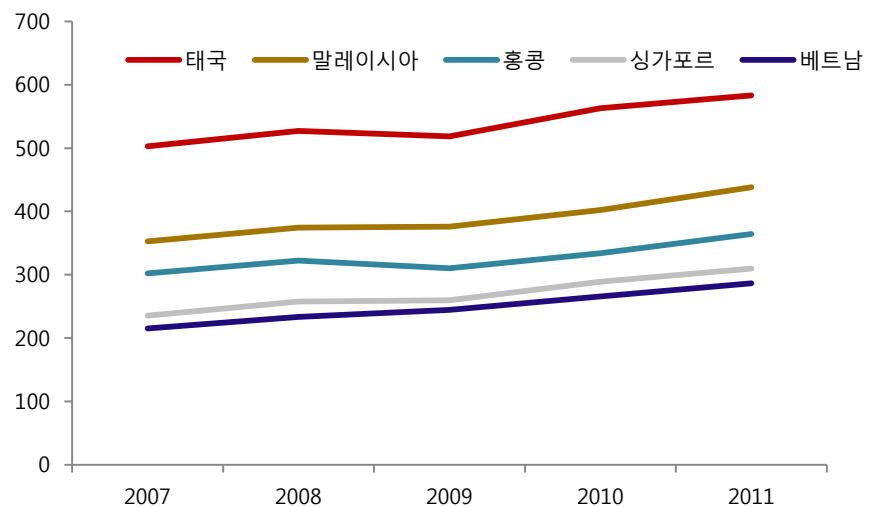
3.3.1 중국, 인도만 있는 게 아니다, 신 중산층 형성

인도네시아, 말레이시아, 태국, 베트남 등의 동남아시아 국가에서 신 중산층이 형성되면서 이들이 아시아의 새로운 성장동력으로 떠오르고 있다. 동남아시아 국가들의 PPP 기준 국민총소득은 꾸준히 늘고 있다. 동남아시아 국가(태국, 말레이시아, 홍콩, 싱가포르, 베트남)의 국민총소득은 7.2%의 연평균 성장률을 보이고 있다.

젊은 인구가 많고 고급 제품이나 명품 소비에 거부감이 없는 인도네시아, 말레이시아, 태국, 베트남 등 동남아시아 4개 신흥국 신중산층의 부상이 주목받고 있다. 아시아개발은행(ADB)에 따르면 이 네 나라의 중산층은 1990~2008년 1억 8670명이나 늘었다. 이들 나라의 평균 국민 소득은 낮아도 신중산층은 고급승용차, 명품 등을 소비할 수 있는 충분한 구매력을 갖추고 있다. 아세안지역의 주요 도시는 국민소득수준이 높기 때문에 화장품시장 확대는 필연적이다. 특히 이러한 아세안지역에도 한류가 큰 영향을 미치고 있기 때문에 한국 화장품 브랜드의 진출이 용이하다..

<표35> 동남아시아 국가들 PPP(구매력평가지수) 기준 국민총소득

(단위: 십억 달러)



Source: World Bank, Fenero Research

중국 시장에서 성공을 거둘수록 동남아시아 시장에서의 성공할 확률도 높아져

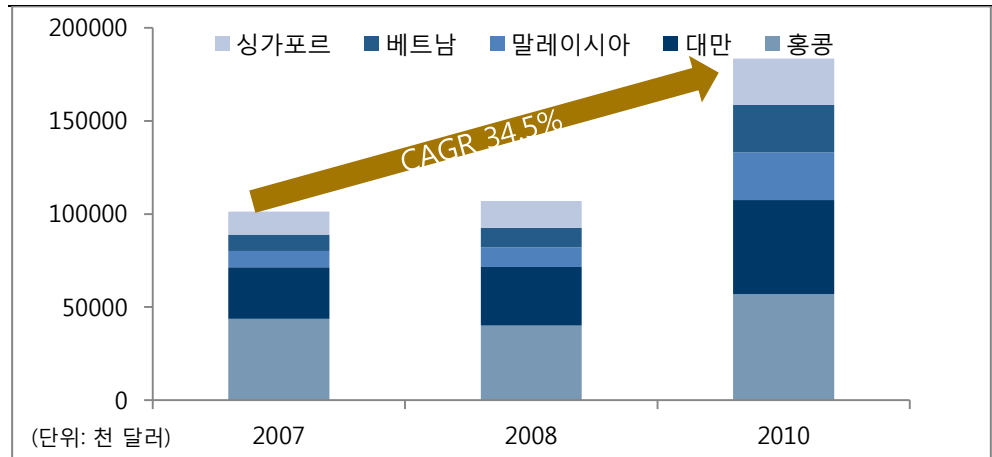
3.3.2. 소수 도시 중심, 화교 자본을 바탕으로 중화경제권을 형성

동남아시아 국가에서 상위 1~2개 도시의 국가 내 GDP 비중 평균은 47%로써, 경제 발전 및 주요 소비상권 형성은 소수의 도시 중심으로 일어난다. 특히 필리핀은 수도 마닐라의 비중이 78%로써 1개 도시가 국가 전체의 시장을 형성한다. 이처럼 동남아시아 국가는 도시 집중도가 높은 편이다.

또한 아시아에는 전세계 화교 인구의 75%인 2.9천만명의 화교가 거주하고 있다. 특히 동남아시아 5개국 (인도네시아, 태국, 말레이시아, 필리핀, 베트남)에 전체 아시아 화교의 81%가 거주하고 있다. 동남아시아 화교는 지역 전체 인구의 7%인 2700만 명에 불과하나 아세안 주요 상장기업의 50~80%를 소유하고 있으며 대외무역의 40%를 장악하고 있다. 화교의 막강한 경제력을 바탕으로 동남아시아 국가는 중국/홍콩/마카오/대만의 연장선상에서 중화공동체를 형성하게 된 것이다. 따라서 중국 시장에서 성공을 거둘수록 동남아시아 시장에서의 성공할 확률도 높아진다고 볼 수 있다.

중장기적 관점에서 중국에서의 성장을 기반으로 한 아시아지역으로의 확장은 아모레퍼시픽의 새로운 성장동력으로 작용할 것이다. 중국을 포함한 동남아시아 시장은 '아시아'라는 동일한 문화권에 소속되어 문화적 공감대 형성이 쉽다는 점, 아시아 소비자에 대한 상대적으로 높은 이해도 등의 이점을 잘 활용할 수 있는 잠재력 있는 시장이라고 할 수 있다. 아모레퍼시픽의 동남아시아 화장품 수출액은 2007년 1억 137만 4천 달러에서 2010년 1억 8348만 4천 달러로 증가하였으며, 34.5%의 연평균 성장률을 보이고 있다.

<표36> 화장품 주요 수출국 현황 (2007년-2010년)



Source: 의약품수출입협회, Fenero Research

아모레퍼시픽은 중국과 더불어 동남아시아에도 명품 브랜드로 성장할 잠재력 커 보인다. 미백기능 등과 같은 동양권 피부에 대한 유리한 제품, 한류와의 시너지 등을 감안하면 라네즈, 마몽드, 설화수 등의 브랜드가 동남아시아 시장에서 성장할 잠재력이 크다고 볼 수 있다. 뿐만 아니라 동남아시아 시장은 자연주의적인 재료 및 제품에 대한 선호도 및 유기농 화장품에 대한 소비의향이 더 높은 편이다. 따라서 아모레퍼시픽이 유기농, 자연주의적 제품을 통해 동남아시아 시장을 공략한다면 높은 매출을 기대할 수 있을 것이다.

IV. VALUATION

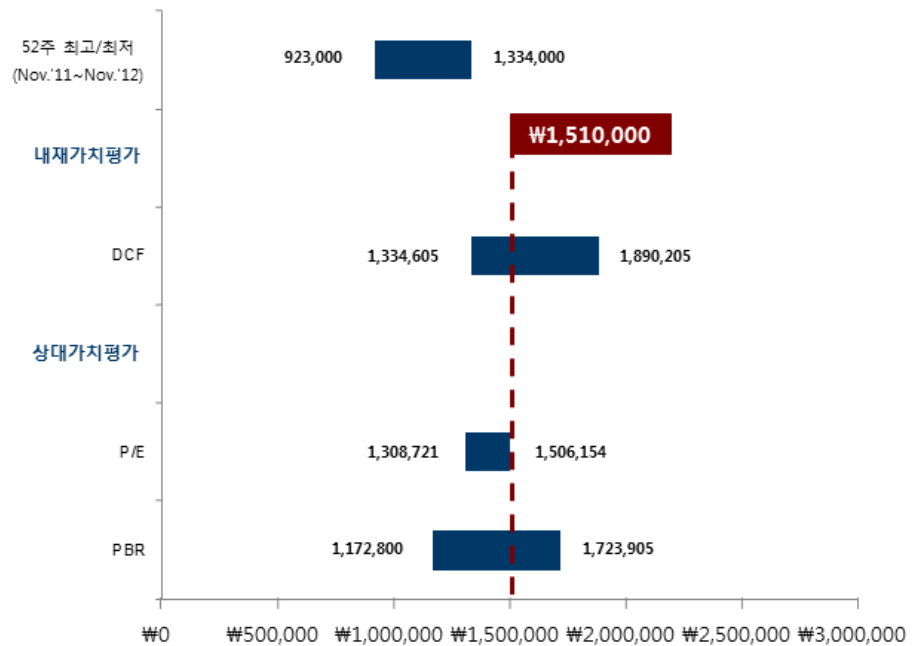
4. OVERVIEW

12개월 목표 주가
1,510,000원 제시, 현주가
대비 25% 상승 여력

본팀은 아모레퍼시픽의 목표 주가를 추정하기 위해 내재가치법, 상대가치법을 둘 다 사용하였다. 두 방법의 비교를 통해 조금 더 합리적인 목표주가를 내고자 함이다. 내재가치평가법인 현금흐름할인모형(DCF)과 상대가치법인 PER와 PBR 배수법을 사용하였다. 추정 결과, 아모레퍼시픽의 12개월 목표 주가 1,510,000원을 제시한다. 이는 2012년 11월 7일 주가 대비 25% 상승여력이 있다.

현금흐름할인모형을 통하여 목표주가를 구하고 민감도 분석을 통하여 목표주가 범위 1,334,605 - 1,890,205원을 산출하였다. 또한 PER, PBR을 통하여 목표주가범위 1,308,721 - 1,506,514, 1,172,800 - 1,723,905원을 산출하였다 세가지 방법으로 구한 목표주가범위의 비교를 통하여 목표주가를 추정하였다. 12개월 목표주가인 1,510,000원은 29%의 상승여력이 있다.

<표37> Valuation 종합



Source: Fenero Research

4.1 내재가치평가법(DCF)

FCFF 추정방법

위에서 언급한대로, DCF는 아모레퍼시픽 주가의 내재가치를 산정하기 위한 주요 밸류에이션 방법으로 활용되었다. 기업잉여현금흐름(FCFF)을 도출해내기 위하여 먼저 추정 재무제표를 작성하고 향후 5개연도의 예측 영업현금흐름을 계산한 후 그 값에서 자본적 지출과 순운전 자본의 변동액을 차감하였다.

아모레퍼시픽 매출 성장률 추정

추정 재무제표 작성 시 향후 5년의 매출을 추정하는데 있어, 화장품(국내시장), 화장품(해외시장), MC&S 총 3가지 부분으로 나누어 분석하였다.

국내 화장품 시장의 2007~2011년 CAGR 10% 수준이다. 이러한 시장성장률에 아모레퍼시픽의 강점 1) 방판시장에서의 매출회복 2) 온라인 시장매출의 성장 3) 유기농, 코스메티슈컬로 대변되는 트렌드를 반영하여 연평균 20% 성장을 추정하였다.

해외 화장품 시장의 매출추정의 경우는, 중국 화장품 시장의 성장과 아모레퍼시픽의 강점 1) 한류열풍과 한국1위 기업으로서의 브랜드 프리미엄, 2) 넓은 브랜드 coverage 3)동양문화권 기업으로서의 이점 4)중국 상해공장 완공에 근거하여 연평균 성장률 35%로 가정하였다. 또한 최근 4년간 연간 매출 성장률이 41%정도 향후 4년동안 연평균 35% 성장은 큰 무리가 없다고 판단한다.

MC&S의 매출에서 가장 주요한 두발용, 목욕용 시장의 2008~2010 CAGR 16.35%, 19.6%이다. 시장규모 가중평균값 16.37 %를 매출성장률로 추정하였다.

매출원가의 경우는 최근 5개년의 매출원가를 산술평균을 이용하였다.

<표38>매출 추정

| | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 화장품(국내) | 2,303,168 | 2,763,802 | 3,316,562 | 3,979,875 | 4,775,850 |
| 화장품(해외) | 464,505 | 627,081 | 846,560 | 1,142,855 | 1,542,855 |
| MC&S | 492,676 | 571,504 | 662,945 | 769,016 | 892,058 |
| 합계 | 3,260,349 | 3,962,387 | 4,826,067 | 5,891,746 | 7,210,763 |

Source: Fenero Research

판매비 관리비 추정

판매비 및 관리비를 예측하는 데 있어, 각 계정에 영향을 미치는 원가동인을 파악하여 매출액과 관련이 있는 항목들은 과거 매출액 대비 비율의 산술평균 값을 적용하여 추정했고 매출액과 관련이 없는 항목들은 과거 등락률의 기하평균치를 적용하여 일정하게 성장한다고 가정하였다.

<표 39> 판매비 및 관리비 주요 계정 추정 결과

| | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 총판관비 | 1,513,543 | 1,790,497 | 2,125,065 | 2,530,780 | 3,024,732 |
| 종업원급여 | 289,910 | 352,336 | 429,134 | 523,895 | 641,182 |
| 광고선전비 | 387,529 | 470,974 | 573,632 | 700,300 | 857,080 |
| 유통수수료 | 260,809 | 316,968 | 386,058 | 471,306 | 576,820 |
| 운반비 | 60,018 | 72,942 | 88,841 | 108,459 | 132,740 |
| 세금과공과 | 23,693 | 28,795 | 35,072 | 42,816 | 52,402 |
| 복리후생비 | 45,187 | 49,350 | 53,897 | 58,863 | 64,286 |
| 감가상각비 | 46,702 | 51,485 | 56,757 | 62,570 | 68,978 |
| 지급수수료 | 220,331 | 251,669 | 287,465 | 328,352 | 375,055 |
| 연구개발비 | 65,545 | 69,822 | 74,379 | 79,234 | 84,405 |
| 기타 | 113,818 | 126,155 | 139,829 | 154,986 | 171,785 |

Source: Fenero Research

<표 40> 판매비 및 관리비 총계 추정치 및 매출액 대비 비율

| | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 매출 | 3,260,349 | 3,962,387 | 4,826,067 | 5,891,746 | 7,210,763 |
| 판관비 | 1,513,543 | 1,790,497 | 2,125,065 | 2,530,780 | 3,024,732 |
| 비중 | 46% | 45% | 44% | 43% | 42% |

Source: Fenero Research

향후 5개년 판매비 및 관리비는 꾸준히 상승하는 추세를 보이고 있지만 매출액 대비 비율은 지속적으로 하락할 전망이다.

<표41> 과거 판매비 및 관리비 추이

| | 2007 년 | 2008 년 | 2009 년 | 2010 년 | 2011 년 |
|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 매출 | 1,498,126 | 1,721,940 | 1,995,411 | 2,337,533 | 2,688,105 |
| 판관비 | 798,908 | 933,611 | 1,091,950 | 1,207,688 | 1,407,249 |
| 비중 | 53% | 54% | 55% | 52% | 52% |

Source: Fenero Research

과거 5년의 판매비 및 관리비 추이는 상승하는 추세를 나타내었지만 매출액 대비 비율은 꾸준히 하락해왔다. 이는 아모레퍼시픽이 2006년 분사 후 브랜드이미지 구축과 안정적인 유통 구조확립에 의한 것이라고 판단된다.

예측한 영업이익 수치를 바탕으로 평균 법인세율 23.83%를 적용하여 매년 법인세비용을 차감하고 비 현금비용을 고려하기 위해 현금흐름표 상의 감가상각비 및 무형자산상각비 추정치를 더하여 영업현금흐름을 도출하였다. 영업현금흐름에 순운전자본 증분과 자본적 지출을 빼서 기업잉여현금흐름을 추정하였다.

FCFF 추정

<표42> 기업잉여현금흐름(FCFF) 추정

| | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| EBIT | 794,782 | 1,014,871 | 1,291,788 | 1,640,574 | 2,080,485 |
| 세율 | 0.24 | 0.24 | 0.24 | 0.24 | 0.24 |
| EBIT(1-T) | 605,624 | 773,332 | 984,342 | 1,250,117 | 1,585,330 |
| +D&A | 46,043 | 107,204 | 115,654 | 162,093 | 218,509 |
| -증분 NWC | 14,563 | 16,652 | 19,111 | 22,018 | 25,464 |
| -CAPEX | 449,660 | 485,442 | 591,254 | 721,813 | 883,409 |
| FCFF | 187,444 | 378,442 | 489,630 | 668,378 | 894,965 |

Source: Fenero Research

WACC 추정

가중평균자본비용(WACC)을 계산하는 데 있어, 세후 타인자본비용 5.42%와 자기자본비용 11.05%화장품 산업 베타를 토대로 Hamada 공식을 사용해 계산한 Bottom-up 베타1.2를 사용하였다. 무위험이자율은 1928년부터 2011년까지의 미국 T-Bond 이자율 기하평균 수치인 5.14%를 사용하였고 한국의 국가 리스크 프리미엄을 추가적으로 고려하기 위해 국가 Default Spread(85bp), 자기자본(KOSPI 지수) 표준편차(7.49%), 타인자본(한국 10년물 국고채) 표준편차(5.90%)를 사용하였다. 목표 부채비율은 2011년 아모레퍼시픽의 부채비율 0.1를 사용하였다.

<표43> 가중평균자본비용(WACC) 추정

| | |
|--------------------------|-----------|
| 무위험이자율(U.S. T-Bond Rate) | 5.14% |
| Beta(MV) | 1.20 |
| 국가 Default Spread | 0.85% |
| 국가 Risk Premium | 1.08% |
| Lambda | 91% |
| Tax | 24% |
| 자기자본비용 | 11.05% |
| 세후 타인자본비용 | 5.42% |
| BV of Debt | 718,977 |
| MV of Equity | 7,309,045 |
| WACC | 10.55% |
| 영구성장률 | 3% |

Source: Fenero Research

DCF를 통한 12개월 목표주가산정

5개연도 FCFF 및 2015년 말 시점추정 잔여가치를 WACC 10.55%로 할인하여 기업가치를 구하고 그 값에서 타인자본가치(이자발생부채)를 차감하여 자기자본가치를 구한 후 유통보통주 식수로 나누어 목표주가 1,576,000원을 추정하였다. 영구성장률은 3%로 가정하였다, 이는 현 시점이 경기침체기이고 한국은행 예상 2012년 GDP 성장률이 2.4%인걸 감안할 때, 경기는 장기적으로 회복할 가능성이 크며 따라서 3% 가정에 무리가 없다고 판단한다. 2012년 11월 7일 현재 아모레퍼시픽의 주가는 1,251,000원이므로 DCF를 통해 산정한 목표주가는 약 25.3%의 추가 상승여력을 지니고 있다.

<표44> DCF 결과

(단위 : 백만원,주,원)

| | |
|-----------------------|-----------|
| PV of FCFF(2012~2015) | 1,831,127 |
| PV of 잔여가치 | 7,394,394 |
| Total PV | 9,225,521 |
| 이자발생부채 | 64,774 |
| 유통주식수 | 5.84 |
| 목표주가 | 1,567,933 |
| 현재주가(2011/11/07) | 1,251,000 |
| 성장여력 | 25.3% |

Source: Fenero Research

DCF 민감도 분석

DCF 밸류에이션에 의한 결과치는 성장률 및 WACC의 변화에 민감할 수 있으므로, 성장률 및 WACC를 소폭 조정하여 아래와 같이 민감도 분석을 수행하였다.

| <표45> 민감도 분석 | | (단위 : 백만원,주,원) | | |
|---------------|-----------|----------------|-----------|--|
| | G = 2.8% | G = 3% | G = 3.2% | |
| WACC = 9.55% | 1,790,954 | 1,839,064 | 1,890,205 | |
| WACC = 10.55% | 1,532,878 | 1,567,933 | 1,604,896 | |
| WACC = 11.55% | 1,334,605 | 1,361,052 | 1,388,766 | |

Source: Fenero Research

4.2 상대가치평가법

상대가치평가법인 1) P/E Valuation, 2) P/B Valuation을 적용하여 아모레퍼시픽의 주가를 추정하였다.

6개 기업을 Peer group으로 선정하여 상대가치평가법을 행하였다. 3개의 국내기업 1) LG 생활건강 2) 한국 콜마 3) Able C&C와 3개의 해외기업 1) 로레알 2) 시세이도 3) P&G를 선정하였다. 해외기업을 선정한 이유는 중국시장이 아모레퍼시픽에게 매우 중요하고 해외기업들이 주 경쟁상대이기 때문이다

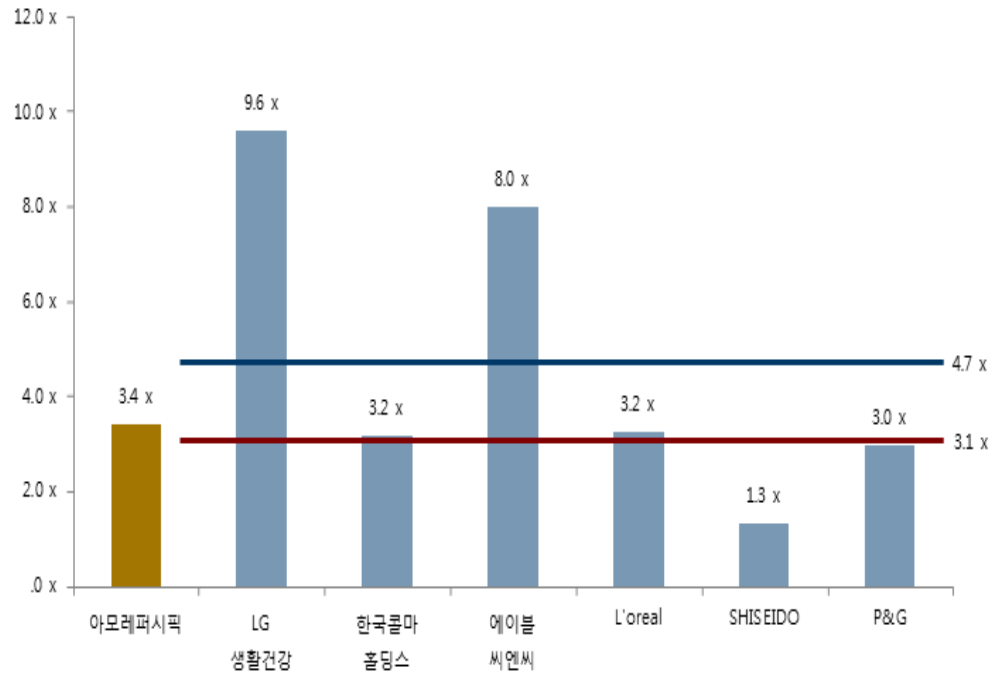
2011 동종산업평균 P/E 27x를 적용하면 12개월 목표주가는 1,506,154원이다. 이는 2012년 11월 7일 종가 1,251,000원과 비교하면 20.4%의 상승 여력을 보여준다. 동종산업평균 P/E의 중간값, 평균값으로 목표주가 범위를 산정하면 1,308,721- 1,506,154원이다.

<표46> P/E Valuation

| | Stock Price | EPS* | PER |
|---------------|------------------|---------------|------------|
| 아모레퍼시픽 | 1,251,000 | 55,983 | 22x |
| LG 생활건강 | 651,000 | 17,385 | 37x |
| 한국콜마홀딩스 | 15,500 | 710 | 22x |
| 에이블씨엔씨 | 90,900 | 2,757 | 33x |
| L'oreal | 96 (EUR) | 4 (EUR) | 23x |
| SHISEIDO | 1058 (JPY) | 32 (JPY) | 33x |
| P&G | 68 (USD) | 4 (USD) | 17x |
| Median** | | | 23x |
| Average** | | | 27x |

Source: Fenero Research

<표47> P/E 산업비교 (2011.12.31)



Source: Fenero Research

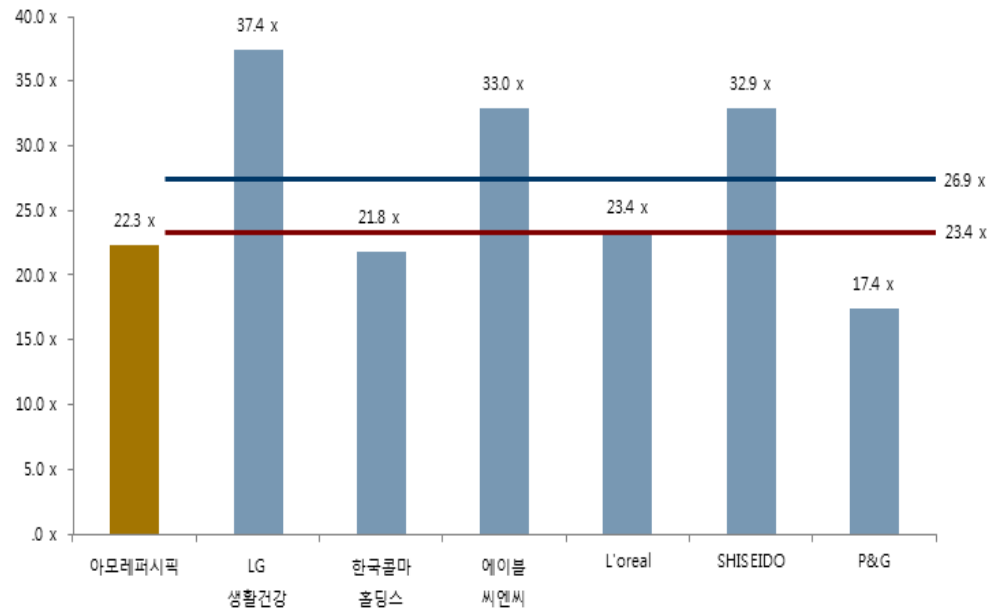
2011 산업평균 PBR 4.7X를 적용하면, 12개월 목표주가는 1,723,905원이다. 2012년 11월 7일 종가 1,251,000원과 비교하면 37.8%의 상승 여력을 보여준다. 동종산업평균 PBR의 중간값, 평균값으로 목표주가 범위를 산정하면 1,172,800 – 1,723,905원이다.

<표48> P/R Valuation (2011.12.31)

| | Stock Price | BPS* | PBR |
|-----------|-------------|-----------|------|
| 아모레퍼시픽 | 1,251,000 | 365,781 | 3.4x |
| LG 생활건강 | 651,000 | 67,907 | 9.6x |
| 한국콜마홀딩스 | 15,500 | 4,878 | 3.2x |
| 에이블씨엔씨 | 90,900 | 11,354 | 8.0x |
| L'oreal | 96 (EUR) | 29 (EUR) | 3.2x |
| SHISEIDO | 1058 (JPY) | 804 (JPY) | 1.3x |
| P&G | 68.27 (USD) | 23 (USD) | 3.0x |
| Median** | | | 3.1x |
| Average** | | | 4.7x |

Source: Fenero Research

<표49> P/B 산업비교



Source: Fenero Research

V. Financial Summary

Unit: KRW Mn

Income Sheet

| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 매출 | 2,554,722 | 3,260,349 | 3,962,387 | 4,826,067 |
| 매출원가 | 952,023 | 1,157,019 | 1,409,214 | 1,720,393 |
| 매출총이익 | 1,602,699 | 2,103,330 | 2,553,173 | 3,105,674 |
| 판매비 | 1,407,249 | 1,513,543 | 1,790,497 | 2,125,065 |
| 감가상각비 | 35,302 | 16,588 | 50,493 | 55,415 |
| 무형자산상각비 | 7,061 | 8,873 | 8,791 | 8,542 |
| 대손상각비 | 6,507 | 82,618 | 100,408 | 122,294 |
| 영업이익 | 195,450 | 589,787 | 762,676 | 980,609 |
| 영업외수익 | 76,010 | 58,983 | 71,684 | 87,309 |
| 영업외비용 | 20,256 | 41,768 | 50,761 | 61,826 |
| 법인세차감전순이익 | 251,204 | 607,002 | 783,599 | 1,006,092 |
| 법인세비용 | 59856 | 144634 | 186713 | 239727 |
| 법인세율 | 0.24 | 0.24 | 0.24 | 0.24 |
| 당기순이익 | 191,348 | 462,368 | 596,886 | 766,365 |

Unit: KRW Mn

Balance Statement

| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 유동자산 | 753,684 | 1,018,069 | 1,237,286 | 1,506,977 |
| 현금및현금성자산 | 187,708 | 286,821 | 348,582 | 424,562 |
| 매출채권 | 152,434 | 227,707 | 276,738 | 337,059 |
| 재고자산 | 225,802 | 299,247 | 363,683 | 442,954 |
| 비유동자산 | 2,061,743 | 2,415,917 | 2,936,127 | 3,576,113 |
| 유형자산 | 1,655,475 | 2,099,573 | 2,551,666 | 3,107,852 |
| 무형자산 | 115,204 | 83,515 | 101,498 | 123,621 |
| 투자자산 | 190,187 | 107,253 | 130,347 | 158,759 |
| 총자산 | 2,815,428 | 3,462,753 | 4,208,375 | 5,125,672 |
| 유동부채 | 425,983 | 548,938 | 667,139 | 812,555 |
| 매입채무 | 77,987 | 105,167 | 127,812 | 155,671 |
| 단기차입금 | 15,581 | 34,558 | 41,999 | 51,154 |
| 비유동부채 | 251,141 | 339,942 | 413,141 | 503,193 |
| 사채 | 45,904 | 14,646 | 17,799 | 21,679 |
| 장기차입금 | - | - | - | - |
| 총부채 | 677,125 | 888,881 | 1,080,280 | 1,315,749 |
| 이익잉여금 | 1,377,420 | 1,364,544 | 1,658,365 | 2,019,839 |
| 총자산 | 2,138,303 | 2,573,872 | 3,128,094 | 3,809,923 |
| 자산부채총계 | 2,815,428 | 3,462,753 | 4,208,375 | 5,125,672 |

Unit: KRW Mn

Cash Flow Statement

| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 영업현금흐름 | 403,014 | 520,652 | 632,762 | 770,685 |
| 당기순이익 | 191,348 | 462,368 | 596,886 | 766,365 |
| 감가상각비 | 81,591 | 117,358 | 142,628 | 173,716 |
| 무형자산상각비 | 10,687 | 15,811 | 19,216 | 23,404 |
| 순운전자분증가분 | - 29,815 | - 3,436 | - 4,176 | - 5,086 |
| 투자현금흐름 | - 374,304 | - 500,921 | - 608,782 | - 741,478 |
| 자본적지출 | 350,473 | 409,881 | 498,139 | 606,718 |
| 재무현금흐름 | 3,739 | - 43,866 | - 53,312 | - 64,932 |
| 배당금의지급 | 41,417 | 58,248 | 70,790 | 86,221 |
| 현금의증가 | 28,566 | 32,416 | 39,397 | 47,984 |
| 기초현금 | 159,142 | 252,366 | 306,707 | 373,560 |
| 기말현금 | 187,708 | 284,782 | 346,104 | 421,544 |

Unit: KRW

Ratio Analysis

| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Growth Ratios | | | | |
| 매출 | 15.0% | 27.6% | 21.5% | 21.8% |
| EBITDA | -7.7% | 151.3% | 27.9% | 27.4% |
| 영업이익 | -36.8% | 201.8% | 29.3% | 28.6% |
| 당기순이익 | 84.7% | 141.6% | 29.1% | 28.4% |
| 총자산 | 60.5% | 23.0% | 21.5% | 21.8% |
| Profitability Ratio | | | | |
| Gross margin | 62.7% | 64.5% | 64.4% | 64.4% |
| EBITDA margin | 11.3% | 22.2% | 23.3% | 24.4% |
| EBIT margin | 7.7% | 18.1% | 19.2% | 20.3% |
| Net margin | 7.5% | 14.2% | 15.1% | 15.9% |
| Stability Ratio | | | | |
| 부채비율 | 0.32 | 0.35 | 0.35 | 0.35 |
| 유동비율 | 0.37 | 0.42 | 0.42 | 0.42 |
| 당좌비율 | 0.26 | 0.30 | 0.30 | 0.30 |
| Performance Ratios(avg.) | | | | |
| ROE | 8.9% | 18.0% | 19.1% | 20.1% |
| ROA | 6.8% | 13.4% | 14.2% | 15.0% |
| Per share ratios | | | | |
| EPS | 32,751 | 79,138 | 102,162 | 131,169 |
| BPS | 365,987 | 440,538 | 535,398 | 652,098 |
| Shares Outstanding | 5,842,562 | 5,842,562 | 5,842,562 | 5,842,562 |

Source: Company Data, Fenero Research

VI. APPENDIX

아모레퍼시픽의 Vision 및 경영철학

아모레퍼시픽 서경배 대표의 경영철학은 '눈굴리기'이다. 처음 눈덩이를 단단하고 동그랗게 뭉치지 않으면 깨지기 때문에 중심이 중요하다는 이론이다. 아모레퍼시픽의 '미와 건강'이라는 핵심 비전을 중심에 두고 화장품과 관련이 없는 사업부문을 과감히 매각을 하고 시너지를 낼 수 있는 곳에 투자하였다.

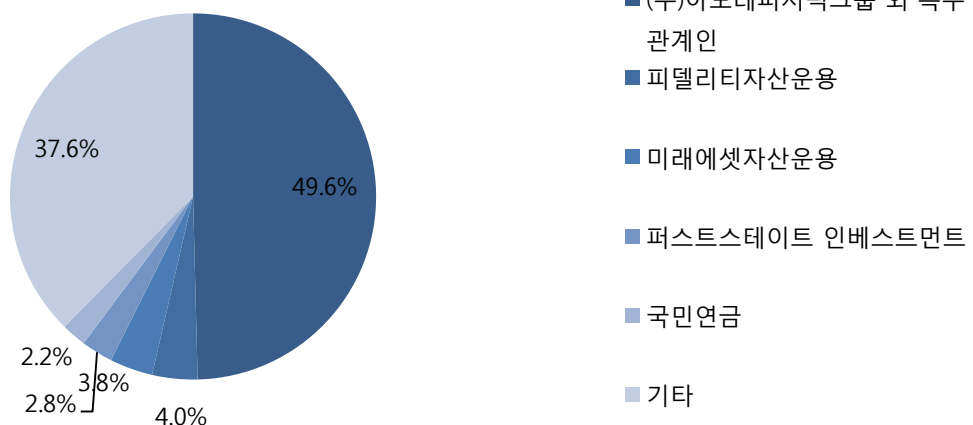
아모레퍼시픽은 ㈜태평양 시절이었던 1990년대 초까지는 화장품뿐만 아니라 전자, 금융, 스포츠 부문까지 아우르는 사업 다각화를 추진하였다. 하지만 외환위기를 계기로 비주력 사업부문을 매각하고 24개 계열사를 9개로 축소하는 대규모 구조조정을 단행하였다. 그 결과 아모레퍼시픽은 Beauty 전문업체로서의 위치를 재정립하였다. 아모레퍼시픽은 현재 고가의 한방 브랜드 설화수부터 중저가 브랜드까지 세분화된 고객 needs를 충족시킬 수 있는 브랜드 라인업을 갖추고 있다. 이러한 아모레의 선택과 집중 전략이 오늘날의 성공적인 아모레퍼시픽을 탄생시켰다고 할 수 있다.

아모레퍼시픽의 지분구조

아모레퍼시픽의 지분구조는 상당히 안정적이다. 아모레퍼시픽그룹과 특수관계인의 지분을 합한 지분율은 50%에 달한다. 굳건한 지분구조는 아모레퍼시픽이 경영권 방어를 걱정하지 않고 안정적으로 경영을 할 수 있게 만들었다.

<표50> 아모레퍼시픽의 지분구조 (2010년 12월 31일기준)

주주현황



Source: Company Data, Fenero Research

아모레퍼시픽 연혁

1940 ~1950s 도입기

1945:태평양화학공업사 설립

1959: 태평양화학공업 주식회사로법인 전환

1960~1970s 성장기

1964: 아모레 브랜드 발매, 방문판매제도 도입

1971~72: 동경지사, 뉴욕지사 개설

1980~1990s 혁신기

1985: LA현지법인 설립

1990: 프랑스현지법인 설립

1994: 중국현지법인(심양)설립

1997: 서경배 대표의 CEO 취임

2000~2010s 확장기

2000: 중국 현지법인 (상해) 설립

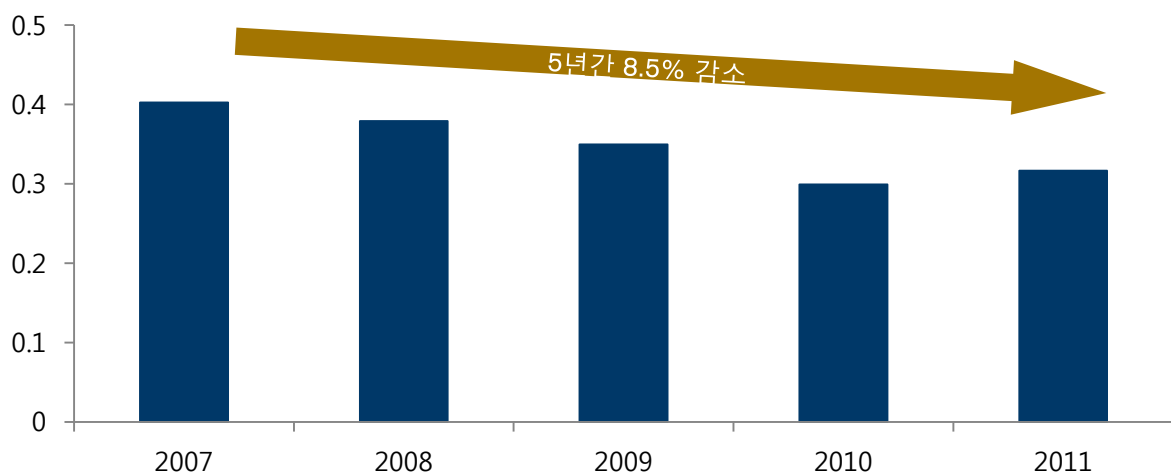
2006: 지주회사체제 전환

2008: Amorepacific Way선포

부채비율 및 현금흐름

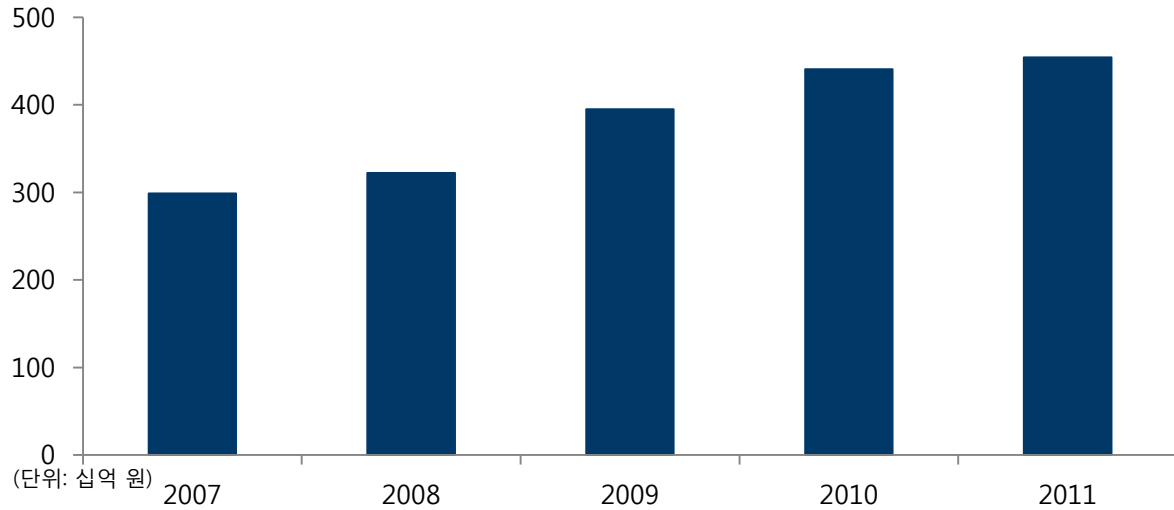
아모레퍼시픽의 부채비율은 0.2~0.4사이에서 안정적인 부채비율을 유지해오고 있다. 아모레퍼시픽은 낮은 부채비율과 풍부한 현금흐름을 가진 재무적으로 안정된 견실한 기업이라고 할 수 있다. 또한 아모레퍼시픽의 EBITDA는 4,000억원을 넘어가고 있다.

<표51> 아모레퍼시픽의 부채비율



Source: Company Data, Fenero Research

<표52>아모레퍼시픽의 EBITDA



Source: Company Data, Fenero Research

아모레퍼시픽의 해외 진출 현황



| Country | Korea | China | France | U.S. | Asia | Japan |
|------------------|--|--------------------------------------|--------------------------------|-------------------------|--------------------|--------------|
| Number of stores | 1,878 | 3,164 | 2,245 | 182 | 107 | 9 |
| Major brands | Sulwhasoo, Hera, IOPE, Mamonde, Laneige, etc | Laneige, Mamonde, Sulwhasoo, Lirikos | Lorita Lempicka, Annick Goutal | Amorepacific, Sulwhasoo | Laneige, Sulwhasoo | Amorepacific |

Other Important Disclosures

For a discussion, if applicable, of the valuation methods used to determine the price targets included in this summary and the risks related to achieving these targets, please refer to the latest relevant published research on these stocks.

This report does not provide individually tailored investment advice. It has been prepared without regard to the individual financial circumstances and objectives of persons who receive it. The securities discussed in this report may not be suitable for all investors.

Fenero Research recommends that investors independently evaluate particular investments and strategies, and encourages investors to seek the advice of a financial adviser. The appropriateness of a particular investment or strategy will depend on an investor's individual circumstances and objectives. The securities, instruments, or strategies discussed in this report may not be suitable for all investors, and certain investors may not be eligible to purchase or participate in some or all of them.

This report is not an offer to buy or sell or the solicitation of an offer to buy or sell any security or to participate in any particular trading strategy. With the exception of information regarding Fenero Research, reports prepared by Fenero research personnel are based on public information. Fenero Research makes every effort to use reliable, comprehensive information, but we make no representation that it is accurate or complete. We have no obligation to tell you when opinions or information in this report change apart from when we intend to discontinue research coverage of a subject company. Fenero research personnel conduct site visits from time to time but are prohibited from accepting payment or reimbursement by the company of travel expenses for such visits.

The value of and income from your investments may vary because of changes in interest rates or foreign exchange rates, securities prices or market indexes, operational or financial conditions of companies or other factors. There may be time limitations on the exercise of options or other rights in your securities transactions. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Estimates of future performance are based on assumptions that may not be realized. Unless otherwise stated, the cover page provides the closing price on the primary exchange for the subject company's securities.

This report or any portion hereof may not be reprinted, sold or redistributed without the written consent of Fenero Research.

Additional information on recommended securities is available on request.

Contacts

고은아

팀장
+82 10 6204 5586
peachgarden12@gmail.com

김한경

+82 10 9409 5994
khk5994@naver.com

김지현

+82 10 9770 8231
kgeehyun@gmail.com

박병권

부회장
+82 10 6516 7472
byungkwonpark1@gmail.com

민동준

+82 10 3480 3535
mdjzzang5@naver.com

박효은

+82 10 6231 0719
hyoeun0719@naver.com