

AMORE PACIFIC, PACIFIC OCEAN 으로 나가다



-아모레퍼시픽 (090430 KS)

LEADING

리딩투자증권 리서치 센터

Analyst 이화영

hylee1@leading.co.kr

822-2009-7191

아모레퍼시픽 (090430 KS)



페이지 내용

- 3 SNAP SHOT: 지금은 '공사 중'... 2014 년을 기다린다
- 4 국내 화장품 시장은 지금...
- 4 아모레퍼시픽, 먼 곳을 내다 보다
- 5 성장동력 = 해외사업
- 6 '차이나' 고성장을 어떻게 유지하나
- 7 왜 중국인들은 AMORE 에 열광하는가 (1)
- 8 왜 중국인들은 AMORE 에 열광하는가 (2)
- 9 왜 중국인들은 AMORE 에 열광하는가 (3)
- 10 2014 년 중국 생산능력 증가
- 11 뿌리깊은 아모레퍼시픽, 2014 년 터진다
- 12 기업 보고서 - 아모레퍼시픽

SNAPSHOT: 지금은 '공사 중'... 2014F 을 기다린다

아모레퍼시픽은 9.3조에 이르는 화장품 시장에서 32.7%의 시장점유율을 보유하고 있는 국내 No.1 화장품 업체

아모레퍼시픽은 고가 화장품 중심으로 성장

고가화장품의 비중은 2011년 기준 62.7%이며 그 중 명품 한방 화장품 '설화수'가 큰 비중을 차지하고 있다.

경기침체로 고가화장품 시장 둔화 (Page 18)

하지만 2008년부터 시작된 경기침체가 길어지고 국내 저가 화장품 붐으로 인해 고가 화장품 시장의 성장은 둔화되었다.

고가 화장품 시장 성장률 2009년 12.3% → 2011년 9.7%

AP 고가화장품 성장률 2009년 19.9% → 2011년 9.9%

초저가 화장품 위주로 성장이 이루어지면서 아모레퍼시픽의 성장세 둔화

아모레퍼시픽의 화장품 제품 구성은 백화점과 방판을 통해 판매되는 고가화장품부터 할인점, 전문점, 온라인을 통해 판매되는 Mass 화장품 (중가)이다.

국내 화장품 시장은 초저가 화장품 시장을 위주로 성장하고 있으며 아모레퍼시픽의 초저가 화장품은 지주회사인 아모레 G 를 통해 생산하고 있다. 따라서 아모레퍼시픽 실적의 성장성이 둔화되는 모습을 보이고 있으며 향후 3년간 매출 연성장은 11~13%를 기록할 전망이다.

고가화장품의 성장은 경제 지표 개선과 함께 이루어질 것 (Page 19)

수익성이 높은 고가화장품의 매출 감소는 매출의 감소 폭보다 더 큰 영업이익의 하락을 초래한다. 2011년 4.7% 의 저조한 연 성장률을 기록한 방문판매로 인해 동사 전체 영업이익은 2010년 15.8%에서 2011년 14.6%로 하락하였다. 동사는 방문판매 매출증가를 위해 2012년 2,000명의 방문판매 카운슬러 증원할 계획이다. 방문판매는 카운슬러의 수와 방문판매시장의 MS 와 상관관계가 크기 때문에 방판 부문에서 6%의 성장을 보이며 동사의 2012F 고가화장품 매출 성장은 8.2%yoy 로 예상된다. 신제품 출시와 방문판매 카운슬러의 확대로 고가 화장품 성장을 유지하는 상태에서 경제 매크로 지표의 개선이 이루어진다면 추가 성장도 가능할 전망이다.

그렇다면, 동사의 성장동력은? 해외 매출! 중국!! (Page 5~10)

2011년 기준 전체 매출 12.8%를 차지하고 있는 해외 매출 부문은 연간 28.5% 매출성장을 이루며 2014년 전체 매출의 20%를 차지할 것이라 전망한다. 해외 매출에서 중국 매출이 절반 이상을 차지하고 있으며 (58.3%) 지난 4년간 연간 41.6%의 고성장을 이루고 있다. 중국내에서 아모레퍼시픽은 Premium 브랜드로 인지도가 높으며 최고가부터 초저가까지 다양한 Product mix 로 시장 점유율을 늘리고 있는 상태이다. 이로 인해 향후 중국 지역에서의 매출은 2014년까지 연간 34.8% 성장할 것으로 전망된다. 또한 2014년에 CAPA 1.6조원 (vs 2011년 전체 매출 2.5조원)에 해당하는 아시아 생산 기지를 중국 상하이에 갖추며 중국에서 가격경쟁력과 시장대응력이 높아질 뿐 아니라 아시아 시장에서 Key player 로 발돋움할 것으로 기대된다.

아모레퍼시픽의 매력 발산 시기는 2014년 (Page 11)

1. 해외 부문: 빠른 성장성 (연간 성장률 28.5%) + 수익성 개선 (2014F 해외부문 OPM 23.3%)
2. 중국 현지 생산 공장 완료, 2014
3. Top of the Top Premium
4. 한방화장품에서 다음 컨셉은 '코스메슈티컬', 태평양제약 통해 '에스테라' 판매

적정주가 1,430,000원 (Page 14)

*한국 1위업체 + 풍부한 현금력 + 높은 R&D 바탕의 제품으로 아시아 진출

*국내 1위 대표주로서 화장품 산업 2013F PER 20X 에 해외 부문 성장 프리미엄 15%부가

Exhibit 1. Valuation

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Grth(%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2010	2,252.2	16.1	355.9	15.8	284.5	48,664	25.9	23.4	15.1	20.0	5.1
2011	2,554.7	13.4	372.9	14.6	327.3	55,942	15.0	18.8	13.6	17.8	3.4
2012E	2,882.6	12.8	398.0	13.8	295.9	49,224	(12.0)	22.7	13.0	13.1	3.2
2013E	3,218.6	11.7	463.0	14.4	357.0	59,648	21.2	18.7	10.6	14.0	2.9
2014E	3,623.8	12.6	568.7	15.7	437.0	73,264	22.8	15.2	8.6	15.1	2.5

Source: Company data, Leading Research Center

1. 국내 화장품 시장은 지금...

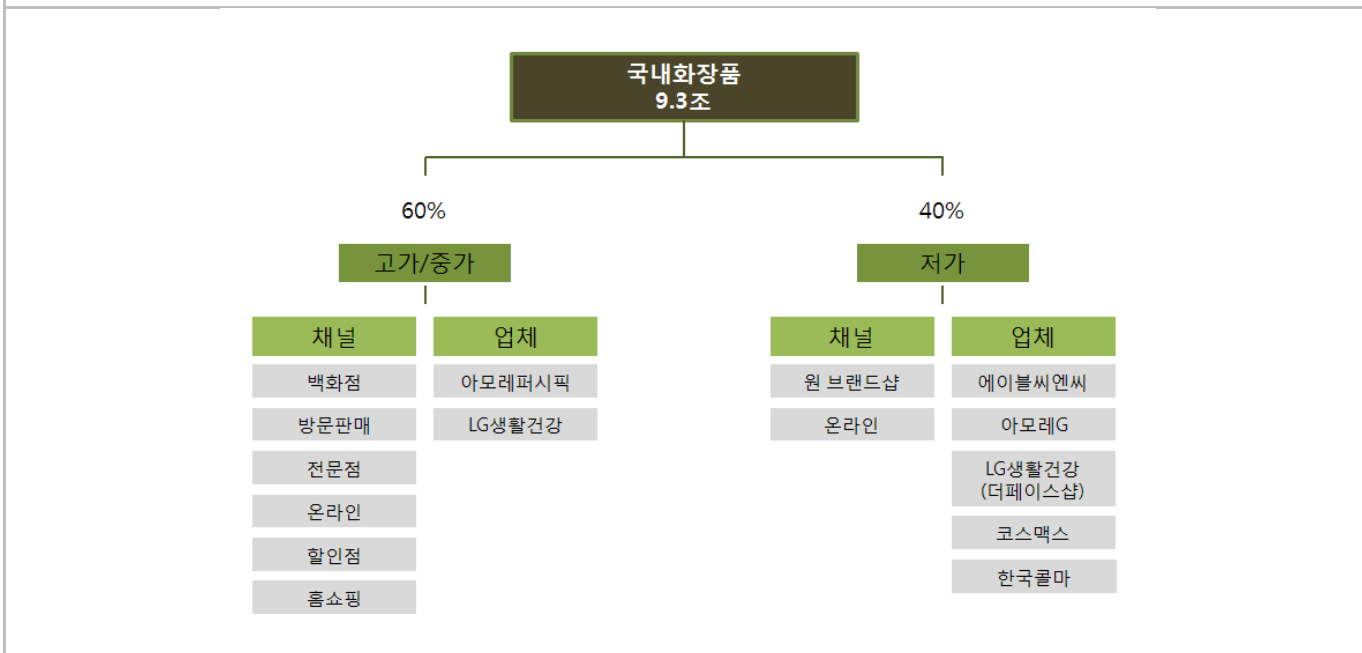
2009년 한방화장품 → 2010년 중저가 화장품 → 2011년 해외 명품 모방 제품 → 2012 = ?

2012년 국내 화장품 시장 성장률은 10%로 전망되고 있는 가운데 성장의 주체는 전체 화장품 시장의 40%를 차지하고 있는 저가 화장품 부분이다. 중저가 화장품 시장은 2012E 20% yoy 성장이 전망되는데 이는 중저가 화장품 제품의 질이 향상되면서 소비자 신뢰도를 높이고 있고 경기침체가 장기화되면서 고가화장품의 대체재로서 선택되기 때문이다.

저가 화장품은 대부분 위탁생산에 의존하는데 이러한 위탁생산 업체들의 화장품 개발 능력이 크게 향상되면서 높은 퀄리티의 화장품이 상대적으로 낮은 판매가로 시장에 등장하고 있다. 이로 인해 고가도 초저가도 아닌 중간 단계의 Mass 화장품 (중가 화장품)시장이 차별성을 잃어가며 MS loss 를 초래하고 있다.

또한 경기침체가 장기화되면서 고가 화장품 시장은 성장률 둔화가 나타나고 있다. 특히 방문판매 시장은 성장을 멈추었고 백화점 시장 역시 한자리 수 성장에 고전하고 있다.

Exhibit 2. 국내 화장품 시장 구조



Source: Leading Research Center

아모레퍼시픽, 먼 곳을 내다 보다

아모레퍼시픽은 국내 화장품에서 시장점유율 32.7%로 국내 1위 화장품 업체이다. 국내 전체 화장품 시장이 저가 화장품 중심으로 성장을 하고 있기 때문에 아모레 G 를 통해 저가 화장품을 생산하고 아모레퍼시픽은 고가~중가대의 화장품을 생산하며 2011~2014F 국내 화장품 부문 CAGR 은 8.9%로 전망된다.

반면 아모레퍼시픽 해외 부문은 국내 화장품 부문이 성장을 상회하는 고성장이 기대된다. 2012E~2014F 해외부문 CAGR 은 28.5%로 가파른 성장을 바탕으로 현재 전체 매출 비중 12.8%에서 2014F 19.1%까지 증가할 것으로 전망된다. 또한 해외 부문의 영업이익률이 2011년 0.9% → 2014F 23.3%로 수익성이 증가하며 전체 수익성 개선에 기여할 전망이다.

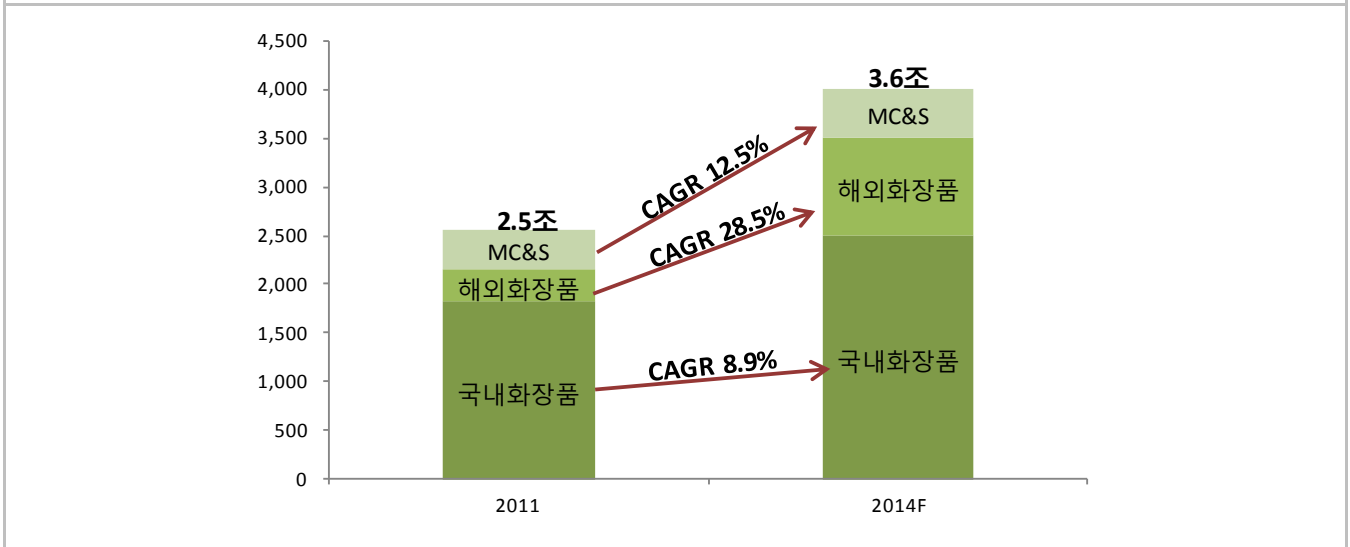
따라서 해외부문의 성장이 아모레퍼시픽의 key 성장동력이라 할 수 있으며 이중에서도 가장 큰 비중을 차지하며 고성장을 이루고 있는 중국지역 성장을 주목해야 한다는 판단이다.

2. 성장동력 = 해외사업

: 해외 CAGR 28% vs 국내 CAGR 9%

아모레퍼시픽의 해외 화장품 부문은 국내 화장품 부문 대비 3배의 연성장이 예상된다. 해외 부문은 매년 41.6%씩 고성장을 하고 있는 중국을 중심으로 지난 4년간 17%의 연평균 매출성장을 기록하고 있고 있다. 이러한 빠른 성장으로 해외매출 비중은 2011년 12.8%에서 2014F 19.1%로 증가할 전망이다.

Exhibit 3. 부문별 매출 비중과 연평균 성장률 (2011 vs 2014F)



Source: Company data(2011), Leading Research Center

아모레퍼시픽이 진출한 국가는 중국, 프랑스, 미국, 말레이시아, 싱가포르 등이며 중국지역 매출이 전체 해외매출의 58.3%로 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 중국 지역을 포함한 아시아 지역의 매출 성장이 빠르게 일어나고 있는데 이는 매장수 확대와 브랜드 인지도 상승에 기인한다고 볼 수 있다.

Exhibit 4. 해외매출의 비중

(억 원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F	CAGR (2011~2014F)
전 체	22,722	25,546	28,826	32,186	36,238	12.4%
해외매출	2,666	3,272	4,286	5,404	6,937	28.5%
해외매출 비중	11.7%	12.8%	14.9%	16.8%	19.1%	-
중국	53.4%	58.3%	61.2%	64.2%	67.4%	34.8%
프랑스	36.6%	30.7%	25.8%	22.7%	19.7%	10.8%
미국	4.5%	4.8%	3.8%	3.0%	2.5%	3.0%
아시아	14.8%	14.4%	13.9%	13.8%	13.4%	25.2%

Source: Company data, Leading Research Center

3. '차이나' 고성장을 어떻게 유지하나

중국매출은... 전체 매출의 7.5%를 차지, 연간 매출 성장률은 30% 이상

아모레퍼시픽 중국 매출은 2008년 이후 매년 41.6%의 매출성장을 보이고 있다. 중국 진출의 시작은 2003년 라네즈(고가), 2005년 마몽드(저가)이며 한국의 1위 기업 브랜드 프리미엄 효과를 누리고 있다. 향후 이와 같은 고속성장은 2010년 진출한 아모레퍼시픽의 최고가 브랜드인 설화수와 2011년 진출한 최저가 브랜드인 이니스프리를 통해 30%이상 연성장을 유지할 전망이다.

Exhibit 5. 아모레퍼시픽 중국 매출

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
중국지역 매출	1,424	1,908	2,622	3,468	4,673
성장률	22.7%	34.0%	37.4%	32.3%	34.7%
매출비중 vs 해외매출	53.4%	58.3%	61.2%	64.2%	67.4%
매출비중 vs 전체매출	6.3%	7.5%	9.1%	10.8%	12.9%
EVENT expected		이니스프리 진출			현지공장 완공

Source: Company data, Leading Research Center

7억명 중국여자들, 화장을 시작하다

중국 화장품 시장의 규모는 30조원으로 우리나라 9.3조시장의 세배이상이며 미국과 일본에 이어 전세계 화장품 시장 TOP 3를 차지하고 있다. 중국 화장품 시장은 지난 5년간의 연평균 매출 성장률을 토대로 전세계 시장보다 두 배 이상 빠르게 성장하고 있다 (전세계 5.0% vs 중국 11.7%).

중국 화장품 시장에서 헤어, 바디, 구강용품, 베이비 용품을 제외한 순수 화장품 시장은 15조원, 중국의 총 인구가 14억 명, 여성이 인구의 절반이라 가정할 때 중국 여성의 일인당 연 화장품 소비액은 2.3만원 (약 USD 20)이다. 이는 우리나라의 일인당 연 화장품 소비액 19만원, 미국 22만원과 큰 차이를 보인다.

실질적으로는 중국은 지역간의 GDP 격차가 크기 때문에 화장품 소비는 소비수준이 높은 1선 도시 (상하이, 텐진, 광저우 등)의 중산층을 중심으로 이루어졌다고 볼 수 있으며 그 지역의 화장품 소비 수준은 2선~6선 도시의 인구가 전체 인구의 43%인 점을 감안하면 1선 도시의 인당 화장품 소비가 4만원이 된다는 결론이다. 하지만 선진 국가들과의 일인당 화장품 소비액 차이가 크기 때문에 중국 GDP 상승과 비례한 화장품 소비가 일어날 전망이다. 또한 2선~6선에서도 1선 도시이상의 GDP 성장률을 보이며 화장품 소비가 늘어나고 있음에 따라 중국 화장품 시장의 고성장은 지속적으로 이어질 전망이다.

중국에 상장 화장품 기업 Hengan International, Shanghai Jahwa 도 2011년 중국 GDP 성장률이 9.1%였음에도 불구하고 2011년 매출액 성장이 15%~27%였던 점을 보면 중국 불경기에 의한 영향은 미미해 보인다.

Exhibit 6. 중국 화장품 기업의 실적 Company

Company	Sales (\$bn)					Sales growth (%)					OPM (%)				
	09	10	11	12	13	09	10	11	12	13	09	10	11	12	13
HENGAN INTLNLATIONAL SHANGHAI JAHWA	10.8	13.4	17.1	19.9	24.6	35.4	24.0	26.9	17.0	23.1	23.6	21.0	18.3	22.0	21.8
	2.7	3.1	3.5	4.4	5.3	8.3	14.8	15.3	22.9	21.2	11.6	7.8	9.5	14.0	14.1

Source: Bloomberg, Leading Research Center

4. 왜 중국인들은 AMORE 에 열광하는가? (1)

- 이왕이면 좋은 화장품을 바르고 싶어 하니까 (MADE IN KOREA PREMIUM)

중국 내륙 소비자들 사이에서 한국 화장품이 가장 높은 선호도를 보인다. 코트라 창사 무역관이 2012년 중국 투자무역 박람회 전시회장을 찾은 후난, 후베이, 안후이, 장시 등 중국내륙 출신 중국인들을 대상으로 한 화장품 국가 선호도 조사를 실시한 결과에서 한국이 61%로 프랑스 (21%), 일본(6%), 중국(8%)을 제치고 압도적인 1위를 차지하였다. 또한 이 조사에서 44.7%가 '한국'하면 떠오른 것이 드라마나 K-POP 이 아닌 '한국화장품'이라고 답하며 한국화장품에 높은 선호도를 볼 수 있다. 따라서 **한국 → 화장품! → 1위 화장품기업 → 아모레퍼시픽!** 이란 결론을 낼 수 있으며 아모레퍼시픽은 중국에서 브랜드 파워로 판매 채널을 다양화하며 매장수를 늘리고 매장당 효율성도 높이고 있다.

아모레퍼시픽의 중국 시장 점유율은 기초와 색조 모두 상위 10위내에 자리잡고 있다. 2011년 Euromonitor 기준으로 중국 화장품 시장 30조원 중 기초와 색조화장품 시장만을 고려하면 그 규모는 15조원이다. 이 중 소비자 판매 기준으로 화장품 시장내에서 아모레퍼시픽의 시장점유율은 기초 2.1%와 색조1.6%로 나타난다.

Exhibit 7. 기업별 중국화장품 시장내 시장점유율 (2011년)

기업	기초제품 MS (%)	기업	색조제품 MS (%)
L'Oréal Groupe	16.1	L'Oréal Groupe	34.1
Shiseido Co Ltd	10.1	Shiseido Co Ltd	5.9
Procter & Gamble Co, The	10.1	Mary Kay Inc	2.8
Mary Kay Inc	6.7	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	2.7
Amway Corp	5.7	Amway Corp	2.2
Jala (Group) Co Ltd	3.5	Carlsan Group Hongkong Co Ltd	2.0
Estée Lauder Cos Inc	3.2	Revlon Inc	1.9
Beiersdorf AG	3.0	AmorePacific Corp	1.6
Jiangsu Longliqi Group Co Ltd	2.6	Jala (Group) Co Ltd	1.5
Shanghai Jahwa United Co Ltd	2.4	Estée Lauder Cos Inc	1.2
AmorePacific Corp	2.1	Avon Products Inc	1.2
Johnson & Johnson Inc	2.1	Procter & Gamble Co, The	1.2
Avon Products Inc	1.9	Kao Corp	1.0
Shanghai Inoherb Cosmetics Co Ltd	1.9	Chanel SA	0.9
Unilever Group	1.8	DHC Corp	0.9
Kosé Corp	1.5	Nu Skin Enterprises Inc	0.8
Fancl Corp	1.3	Kosé Corp	0.6
DHC Corp	1.2	Arche Group Co Ltd	0.5
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	1.2	Shanghai Jahwa United Co Ltd	0.4
Guangzhou Meiji Cosmetics Co Ltd	1.1	Shanghai Jahwa United Co Ltd	0.4
Others	20.5	Others	36.2
Total	100.0	Total	100.0

Source: Euromonitor(2011), Leading Research Center

아모레퍼시픽에 대한 중국인의 선호도는 동사 면세점 매출을 통해서도 알 수 있다. 동사의 면세점 매출 중 60%가 외국인이며 이중 중국인 50%, 일본인 30%인 점을 감안하면 아모레퍼시픽에 대한 중국인 선호도는 매우 높은 것으로 나타난다. 아모레퍼시픽의 2011년 면세점 매출은 1,840억원으로 2008년부터 연간 27.2%의 성장을 해오고 있다. 동양인에게 친숙한 한방이 주원료인 동사 최고가 브랜드 '설화수'의 인기로 면세점 매출은 향후 20%의 연성장을 이룰 전망이다.

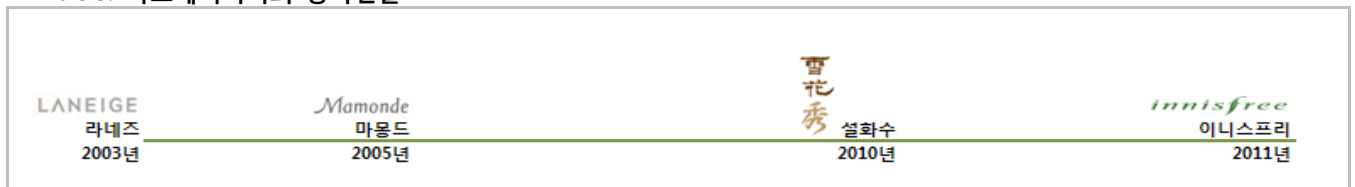
5. 왜 중국인들은 AMORE 에 열광하는가? (2)

- 돈이 많은 적은 AMORE 를 살 수 있다 (다양한 PRODUCT MIX)

과거 화장품 소비의 주체는 1선도시의 중산층으로 고가화장품을 중심으로 성장해온 중국 화장품 시장은 중국 국민 소비 수준이 향상되면서 화장품 소비에 대한 개념이 정립되자 화장품 소비의 주체가 1선 도시뿐 아니라 2선~6선 도시 까지 확대되었다. 하지만 1선~6선 도시의 소비수준 차이가 크기 때문에 고가 화장품에서 저가 화장품까지 구매 증가가 함께 증가하는 모습이다.

중국에서 판매되는 아모레퍼시픽 화장품은 소비자 세분화를 다양하게 이루며 최고가, 고가, 저가, 초저가 화장품 시장을 브랜드 별로 공략하고 있다. 최고가는 설화수, 고가는 라네즈, 중저가인 마몽드, 초저가로는 이니스프리 이다. 중국 진출 초반은 Mass 시장을 공략하며 라네즈와 마몽드만 판매 하였고 2011년 두 개 브랜드의 매출이 2,500억원을 달성하였다. 최근 진출을 시도한 최고가 라인 설화수는 중국 진출 전부터 중국인의 높은 선호도를 바탕으로 중산층의 화장품 소비증가에 따라 런칭 되었고, 초저가라인 이니스프리는 중저가 화장품 붐에 초점을 맞추며 판매고를 늘려가고 있다. 아모레퍼시픽의 이와 같은 다양한 Product Mix 는 중국시장 내에서 고성장 유지를 전망 할 수 있는 충분한 근거가 된다는 판단이다.

Exhibit 8. 아모레퍼시픽의 중국진출



최근 판매를 시작한 설화수와 이니스프리는 잘 팔릴까?

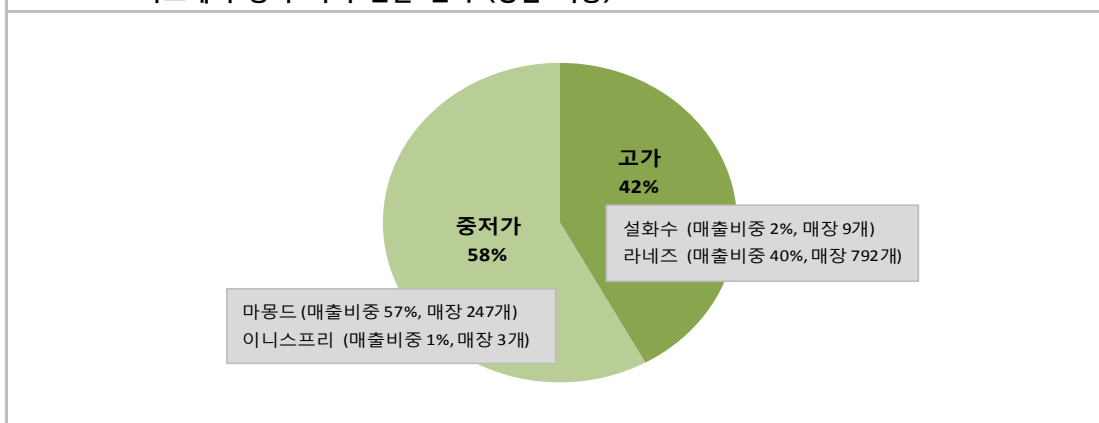
설화수 (2010년 중국진출)

설화수는 아모레퍼시픽의 최고가 브랜드다. 중국인들의 설화수에 대한 애정은 아모레퍼시픽의 면세점 매출에서 볼 수 있다. 동사의 면세점 매출은 전체 매출의 7.2%이며 2008년 이후 25%의 연간 매출 성장을 보이고 있다. 2012E 동사의 면세점 매출성장은 지난해 대비 20%로 예상된다. 이와 같이 중국의 중산층에게 인기몰이를 하고 있는 설화수는 2010년 판매를 시작하여 현재 중국내 1tier 백화점 3개에 입점하였다. 올해 20개로 매장을 확대할 계획이며 2012E 매출액은 120억원을 기록할 것으로 예상된다.

이니스프리 (2011년 중국진출)

이니스프리는 아모레 G 의 소유의 기초제품 전문 브랜드로 초저가 화장품을 생산한다. 중국에서의 매출은 아모레퍼시픽 차이나의 지분 100%를 소유하고 있는 아모레퍼시픽을 통해 지주회사인 아모레 G 로 매출이 인식되는 구조이다. 국내 중저가 화장품 붐으로 인해 한국 방문 외국인들에게 인지도를 높이며 중국에 진출하였다. 중국의 2선~6선 시장의 소비력이 높아지며 중저가 화장품 붐이 시작되었다는 점을 감안하였을 때 초저가 브랜드 이니스프리의 판매 역시 증가할 전망이다. 진출 첫 해인 2012E 는 매출 40억원을 달성할 전망이다.

Exhibit 9. 아모레의 중국 지역 진출 전략 (상품 비중)



Source: Company data, Leading Research Center

6. 왜 중국인들은 AMORE 에 열광하는가? (3)

- 어디서나 AMORE 를 살 수 있다 (다양한 판매 CHANEL)

중국인이 화장품을 살수 있는 대표적인 곳은 백화점 이외에 최근 인기를 끌고 있는 판매 채널인 온라인과 전문 화장품 샵이다. 온라인 채널의 경우 2007년 전체 화장품 매출 비중의 0.8%에 불과하였으나 2011년 5%까지 증가하였다. 온라인 판매 매출이 빠르게 늘어나는 이유는 중국의 지역적 장애를 극복하는 배송이라는 서비스가 더해졌으며 최근 품질 보장제로 인해 불량품과 모방품 RISK 를 온라인 쇼핑에서 보장받을 수 있기 때문에 소비자의 선호도가 점점 늘어나고 있기 때문이다. 또한 전문 화장품 샵의 경우 세포라(Sephora), 샤샤 (SaSa)등 유명 업체가 2선~3선 도시들로 매장을 공격적으로 확대하고 있기 때문이다.

아모레퍼시픽은 백화점 이외의 온라인, 드러그스토어, 홈쇼핑 등 다양한 판매채널을 통해서도 제품을 공급하고 있다. 최근 우리나라의 G 마켓, 옥션과 같은 대규모 온라인 쇼핑몰인 타오바오를 이용한 판매와 전문 화장품 샵에도 동사 제품을 납품하면서 그들을 통해 2선~3선 도시와 같은 새로운 지역 진출을 이루고 있다.

Exhibit 10. 판매 채널별 화장품 판매 비중 변화

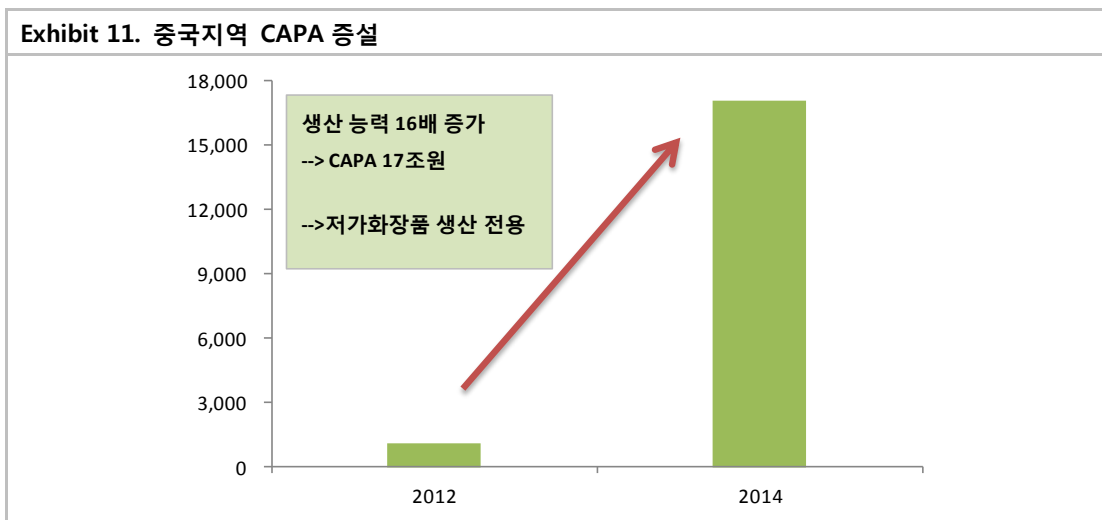
비중 (%)		2007	2011
고가	백화점	33.2	28.7
	Hypermarkets	26.5	26.5
	직판/방판	13.0	13.9
중저가	슈퍼마켓	9.1	7.5
	전문 화장품 샵	4.8	6.4
	대형약국/Drugstores	5.5	5.9
	인터넷 판매	0.8	5.0
	소규모 식료품점	2.8	1.9
	편의점	1.7	1.7
	약국	1.4	1.5
	홈쇼핑	0.9	0.8
	생활건강 전문샵	0.2	0.2
	기타	0.1	0.2
합계		100.0	100.0
중국 Cosmetics &Toiletries 시장 (USD mn)		18,117.3	27,704.3

Source: Euromonitor(2011), Leading Research Center

7. 2014년 중국 생산능력 증가

동사 전체의 성장엔진이 될 아시안 뷰티 생산 연구 기지가 2014년 중국 상하이에 건립될 예정이다. 이 생산라인은 토지 3만평에 1억개 본품 생산능력을 가지고 있으며 이는 약 1.6조원 규모가 될 것으로 판단된다. 현재 중국 기존 공장 생산 CAPA 는 1,100억원으로 이번 신공장 CAPA 는 기존 공장의 16배 규모일 것으로 전망된다. 현지 공장에서는 마몽드와 이니스프리와 같은 저가 브랜드가 생산될 예정이며 고가브랜드는 MADE IN KOREA PREMIUM 으로 한국에서 수입되며 유통될 전망이다.

중국 신공장의 가동으로 시장현지대응 능력과 가격경쟁력이 더해져 2015F 중국 지역매출은 6,500억원 (해외 매출의 67%, 전체 매출의 16%)을 기록할 전망이다. 또한 국내에서의 원료 수출이 더해지면 중국 신공장 가동은 매출 성장 가속을 이루게 할 것으로 기대한다. 중국은 현재 중저가 화장품 붐이 시작되고 있으며 우리나라 중저가 화장품 시장의 가격경쟁 심화가 중저가 화장품 붐이 시작되고 3년 이후부터 이루어졌던 점을 감안하면 2014년 현지공장 완료는 시장대응에 있어 적절한 시기라는 판단이다.



Source: Company data, Leading Research Center

8. 뿌리깊은 아모레퍼시픽, 2014년 터진다

해외 부문: '빠른 성장성 + 수익성 개선'

동사의 해외 매출은 2011년 기준 3,272억원으로 전체 매출의 12.8% 차지하고 있으며 2012F~2014F CAGR 28.5%의 고성장이 전망된다. 또한 해외 부문의 빠른 매출 성장에 힘입어 해외 부문 영업이익률 역시 2011년 0.9%에서 2014F 23.3%로 크게 개선되면서 전체 수익성 개선에 기여할 전망이다. 따라서 동사 전체 영업이익률은 2012F 13.8%에서 2014F 15.1%로 개선될 전망이다.

중국 현지 생산공장 완료, 2014년

아모레퍼시픽은 2014년부터 중국 상하이에 CAPA 1.6조 규모의 생산 공장을 완공시킬 예정이다. 신공장 건립으로 생산, 연구 물류시스템이 구축되며 급격한 수요 증대에 대비한 대량 생산 시스템과 Customized product 생산을 위한 다품종 소량 생산시스템으로 생산 유연성까지 갖추게 된다. 신공장에서 중국에 진출한 아모레퍼시픽 브랜드 중 저가에 해당되는 '마몽드'와 '이니스프리'가 생산되며 고가 브랜드인 라네즈와 설화수는 현재와 같이 국내에서 수출하는 형태로 유지된다. 중국 화장품 시장은 온라인 쇼핑이 확산되고 전문 화장품 매장수가 증가하면서 중국 2선 ~6선 도시에서 화장품 소비가 크게 증가함에 따라 중저가 화장품 시장이 빠른 성장을 보이고 있다. 이에 따라서 중국 중저가 화장품 시장도 경쟁이 심화되는 가운데 가격경쟁과 시장대응 측면에서 한국기업이라는 프리미엄을 갖는 아모레퍼시픽은 우월한 위치를 갖출 수 있을 것이라는 전망이다.

국내 TOP of the TOP Premium

아모레퍼시픽의 시장 판매전략은 '고급화 전략'이다. 소비자도 '내 얼굴에 바르는 건데 이왕이면 좋은 것'이라는 생각을 가지고 있다. 동사의 고급화 전략은 소비자의 니즈에 부합하며 고가면 고가, 중저가면 중저가에서 같은 가격 카테고리 내에서 매출 상위권에 위치하고 있다. 이는 국내 1위 업체로서 프리미엄을 누리는 것이라 할 수 있지만 똑똑해진 소비자에게는 브랜드 가치만으로 승부를 낼 수 없다는 것을 중소형 업체가 생산한 중저가 화장품의 빠른 성장을 통해 알 수 있다. 이제 국내 화장품 시장은 마케팅보다 제품력에 비례한 매출 증가가 이루어진다고 볼 수 있다. 이러한 점에서 연간 매출의 3%가 R&D 투자가 이루어지고 원/부자재까지 아모레퍼시픽 그룹내 자회사들 통해 생산하며 품질을 관리하고 있는 아모레퍼시픽의 제품력은 Top of the Top 을 유지하며 소비자에게 신뢰성을 높이고 있다.

2011년 국내 GDP 성장률은 3.6%에 그쳤으나 화장품 전체 시장은 8.2%의 성장한 점을 감안할 때 소비자들의 경제적 환경이 개선된다면 높은 품질에 대한 투자는 더욱 크게 증가할 수 있다는 전망이다.

한방화장품에서 다음 컨셉은 '코스메슈티컬'

국내 화장품 시장은 각 해 트렌드에 맞춰 매출 성장을 이루어 왔다. 예를 들면 2009년 '한방화장품', 2010년 '초저가 화장품', 2011년 '명품 모방 중저가 화장품'이 그것이다. 향후의 컨셉은 무엇일까? 미래의 화장품 시장 핫 트렌드는 '코스메슈티컬(제약기술 접목한 화장품)'이라는 견해이다. 그 이유는 이미 미국과 유럽과 같은 선진시장에서는 웰빙과 고령화 시대를 맞아 코스메슈티컬 수요가 빠르게 늘어 전체 시장의 20%이상을 차지하고 있으며 연간 10%이상의 성장을 보이고 있다. 우리나라의 경우, 코스메슈티컬의 개념 정립화가 되어있지 않은 상태이지만 이미 시중에서 동 제품의 판매는 이루어 지고 있는 것이 사실이다. 종합 뷰티몰인 올리브영에서 판매되는 Derma 화장품, 백화점에서 Top Selling brand 로 자리잡고 있는 키엘(Kiehl's)이 그 예이다. 이들 모두 높은 매출 성장을 보이고 있는 데 특히 키엘의 경우 연간 1,000억원 매출을 기록하고 있다. 이는 제약기술이 화장품에 가미되면서 소비자들 인식에 이러한 화장품을 사용하는 것이 의학 기술의 연장으로 인식되며 신뢰성을 더하고 있기 때문이다. 또한 상업적인 마케팅 요소를 없애고 상대적으로 제품가를 낮춰 품질력만으로 경쟁하고 있기 때문에 오히려 제품 신뢰도를 고무시키고 있다.

아모레퍼시픽에서도 코스메슈티컬 시장으로의 진출을 시작하였다. 동사는 메디컬 뷰티 화장품인 '에스테라(AESTURA)'는 태평양제약 (016570)과 공동 연구를 통해 2012년 6월 런칭하였다. 병원을 통해서만 판매하는 에스테라는 의약품 이미지를 구축하고 있으며 현재는 태평양제약의 매출로 인식되고 있다. 하지만 향후 제품 공급확대를 위해 다양한 채널을 확보하고 있는 아모레퍼시픽의 유통망을 이용할 것이라는 전망이다. 에스테라의 연간 예상 매출은 약 1,500억원이다.

아모레퍼시픽 (090430 KS)

AMORE PACIFIC, PACIFIC OCEAN으로 나간다

Analyst: 이화영

hylee1@leading.co.kr

82-2-2009-7191



Leading Traffic Light: Green

아모레퍼시픽은...

- ✓ 국내 화장품 생산업체 No.1
- ✓ 고가~중가化妆품을 생산 (저가는 아모레 G를 통해 생산)



Green light because:

- ✓ '글로벌 아모레퍼시픽'으로 변신 중
- ✓ 풍부한 자금력을 바탕으로 해외 시장 진출

성장 잠재력:

- 해외 부문의 고속 성장 전망 CAGR 2011~2014F=28.5%
- 2014F CAPA 1.6 조원 규모의 중국 생산 공장이 완공되면 가격 경쟁 및 시장대응 능력이 상승



경영진과 주주가치:

- 2012년 초 핵심인력 개혁의 단행
- CFO가 그룹의 공동 CEO로 임용되며 실적개선에 대한 의지 고조



탁월한 가치창출:

- 매년 3,000 억원대의 대규모 CAPEX를 집행하나 풍부한 현금과 연 5,000 억원을 상회하는 EBITDA로 2012E~2014F ROIC 14%~18%



Valuation:

- 한국 1위 업체+ 풍부한 현금력+ 높은 R&D 바탕으로 아시아 시장 진출
- 국내 1위 대표주으로써 화장품 산업 2013F PER 20.9X에 해외 부문 성장 프리미엄 15% 부여
- 국내 화장품 산업 PER 24.0X * 프리미엄 15% = 적정주가 1,430,000 원

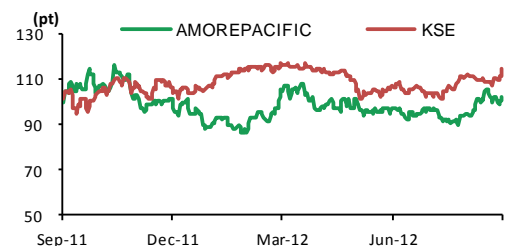


BUY

목표주가	1,430,000 원
현재주가	1,139,000 원
목표수익률	25.5%

Key Data	2012년 9월 14일		
산업분류	생활용품		
코스피	2,007.6		
시가총액 (십억원)	6,658.4		
발행주식수 (백만주)	5.8		
외국인 지분율 (%)	37.6		
52주 고가 (원)	1,295,000		
저가 (원)	964,000		
60일 일평균거래대금 (십억원)	15.6		
주요주주 (%)			
아모레퍼시픽 그룹외 15인	49.5		
First State Investment	6.8		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	8.6	(2.5)	2.6
상대주가	6.0	(1.2)	(10.5)

Relative Performance



CAVEAT EMPTOR!!! - Watch out for...

- 경제상황악화에 따른 고가화장품의 매출 감소
 - ✓ 전체 영업이익의 절반을 차지하고 있는 방문판매 매출이 성장 둔화를 보이고 있음
 - ✓ 카운슬러를 2012년 2,000명 증원하며 방판 매출을 유지할 예정 2012F 방문판매 +6% yoy

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (₩)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2009	1,940.4	15.6	309.2	15.9	225.9	38,639	32.7	24.2	13.9	18.7	5.0
2010	2,252.2	16.1	355.9	15.8	284.5	48,664	25.9	23.4	15.1	20.0	5.1
2011	2,554.7	13.4	372.9	14.6	327.3	55,942	15.0	18.8	13.6	17.8	3.4
2012F	2,882.6	12.8	398.0	13.8	295.9	49,224	(12.0)	22.7	13.0	13.1	3.2
2013F	3,218.6	11.7	463.0	14.4	357.0	59,648	21.2	18.7	10.6	14.0	2.9
2014F	3,623.8	12.6	568.7	15.7	437.0	73,264	22.8	15.2	8.6	15.1	2.5

아모레퍼시픽 (090430 KS)



페이지 내용

- 14 Section 1-1: Peer Valuation
- 16 Section 1-2: 목표주가
- 17 Section 2: 영업현황
- 22 Section 3: 가치를 창출하는 기업인가?
- 23 Section 4: 잉여현금 창출능력과 배당정책은?
- 24 Section 5: 부채와 이자 관리능력은?
- 25 Section 6: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?
- 26 Section 7: CEO 의 경영철학은?
- 28 Section 8: 실적현황 및 전망
- 30 재무제표

Section 1-1 : Peer Valuation

Global Peer- 글로벌 경기 둔화로 전세계 화장품 업체들 부진

아모레퍼시픽의 글로벌 Peer 들을 보면 2011년의 성장률을 유지하는 기업은 중국업체 (SHANGHAI JAHWA 과 HENGAN INTL) 뿐 임을 알 수 있다. 대부분의 글로벌 peer 들은 2012년 한자리 수의 매출 성장 혹은 역성장 매출이 전망되고 있다.

Exhibit 12. 해외 PEER (1)

Company	Country	매출액 전망 (USD mn)			매출액 성장률(%)		
		11	12E	13E	11	12E	13E
AMOREPACIFIC	SOUTH KOREA	2,308.2	2,494.4	2,772.7	17.4%	8.1%	11.2%
L'OREAL	FRANCE	28,325.9	28,764.9	30,422.0	9.5%	1.5%	5.8%
SHISEIDO CO LTD	JAPAN	8,648.4	8,378.3	9,023.4	10.2%	-3.1%	7.7%
PROCTER & GAMBLE	US	83,680.0	83,894.4	83,935.2	1.4%	0.3%	0.0%
ESTEE LAUDER	US	9,713.6	9,672.2	10,197.4	10.3%	-0.4%	5.4%
BEIERSDORF AG	GERMANY	7,843.4	7,680.5	8,055.8	6.1%	-2.1%	4.9%
SHANGHAI JAHWA-A	CHINA	547.7	684.1	829.1	20.8%	24.9%	21.2%
JOHNSON&JOHNSON	US	65,030.0	67,066.3	71,909.2	5.6%	3.1%	7.2%
AVON PRODUCTS	US	11,291.6	10,726.2	10,877.8	3.9%	-5.0%	1.4%
UNILEVER NV-CVA	NETHERLANDS	64,701.0	66,088.8	70,105.1	10.2%	2.1%	6.1%
LVMH MOET HENNES	FRANCE	32,943.0	36,171.0	39,365.2	22.2%	9.8%	8.8%
KOSE CORP	JAPAN	2,110.3	2,050.4	2,182.1	5.4%	-2.8%	6.4%
FANCL CORP	JAPAN	1,117.4	1,106.0	1,096.4	1.8%	-1.0%	-0.9%
HENGAN INTL	CHINA	2,190.4	2,572.5	3,166.7	26.7%	17.4%	23.1%

Source: Bloomberg, Leading Research Center (2012.09.13)

글로벌 Peer 평균 2013F PER 18.6X

P&G, JOHNSON&JOHNSON, UNILEVER 와 같은 생활용품에 집중되어 안정적인 실적을 보이고 있는 화장품 업체를 제외하고는 각 국가들 시장에서 받는 PER valuation 은 2013F PER 15X~24X 수준이다. 중국의 SHANGHAI JAHWA 는 매출 성장률 25%에 ROE 도 22%를 보이며 성장과정에서 프리미엄을 받으며 2013F PER 32.6X 를 성장주로의 고평가를 받는 가 하면 일본에 SHISEIDO 의 경우 마이너스 매출 성장률과 한자리 수 대의 ROE 를 보임에도 2013F PER 20.3X 을 받기도 하는 모습이다.

아모레퍼시픽은 시장컨센서스 기준 2012F 매출 성장이 11.2%yoy 에 달하고 ROE 도 14%로 양호한 수준을 보이고 있다. 국내시장에서는 초저가 화장품 붐으로 명품 아모레퍼시픽이 보유한 고가 화장품과 중가 화장품의 매출 성장이 둔화된 것은 사실이나 악조건 속에서 순성장을 지속한다는 점과 해외시장 (특히, 아시아 시장)의 매출이 빠르게 늘어나고 있음을 감안한다면 충분히 해외 Peer 평균 2013F PER 20.3X 에 프리미엄 적용이 타당하다는 판단이다.

Exhibit 13. 해외 PEER (2)

Name	Code	Market Cap (Wbn)	OP Margin (%)				P/E (X)				ROE (X)			
			10	11	12E	13E	10	11	12E	13E	10	11	12E	13E
AMOREPACIFIC COR	090430 KS	5,951.9	16.0	14.6	14.2	14.5	27.3	22.2	23.5	20.3	17.9	16.1	14.2	14.3
L'OREAL	OR FP	72,643.1	15.7	16.2	16.1	16.4	21.7	19.6	20.5	18.9	16.1	15.5	15.5	15.4
SHISEIDO CO LTD	4911 JP	5,745.9	6.6	5.7	6.1	6.0	44.8	39.2	23.8	20.3	4.3	4.9	6.1	8.0
PROCTER & GAMBLE	PG US	184,411.9	19.2	17.8	17.9	18.7	16.1	15.9	18.1	17.7	18.4	17.2	16.5	17.5
ESTEE LAUDER	EL US	23,261.2	13.4	14.3	14.1	15.1	27.5	23.5	26.9	23.6	33.6	34.0	32.5	33.7
BEIERSDORF AG	BEI GR	18,032.4	11.8	10.0	11.8	13.1	29.7	39.8	27.6	24.5	12.4	11.3	14.6	15.3
SHANGHAI JAHWA-A	600315 CH	2,975.7	7.8	9.5	14.0	14.1	57.1	40.1	40.4	32.6	19.0	21.2	22.5	23.3
JOHNSON&JOHNSON	JNJ US	185,300.7	26.8	24.8	26.2	26.8	13.0	13.1	13.6	12.6	24.8	24.4	23.5	22.6
AVON PRODUCTS	AVP US	6,671.1	9.9	9.9	5.8	6.8	16.1	10.3	20.3	16.4	53.6	45.7	23.4	30.1
UNILEVER NV-CVA	UNA NA	103,928.5	15.0	13.8	13.8	14.1	15.4	17.6	17.1	15.7	33.5	32.0	29.6	28.4
LVMH MOET HENNES	MC FP	82,166.4	21.3	22.2	21.3	21.8	19.4	17.4	16.9	15.1	20.3	15.8	15.7	15.6
KOSE CORP	4922 JP	1,410.5	8.1	6.9	6.5	7.1	17.8	21.7	21.2	15.4	7.0	4.9	4.5	6.3
FANCL CORP	4921 JT	760.6	7.6	4.6	4.8	4.8	26.5	29.5	25.2	29.7	3.9	3.8	3.0	2.5
HENGAN INTL	1044 HK		21.0	18.3	22.0	21.8	33.6	33.6	27.0	22.0	25.0	23.3	26.2	28.6

Source: Bloomberg, Leading Research Center (2012.09.13)

국내 PEER- Global 화장품 시장보다 고평가 받고 있음

국내의 경우 2012F 화장품 성장은 연 10% 성장하며 성장의 주체는 전체 시장의 40%를 차지하고 있는 중저가 화장품이라 예상된다. 중저가 화장품 군에 속하는 에이블씨엔씨, 코스맥스, 한국콜마 중 약가 인하 정책으로 인한 제약 부분의 영향을 받고 있는 한국콜마를 제외하고 높은 매출 성장률과 ROE를 보이고 있다.

Exhibit 14. 국내 PEER

Name	Ticker	Market Cap	Sales Growth (yoy %)			OP Margin		
			11	12E	13E	11	12E	13E
아모레퍼시픽	002790 KS	3,119.3	19.4	11.1	14.4	14.2	14.1	14.7
LG생활건강	051900 KS	8,259.6	27.6	12.6	11.5	10.4	12.1	12.7
에이블씨엔씨	078520 KS	659.8	31.3	35.9	22.5	10.9	13.8	14.0
제닉	123330 KS	242.1	19.8	14.5	25.0	13.1	14.0	15.2
코스맥스	044820 KS	436.1	32.4	26.0	22.9	6.9	8.5	8.8
한국콜마	024720 KS	315.4	24.0	(13.5)	26.1	6.5	5.5	6.4
바이오랜드	052260 KS	203.0	13.6	31.2	26.3	23.1	21.5	21.5

Name	Ticker	P/E			EV/EBITDA			P/B			ROE		
		11	12E	13E	11	12E	13E	11	12E	13E	11	12E	13E
아모레퍼시픽	090430 KS	22.2	23.5	20.3	13.0	12.4	10.8	2.9	3.2	2.8	16.1	14.2	14.3
LG생활건강	051900 KS	30.9	31.5	26.3	17.0	17.7	15.0	7.2	9.3	7.2	28.2	28.6	27.0
에이블씨엔씨	078520 KS	9.8	16.6	13.2	4.9	10.7	8.2	2.4	5.0	3.7	27.9	34.4	32.3
제닉	123330 KS	14.2	19.9	14.5	11.1	13.6	10.0	4.1	4.5	3.4	35.3	25.2	26.6
코스맥스	044820 KS	18.4	25.1	20.3	12.6	17.3	13.6	3.5	6.5	5.1	22.3	28.6	27.7
한국콜마	024720 KS	22.0	24.6	20.0	14.6	18.9	15.9	2.1	3.2	2.8	10.5	12.5	14.8
바이오랜드	052260 KS	17.2	19.1	12.0	12.2	10.1	7.5	2.5	2.3	2.0	16.6	12.6	17.5

Source: Bloomberg, Leading Research Center (2012.09.13)

Section 1-2 : 목표주가 - 1,430,000 원

국내 2013F IND PER 20.9X * PREMIUM 15% 부여

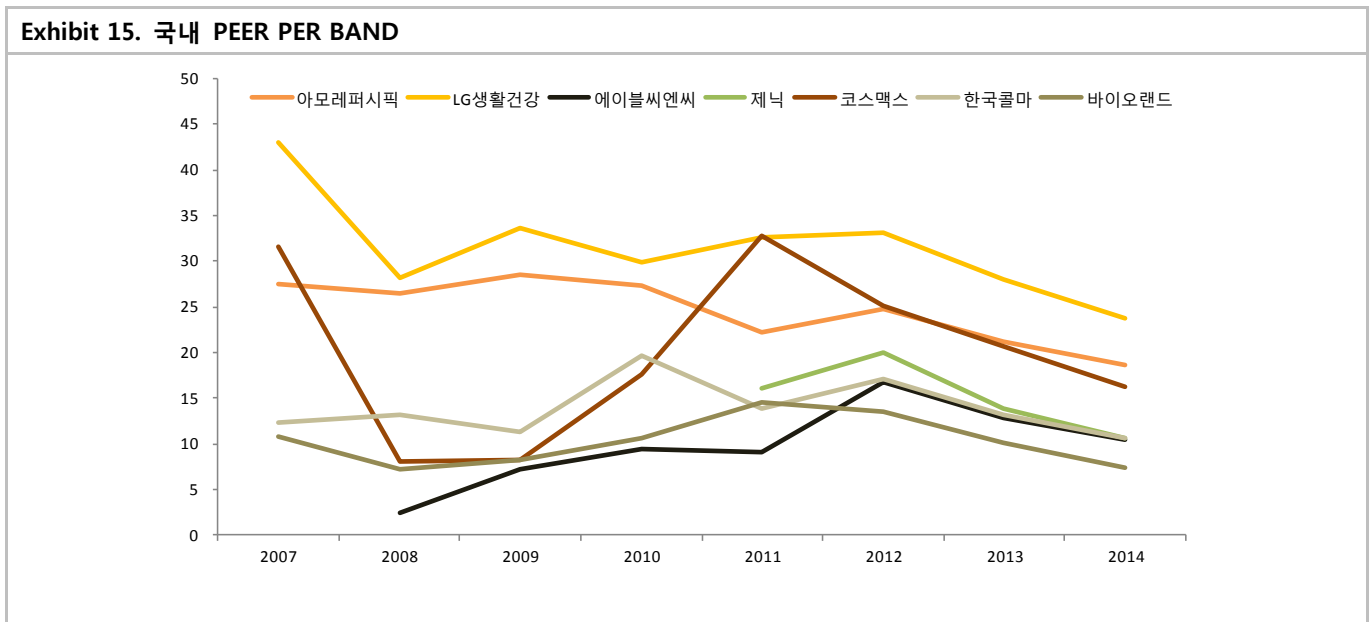
아모레퍼시픽은 성장성이 높은 저가 화장품은 아모레 G 를 통해 생산하고 있다. 이는 명품 브랜드의 이미지로 구축하기 위함인데 이로 인해 동사의 실적은 성장이 둔화된 모습을 보이고 있다. 하지만 경기침체와 경쟁심화의 악조건 속에서 신제품 출시와 방문판매 카운슬러를 증원하며 국내의 안정적인 매출을 유지하고 해외 부문에 공격적인 진출로 '글로벌 아모레퍼시픽' 으로 변신을 도모하고 있다.

한류 열풍으로 한국에 대한 이미지 개선이 이루어지고 있으며 국내 1위 업체인 아모레퍼시픽의 브랜드 인지도 역시 상승하고 있다. 이는 매출에서 외국인 비중이 60%에 달하는 면세점 매출 성장이 연간 30%에 이르는 점에서 미루어 볼 수 있다. 아모레퍼시픽은 마케팅 보다는 제품력에 의한 소비자의 제품 충성도를 높이는 전략을 도입하며 단순 Trend 에 의한 실적 변동성 보다는 매장수 확대에 비례한 탄탄한 성장이 기대된다. 현재 풍부한 자금력을 바탕으로 중국, 일본, 싱가포르, 말레이시아, 타이완 등에 진출한 가운데 해외 매출 성장은 향후 3년간 연 28.5% 성장을 달성할 전망이다.

글로벌 Peer 들도 자국 시장 매출을 토대로 해외에서의 매출 성장성에 프리미엄을 받고 있듯이 아모레퍼시픽도 국내 1위 업체로서 탄탄한 국내 매출을 바탕으로 한 해외 진출에 프리미엄을 받아야 한다는 판단이다. 동사의 해외 진출은 초기 단계가 아니라 이미 전체 매출 비중의 12.8%가 되며 향후 3년간 연간 28.5%의 성장이 전망되고 있다. 따라서 아모레퍼시픽의 해외 사업 부문에 대한 프리미엄 부여는 정당하다는 판단이다.

적정주가는 국내 화장품 산업 화장품 산업 2013F PER 20.9X 에 프리미엄 15%를 적용하였다.

아모레퍼시픽 2013F EPS 59,648원 * 국내 화장품 산업 2013F PER 20.9X * 15% =1,430,000원



Source: Bloomberg, Data guide, Leading Research Center (2012.09.13)

Section 2: 영업현황

아모레퍼시픽은?

국내 1위 화장품 생산업체

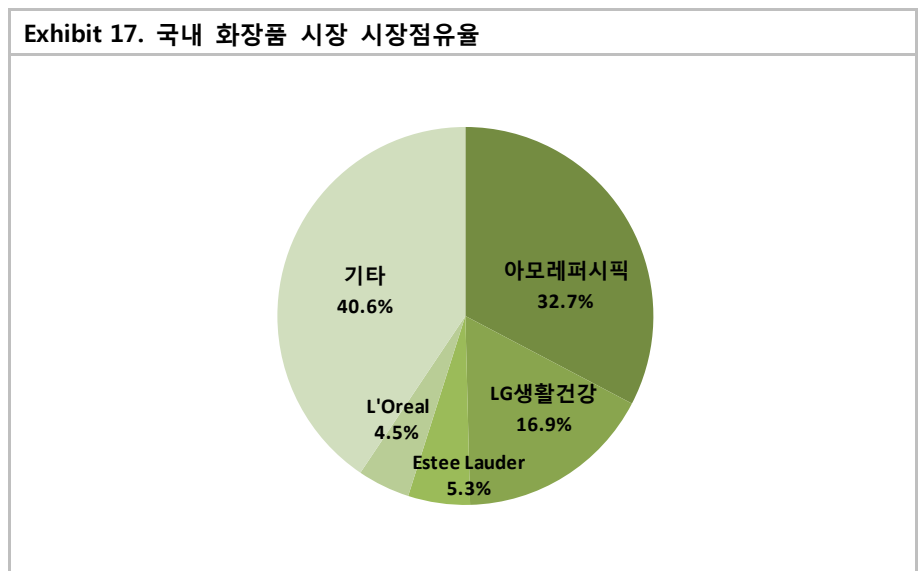
아모레퍼시픽은 국내 1위 화장품 업체로 국내 화장품 시장의 32.7%를 점유하고 있다. 대표 브랜드로는 백화점 Top selling brand #1 인 한방 화장품 설화수가 있으며 아리따움이라는 전문 브랜드샵을 갖고 중저가 브랜드인 아이오펜, 라네즈, 마몽드 등을 판매하고 있다. 또한 한류열풍에 힘입어 해외로 시장을 넓히며 해외 매출은 전체 매출의 12.8%에 육박한다.

Exhibit 16. 아모레퍼시픽 각 사별 연결기준 매출 비중

(연결기준)	매출비중	판매채널	브랜드
(국내) 고가 화장품	44.8%	백화점, 방문판매	설화수, 아모레퍼시픽, 헤라
(국내) 중저가 화장품	26.7%	전문점, 할인점, 온라인 등	아이오펜, 라네즈, 마몽드, 한울, 리리코스
(국내) 헤어, 바디, 차(tea)	15.8%	백화점, 할인점 등	설록차, 미장센, 메디안, 해피파스
(해외) 화장품	12.8%	백화점, 전문점 등	라네즈, 마몽드, 설화수, 이니스프리

Source: Company data(2011), Leading Research Center

Exhibit 17. 국내 화장품 시장 시장점유율



Source: Company data, Leading Research Center (2011)

Exhibit 18. 생산능력 및 가동률

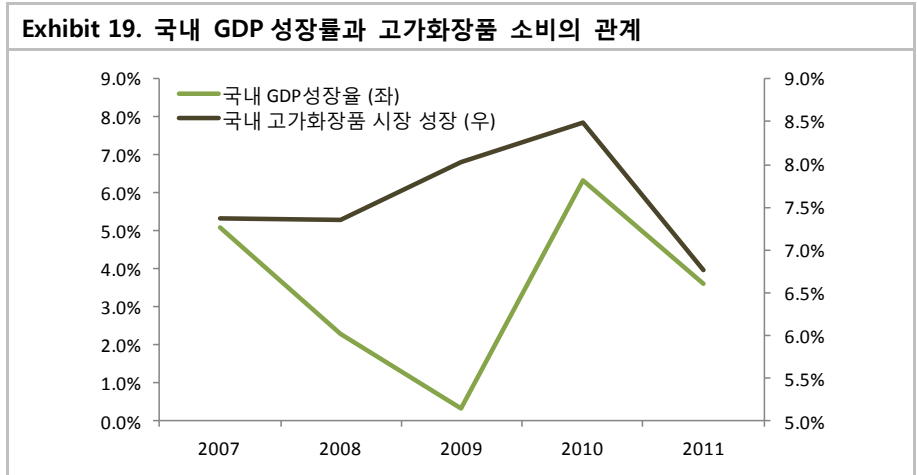
(십억원)	생산 CAPA	2011 가동률	생산 지역
국내-화장품	2,406		
기초	2,018	72%	오산
색조	388	87%	오산
국내-MC&S	1,201		
비누, 치약	1,084	73%	대전
녹차	117	66%	진천
중국-화장품	110	100%	상하이

Source: Company data (2011), Leading Research Center

경기침체로 타격받는 명품 '아모레퍼시픽'

국내 고가화장품 매출 저조...
경기침체 때문

경기침체에 따라 사치품으로 분류되는 고가화장품의 매출성장은 둔화되었다. 이로 인해 고가 화장품과 저가화장품 비중이 6:4 인 국내 시장은 중저가 화장품 위주로의 성장을 해오고 있다. 유로모니터 자료에 의하면 2008 년 이후 고가 화장품 매출 연 성장률은 7.4%에서 2009 년 6.9%까지 하락한 반면 중저가 화장품은 오히려 6.5%에서 2009 년 7.8%로 상승하였음을 알 수 있다. 이와 같이 화장품 소비는 경제상황에 민감하게 변동한다는 판단이다.



Source: World Bank(2011), Euromonitor(2011), Leading Research Center

아모레퍼시픽은 명품 한방 화장품 '설화수' 고속성장

하지만 2008 년 글로벌 경제위기에도 불구하고 아모레퍼시픽은 명품 한방 화장품 '설화수' 단일 브랜드로 5,000 억원 매출을 기록 하였다. 이는 국내 전체 화장품 시장 매출의 10%에 해당되는 고무적인 기록이라 할 수 있다. 2010 년은 아모레퍼시픽 전체 매출의 24.4%에 해당하는 7,000 억원을 기록하면서 동사 전체 매출 성장에 크게 기여하였다.

경기침체와 경쟁심화로 설화수 판매 부진

설화수는 백화점 Top Selling Brand 3 자리를 꾸준히 유지하며 2011 년 13% 연 성장을 이루었다. 한방화장품 시장은 지난 5 년간 연 19.5%의 고속성장을 이루었지만 한방화장품이 80 여종에 달하며 경쟁이 심화되고 경기침체로 인해 고가 화장품의 소비가 감소되며 설화수의 매출 증가세는 둔화되는 모습을 보이고 있다.

Exhibit 16 에서 볼 수 있듯이 백화점 판매 브랜드 중 중저가에 해당하는 키엘이 각 백화점 사의 판매 매출에서 설화수를 제치고 2 위를 기록하고 있는 모습을 볼 수 있다.

Exhibit 20. 백화점별 화장품 매출 현황 (2011 년 상반기)

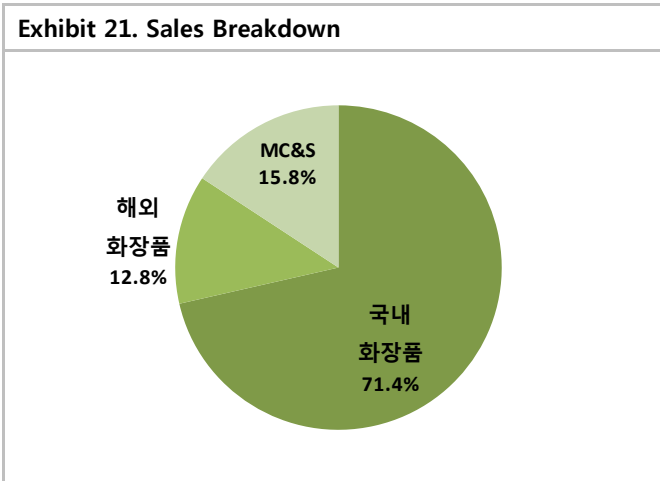
순위	롯데	현대	신세계
1	SKII	시슬리	SKII
2	키엘	키엘	키엘
3	설화수	샤넬	설화수
4	에스티로더	에스티로더	에스티로더
5	랑콤	SKII	샤넬
6	디올	라프레리	디올
7	크리닉	바비브라운	랑콤
8	비오템	디올	맥
9	오휘	플레드뵈보테	크리닉
10	베니피트	설화수	시슬리

Source: 각 백화점, 본점 기준

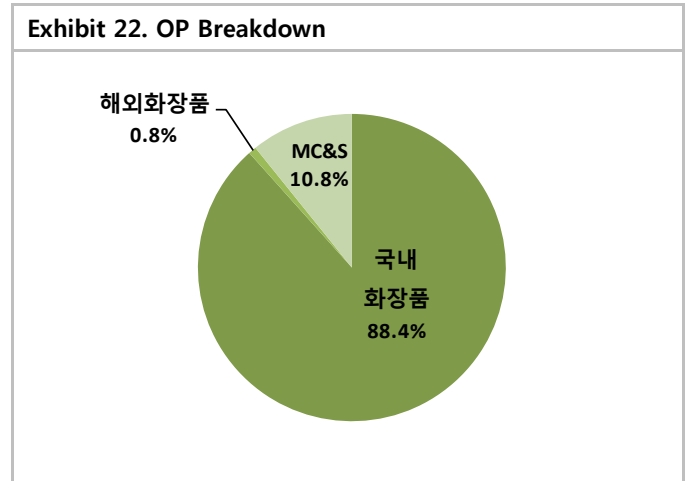
고가화장품의 영업이익 기여도는 78%

고가 화장품 매출이 전체 실적을 결정

동사의 백화점과 방판 매출의 영업이익 기여도는 78%로 고가 화장품 실적이 동사의 실적을 좌우하는 요인이다.



Source: Company data(2011), Leading Research Center



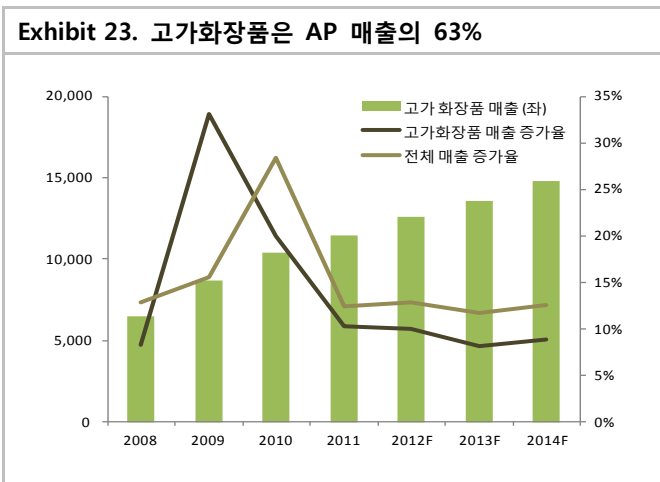
Source: Company data(2011), Leading Research Center

방판 카운슬러를 증원하며 2012F 고가화장품 +10% yoy

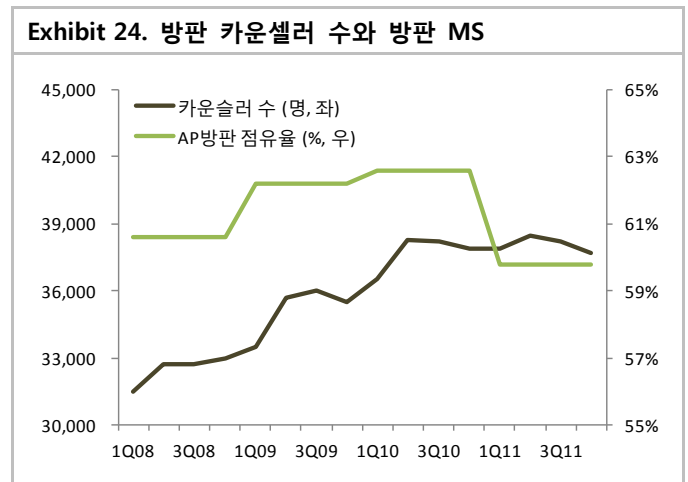
고가 화장품은 수익성 大

동사는 백화점과 방문판매를 통해 판매되는 고가 화장품에 의해 영업이익이 크게 좌우된다. 하지만 방문판매 매출은 카운슬러의 인원수와 비례하나 카운슬러가 너무 많아지게 되면 인건비 상승과 cannibalization 으로 영업이익률은 오히려 낮은 상태가 된다. 따라서 적절한 수의 카운슬러를 유지하여 운영하는 것이 시장대처 능력이라고 할 수 있다. 동사는 방문판매 MS 를 좌우하는 카운슬러를 적절한 수준으로 유지하기 위해 2012 년 상/하반기 동안 2,000 명을 모집하고 신제품을 지속적으로 출시하며 고가 화장품 매출 성장을 유지해 나갈 전망이다.

2012 년 상반기 매출을 고려할 때 고가 화장품의 매출은 2012F +9.9% 연성장이 전망되며 경제 매크로 지표개선이 이어진다면 추가적인 성장이 예상된다.



Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center

성장동력은 해외 사업

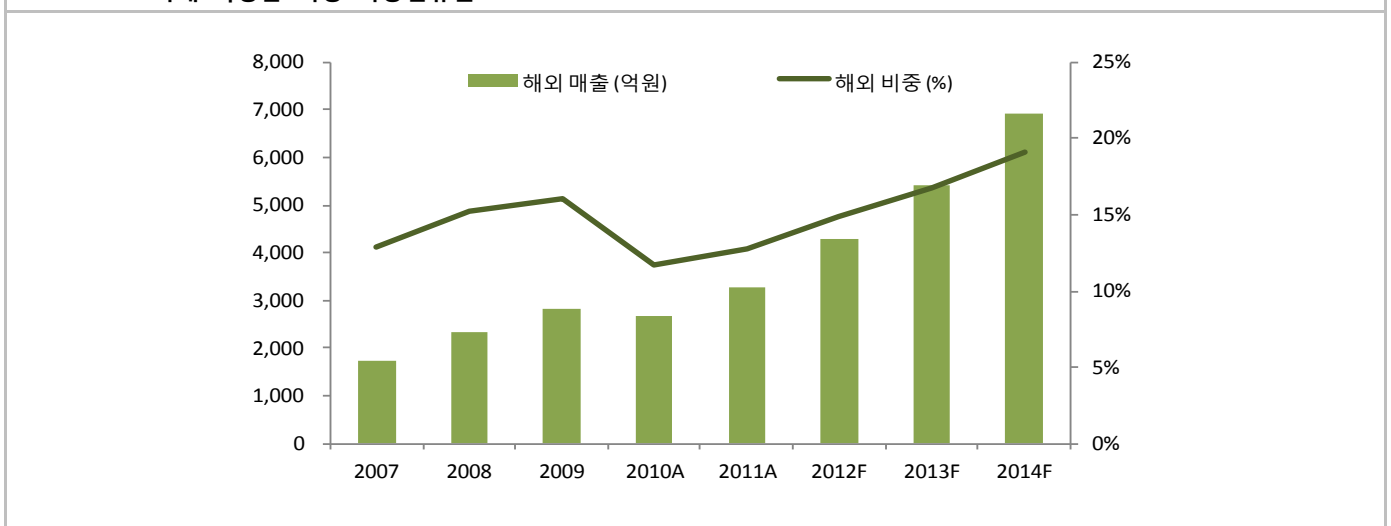
해외사업 매출 고속 성장

- : 연간 28.5%씩 성장
- : 2014F 전체 매출의 20% 차지

아모레퍼시픽의 해외사업 부문은 전체 매출의 12.8%에 달하며 2007년 이후 연간 17%의 매출성장을 보이고 있으며 향후 28.5%의 연성장을 이루며 2014년 전체 매출 비중은 19.1%에 달할 전망이다. 해외 매출 중 중국 지역이 해외 매출의 60%를 차지하고 있으며 프랑스가 30%, 중국 제외 아시아, 미국 순이다. 현재 중국만 흑자전환을 이룬 상태이며 34.8%의 고성장을 이루고 있다. 따라서 중국 매출 성장이 중요하다.

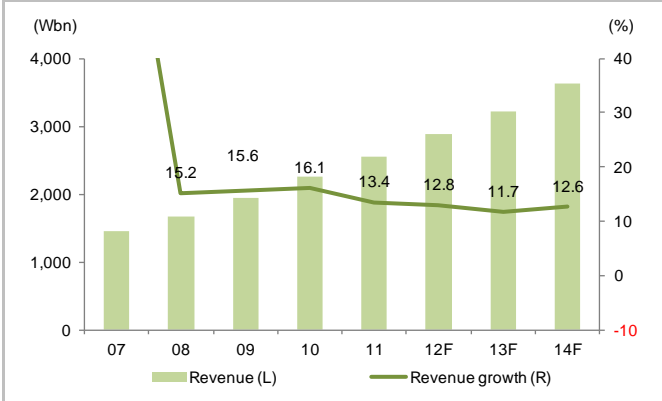
중국지역에서 아모레퍼시픽은 고가화장품부터 저가화장품까지 product mix 를 다양하게 하며 중국시장 시장점유를 늘려가고 있는 상태이다. 중국은 1선도시와 2~6선시장의 GDP 수준 차이가 크나 2~6선시장의 GDP 성장률을 1선보다 크게 일어나고 있기 때문에 아모레퍼시픽의 다양한 제품군은 두마리 토끼를 다 잡는 전략이라 볼 수 있다. 또한 2014F 상하이 지역에 1.6조원 생산능력을 지닌 생산기지가 설립되면서 가격경쟁력과 시장대응 능력이 향상될 전망이다.

Exhibit 25. 국내 화장품 시장 시장점유율



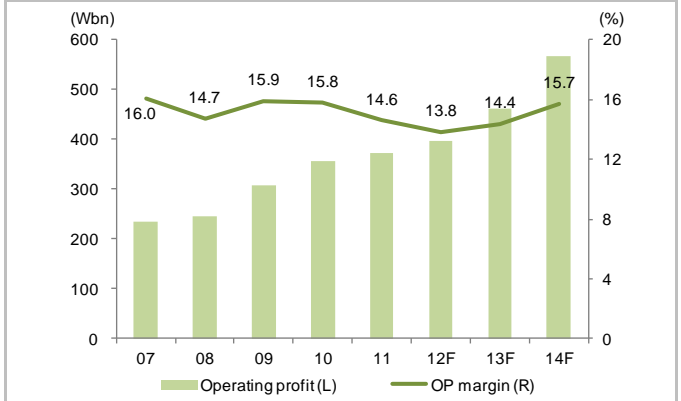
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 26. 매출액 및 매출증가율 추이



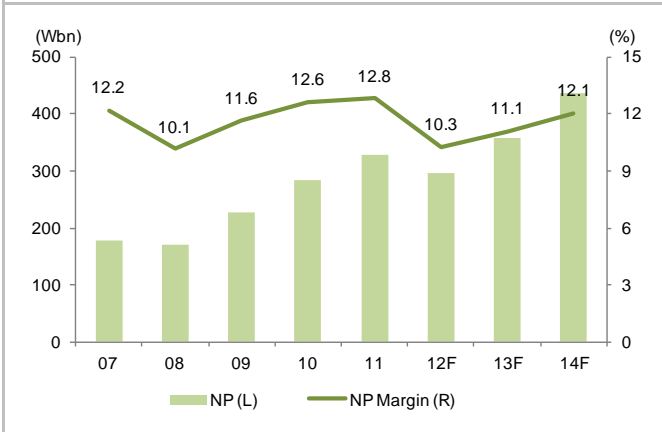
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 27. 조정영업이익 및 영업이익률 추이



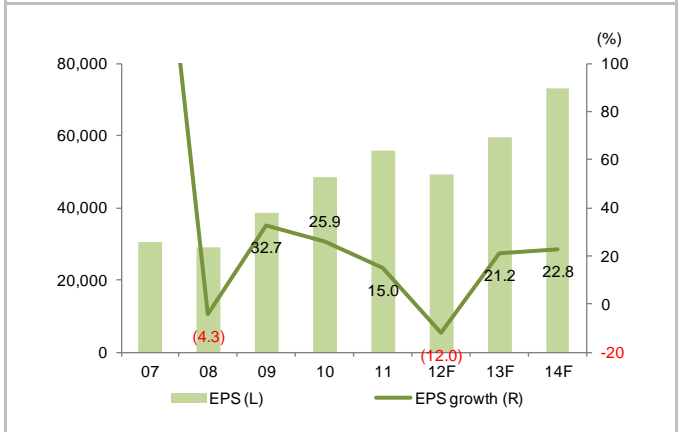
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 28. 순이익 및 순이익률 추이



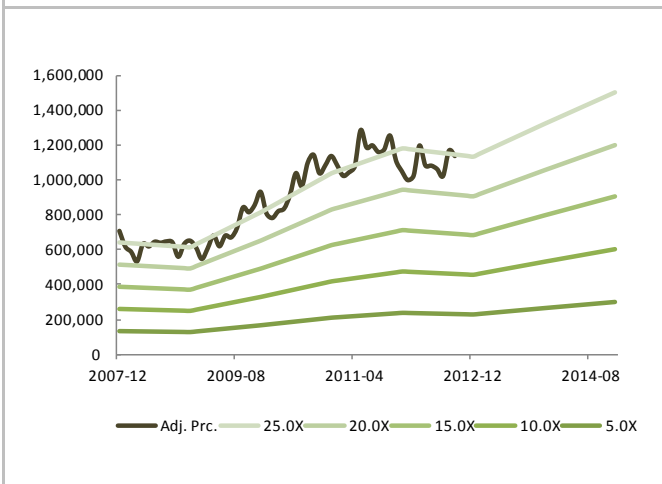
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 29. EPS 및 EPS 성장률 추이



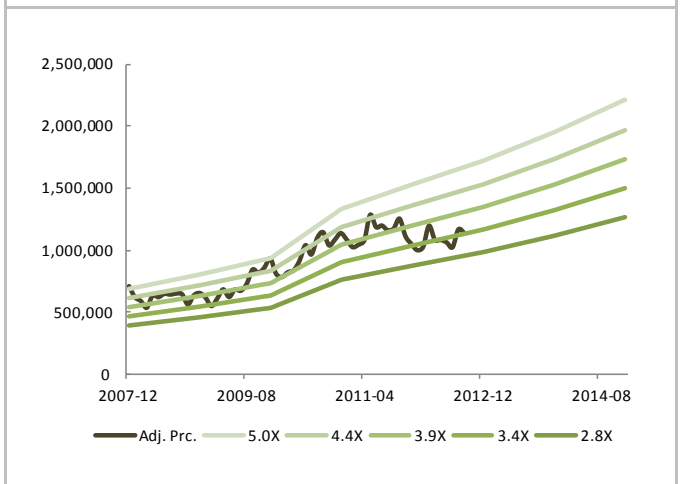
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 30. PER BAND



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 31. PBR BAND



Source: Company data, Leading Research Center

Section 3: 가치를 창출하는 기업인가?

보릿고개를 넘는 아모레, 해외 부문의 성장을 기다린다

글로벌 Peer 인 로레알, P&G 와 비슷한 수준의 ROE

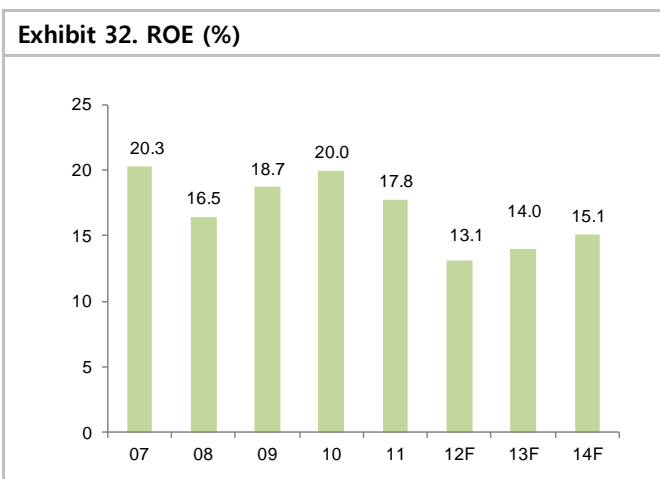
동사는 국내 화장품 시장의 32.7% 점유하고 있는 국내 No. 1 화장품 브랜드 업체이다. 2008 년 재정위기에도 불구하고 동사의 최고가 브랜드 '설화수'의 백화점 판매가 시작되면서 2009 년과 2010 년 당기순이익 32.6%yoy, 25.9%yoy 의 고속 성장을 이룩하였다. 이로 인해 16%~20%의 높은 ROE 를 유지해왔다.

동사의 ROE 는 글로벌 Peer 프랑스 로레알, 미국 P&G 와 비슷한 수준이며 일본 시세이도의 4.9%를 크게 상회하는 수준이다

2012F~2014E ROE 는 13%~15%
ROE 는 해외 부문의 매출증대로 개선될 것

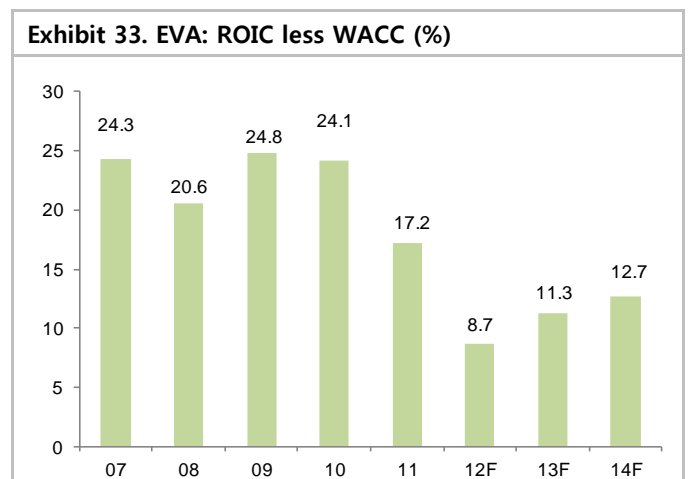
2012E~2014F ROE 는 13%~15%으로 소폭 하락할 전망이다. 경제 상황에 민감한 고가화장품 매출 성장이 둔화되어 더 큰 폭의 영업이익 감소 효과를 보임에 따라서 동사 ROE 는 2012 년 최저점을 보일 전망이다. 하지만 전체 성장 대비 2-3 배 빠른 매출 성장이 해외 사업 부문에서 일어나 전체 수익성 개선에 기여할 것으로 예상된다. 또한 현재 건설중인 중국 생산 기지가 2014 년 생산을 시작함에 따라 ROE 는 점차 개선될 전망이다.

Exhibit 32. ROE (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 33. EVA: ROIC less WACC (%)



Source: Company data, Leading Research Center

가치창출능력은 2012F 저점

2012F 가치 창출능력 8%~12%

2007 년 이후 동사의 ROIC 는 20%를 상회하였으나 2011 년 경기침체로 영업이익률이 높은 고가화장품의 매출 성장이 둔화되면서 NOPAT 의 성장 역시 둔화된 상태에서 대규모 CAPEX 를 집행한 결과 ROIC 가 17%로 하락하였다. 향후 방판의 카운슬러 증원과 신제품 효과로 인해 고가화장품 매출이 증가하면서 2012F ROIC 14%를 저점으로 2014F ROIC 17.4%로 개선될 전망이다.

Section 4: 잉여현금창출능력과 배당정책은?

풍부한 현금을 바탕으로 한 CAPEX

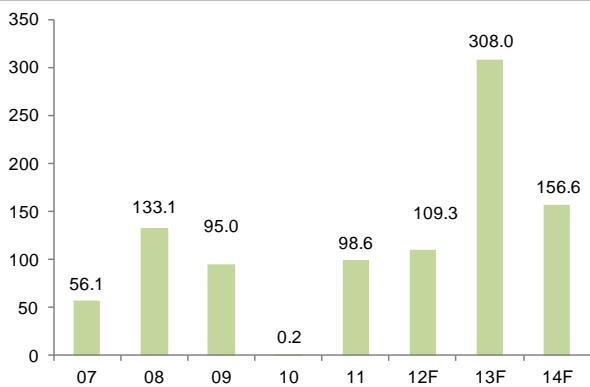
EBITDA 내에서 CAPEX 집행

동사는 과거 영업활동으로 인한 현금흐름 수준 내에서 연간 CAPEX 를 집행해 온 결과 플러스 FCF 를 지속적으로 유지해왔다.

2012E~2014F FCF 1,093~3,016억원

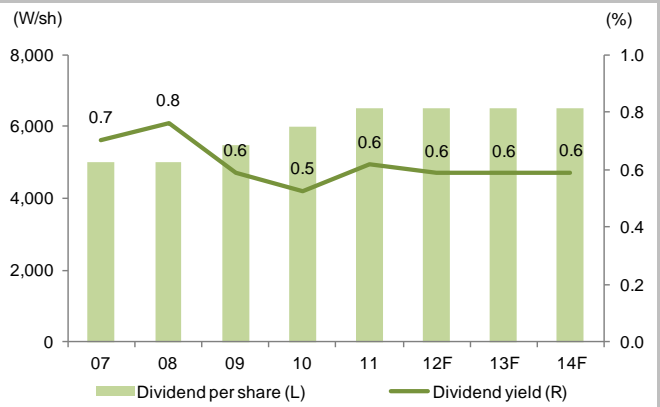
2012 년 중국 화장품 생산 공장을 위해 2,500 억원의 CAPEX 가 집행되고 2013년에는 서울 본사의 재건축으로 인해 3,000 억원이 대규모 CAPEX 가 집행될 예정이지만 5,000 억원을 상회하는 EBITDA 와 풍부한 보유현금을 바탕으로 2012E~2014F FCF 는 1,100 억원~3,000 억원을 기록할 전망이다.

Exhibit 34. 잉여현금흐름 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 35. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

높은 배당성향은 향후 지속될 것

아모레퍼시픽은 지주회사인 아모레퍼시픽 그룹과 아모레퍼시픽 대표 서경배 대표가 지분 46.1%를 보유하고 있으며 외국인 대주주 지분이 11%에 달한다. 즉 전체 지분의 60%가 우호 대주주라 할 수 있다. 따라서 향후 우호지분에 대한 신뢰를 바탕으로 배당성향은 현재 수준을 유지할 전망이다.

Exhibit 36. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

(십억원)	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
영업활동에 의한 현금	222.5	229.3	357.6	364.1	403.0	322.5	645.4	551.0
CAPEX	176.3	206.6	201.8	310.4	316.8	234.1	291.2	339.6
잉여현금흐름	3.7	78.6	107.7	-34.5	80.5	109.3	308.0	156.6
총 배당금	31.1	34.5	34.6	38.0	41.4	44.9	44.9	45.0
주당 배당금	5,000	5,000	5,500	6,000	6,500	6,510	6,520	6,530
배당 수익률 (%)	0.7	0.8	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6

Source: Company data, Leading Research Center (배당 수익률은 해당연도 종가기준)

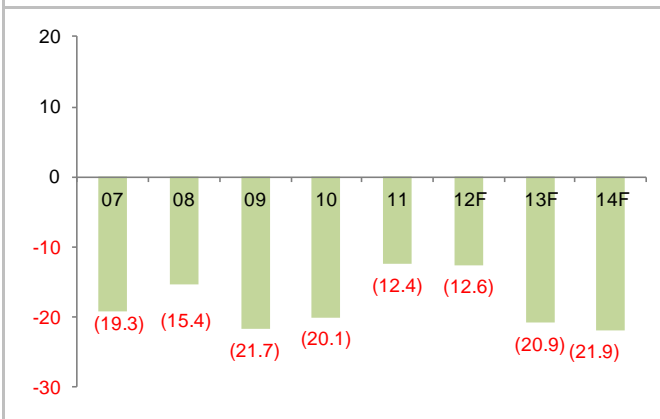
Section 5: 부채와 이자의 관리능력은?

EBITDA 수준 내의 투자가 이루어지며 순현금 상태 유지

연간 CAPEX 는 2,500억원~4,000억원
연간 EBITDA 는 5,000억원대

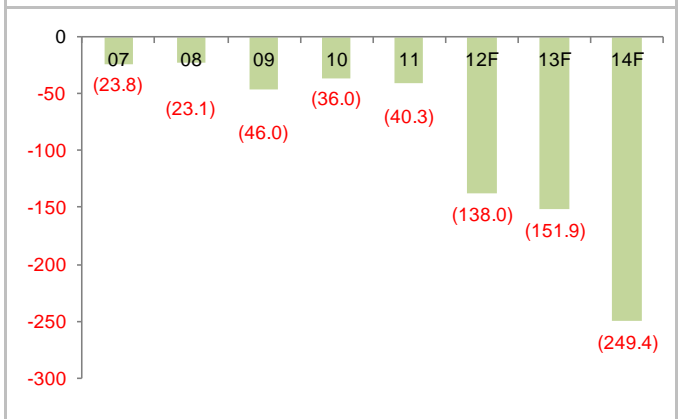
동사는 풍부한 현금을 바탕으로 낮은 수준의 차입 수준을 유지하고 있다. 차입금은 2010년 까지 200억원 이하로 낮은 상태를 보여왔으며 2011년 차입금 규모를 772억원으로 늘렸으나 3,000억원을 상회하는 풍부한 현금 확보로 순현금 상태를 유지하고 있다. 향후 2014년에 완공될 중국 생산 공장과 2013년부터 시작되는 서울 본사 건물의 재건축으로 인해 연간 2,500억원~4,000억원의 CAPEX가 집행되지만 연간 EBITDA가 5,000억원에 달하므로 현재의 순현금 상태는 지속될 전망이다.

Exhibit 37. 순차입금비율 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 38. 이자보상배율 (배)



Source: Company data, Leading Research Center

순현금 구조로 금융부담은 매우 낮음

2007년~2010년 아모레퍼시픽의 차입금 규모는 200억원 내에 머물며 이자비용은 동사의 영업이익 대비 미미한 수준이었다. 향후에도 풍부한 현금을 바탕으로 금융부담은 낮게 지속될 전망이다

Exhibit 39. 차입금과 이자보상배율

(십억원)	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
차입금	19.3	25.5	20.4	13.3	77.2	69.8	55.8	44.3
현금과 현금성 자산	203.3	197.4	302.5	325.7	343.4	371.1	613.7	698.6
순차입금	(184.0)	(171.9)	(282.1)	(312.4)	(266.2)	(301.3)	(557.9)	(654.3)
순차입금/총자산 (%)	(19.3)	(15.4)	(21.7)	(20.1)	(12.4)	(12.6)	(20.7)	(21.2)
이자비용	1.8	2.3	2.5	1.7	1.9	2.7	8.8	7.0
이자보상배율 (배)	(23.8)	(23.1)	(46.0)	(36.0)	(40.3)	(138.0)	(151.9)	(249.4)

Source: Company data, Leading Research Center

Section 6: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?

주주에 대한 자금조달 가능성 미미

오버행 이슈 無

동사는 매년 2,500 억원~3,500 억원의 대규모 CAPEX 를 집행함에도 불구하고 순현금을 유지하고 있기 때문에 CB 나 BW 에 발행으로 인한 오버행 이슈는 없을 전망이다.

Exhibit 40. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(십억원)	06	07	08	09	10	11	증가분 2006-2011
납입자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	0.0
주식발행초과금	712.7	712.7	712.7	712.7	719.4	720.4	7.7
주식발행으로 인한 조달금	747.2	0.0	0.0	0.0	6.7	1.0	754.9

Source: Company data, Leading Research Center

Section 7: CEO 의 경영철학은?

눈굴리기 이론

눈굴리기 이론
아모레퍼시픽의 중심은 '미와 건강'

아모레퍼시픽 서경배 대표는 창업주인 서성한 회장의 아들로 2 세 경영을 이어가고 있다. 서대표의 경영철학은 '눈굴리기 이론' 이다. 처음 눈덩이를 단단하고 둥그렇게 뭉치지 않으면 깨지기 때문에 중심이 중요하다는 이론이다. 서대표의 중심은 '미와 건강'이다. 그래서 화장품과 관련이 없는 산업과 관계된 회사는 수익을 바라볼 수 있어도 과감히 매각을 하고 시너지를 낼 수 있는 곳에 투자하였다.

아모레퍼시픽 그룹 하에서 아모레퍼시픽과 나머지 자회사들간에 시너지를 일으키며 화장품 생산을 함으로써 국내 제 1 의 화장품 회사인 아모레퍼시픽이 탄탄한 유통구조, 제품 고급화, 브랜드 인지도 모두를 갖추게 된 이유를 설명하고 있다.

Exhibit 41. 아모레퍼시픽 그룹의 구조



Source: Company data, Leading Research Center

심상치 않은 아모레퍼시픽

경기침체와 경쟁치열로 안개 속에 갇히다

하지만 '제품 고급화' 전략은 2008 년 시작된 국내 초저가 화장품 붐과 경제 침체가 장기간 지속되면서 화장품 시장 침체 속에서 효력이 약해지는 모습을 보이고 있다. 동사의 핵심 상품인 설화수는 한방화장품 시장의 경쟁과열과 경기침체로 인해 실적 부진을 초래했다. 서대표는 위기를 기회로 바꾸기 위해 혁신을 도모 하고 있다. 이는 '인적 개혁'이다.

위기를 기회로 바꾸기 위한 서대표의 결단은 '인적 개혁'

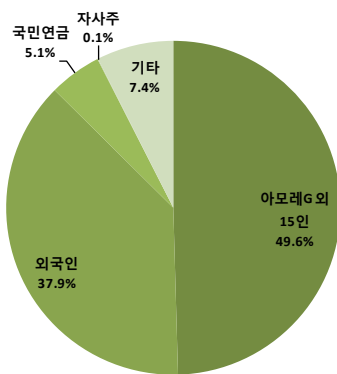
업계에서 '마이더스의 손'이라고 불리는 김희선 상무가 경쟁사로 이직하며 신규 한방 브랜드를 출시하는 한편 마케팅 부문의 양창수 부사장과 홍보 담당 김형길 상무도 동사에서 나가며 인적 개혁이 진행되고 있는 등 총 35 명의 임원인사가 이루어졌다. 그 이유는 한국 화장품의 제 1 의 대표 기업인 아모레퍼시픽에 대한 실적우려 때문이다. 경기침체와 치열한 경쟁 등의 악조건에서 2012 년 인적개혁을 실시한 첫 해를 맞는 아모레퍼시픽 상반기 매출은 +9% yoy, 영업이익+3% yoy, 순이익 -6% yoy 를 기록하였다.

2014 년을 기다린다

여자는 브랜드가 아닌 제품에 감동한다

현재의 아모레퍼시픽은 혁신의 씨앗을 심은 단계로 2014 년 부터는 국내 1 위의 아모레퍼시픽이 아닌 '글로벌 아모레퍼시픽'으로 발돋움 할 것으로 예상된다. 서대표가 심고 있는 혁신의 씨앗은 국내 시장보다 성장 잠재력이 높은 아시아 시장에 심어지고 있다. 제품 고급화 전략을 해외에서도 도입하고 있기 때문에 마케팅보다는 제품력을 무기로 입소문을 통한 시장진출을 시도하고 있다. 이 전략으로 중국의 경우 지난 4 년간 연평균 41.6%의 성장을 이루었고 향후 연간 30% 이상의 성장이 가능할 것으로 전망된다. 마케팅이 아닌 제품으로 고객감동을 주는 전략은 단순히 한국인, 중국인, 일본인이 아닌 '여자'를 대상으로 한다는 점에서 국내의 성공 신화를 재현해 낼 수 있다는 판단이다.

Exhibit 42. 주주구성



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 43. CEO Profile

기간	연혁
1987~1989	태평양화학 과장
1989~1990	태평양종합산업 기획부장
1990~1990	태평양 재경본부 이사대우 본부장
1993~1997	태평양 기획조정실 사장
1997~	태평양 대표이사 사장
2003~	대한화장품협회 회장
2006~	아모레퍼시픽 대표이사 사장

Source: Company data, Leading Research Center

Section 8: 실적현황 및 전망

수익추정 - 기본가정

수익추정을 위한 기본 가정 (1)
- 고가화장품 성장률 5.6%

아모레퍼시픽의 실적을 좌우하는 고가화장품 (방판+백화점 해당, 국내 화장품 매출의 62.6%) 매출 성장은 연간 5.6%로 가정하였다.

방문 판매 매출은 방문판매 카운슬러가 2012년 총 2,000명 증원될 계획에 따라 2012F 6%의 성장을 가정하였다. 하지만 경제 매크로가 개선되지 않는 상태에서 카운슬러에 의존한 매출 성장은 제한적이라는 점에서 2013년 이후 방문판매 매출은 3%의 연성장을 가정하였다.

반면, 백화점 매출은 성장세가 둔화되고 있으나 2012년 상반기 실적과 신제품 효과를 반영하여 연매출 성장을 15%로 가정하였다. 2012년 경제 침체의 악조건 속에서 신제품 효과로 백화점 매출을 15%의 성장을 기록한다면 2013년 이후 백화점 매출 성장률은 현 수준의 성장을 상회할 전망이나 보수적인 가정을 위해 백화점 매출에 대해 연성장률 15%로 가정하였다.

수익추정을 위한 기본 가정 (2)
- 해외 매출 성장률 28.5%

아모레퍼시픽의 전체 매출 12.8%를 차지하고 있으며 동사의 성장동력이 되고 있는 해외 매출은 향후 3년간 28.5% 성장을 가정하였다.

이는 해외 매출에서 절반 이상을 차지하며 의미 있는 흑자를 기록하고 있는 중국 지역에서 연간 34.8% 매출성장이 가능하기 때문이다. 한류열풍과 한국 1위 기업에 대한 프리미엄을 받으며 중국진출 초기에 라네즈(고가)와 마몽드(저가)가 브랜드 가치를 인정받은 가운데 설화수 (2009년 진출, 최고가), 이니스프리 (2011년 진출, 초저가)가 진출하면서 30%대의 성장은 무난히 달성할 것이라 판단한다.

Exhibit 44. 아모레퍼시픽의 연간 실적 전망

	실적 (Wbn)				성장률 (%)			
	2011	2012F	2013F	2014F	2011	2012F	2013F	2014F
매출	2,554.7	2,882.6	3,218.6	3,623.8	13.4%	12.8%	11.7%	12.6%
매출총이익	1,780.1	2,025.1	2,263.0	2,542.7	6.4%	13.8%	11.8%	12.4%
조정영업이익	372.9	398.0	463.0	568.7	4.8%	6.7%	16.3%	22.8%
당기순이익	327.3	295.9	357.0	437.0	15.0%	-9.6%	20.7%	22.4%
EPS	55,942	49,224	59,648	73,264	15.0%	-12.0%	21.2%	22.8%
영업이익률 (%)	14.6%	13.8%	14.4%	15.7%				
순이익률 (%)	12.8%	10.3%	11.1%	12.1%				

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 45. 아모레퍼시픽의 분기별 실적 전망

	2012F 매출				2012F 성장률 (% yoy)			
	1Q	2Q	3QF	4QF	1Q	2Q	3QF	4QF
매출	741.5	726.8	683.8	730.5	7.1%	11.5%	9.8%	24.2%
매출총이익	528.8	520.8	467.0	508.4	10.3%	11.9%	10.4%	23.5%
조정영업이익	150.4	98.1	61.0	88.4	1.6%	4.9%	-20.3%	61.5%
당기순이익	114.0	59.1	50.9	71.9	1.1%	-17.6%	-20.1%	-9.1%
영업이익률 (%)	20.3%	13.5%	8.9%	12.1%				
순이익률 (%)	15.4%	8.1%	7.5%	9.8%				

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 46. 아모레퍼시픽 채널별 매출 전망

(십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
전체 매출	2,538.8	2,554.6	2,882.6	3,218.6	3,623.8
화장품	1,922.8	2,152.1	2,429.7	2,709.2	3,050.7
국내	1,656.2	1,824.9	2,001.2	2,168.9	2,357.0
백화점	423.1	500.9	576.0	662.4	761.8
방문판매	614.2	642.8	681.4	697.7	719.4
전문점	270.9	305.3	334.0	358.4	378.4
할인점	173.7	173.1	167.9	162.9	158.0
온라인	123.3	148.4	183.9	225.6	273.4
직판	35.1	37.0	38.9	40.8	42.8
기타	15.9	17.4	19.1	21.1	23.2
해외	266.6	327.2	428.6	540.4	693.7
중국	142.4	190.8	262.2	346.8	467.3
프랑스	97.5	100.4	110.6	122.6	136.6
미국	12.0	15.8	16.1	16.4	17.3
아시아(대만, 홍콩, 말레이시아)	39.5	47.2	59.7	74.5	92.6
매출조정	(24.8)	(27.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
MC&S	349.4	402.5	452.8	509.4	573.1
전체 매출 성장	43.5%	0.6%	12.8%	11.7%	12.6%
화장품	30.4%	11.9%	12.9%	11.5%	12.6%
국내	39.0%	10.2%	9.7%	8.4%	8.7%
백화점	39.1%	18.4%	15.0%	15.0%	15.0%
방문판매	9.5%	4.7%	6.0%	2.4%	3.1%
전문점	1.4%	12.7%	9.4%	7.3%	5.6%
할인점	6.7%	-0.3%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
온라인	N/A	20.4%	23.9%	22.7%	21.2%
직판	N/A	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
기타	N/A	9.4%	10.0%	10.0%	10.0%
해외	-5.8%	22.7%	31.0%	26.1%	28.4%
중국	21.1%	34.0%	37.4%	32.3%	34.7%
프랑스	0.4%	3.0%	10.2%	10.8%	11.4%
미국	4.3%	31.7%	2.0%	2.0%	5.0%
아시아(대만, 홍콩, 말레이시아)	-30.5%	19.5%	26.4%	24.9%	24.3%
매출조정	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
MC&S	18.6%	15.2%	12.5%	12.5%	12.5%

Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

손익계산서

(십억원)	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
매출액	1,457.4	1,678.3	1,940.4	2,252.2	2,554.7	2,882.6	3,218.6	3,623.8
증가율 (%)	85.1	15.2	15.6	16.1	13.4	12.8	11.7	12.6
매출원가	430.0	498.4	539.3	578.4	774.6	857.5	955.6	1,081.1
매출총이익	1,027.4	1,180.0	1,401.2	1,673.7	1,780.1	2,025.1	2,263.0	2,542.7
이익률 (%)	70.5	70.3	72.2	74.3	69.7	70.3	70.3	70.2
판매관리비	793.5	933.6	1,092.0	1,317.8	1,407.2	1,627.1	1,800.0	1,974.0
조정영업이익	233.9	246.4	309.2	355.9	372.9	398.0	463.0	568.7
이익률 (%)	16.0	14.7	15.9	15.8	14.6	13.8	14.4	15.7
순 기타수익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
발표영업이익	233.9	246.4	309.2	355.9	372.9	398.0	463.0	568.7
순 지분법이익	(7.8)	(6.4)	(10.5)	(13.5)	1.0	1.0	0.7	0.7
금융수익	29.1	36.5	24.5	34.0	76.0	26.8	31.8	29.3
금융비용	9.4	23.9	23.4	15.5	20.3	21.4	26.8	25.0
법인세비용차감전 순이익	245.9	252.6	299.8	360.9	429.6	404.4	468.7	573.7
법인세비용	66.7	68.4	73.9	76.5	102.4	108.6	111.7	136.7
법인세율	27.1	27.1	24.7	21.2	23.8	26.8	23.8	23.8
당기순이익	177.9	170.2	225.9	284.5	327.3	295.9	357.0	437.0
지배주주	177.9	170.2	225.9	284.5	327.0	294.7	355.6	435.2
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	1.2	1.4	1.7
기타포괄손익	8.8	26.7	(6.9)	(4.1)	(22.8)	(1.9)	0.0	0.0
총포괄이익	186.6	197.0	219.0	280.4	304.5	294.0	357.0	437.0

대차대조표

(십억원)	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
유동자산	487.6	527.1	636.4	704.2	753.7	1,056.2	1,176.4	1,341.1
현금 및 현금성 자산	114.2	154.4	219.8	155.3	187.7	214.6	463.7	563.8
단기금융자산	89.2	43.0	82.7	170.4	155.7	156.5	156.5	156.5
매출채권	113.2	139.4	157.1	153.2	166.3	208.1	236.7	264.9
재고자산	136.3	173.0	160.1	204.4	225.8	240.2	273.1	305.7
기타유동자산	34.8	17.3	16.8	20.8	18.2	236.8	46.5	50.3
비유동자산	849.3	1,011.0	1,117.7	1,320.3	2,061.7	2,027.1	2,234.7	2,481.5
유형자산	694.4	834.9	939.7	1,155.9	1,655.5	1,766.3	1,927.0	2,118.4
관계기업투자등	14.0	15.1	25.3	28.1	13.9	11.2	12.2	13.2
무형자산	31.5	23.5	27.3	29.7	115.2	125.8	139.2	152.7
기타비유동자산	109.3	137.4	125.4	106.5	277.2	123.8	156.3	197.3
자산총계	1,336.8	1,538.1	1,754.1	2,024.4	2,815.4	3,083.3	3,411.1	3,822.6
유동부채	223.6	253.4	282.8	303.1	426.0	422.5	423.5	428.8
매입채무	133.8	154.5	200.4	79.9	78.0	80.1	91.0	101.9
단기금융부채	19.3	25.5	20.4	13.3	15.6	22.6	12.6	7.1
기타유동부채	70.4	73.4	62.0	209.9	332.4	319.8	319.8	319.8
비유동부채	160.0	169.4	171.6	163.4	251.1	273.5	288.2	302.4
장기매입채무및기타	21.6	25.7	22.1	18.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	61.7	47.2	43.2	37.2
기타비유동부채	138.3	143.7	149.5	145.4	189.5	226.4	245.0	265.2
부채총계	383.5	422.8	454.4	466.5	677.1	696.0	711.7	731.2
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	712.7	712.7	712.7	719.4	720.4	720.5	720.5	720.5
기타자본구성요소	3.2	29.5	22.6	18.5	(4.2)	(6.1)	(6.1)	(6.1)
이익잉여금	202.9	338.6	529.9	776.4	1,377.4	1,627.7	1,939.8	2,331.8
비지배주주	0.0	0.0	0.0	9.2	10.2	10.7	10.7	10.7
자본총계	953.3	1,115.3	1,299.7	1,558.0	2,138.3	2,387.3	2,699.4	3,091.4

현금흐름표

(십억원)	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
당기순이익	177.9	170.2	225.9	284.5	327.3	295.9	357.0	437.0
비현금성	97.1	113.7	118.9	114.2	145.7	102.7	148.5	167.8
유형/무형자산상각비	66.7	75.9	85.7	84.9	81.6	102.8	130.5	148.3
외환관련이익	(0.1)	0.7	(0.3)	0.2	1.2	0.0	0.0	0.0
순지분법투자이익	(7.8)	(6.4)	(10.5)	(13.5)	1.0	0.3	0.7	0.7
기타	22.5	32.0	22.4	16.1	66.3	0.3	18.7	20.2
영업자산과부채의 가산	(52.4)	(54.5)	12.8	(34.6)	(18.2)	(30.3)	139.8	(53.8)
운전자금증가 (감소)	(37.8)	(91.0)	(57.9)	(59.8)	(20.4)	47.9	(72.5)	(71.7)
기타	90.2	145.6	45.2	94.5	38.6	(17.6)	(67.3)	125.4
영업활동현금흐름	222.5	229.3	357.6	364.1	403.0	322.5	645.4	551.0
설비투자	176.3	206.6	201.8	310.4	316.8	234.1	291.2	339.6
잉여현금흐름	3.7	78.6	107.7	-34.5	80.5	109.3	308.0	156.6
배당금	31.1	34.5	34.6	38.0	41.4	44.9	44.9	45.0
투자자산증가	0.4	0.3	(0.1)	(3.1)	1.9	4.9	(0.3)	(0.3)
신주발행	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	(5.2)	0.6	(6.1)	(5.2)	44.6	8.3	(14.0)	(11.5)
기타	(39.7)	51.8	(49.9)	(78.1)	(59.0)	(20.1)	(46.4)	(55.1)
순현금흐름	(30.1)	40.2	65.4	(64.5)	28.6	26.9	249.1	100.1
기초현금	144.3	114.2	154.4	219.8	159.1	187.7	214.6	463.7
기말현금	114.2	154.4	219.8	155.3	187.7	214.6	463.7	563.8

재무안정성 지표

	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
유동비율 (%)	218.1	208.0	225.1	232.3	176.9	250.0	277.8	312.7
당좌비율 (%)	157.1	139.8	168.5	164.9	123.9	193.1	213.3	241.5
재고보유기간 (일)	30	34	31	30	31	30	29	29
매출채권 회수기간 (일)	29	27	28	25	23	24	25	25
매입채무 지급기간 (일)	31	31	33	23	11	10	10	10
차입금 (십억원)	19.3	25.5	20.4	13.3	77.2	69.8	55.8	44.3
현금과 현금등가물	203.3	197.4	302.5	325.7	343.4	371.1	620.1	720.2
순차입금 (십억원)	(184.0)	(171.9)	(282.1)	(312.4)	(266.2)	(301.3)	(564.4)	(676.0)
순차입금/자기자본 (%)	(19.3)	(15.4)	(21.7)	(20.1)	(12.4)	(12.6)	(20.9)	(21.9)
부채비율 (%)	40.2	37.9	35.0	29.9	31.7	29.2	26.4	23.7
이자보상배율 (배)	(23.8)	(23.1)	(46.0)	(36.0)	(40.3)	(138.0)	(151.9)	(249.4)

Valuations and Margins

	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
EV/ EBITDA (배)	14.0	11.8	13.9	15.1	13.6	13.0	10.6	8.6
EPS (원)	30,424	29,121	38,639	48,664	55,942	49,224	59,648	73,264
EPS 변동률 (%)	217.0	(4.3)	32.7	25.9	15.0	(12.0)	21.2	22.8
PER (배)	23.3	22.5	24.2	23.4	18.8	22.7	18.7	15.2
BVPS (원)	138,124	161,600	188,320	224,407	308,344	344,346	389,572	446,370
P/BVPS (배)	5.1	4.0	5.0	5.1	3.4	3.2	2.8	2.5
주당배당금 (원)	5,000	5,000	5,500	6,000	6,500	6,510	6,520	6,530
배당수익률 (%)	0.7	0.8	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE (%)	20.3	16.5	18.7	20.0	17.8	13.1	14.0	15.1
ROA (%)	14.1	11.8	13.7	15.1	13.5	10.0	11.0	12.0
매출총이익률 (%)	70.5	70.3	72.2	74.3	69.7	70.3	70.3	70.2
조정영업이익률 (%)	16.0	14.7	15.9	15.8	14.6	13.8	14.4	15.7
순이익률 (%)	12.2	10.1	11.6	12.6	12.8	10.3	11.1	12.1
EBITDA 이익률 (%)	20.6	19.2	20.4	19.6	17.8	17.4	18.4	19.8
ROIC (%)	25.2	21.3	24.3	25.4	18.5	14.8	16.8	19.1
WACC (%)	7.5	7.4	5.9	5.8	5.3	5.3	5.3	5.3
ROIC less WACC (%)	16.8	13.2	18.9	18.3	11.9	8.7	11.3	12.7

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

아모레퍼시픽 (090430 KS)

일자	2012-09-17
투자의견	BUY(신규)
목표주가	1,430,000 원

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상