

BUY

아모레퍼시픽

090430 기업분석 | 화장품

상해 신공장 탐방기: 투자와 회수의 반복

2015. 11. 19

목표주가(유지)	450,000원
현재주가(11/18)	386,500원
Up/Downside	+16.4%
투자 의견(유지)	Buy

Analyst
박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

Investment Points

지속적인 투자와 이익 리턴 사이클의 반복: 상해 신공장에서 개최한 애널리스트 데이를 통해 아모레그룹의 장기 성장 로드맵을 그려볼 수 있었다. 2020년 아모레그룹 매출 12조원 달성을 위해 15조원 규모의 생산공급 인프라 구축 계획을 내놓았고, 한국과 중국 이외에 아세안에서의 투자 계획이 새로운 부분이다. 아시아 No1. 뷰티 크리에이터를 지향하는 아모레그룹이 동남아시아에서의 성장 잠재력에 관심을 갖고 있는 것이다. 또한 작년 10월 완공된 상해 신공장은 현 1조 capa에서 2020년까지 여유부지를 활용한 증축을 통해 2조 8천억원 규모로 생산 능력 확대가 예상된다. 여기에 국내 수출물량을 합치면 총 4조원 대 생산능력을 가지게 된다. 수요에 기반한 증설계획으로 자신감을 엿볼 수 있었다.

글로벌 Top5브랜드 육성, 사업 포트폴리오 다변화 노력: 설화수와 라네즈가 중국 내 연평균 35% 이상의 매출 성장을 보이고 있고, 이니스프리가 400% 이상의 성장을 기록하고 있다. 마몽드는 구조조정을 통해 재귀를 노리고 있으며 드라마틱하진 않지만 성장을 기준으로서는 회복세를 띄고 있다. 올해 6월에는 아이오페가 런칭하여 프리미엄 럭셔리 라인으로 중고급 백화점에 입점을 시작했다. 프리미엄 헤어케어 라인으로 '려'가 내년 중국 내 매장수 2,000개까지 확대될 것으로 보이며 1위 로레알과의 점당 평균 매출 격차가 크지 않은 것으로 보인다. 헤어 케어와 더불어 바디케어 부문으로 중국 내 사업 포트폴리오 다변화가 예상된다.

Action

중장기로 보아야 할 때: 14~15년 화장품 업계 최대 이슈였던 면세점 성장은 단기 모멘텀이었고, 중국을 중심으로 한 해외사업 확대는 아모레그룹의 중장기 성장 전략에 해당한다. 17년까지 불룸확대와 이익성장을 다잡는 시기로 중장기 관점에서의 접근이 필요하다.

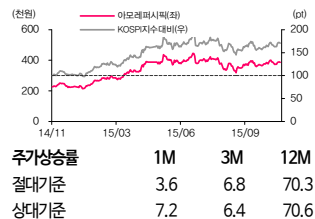
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	3,100	3,874	4,747	5,783	6,840
(증가율)	8.8	25.0	22.5	21.8	18.3
영업이익	370	564	796	1,011	1,230
(증가율)	1.4	52.4	41.1	27.0	21.7
자배주순이익	268	379	579	748	913
EPS	4,466	6,322	9,678	12,537	15,318
PER (H/L)	27.9/19.2	42.0/15.1	39.9	30.8	25.2
PBR (H/L)	3.4/2.3	6.4/2.3	7.9	6.6	5.5
EV/EBITDA (H/L)	15.1/10.4	22.0/8.1	25.5	20.6	16.8
영업이익률	11.9	14.6	16.8	17.5	18.0
ROE	11.0	14.0	18.6	20.2	20.6

Stock Data

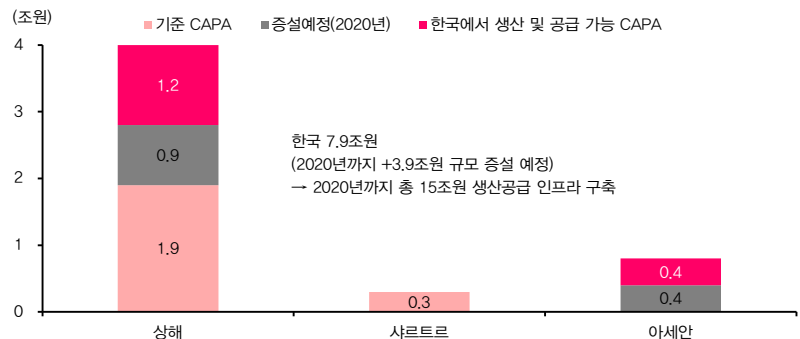
52주 최저/최고	214,400/445,000원
KOSDAQ /KOSPI	671/1,963pt
시가총액	225,942억원
60일-평균거래량	197,221
외국인지분율	30.7%
60일-외국인지분율변동추이	+0.5%p
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 8 인 49.3%



상해 신공장 탐방기 “지속적인 투자와 회수기 사이클 반복”

중국 상해 신공장에서 개최한 2015 애널리스트 데이를 통해 아모레그룹의 장기 성장 로드맵을 그려볼 수 있었다. 2020년 아모레퍼시픽그룹 매출 12조원 달성을 위해 15조원 규모의 생산공급 인프라 구축 계획을 내놓았고, 한국과 중국, 프랑스 이외에 아세안에서의 투자 계획이 새로운 부분이다. 아시아 No1. 뷰티 크리에이터를 지향하는 아모레그룹이 동남아시아에서의 성장 잠재력에 관심을 갖고 있는 것이다. 4천억원 규모의 현지 생산 CAPA 구축과 4천억원 규모의 한국 수출로 동남아시아에서 총 8천억원 수준의 공급능력을 갖출 것으로 보인다.

도표 1. 2020년 아모레퍼시픽그룹 매출 12조원 달성 위한 생산능력 확대 계획

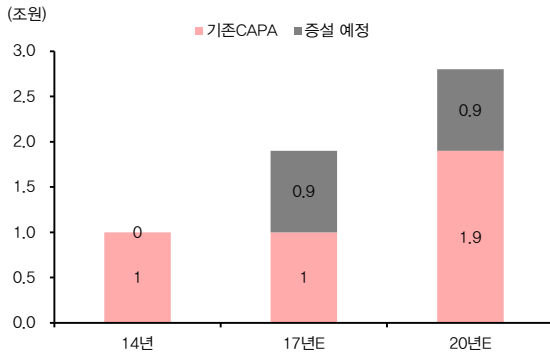


자료: 아모레퍼시픽 동부 리서치

작년 10월 완공된 상해 신공장은 현 생산CAPA 1조원 규모로 내년 신규증설을 통해 2017년 생산CAPA 1.9조원, 2020년까지 여유부지를 활용한 증축을 통해 2조 8천억원 규모로 생산능력 확대가 예상된다. 여기에 국내 수출물량을 합치면 총 4조원 대 생산능력을 가지게 된다.

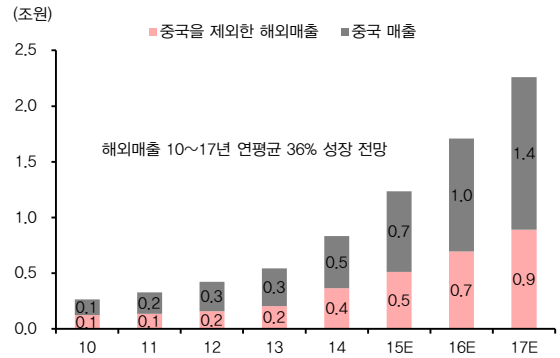
올해 아모레퍼시픽 해외 예상매출은 1조 2,359억원(+49%YoY), 16년에는 1조 7,101억원(+38%YoY)으로 내년에는 중국에서만 매출 1조원 달성을 전망하며, 2020년까지 3조원 매출 달성을 목표하고 있다. 상해공장 생산물량은 10월 누적기준 45% 이상 증가하고 있는 것으로 보여 수요 증가에 따른 중국 매출 고성장세는 당분간 지속될 것으로 보인다.

도표 2. 중국 상해 신공장 CAPA 증설 계획



자료: 아모레퍼시픽 동부 리서치

도표 3. 중국향 매출 고성장세 지속 전망



자료: 아모레퍼시픽 동부 리서치

중국 현지화 전략과 혁신적인 물류시스템 구축

중국 내 로컬기업들의 점유율 신장세가 두드러지고 있는 가운데 아모레퍼시픽의 중국 사업 전략은 역시 글로벌 기업들과 크게 다르지 않은 듯 보인다. 바로 중국 현지화 전략이다. 다만 90년대 초반을 장악하던 글로벌 화장품 기업들과의 차이점은 현지화 전략에 대한 필요성을 더 빨리 깨우쳤다는 점이다. 여기에 혁신적인 생산물류시스템을 더하여 차별화를 꾀하겠다는 전략이다. 상해, 청도, 심양을 물류거점으로 중국 전역에서의 제품공급을 최대 D-7일 내 가능토록 하고, 북경과 광저우에도 물류기반을 추가하여 효율을 높일 것으로 예상된다.

도표 4. 글로벌 Top5 브랜드 육성을 위해선 중국시장 선점이 필수

아모레퍼시픽 5대 성장계획

1. Top 5 글로벌 브랜드 육성 및 지속적인 성장
2. 비즈니스 포트폴리오 다변화 노력
3. 디지털 채널 성장의 신속한 대응
4. 우수한 인재 영입으로 조직 잠재력 업그레이드
5. 질적 성장의 초점

자료: 동부 리서치

한편 중국에서 과거 3년 평균 430% 성장하는 이니스프리를 비롯하여 설화수, 라네즈, 마몽드 그리고 최근에 신규 런칭하여 좋은 반응을 얻고 있는 아이오페까지 글로벌 Top 5 브랜드 육성과 더불어 중국에서 급격하게 성장하고 있는 디지털 시장 선점이 향후 관련 포인트가 될 것으로 예상된다.

글로벌 Top 5 브랜드 키우기 노력

설화수와 라네즈가 중국 내 연평균 35% 이상의 매출 성장을 보이고 있고, 이니스프리가 400% 이상의 성장을 기록하고 있다. 중국내 800여개 매장을 보유하고 있는 마몽드는 브랜드와 제품 리뉴얼을 통해 재기를 노리고 있으며 드라마틱하진 않지만 성장률 기준으로는 회복세를 띄고 있다. 올해 6월에는 아이오페가 신규 런칭하여 프리미엄 럭셔리 라인으로 고급 백화점에 입점을 시작했고, 프리미엄 헤어케어 라인으로 ‘려’가 중국내 1,200개 매장을 가지고 있다. 내년 매장수 2,000개까지 확대될 것으로 보이며 1위 로레알과의 점당 평균 매출 격차가 크지 않은 것으로 보인다. 헤어케어와 더불어 바디케어 부문으로 중국 내 사업 포트폴리오 다변화가 예상된다.

도표 5. 중국 팍슨백화점 내 아이오페 매장



자료: 동부 리서치

도표 6. 에어쿠션과 바이오에센스를 주력으로한 아이오페



자료: 동부 리서치

도표 7. 중국 백화점 내 마몽드 리뉴얼 매장



자료: 동부 리서치

도표 8. 마몽드 제품 및 브랜드 리뉴얼



자료: 동부 리서치

도표 9. 고급 마트에 진열되어 있는 한방용 헤어케어 '려'



자료: 동부 리서치

도표 10. 한방용 헤어케어 '려' 98위인(한화 약 17,000원)



자료: 동부 리서치

중국 시장 트렌드 “채널과 소비자, 제품의 다양성”

최근 중국 화장품 시장에서의 최대 화두를 3가지로 요약하면 디지털 채널 강세, 소비를 이끄는 90년대생, 제품군의 다양화 등이다. 우선 첫번째, 전통채널인 백화점 비중이 지속적으로 감소하고, 반면 전문점 채널과 디지털 채널이 연평균 30% 이상의 성장을 보이고 있는 점이다. 아모레는 이니스프리를 중심으로 중국 가두점 상권을 공략하고 있고, 최근에는 카페 등 소비자들의 놀이터를 결합한 플래그십 형태의 매장 오픈으로 매장 효율 극대화를 꾀하고 있다. 또한 하반기에 브랜드별 온라인 사이트를 오픈하여 디지털 채널 성장에 적극적으로 대응하고 있다.

둘째, 90년대생들이 소비를 주도하고 있다. 우리는 지난 5/26일 발간자료 ‘y세대로 통하다’ 통해 산아제한정책 당시에 태어난 80~90년대생들은 그들의 부모, 조부모세대보다 강한 소비력을 가지고 있으면서도 합리적인 소비를 원하고, 온/오프라인 채널간 이동이 자유롭다고 언급한바 있다. 90년대생들의 소비 비중은 12년도 15%에서 2020년 35%까지 증가할 것으로 보이고, 로컬브랜드 구입비중은 과거 20%대에서 최근 30% 후반까지 상승한 것으로 보여진다.

마지막으로 중국 화장품 시장을 주름잡는 제품이 과거보다 다양해지고 있다는 점이다. 안티에이징, 유/수분케어 등 기능성 제품으로의 관심이 높아지고, 제품도 더 다양해지고 있는 것이다. 로컬 브랜드들의 고성장세가 한국 화장품 기업들에게 위협요소가 될 수 있다고 보는 이도 있지만 연구개발 능력에서 중국기업들은 아직 걸음마 단계이며, 외산 브랜드들의 점유율이 하락할 때 한국 화장품 기업과 중국 로컬 기업들의 점유율 상승이 동반하고 있음을 기억할 필요가 있다.

16~17년 볼륨 확대와 이익 성장을 다잡는 시기

14~15년 화장품 업계 최대 이슈였던 면세점 채널 성장은 아모레의 단기 모멘텀이었고, 중국을 중심으로 한 해외사업 확대는 아모레그룹의 중장기 성장 전략에 해당한다. 14년 해외부문에서 대규모 흑자를 기록했고, 15년 86%YoY, 16년 77%YoY 성장할 것으로 예상되며, 2020년까지 해외사업 이익기여가 40%까지 증가할 것으로 예상되어 글로벌 화장품 기업으로서의 입지를 끊임없이 쌓아가고 있다. 이는 글로벌 피어 대비 높은 밸류에이션이 용인되는 이유이기도 하다. 중국사업을 비롯한 해외사업 확장은 여전히 진행 중이고, 17년까지 볼륨 확대와 이익성장을 다잡는 시기로 아모레퍼시픽에 대한 중장기적 관심을 유지해야 할 때이다.

도표 11. 아모레퍼시픽 국가별 영업이익 기여도

(단위: %)

	10	11	12	13	14	15E	16E	17E
Korea	97.7	99.2	102.6	101.5	84.4	80.7	74.3	71.2
Overseas	2.3	0.8	-2.6	-1.5	15.6	19.3	25.7	28.8
China	3.2	3.8	3.9	2.8	9.2	12.3	17.9	19.2
France	0.8	0.5	-3.8	-1.8	-0.2	0.1	0.3	0.2
USA	-1.2	-1.0	-1.2	-0.6	0.1	0.5	0.7	0.7
Japan	-	-	-0.9	-1.2	-0.7	-0.3	-0.1	-0.1
HongKong	-	-	-	3.0	2.9	2.9	3.2	3.2
Asia	-1.2	-1.9	-1.0	-1.0	0.6	3.7	5.0	6.4

자료: 동부 리서치

주: ASIA는 중국, 일본, 홍콩을 제외한 기타 아시아국가

도표 12. 아모레퍼시픽 분기, 연간 매출 추정

(단위: 억원 %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	14	15E	16E
Sales	9,318	9,667	9,967	9,787	12,044	11,954	11,411	12,055	38,739	47,467	57,833
Korea	7,394	7,764	8,010	7,247	9,350	9,177	8,280	8,299	30,415	35,108	40,732
Overseas	1,924	1,903	1,957	2,540	2,694	2,777	3,131	3,757	8,324	12,359	17,101
China	1,120	1,072	1,086	1,395	1,702	1,622	1,862	2,056	4,673	7,243	10,140
France	226	176	194	217	165	150	165	333	813	813	837
USA	79	89	84	97	112	102	133	159	349	506	658
Japan	116	125	107	108	118	128	109	110	456	465	474
Asia	482	561	572	802	705	849	942	1,153	2,417	3,649	5,292
%YoY	15.9	21.0	25.7	38.9	29.3	23.7	14.5	23.2	24.9	22.5	21.8
Korea	9.5	19.4	22.4	25.9	26.5	18.2	3.4	14.5	19.0	15.4	16.0
Overseas	49.9	28.0	41.3	96.8	40.0	45.9	60.0	47.9	52.8	48.5	38.4
China	33.3	18.3	37.8	63.3	52.0	51.3	71.5	47.4	37.9	55.0	40.0
France	20.9	-18.9	-18.8	-16.9	-27.0	-14.8	-14.9	53.5	-10.1	0.0	3.0
USA	43.6	45.9	41.4	63.3	41.8	14.6	58.3	64.0	48.6	45.0	30.0
Japan	0.9	-9.4	-10.1	4.2	1.7	2.0	2.0	2.3	-4.1	2.0	2.0
Asia	290.3	192.2	169.8	207.9	46.3	51.3	64.7	43.8	44.9	51.0	45.0
OP	1,758	1,511	1,477	892	2,781	2,081	1,634	1,465	5,638	7,961	10,115
Korea	1,521	1,327	1,263	645	2,235	1,826	1,312	951	4,756	6,324	7,220
Overseas	237	184	214	247	546	255	322	514	882	1,637	2,895
China	133	108	110	169	295	211	251	329	520	1,086	2,028
France	9	-38	18	1	14	-2	-5	1	-10	8	25
USA	7	12	0	-12	22	-5	4	19	7	40	66
Japan	-8	-7	-17	-7	-5	-13	-13	8	-39	-23	-14
Asia	31	60	46	61	140	115	145	170	198	570	951
%OPM	18.9	15.6	14.8	9.1	23.1	17.4	14.3	12.2	14.6	16.8	17.5
Korea	20.6	17.1	15.8	8.9	23.9	19.9	15.8	11.5	15.6	18.0	17.7
Overseas	12.3	9.7	10.9	9.7	20.3	9.2	10.3	13.7	10.6	13.2	16.9
China	11.9	10.1	10.1	12.1	17.3	13.0	13.5	16.0	11.1	15.0	20.0
France	4.0	-21.6	9.3	0.5	8.5	-1.3	-3.0	0.3	-1.2	1.0	3.0
USA	8.9	13.5	0.0	-12.4	19.6	-4.9	3.0	12.3	2.0	8.0	10.0
Japan	-6.9	-5.6	-15.9	-6.5	-4.2	-10.0	-12.0	6.9	-8.6	-5.0	-3.0
Asia	6.4	10.7	8.0	7.6	19.9	13.6	15.3	14.7	8.2	15.6	18.0

자료: 동부 리서치

주1): ASIA는 중국, 일본, 홍콩을 제외한 기타 아시아국가

주2): 1Q15 이후 중국, 일본, 기타 아시아국가 실적은 아시아 전체 실적을 과거 수준에 따라 대략적으로 추정된 수치임

대차대조표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	968	1,427	1,765	2,367	3,218
현금및현금성자산	294	343	524	971	1,686
매출채권및기타채권	224	253	322	380	431
재고자산	283	305	395	476	550
비유동자산	2,434	2,427	2,658	2,810	2,869
유형자산	1,936	1,744	1,974	2,126	2,185
무형자산	133	174	174	174	174
투자자산	50	48	48	48	48
자산총계	3,402	3,855	4,423	5,176	6,087
유동부채	543	651	703	806	917
매입채무및기타채무	351	449	504	611	725
단기차입금및단기차채	40	34	30	27	23
유동성장기부채	42	0	0	0	0
비유동부채	291	325	322	317	310
사채및장기차입금	69	114	112	102	92
부채총계	834	976	1,025	1,123	1,227
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
이익잉여금	1,815	2,136	2,632	3,284	4,086
비지배주주지분	14	20	25	29	34
자본총계	2,568	2,878	3,398	4,054	4,861

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	427	586	597	844	1,021
당기순이익	267	385	585	752	917
현금유출이없는비용및수익	249	316	360	411	465
유형및무형자산상각비	124	136	165	159	161
영업관련자산부채변동	-18	0	-137	-48	-26
매출채권및기타채권의감소	-28	7	-69	-58	-51
재고자산의감소	-15	-15	-91	-80	-74
매입채무및기타채무의증가	15	31	55	107	114
투자활동현금흐름	-349	-491	-362	-304	-196
CAPEX	-323	-267	-396	-311	-220
투자자산의순증	-10	2	1	1	1
재무활동현금흐름	49	-46	-53	-94	-110
사채및차입금의 증가	81	20	-7	-9	-11
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-45	-46	-62	-83	-97
기타현금흐름	-4	-1	0	0	0
현금의증가	123	49	182	446	716
기초현금	171	294	343	524	971
기말현금	294	343	524	971	1,686

자료: 아모레퍼시픽 동부 리서치 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	3,100	3,874	4,747	5,783	6,840
매출원가	912	1,028	1,132	1,274	1,392
매출총이익	2,189	2,846	3,614	4,510	5,448
판매비	1,819	2,282	2,818	3,498	4,218
영업이익	370	564	796	1,011	1,230
EBITDA	493	700	962	1,170	1,391
영업외손익	-6	-34	0	12	23
금융손익	9	11	16	18	30
투자손익	3	0	2	2	1
기타영업외손익	-18	-45	-18	-8	-8
세전이익	364	530	795	1,023	1,253
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	267	385	585	752	917
지배주주지분순이익	268	379	579	748	913
비지배주주지분순이익	-1	6	6	4	5
총포괄이익	265	373	585	752	917
증감률(%YoY)					
매출액	8.8	25.0	22.5	21.8	18.3
영업이익	1.2	52.4	41.2	27.0	21.6
EPS	-0.9	41.6	53.1	29.5	22.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	4,466	6,322	9,678	12,537	15,318
BPS	37,012	41,421	48,870	58,310	69,938
DPS	6,500	9,000	1,200	1,400	1,600
Multiple(배)					
P/E	22.4	35.1	39.9	30.8	25.2
P/B	2.7	5.4	7.9	6.6	5.5
EV/EBITDA	12.2	19.5	25.5	20.6	16.8
수익성(%)					
영업이익률	11.9	14.6	16.8	17.5	18.0
EBITDA마진	15.9	18.1	20.3	20.2	20.3
순이익률	8.6	9.9	12.3	13.0	13.4
ROE	11.0	14.0	18.6	20.2	20.6
ROA	8.3	10.6	14.1	15.7	16.3
ROIC	12.8	18.6	24.7	28.2	32.6
안정성및기타					
부채비율(%)	32.5	33.9	30.2	27.7	25.2
이자보상배율(배)	149.2	217.5	295.3	391.8	504.8
배당성향(배)	14.2	13.7	11.9	10.8	10.1

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자이익 비율 (2015-09-30 기준) - 매수(75.8%) 중립(23.3%) 매도(0.8%)

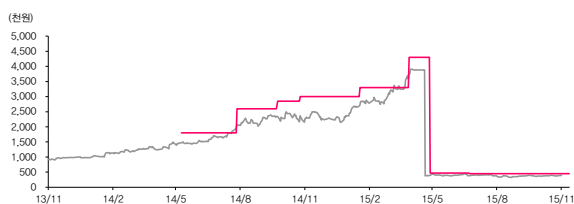
기업 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

아모레퍼시픽 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	일자	투자이익	목표주가
14/05/26	BUY	1,800,000	15/10/30	BUY	450,000
14/08/13	BUY	2,600,000			
14/10/10	BUY	2,850,000			
14/11/11	BUY	3,000,000			
15/02/04	BUY	3,300,000			
15/04/15	BUY	4,300,000			
15/05/15	BUY	470,000			
15/07/10	BUY	450,000			