



아모레퍼시픽 (090430)

CONTENTS

1. 기업 개요	<ul style="list-style-type: none"> - 기업 소개 - 주요 업계 현황 - 기업 포지셔닝 - SWOT 분석
2 산업 분석	<ul style="list-style-type: none"> - 화장품산업 - DB(Daily Beauty)산업 - 시장현황 - 화장품산업 전망
3. 투자포인트	<ul style="list-style-type: none"> - 여전히 남아있는 중국소비층 - 북미, 유럽으로의 진출 모색 - 리오프닝의 시작 - 온라인 채널 매출 양호 - 사업구조 개선 완료
4. RISK & ISSUE	<ul style="list-style-type: none"> - 해외시장 실적 부진 - 면세 매출 하락 - 한 발 늦은 온라인 전환 - 직원의 35억원대 횡령
5. 가치평가 DCF MODEL	<ul style="list-style-type: none"> - 적용근거 - 추정결과 및 근거 - 추정과정
6. APPENDIX	

Recommendation : BUY

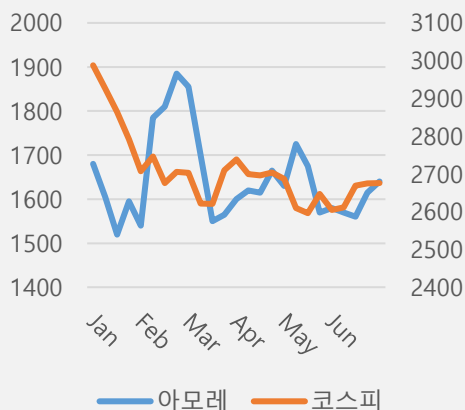
적정주가(TP)	225,447원
현재주가(22/06/02)	162,000원
상승여력	39.17%

Stock Data

자본금	292억원
시가총액	9조 5,928억원
발행주식수	58,492,759주
외국인지분율	25.70%
52주 주가(상)	286,000원
52주 주가(하)	144,000원
배당 수익률 (21.12)	0.60%

Financial Data

	2021E	2022E
EPS(원)	2,806	4,072
BPS(원)	69,064	72,137
PER(배)	59.52	39.79,
PBR(배)	2.42	2.25
ROE(%)	4.20	5.78
ROA(%)	3.05	4.52



자본시장연구회 6팀

팀장: 정철민
 팀원: 이승미 강신욱 이은지

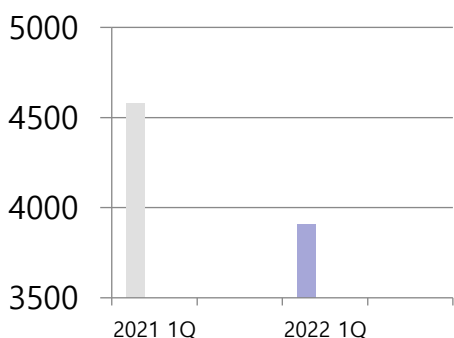
1. 기업개요

1.1 기업소개

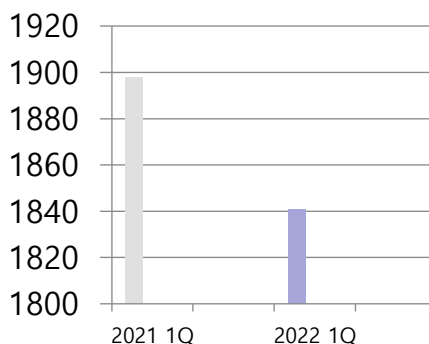
아모레퍼시픽은 화장품, 생활용품 및 건강식품을 제조, 판매하는 대한민국의 대표적인 화장품 기업 중 하나이다. LG생활건강과 함께 국내 최대 매출규모를 자랑하고 있으며, 특히 2010년 중국 '한류 붐'과 더불어 매출과 영업이익이 해외시장 내 급 성장한 바 있다. 이러한 이유로 본사는 현재 단순한 국내 화장품 기업이 아닌 글로벌 테마주로 분류되고 있다. 과거 2006년 '태평양' 기업 분할로 설립된 순수 지주회사 법인으로 본사 경영이념은 '인류봉사', '인간존중', '미래창조'이다. 자체 출시 브랜드로서는 '설화수', '라네즈', '마몽드', '아이오페', '헤라', '이니스프리', '에뛰드하우스', '미장센', '아리따움', '한울', '에스쁘아', '일리움', '송염', '오설록' 등이 있다.

1.2 화장품(Beauty) 현황

아모레퍼시픽은 Beauty 사업으로 크게 럭셔리, 프리미엄 화장품을 판매 및 유통하고 있다. 대표적으로 설화수, 헤라, 라네즈, 마몽드, 오딧세이, 에뛰드, 이니스프리, 홀리추얼, 에스쁘아, 이지피지, 아웃런, 리리코스, 미래파, 비레디, 브로앤טיפ스, 이너프 프로젝트, 레어카인드 등을 언급할 수 있다. 국내외 코로나 19 재확산으로 인한 면세 채널 매출이 하락해 럭셔리는 21년 1분기 대비 22년 1분기 약 15% 매출 감소, 프리미엄은 약 3%의 매출 감소를 보였다. 하지만 주요 신제품 사전출시 및 브랜드 워크의 운영 덕분에 온라인 매출은 두자릿수 성장을 이루었다. 또한 국내 화장품 매출 중 53%를 차지하는 럭셔리 화장품, 그 중에서도 35% 비중의 '설화수' 비중을 확대하고 브랜드 별 핵심 카테고리 강화를 통해 브랜드 경쟁력을 제고할 예정이다. 특히 설화수는 대표 안티에이징 솔루션 라인으로 '자음생' 시리즈 개발에 성공해 본격적으로 이를 출시할 예정이다. 또한 국내 매출 중 25%를 차지하는 Premium 사업 중, MZ 세대 고객 확보를 위한 마케팅 전략 다변화를 위해 각종 전시회, 이커머스 시장을 구축해갈 예정이다. 특히 이 중 14%를 차지하고 있는 '라네즈'는 혁신적인 신제품 9종을 출시하고 '검은 농장' 영상물 홍보, 비주얼 아티스트 'NOVO'와 협력해 몰입형 소비자 상호 인터랙티브 전시회 'Life oasis 2.0'을 개최할 예정이다.



[Figure 1] : 럭셔리 분야 매출추이
출처: 아모레퍼시픽 2021년 정기보고서, 자본시장연구원 6팀



[Figure 2] : 프리미엄 분야 매출추이
출처: 아모레퍼시픽 2021년 정기보고서, 자본시장연구원 6팀

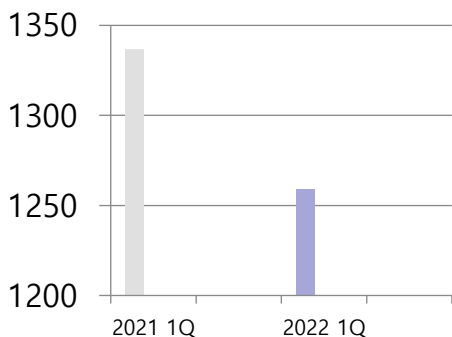
1. 기업개요

1.3 데일리뷰티(DB) 현황

아모레 퍼시픽의 일상 화장품인 데일리 뷰티로서 대표적 브랜드는 크게 해피바스, 송염, 미장센, 덴트롤, 메디안, 일리윤, 필보이드, 동의 본초연구, 라보에이치, 큐브미, 바이탈 뷰티, 아윤채, 플래시아, 프레시바 등이 있다.

화장품 산업과 마찬가지로 21년 1분기 대비 22년 1분기 DB시장 약 6%의 매출 감소를 보여, 수익성 개선을 위해 'VISION 2025' 등 사업혁신으로 포트폴리오를 재정비할 예정이다. 특히 온라인 매출 성장중인 '미장센', '해피바스'의 인기품목을 최대 확대할 계획이다. 아모레의 DB 사업은 국내 매출 대비 17%를 차지하고 있으며, 특히 미장센(6%), 려(4%)가 많은 비중을 차지한다. 또한 '려', '해피바스', '일리윤'의 고 연령층 대상 스킨, 헤어 프리미엄 제품라인을 강화하고 온라인 시장을 확대할 전망이다.

대표적으로 '려'는 국내최초 비건 프리미엄 염모제인 새치커버를 출시했으며, '해피바스'는 미장센 퍼퓸 라인의 프리미엄 바디케어 라인으로서 '마티나 스킨케어 바디워시'를 확장 출시할 예정이다. 마지막으로 '일리윤'은 식약처로부터 심사가 완료된 기능성 제품 '레드이치 케어'라인을 출시하였다.



[Figure 3] : 데일리뷰티 분야 매출추이
출처: 아모레퍼시픽 2021년 정기보고서 자본시장연구회 6팀

1.4 아모레퍼시픽 사업별 주요 브랜드 목록

사업명	화장품(Beauty) 사업	데일리뷰티(DB) 사업
목록	아모레퍼시픽, 설화수, 헤라, 아이오페, 한울, 라네즈, 마몽드, 오딧세이, 에뛰드, 이니스프리, 시예누, 프리메라, 홀리추얼, 에스쁘아, 스테디, 이지피지, 아웃런, 리리코스, 미래파, 비레디, 브로앤팁스, 이너프 프로젝트, 레어카인드 등	미장센, 해피바스, 덴트롤, 송염, 메디안, 일리윤, 필보이드, 프레시바, 동의 본초연구, 플래시아, 아윤채, 아모스 프로페셔널, 라보에이치, 큐브미, 바이탈 뷰티 등

1. 기업개요

1.5 기업 포지셔닝

1) VISION 2025를 통한 뉴뷰티 사업 선도

2021년 하반기에 이어 2022년 상반기 아모레 퍼시픽의 키워드는 '뉴 뷰티' 산업이라고 말할 수 있다. 누구나 자신만의 아름다움과 건강을 전 생애동안 실현하여 인류에 공헌하겠다는 아모레 퍼시픽의 사업비전은 'VISION 2025'로 요약할 수 있다. 5년마다 기업의 비전제시와 목표설정을 새롭게 갱신중인 아모레퍼시픽의 이러한 비전은 뷰티 사업 개념의 확장, 디지털 유통 환경, 고객 맞춤형 서비스를 요지로 한다. 특히 이러한 뉴 뷰티 세상을 위해 서경배 회장은 피부 과학과 화장품의 합성어인 '바이오·더마'와, 고 기능성 건강한 화장품을 추구하는 '웰니스'의 2가지 카테고리를 집중 육성하여 전 생애 동안 삶의 순간을 아우르는 '라이프 뷰티'로 사업을 확장하겠다고 밝힌 바 있다. 이어서 맞춤형 서비스 제공을 위한 고객 데이터와 디지털 유통 기술을 바탕으로 비즈니스 영역 전반에 걸쳐 '초 개인화 뷰티 솔루션'을 적극적으로 발전시킬 예정이며, 공감을 바탕으로 하는 고객과 기업의 교감 및 소통 문화 역시 꾸준히 발전시킬 것을 강조하였다. '디지털 환경 속 고객 맞춤형 서비스의 다각화'가 VISION 2025의 요지인 것이다.

일시	타 기업과 주요 협업 사례
2020년 5월	'헤라' 등 브랜드 카카오톡 선물하기 전용 상품 출시
2020년 6월	'쿠팡' 단독 판매 온라인 전용 브랜드 '이너프 프로젝트' 출시
2020년 7월	'11번가'와 공동마케팅 등 전략적 비즈니스 제휴 협약
2020년 8월	'무신사'와 100억원 규모 펀드 조성
2021년 2월	'이베이코리아'와 전략적 파트너십 업무 제휴 협약 체결
2021년 9월	'틱톡'과 '이니스프리' 디지털 브랜드 업무 제휴 협약 체결

2) Analyst Day를 통한 전략방향의 신수립

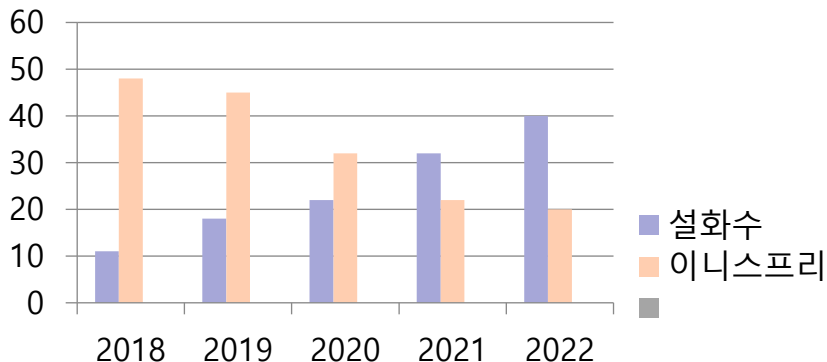
아모레퍼시픽은 2021년 Analyst Day를 통해 2021년을 리뷰하고 2022년 새로운 전략방향을 제시하였다. 먼저 2021년 주요 핵심 성과로, 강한 브랜드 중심의 조직 개편 후 성장이 있는데 특히 설화수와 라네즈가 성장을 주도하였다. 또한 약 1800억원의 '코스알엑스' 지분 투자로 비유기적 성장 기반을 마련하였으며 이에 따라 2022년에도 외부 브랜드와의 협업 및 투자로 포트폴리오를 강화할 예정이다.

두 번째로는 앞서 언급한 '디지털 중심의 유통환경 전환'이다. 아모레는 전사적으로 오프라인에서 디지털 중심의 체제 전환을 본격화중이며 이에 따라 E-Commerce(전자상거래) 플랫폼에서 압도적인 성과를 낼 토대를 마련했다.

세 번째는 국내외 저 수의 브랜드 정리와 통폐합으로 DB(데일리뷰티)의 22년도 대응기반을 마련한 것이다. 2021년에 설화수와 라네즈와 국내외 이커머스 시장과 면세점에서 상당히 유의미한 성장세를 나타냈음에도 중국 시장 내 이니스프리의 부진과 실적감소는 주가하락의 주된 이유로 작용을 하였기에, 이를 기반으로 2022년에는 이니스프리 개선전략을 채택하여 기업 펀더멘탈을 더욱 강화하고자 하는 것으로 보인다.

1. 기업개요

1.5 기업 포지셔닝



[Figure 4] : 최근 5년 아모레퍼시픽 중국내 설화수 vs 이니스프리 비중변화
출처: Dart 아모레퍼시픽 2021년 정기보고서 자본시장연구회 6팀

3) 2022년 중국 원차이나 전략 강화

2022년 중국 시장 내 럭셔리 카테고리 분야는 약10% 성장을 전망하고 있어, 아모레퍼시픽 역시 10% 성장의 가이드언스를 제시하였다. 이중 특히 성장동력으로서 이커머스(약 60%)는 향후 성장률 30%가 전망되는데, MZ세대 구매력 확대, 하이엔드 럭셔리의 시장을 견인 가능성, 이커머스 중심 유통개혁과 중국 내 우인, 콰이쇼우 등 라이브커머스 고성장이 지속되기 때문이다. 또한 중국의 바이체린, 카슬란, 화씨즈 등 주요 화장품 브랜드의 ODM (제조자 개발생산) 기술력 미확보로, 한국 화장품 업계로의 위탁으로 인해 아모레 퍼시픽의 수준높은 R&D 역량은 더 빛을 발할 수 있게 되는 것이다. 이와 같은 아모레퍼시픽의 원차이나 전략은 중국의 경제 성장과 비례할 것이다.

첫 번째는 중국 소비자와 국내 중국법인의 판매 채널을 유기적으로 연계하여 동일한 소비자 관점에서 분석하는 것이다. 즉 국내 이커머스 및 양국 면세, 중국의 온오프라인 채널을 연계해 통합적인 시각에서 관리해 채널 간 충돌을 소화하고 중국 경쟁력을 강화하는 것이 핵심이라고 할 수 있다. 두 번째는 설화수의 중국시장 확대로, 면세점과 온오프라인 마케팅을 지속적으로 확대하여 중국의 럭셔리뷰티 포지셔닝 구축을 강화하는 것이다. 세 번째는 중국 이니스프리 물품 중 고마진 에센스 비중을 20%로 확대하여 저수익 카테고리를 대폭 축소함으로써 불확실성을 해소하는 것이다. 네 번째는 온라인 시장 확대, 이커머스 성장률 30%와 비중 60%가 전망돼 22년 말까지 중국 매장 수를 140개로 축소하는 것이다. 2021년 설화수와 디지털중심의 성장세에 기반했을 때, 2022년 디지털 채널의 확대와 채널의 유기적 연계, 중국 이니스프리 방향 전환은 중국 실적의 불확실성 해소에 직접적으로 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다.

1. 기업개요

1.6 SWOT 기법을 통한 기업분석

아모레 퍼시픽은 60년 이상의 역사를 축적한 연구개발 기술력을 확보한 국내 대표 화장품 브랜드이다. 기존 매출 중 국내외 특히 중국 시장에서 설화수와 라네즈의 판매율 성장이 효과를 보인 바 있으며, 온라인과 면세, 가맹점 등 다양한 유통경로 역시 개척 중이기에 발전 가능성이 충분하다. 반면, E commerce 시장 진입이 다소 늦었으며, DB에 비해 Beauty 산업이 편중된 점은 분명한 약점이다. 또한 국내 대표 경쟁 기업인 'LG 생활건강'이 DB산업에 막대한 투자를 통해 사업 다각화 전략에 성공하여, 이에 비해 매출과 영업이익이 2년넘게 뒤쳐지고 있으며, 변동성이 심한 사업 특성 상 경쟁 기업이 해외 진출 및 성장 한다는 사실 자체 역시 약점이다. 대외적인 잠재적 위협으로서, 해외 대표 화장품 브랜드의 막대한 자본을 통한 글로벌 마케팅 및 러시아 전쟁과 중국의 코로나 대비 자국 봉쇄로 인한 화장품 수요 둔화가 있다. 대내적 위협으로서 E commerce가 급격히 발전함에 따라 기존 가맹점과 유통 갈등이 형성될 가능성이 있고, 지금껏 고수해 온 오프라인 중심 유통 전략에서 온라인 시장으로 급 전환 과정속 후폭풍도 위협 요인이다.

하지만 'VISION2025' 발표를 통한 온라인 위주 유통경로 개척 및 남성과 고연령층을 목표로 한 맞춤형 화장품 서비스를 통해 국내 사업 혁신을 언급하였으며, 코로나 19 엔데믹 및 일상 전환 속 리오프닝과 지속되는 한류열풍 역시 호재의 기회로 작용할 수 있다. 나아가 중국 시장 내 럭셔리 화장품의 수요가 늘어나고 있어 이 중 판매 비중이 높은 카테고리를 집중 육성할 계획을 추진 중이며, 미생물을 활용한 친환경적, 피부 친화적 맞춤형 화장품 시장을 개척하고 있는 점 역시 일종의 기회라고 분석할 수 있다.

Strengths(강점)	Weakness(약점)
<ul style="list-style-type: none"> · 전통적인 고급 화장품 라인 브랜드 파워 · 60년 이상 축적한 R&D 기술력 확보, 투자 · 설화수, 라네즈 국내외 판매율 증가 지속 · 다양한 유통경로 확보 및 개척 	<ul style="list-style-type: none"> · E commerce 후발 진입으로 경쟁력 약화 · 화장품에 다소 편중된 사업 구조 · 국내 경쟁 기업의 성장 및 해외 진출
Opportunities(기회)	Threats(위협)
<ul style="list-style-type: none"> · 리오프닝 및 한류 열풍으로 고성장 가능성 · 중국 내 럭셔리 화장품 시장 고 성장세 지속 · 더마 화장품, 마이크로 바이옴 등 시장 개척 · 온라인 위주 유통경로 개척 및 다변화 · 남성, 고연령층 미용 관심 증대 	<ul style="list-style-type: none"> · 해외 대기업의 글로벌 마케팅 경쟁 · 러시아 전쟁 및 중국 봉쇄로 인한 수요 둔화 · E commerce 강화로 기존 가맹점과 갈등 · 오프라인 중심 매장 전략의 후 폭풍 효과

2. 산업분석

2.1 화장품 산업

화장품 산업은 정밀화학의 고부가가치 산업이다. 제품 제조에 많은 기술이 필요하지만 OEM/ODM 업체들의 발달로 시장 진입장벽이 낮아 경쟁이 치열하고 시장 점유율 확보가 어렵다. 트렌드와 경기에 매우 민감한 산업으로, 최근에는 오프라인 채널에서 온라인 채널로의 유통 환경의 변화, 소비 형태의 변화로 변동성이 큰 상황에서 여러 새로운 시도가 이뤄지고 있다. 화장품 산업의 경우, 제품의 생명주기가 짧아 신제품의 개발이 빈번하게 이루어진다. 소비재 산업으로 다양한 고객들에 맞는 광범위한 마케팅이 가장 중요한 산업이기도 하다. 최근에는 맨즈 뷰티 시장이 확대되는 등 성별과 연령대를 가리지 않는 꾸준한 수요가 있어 지속적인 성장 가능성과 잠재력이 존재한다.

2.2 DB(Daily Beauty) 산업

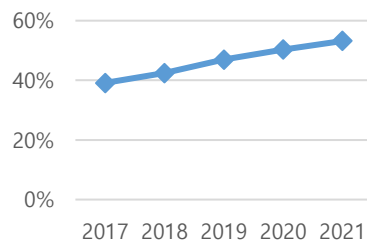
DB(Daily Beauty) 산업은 생활용품 산업을 의미한다. 생활용품은 모발, 구강, 바디케어 등의 생활 필수품을 의미한다. 화장품과는 달리 수요의 변동성이 낮고, 수요도 비교적 고정적이다. 이미 성숙기에 접어든 산업이고, 다수의 기업들이 치열한 경쟁을 벌이고 있다. 이에 따라 브랜드 이미지 포지셔닝, 마케팅 시장의 다변화, 가격 정책의 차별성, 소비자 계층별 니즈 파악 후 전략적 마케팅 등을 사업의 중요 관리 지표로 삼고 있다. 시장의 흐름은 화장품 산업과 유사하다. 판매 채널이 다각화되고, 소비자의 니즈도 세분화됨에 따라 그에 맞는 다양한 제품이 출시되고 있다. 다만 생활용품 부문은 당사 매출액의 약 10% 정도를 차지하며, 당사의 주가 모멘텀 측면에서 크게 언급될 수 있는 부분이라고 보기는 힘들다.

2.3 시장 현황

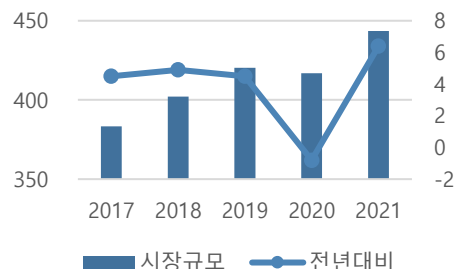
2.3.1. 해외 시장

최근 해외 화장품 시장은 아시아 지역을 중심으로 급속도로 성장하고 있다. 전 세계적 불황에도 지속적인 수요가 창출되고 있다. 코로나 19 팬데믹으로 색조 화장품의 수요는 줄었지만 피부 관리에 대한 관심 증가로 스킨케어 제품의 수요가 증가한 것도 주요 원인이다. 새로운 소비 트렌드와 다양한 유통 채널 확보로 앞으로 시장 성장이 기대되는 산업이다. 코로나 이전 2019년 세계 화장품 시장 규모는 4,203억 달러로 전년대비 4.5% 증가하며 증가세를 보였다. 팬데믹에 직접적으로 타격을 받은 산업만큼 2020년에는 화장품 산업 성장이 지체되는 양상을 보였다. 하지만 세계 각국이 엔데믹 체제로 전환하면서 수요와 공급이 안정될 것으로 예상하고 있다. 전통적인 화장품 강국으로 꼽히는 미국, 일본, 독일, 프랑스 외에도 중국, 인도, 태국 등 신흥 강국들의 성장도 기대된다.

당사를 비롯한 국내 화장품 기업들의 대중국 수출 의존도는 매우 높은 편이다. 2019년 기준으로 전체화장품 수출액의 46.9%를 중국이 차지할 정도로 큰 비중을 가지고 있다. 따라서 중국 시장의 추이를 살피는 것이 중요하다. 하지만 최근 중국기업의 공격적인 내수시장 진출과 중국 젊은 층의 애국소비 경향으로 중국의 중저가 화장품 시장에서 한국 화장품의 입지가 줄어들고 있는 상황이다. 그동안 중국 시장에서 높은 수익을 견인해왔던 고가라인의 한국 화장품도 일본, 유럽 고급 화장품에 점유율이 뒤흔어지고 있다. 또한 온라인과 라이브 스트리밍 위주로 변화된 중국의 판매 채널을 따라가지 못한 한국 기업들의 마케팅 전략도 중국시장 내 부진의 원인으로 꼽힌다.



[Figure 1] 대중국 화장품 수출 비중
출처: 대한화장품산업연구원, 자본시장연구회 6팀



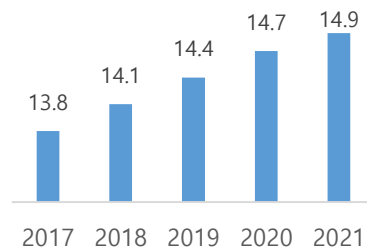
[Figure 2] 세계 화장품 시장 규모 (단위: 10억 달러)
출처: Euromonitor International, 한국보건산업진흥원, 자본시장연구회 6팀

2. 산업분석

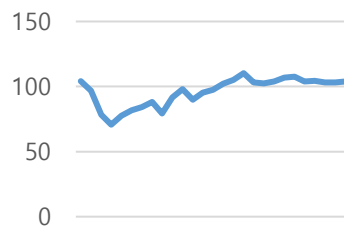
2.3.2. 국내 시장

화장품 시장은 그 동안 국내 소비재 관련 제조업에서 높은 성장세를 보여 주었다. 하지만 코로나 19라는 전례없는 팬데믹, 신 유통 채널의 부상, 소비자들의 새로운 소비습관과 수요에 맞춘 다양한 제품들의 등장으로 여러 변화를 겪었다. 코로나 19 이후인 2020년도 화장품 수출액은 전년대비 10% 가량 증가하며, 프랑스, 미국에 이어 전세계 화장품 수출 규모 3위를 기록했다. 비교적 선전하고 있는 수출시장과 달리 국내 화장품 내수시장은 코로나 19로 침체된 모습을 보여주고 있다. 주요 화장품 브랜드의 로드샵은 큰 타격을 받았다. 다른 소비재와 달리 화장품은 마스크 착용으로 인해 절대적인 소비량이 줄었고, 화장품의 특성상 배달이나 비대면 채널 전환의 수혜를 얻지 못했다. 중국이나 미국과 비교했을 때, 온라인 구매 트렌드에 맞춘 마케팅 전략의 부재도 국내 화장품 내수시장 침체의 원인으로 꼽힌다.

다만 22년 4월 기준 소비자심리지수(CCSI)는 계속해서 상승 중이다. CCSI는 소비자를 대상으로 하여 경제상황에 대한 심리를 종합적으로 나타내는 지표이다. 지수의 기준치는 100으로, 100을 초과하면 소비자들이 현재의 경기를 과거 평균 수준보다 긍정적으로 평가하고 있음을 의미한다. 이는 국내 거리두기 완화 정책과 리오프닝 기대감으로 인해 국내 소비자들의 소비심리가 개선되었음을 의미한다. 이런 긍정적인 지표 변화에 따라 앞으로 내수시장도 활성화될 것으로 예측된다. 하지만 코로나 19로 인해 유통 채널의 디지털화가 가속화되었고, 앞으로도 그 추세가 지속될 것으로 보이기 때문에 그에 맞는 전략이 수반되어야 한다.



[Figure 3] 국내 화장품 시장 규모 (단위: 조 원)
출처: 삼성증권, Euromonitor, 자본시장연구회 6팀



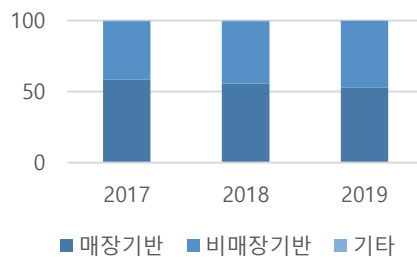
[Figure 4] 국내 소비자심리지수(CCSI) 동향
출처: KOSIS, 자본시장연구회 6팀

2.4 화장품 산업 전망

코로나 19로 인해 비대면, 언택트 소비가 일상화되었다. 이에 따라 화장품산업의 유통채널도 온라인 채널 및 온/오프라인이 결합한 형태로 변화하는 양상을 보이고 있다. E-커머스 채널의 경우 지난 5년간 연 평균 26.4%의 성장률을 보이며, 전체 유통채널의 34.7%를 차지하게 되었다. 또한 오프라인 매장이 온라인과 연계하여 주변 지역에 제품을 발송하거나, 소비자가 온라인으로 상품을 주문하고 오프라인 매장에서 픽업해갈 수 있는 서비스를 제공하는 등 지역 거점 매장 형태로 변화하고 있다.

화장품 유형별로도 변화가 있었다. 향수 및 색조 화장품은 코로나 19로 인해 큰 타격을 입었다. 하지만 마스크 착용이 일상화되고, 집에 머무는 시간이 늘어나면서 피부관리, 홈케어에 대한 관심이 높아지며 기초 화장품의 수요는 증가했다. 의학적으로 검증된 성분이 함유된 기능성 화장품인 코스메슈티컬(화장품(Cosmetic)+의약품(Pharmaceutical)) 시장 확대도 코로나 19 이후 생긴 변화이다.

제품의 품질은 물론이고, 환경 의식, 제품을 생산하는 기업의 철학과 윤리까지 고려하는 소비자가 증가하고 있다. 이런 가치소비에 대한 관심은 화장품 소비에도 큰 영향을 미쳤다. 기존에 재활용이 어렵던 용기, 내용물의 화학 성분까지 관심을 가지는 소비자들이 늘어나면서 '클린뷰티'를 지향하는 추세를 보이고 있다. 또한 소비자들의 각기 다른 세세한 니즈를 충족시키기 위한 개인 맞춤형 화장품인 '비스포크 화장품'에 대한 수요도 증가하고 있다. 2022년 4월 중순부터 국내 사회적 거리두기 제한 해제, 위드코로나 기조로 전환, 마스크 착용 의무화 해제로 그동안 침체되었던 국내 소비자의 화장품 수요가 늘 것으로 예측된다. 하지만 의존도가 큰 중국의 '제로코로나' 정책 기조로 인한 락다운 등 해외 시장에 대한 불확실성은 여전히 존재한다.



[Figure 5] 국내 화장품산업 유통채널별 비중
출처: Euromonitor, 한국보건산업진흥원, 자본시장연구회 6팀

3. 투자포인트

3.1 여전히 남아있는 중국소비층

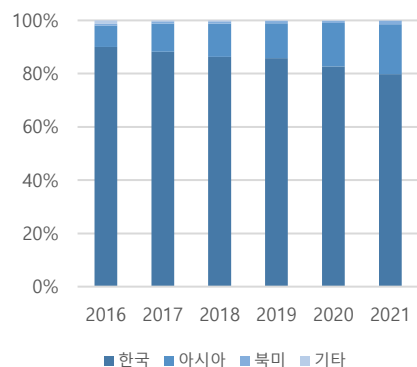
기업개요, 산업개요 등에서 언급했듯이 현재 한국 화장품의 수출비중의 절반 가량을 중국이 차지하고 있는 실정이다. 비록 수출비중이 편중되어 있어 많은 리스크를 가지고 있다는 것이 현실이나 이것이 오히려 기회가 되어 소비자층을 대상을 분석하고 그에 따라 니즈를 충족하며 오히려 더 각광받을 수 있는 기회가 될 수 있다. 기업은 마케팅 전략을 구성하는 것이 일반적이다. 이러한 과정에서 광범위한 소비자층을 분석하는 것이 아닌 특정 소비자층을 심층적으로 분석하는 방법을 사용하는 것이 다른 기업들로부터 차별성을 가질 수 있다고 생각한다. 이를 통해 해당 소비자층의 니즈를 완전히 충족시켜 충실한 고객으로 만든다면 그보다 확실한 소비자층은 없을 것이다. 그리고 무엇보다도 눈여겨보아야 할 것은 중국의 인구 수이다. 현재 중국의 인구는 약 14억 5천만명이다. 이는 곧 소비자 수 자체가 많이 때문에 그들 중 일부만 만족시킨다고 해도 중국을 제외한 다른 국가들의 소비자 대부분을 만족시키는 것보다 더 많은 매출을 기록할 수 있는 것이다. 즉 중국 시민들의 니즈를 충족시킨다면 그에 따른 수익은 엄청나게 클 수밖에 없을 것이다. 비록 그동안 중국시장 점유율이 떨어졌다고 하나 다시금 도약을 이룬다면 얻을 수 있는게 많을 것이다.

3.2 북미, 유럽 진출 모색

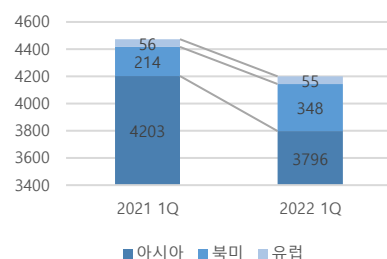
기본적으로 COVID-19의 엔데믹화와 더불어 경기 회복 영향으로 보이는 매출 상승이지만, 보다 자세히 살펴보면 오프라인 매장 효율화전략이 성과를 거둔 것으로 보인다. 북미에서는 라네즈와 이니스프리가 아마존에 입점하는 등 채널 다변화를 통해서 성과를 냈다. 또한 온오프라인 판매채널을 확장시키며 큰 폭의 매출성장을 이끌어낸 것으로 보인다. 스킨케어 수요 역시 증가하고 있는 것을 볼 수 있다. 방탄소년단을 통해 인식이 좋아진 영향도 있어 보인다. 유럽 역시 라네즈의 호조로 실적이 좋아지고 있는 상황이며 유럽에서 이니스프리의 세포라 진출을 통한 성장을 이끈 것으로 보인다. 또한 라네즈가 영국 e-commerce채널인 컬트뷰티에 입점하는 등 유럽에서도 채널을 다변화하고 있는 것으로 보인다. 한편 구달파리 역시 브랜드리뉴얼 및 마케팅 강화를 통해 브랜드매력도를 제고한 것으로 보인다. 이러한 K-뷰티 확대 편승 효과는 아모레퍼시픽이 북미와 유럽에서 자리잡는 것에 큰 도움이 될 것으로 보인다. 이러한 노력의 결과로 오른쪽 차트를 보면 알 수 있듯이 전체 국가 매출비중에서 북미의 매출비중이 꾸준히 상승하고 있는 것을 확인할 수 있다. 실제로 북미 시장에서 당사의 매출은 설화수와 라네즈를 중심으로 63%의 성장세를 보였다. 올해 1분기 설화수는 자음생세럼을, 라네즈는 워터뱅크 라인을 각각 리뉴얼해 대표 상품 경쟁력을 강화해 1분기 기준 북미 매출은 아시아권 매출 하락폭 407억원 대비 134억원이 증가했다. 중국시장의 리스크를 북미시장에서 해소하기 위해 이들 브랜드를 중심으로 프리미엄 라인업에 집중할 예정이다.

3.3 리오프닝의 시작

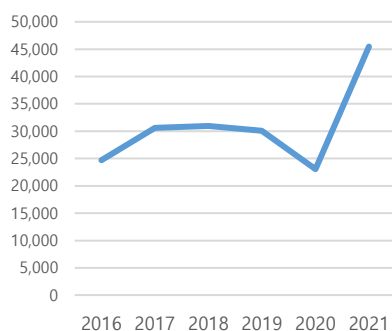
COVID-19가 엔데믹화가 되어감에 따라서 경제가 다시금 활성화될 조짐이 보인다. 최근 5월 초 실외 마스크 의무 규제가 해제되었으며 심지어 5월 말에는 실내 마스크 의무 규제 해제 관련 논의가 진행될 것이라고 한다. 이에 따라 마스크를 벗게 됨에 따라 화장품 소비가 늘어날 것은 자명한 일이다. 그중에서도 COVID-19로 인해 극심한 부진을 겪던 색조화장품을 통한 매출이 증가한다면 그동안의 기초화장품의 약진과 더불어 기업 이윤 창출에 큰 비중을 차지할 것으로 보인다.



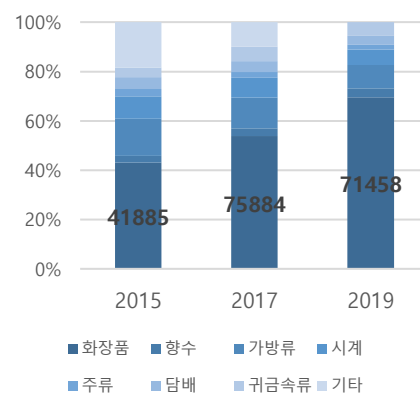
[Figure 1] 국가별 매출액 비중
출처: 아모레 2021 정기보고서, 자본시장연구회 6팀



[FIGURE 2] 아모레퍼시픽 해외 매출 추이 (단위: 억 원)
자료: 아모레퍼시픽, 자본시장연구회 6팀



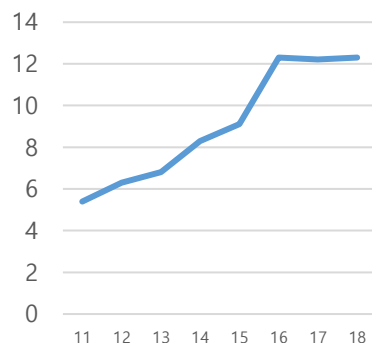
[Figure 3] 북미 매출액 변화
출처: 아모레 2021 정기보고서, 자본시장연구회 6팀



[Figure 4] 면세점 품목별 매출액
출처: 관세청, 자본시장연구회 6팀

3. 투자포인트

화장품 기업들의 주 수익창출수단 중 하나는 바로 면세점이다. 비록 중국 인바운드 회복에 정치적인 이슈가 걸려 있어 즉각적인 회복, 이전만큼의 소비량을 유지할지는 의문인 것은 사실이다. 이는 리스크적 측면에서도 다른 것과 같이 마냥 긍정적인 부분은 아니다. 그러나 기본적으로 내국인 아웃바운드 증가는 자명한 일로 보인다. 그에 따라 인천공항 면세점 매출이 5천억원 이상 늘어날 수 있을 것으로 추정된다는 분석이 있다. 또한 다시금 수요가 다각화되면서 시내 면세점 수익성이 좋아질 수 있을 것으로 보인다.



[Figure 5] 국내화장품시장 면세점 매출규모
출처: 관세청, 자본시장연구원 6팀

** 이전페이지 차트 밀린 내용

3.4 온라인으로의 전환

중국사업이 부진하며 국내 화장품 오프라인시장이 휘청거림에 따라 위기가감이 생성되었고 이를 온라인채널 생성을 통해 해소하고자 하는 움직임이다. 특히 올리브영을 비롯한 몇몇 기업들이 뷰티 카테고리를 론칭함에 따라 사업을 확장하고자 하는 것으로 보인다. 실제로 아모레퍼시픽 뷰티 편집숍인 아리따움이 배민스토어에 입점하였으며 현재 강남지역에서 시범운영중이다. 또한 배민스토어 뿐만 아니라 요기요에도 입점한 것으로 보인다. 또한 아리따움 뿐만 아니라 에뛰드, 이니스프리, 에스쁘아 역시 이커머스 플랫폼에 입점을 마친 상태이다.

그 밖에도 아모레퍼시픽은 '라방(라이브방송)'을 시청하며 제품을 구입하는 젊은 층들을 공략하기 위해 11번가와 라이브커머스 등 디지털 공동사업을 위한 전략적 제휴를 맺었으며 실제로 11번가에서 4월과 5월에 진행한 아이오페와 헤라 라이브방송에서는 거래액이 평소보다 각각 20배(+1,920%), 5배(+359%) 급증하였다. 또한 최근 라네즈 '네오쿠션' 출시 후 인기 뷰티크리에이터 레오제이와 '네이버 셀렉티브' 에서 라이브 방송을 진행하여 동시접속자 수 1.3만명을 기록하고 준비된 물량을 완판하는 등 주목을 받았습니다.

또한 단순히 국내에서 머무는 것이 아닌 중국사업의 e-commerce 비중 역시 현재 50%에서 내년 60%까지 확장할 것으로 보인다. 다만 티몰 등 이커머스에만 매몰되는 것이 아닌 틱톡, 콰이쇼우 등 동영상플랫폼, 라이브방송 등에도 사활을 걸 것으로 보인다.

연간 30%의 성장이 무난해 보일 듯하며 국내외를 막론한 모든 온라인 채널에 대해 굉장히 적극적이고 전향적인 모습을 보이고 있다. 실제로 국내에서는 네이버 단독행사, 카카오 선물하기 등 5대 플랫폼과의 협력을 확대하고 있으며 해외에서는 틱톡, 콰이쇼우 등 중국 샵품 마케팅에서 상당한 성과를 내고 있다.

3.5 사업구조 개선 완료

(1) 높은 브랜드력을 기반으로 한 채널, 브랜드 믹스구조 개선

국내외 실적부진의 주 요인이었던 오프라인/중저가 중심 사업구조가 온라인/럭셔리로 개편되었다. 특히 중국시장 내에서 중저가 브랜드들이 수익부진에 빠지면서 막심한 손해가 일어났었던 것을 어느정도 복구한 것으로 보인다. 실제로 자음생 세럼 신규 런칭 효과로 중국 설화수 매출에서 자음생 비중이 40%를 향해 가고 있으며 미국 세포라에서는 라네즈 호조에 따라 이니스프리도 입점하고 있다. PER이 29배로 벨류에이션이 높지만 럭셔리 브랜드 업체 특성 상 실적 턴어라운드 시 실적 개선 폭이 더욱 높을 수 있다.

(2) 고정비용 축소

코로나 팬데믹화로 인한 화장품 수요 축소, 그리고 해외시장에서의 부진, 특히 최근 중국 내 봉쇄조치로 인한 실적 부진이 예상되었고 그에 따라 기업에 큰 충격여파가 따를 것으로 예상되었으나 이를 고정비 축소 효과로 방어한 것으로 보인다. 구체적으로 국내외 오프라인 점포 스크랩 영향 인건비(YoY -10%)가 크게 줄었다. 이러한 고정비용 축소에 매출이 정상화된다면, 그리고 리오프닝이라는 날개까지 달게 된다면 기업의 성장가능성은 농후하다.

4. RISK

4.1 해외시장 실적 부진

4.1.1 아시아

최근 코로나19 재확산세가 악재로 작용해 중국 시장 매출이 10% 가량 하락한 것을 비롯해 아시아 지역 매출이 감소하며 올해 1분기 전체 매출(YoY -7%)과 영업이익(YoY -10.4%) 모두 하락했다. 특히 아시아 내 매출 비중이 70%에 달하는 중국의 경우, 3월부터 이어진 코로나 록다운과 지역별 방역 강화 확산 추세, 약 30% 수준의 오프라인 점포 휴점률 등으로 오프라인 매장 영업에 차질이 빚어질 것으로 예상된다.

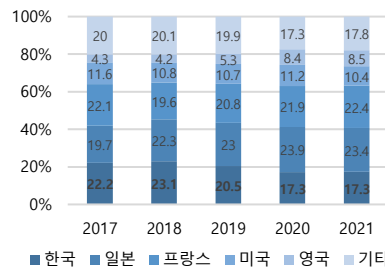
4.1.1.1 중국

당사의 중국 시장이 기존부터 하락세를 보이고 있었던 점도 간과해서는 안된다. 2016년 사드(THAAD, 고고도 미사일 방어체계) 사태 이후 한국 문화 수입을 제한하는 한한령이 본격화되면서 한국 기업에 대한 중국 정부의 전방위적 규제가 시작됐다. 올해 3월 말 제20대 대통령 당선 후 재조명된 윤석열 후보의 사드 추가 배치 공약이 현실화될 시에는 중국인들의 반한감정 확대, 중국 정부의 한한령 등의 위험성이 있다. 또한 올해 개최될 한-미 정상회담에서 한국의 IPEF(인도·태평양 경제프레임워크) 참여가 공식화할 예정이라는 사실이 밝혀지면서 중국의 대응 전개에 대해서도 주의를 기울일 필요가 있다. 미국 주도의 IPEF는 상품과 서비스 시장 개방을 목표로 하는 기존의 무역협정과 달리 디지털·공급망·청정에너지 등 새로운 통상 의제에 공동 대응하기 위한 포괄적 경제 협력체로, 인태 지역에서 중국의 경제적 영향력 확대를 억제하는 반중 경제동맹의 성격을 갖는다는 평가를 받고 있다. 기존 정보에 따르면 IPEF는 반도체 공급망 협력에 주요 초점을 두고 있어 화장품 시장에 직접적인 견제를 예상하기는 힘들으나 중국 시장의 불확실성이 더욱 커진 것은 자명한 사실이다.

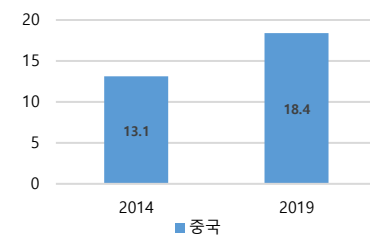
중국 화장품 시장 내 소비 행태 역시 변화하고 있다. 중저가 제품 판매량은 감소하고, 프리미엄 제품 판매량은 증가하고 있는 것이다. 스킨케어 시장에서는 럭셔리 화장품에 대한 수요가 전반적으로 증가하고 있어 설화수는 2022년 1분기에 전년 동기 대비 175억원이 상승하면서 성장세를 유지하고 있다. 반면 2016년 단일 브랜드 중 처음으로 12조 원의 고점을 찍은 효자 브랜드 이니스프리의 매출은 지난 해 80%가 감소했다. 당사는 이니스프리 구조조정과 함께 프리미엄 브랜드에 집중하고 있지만 설화수를 제외하고는 유럽의 럭셔리 브랜드 랑콤, 라메르나 기술력을 인정받는 일본의 시세이도 등에 밀리고 있는 상태다. 부의 재분배를 목적으로 높은 소비세를 매기는 중국 정부의 '공동부유' 정책으로 인해 귀차오(國潮)¹ 열풍이 럭셔리 시장에 확대될 우려도 있다.

그 동안 중국 화장품 소비 수요는 기초화장품에 편중되었으나 새로운 주요 소비층의 주도로 색조화장품이 고속 성장하고 있다. 현재 중국 시장은 1995~2000년 사이에 태어난 소비자층이 주도하고 있는데, Z세대 소비 증가율과 함께 동영상 중심의 SNS 플랫폼이 확산되면서 색조 화장품 비중이 5% 이상 상승했다. 코로나19로 마스크에 가려지지 않는 아이 메이크업이 대세로 떠오르면서 2020년 중국 온라인 화장품 판매에서 기초화장품 비중이 전년도 38%에서 31%로 하락한 데에 반해 눈 화장품 비중은 13%에서 16%로 확대했다. 이러한 전반적 트렌드와는 반대로 중국에서 프리미엄 스킨케어 브랜드 설화수는 상승세이고 이니스프리, 에뛰드 등의 색조화장품은 하락세인 디커플링(탈동조화) 현상이 심화되고 있다는 점은 품목 다변화 차원에서 중국 시장 내 당사의 경쟁력을 유지할 수 있는가에 대한 의문이 드는 부분이다.

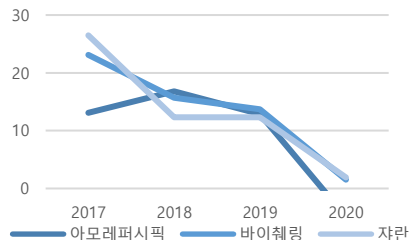
¹ 중국인들의 애국 소비 성향으로, 해외 브랜드 제품 대신 자국 기업이 만든 상품을 구입하는 것.



[FIGURE 1] 2017~2021년 중국의 국가별 화장품 수입 비중 (단위: %)
자료: 한국무역협회, 자본시장연구원 6팀



[FIGURE 2] 중국 대중·프리미엄 화장품 시장규모 증감률 추이 (단위: %)
자료: 유로모니터, 자본시장연구원 6팀



[FIGURE 3] 2017~2020 중국 시장 화장품 기업 성장률 (단위: %)
자료: 유로모니터, 자본시장연구원 6팀

4. RISK

현지 MZ 세대 소비자들 사이에서 퍼지고 있는 귀차오 열풍 또한 중국 시장 점유율 약화의 주요 요인으로 꼽힌다. 상하이자와, 완메이, 버라이야, 상하이 상메이, 바이첸링, 자란 등의 로컬기업은 중국 전통 중의학을 활용한 제품력과 자연 친화적인 이미지, 외국산 대비 합리적 가격을 내세워 매스티지²-매스 시장을 공략했다. 주력 소비군인 Z세대들의 수요를 빠르게 파악해 품질을 강화하면서 중저가 시장에서 C(중국)-뷰티의 약진으로 중국 화장품 시장 내 경쟁이 가열되고 있다.

² 대중(mass)과 명품(prestige product)을 조명한 신조어로, 비교적 값이 저렴하면서도 감성적 만족을 얻을 수 있는 고급품을 소비하는 경향.

4.2 면세 매출 하락

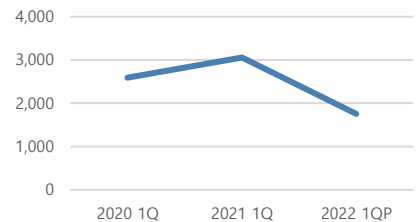
디지털을 제외한 면세 매출 감소(YoY -41.6%) 역시 주요 약재로 꼽힌다. 기본적으로 면세 매출은 외국인의 비중이 높다. 중국 단체 관광객 '유커'의 방문이 높았던 때에는 외국인의 면세 매출 비중이 60%였다. 사드 사태 이후로는 유커가 줄면서 '타이공'(한국과 중국을 오가며 소규모로 밀거래하는 보따리상)이 등장했는데 이들은 면세제도 등을 이용해 국내 물품을 저렴하게 구매한 뒤 차익거래를 통해 이익을 얻어 당시 매출의 65% 수준을 외국인이 차지할 만큼 타이공의 영향은 매우 크다.

최근에는 코로나19로 타 국가의 관광객 수가 줄어들면서 타이공이 면세 매출의 90% 이상을 차지하면서 사실상 유일한 고객이 되었다. 이러한 상황에서 중국이 지난해 말부터 베이징 올림픽 개최 준비를 위해 물류 통관 규제를 강화하고 '제로 코로나 정책'에 따른 입국 방역 정책 강화 및 타이공의 출국을 제한시켜 면세 창구 매출이 타격을 입었다. 코로나로 인해 급감한 관광객의 빈자리에 타이공을 유치하기 위해 한국 면세점의 송객 수수료는 작년 기준 2조 3000억원으로 전년의 2.5배가 됐다. 뿐만 아니라 중국 이커머스 시장의 경쟁 심화로 타이공의 마진이 줄어들자 전체매출의 25~30%를 차지하는 면세매출 비율이 두 자릿수 이상 감소했다.

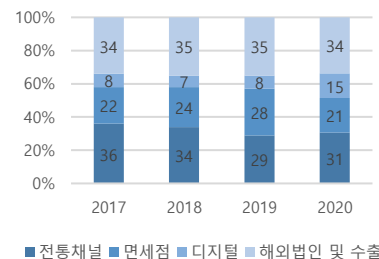
4.3 한발 늦은 온라인 전환

4.3.1 뒤늦은 온라인 진입과 e커머스 경쟁 심화

당사는 과거 로드숍과 중국 시장, 면세점 등을 중심으로 성장했으나 코로나19로 인해 온라인 중심으로 소비시장이 재편되면서 기존 성장 동력이 힘을 잃었다. 이는 화장품 소비 트렌드가 오프라인 원브랜드숍에서 온라인과 CJ올리브영과 같은 H&B(Health & Beauty) 스토어로 옮겨갔기 때문이다. 이에 따라 온라인 강화를 위해 핵심 로드숍 브랜드 이니스프리와 에뛰드하우스의 국내 오프라인 매장 수를 줄이고 있으나 경쟁사들 대비 한발 늦었다는 평가를 받고 있다. 경쟁사들이 매장 축소나 온라인 전환에 나설 때 오프라인 채널 확대를 고집하고, 아리따움의 H&B 스토어 전환에 뒤늦게 대처했다는 것이다. 당사는 쿠팡, 네이버, 카카오, G마켓 등 국내 주요 e커머스 채널 10곳 외에도 아마존, 세포라, 틱톡, 콰이쇼우 등의 해외 채널을 활용하면서 온라인 전환을



[FIGURE 5] 아모레퍼시픽 면세점 매출 추이 및 전망 (단위 : 억원)
자료 : 아모레퍼시픽, 자본시장연구원 6팀



[FIGURE 6] 아모레퍼시픽 판매경로별 매출 비중 (단위 : %)
자료 : 아모레퍼시픽, 자본시장연구원 6팀

4. RISK

가속화하고 있으나 채널간 경쟁 심화가 우려되어 채널 다각화에 따른 실적 개선 여부는 지켜볼 필요가 있다. 실제로 작년 중국 6.18 쇼핑 축제에서 이니스프리는 e커머스 마케팅 비용 투자 대비 브랜드 매출은 저조했다.

4.3.2 가맹점과의 갈등

디지털 전환은 빠르게 변화하는 화장품 시장 내 생존 전략인 동시에 가맹점과의 갈등을 빚어내고 있다. 동일한 제품의 온라인과 오프라인 가격을 다르게 책정해 가맹점에서 판매되는 제품보다 저렴한 가격으로 온라인에서 판매되고 온라인 판매 전용 상품을 출시해 판로를 잃는 경우가 발생해 가맹점주들이 피해를 보고 있다는 것이다. 가맹점 임대료 특별 지원, 온라인 직영물 수익 공유 확대 등의 상생 협약을 체결했으나 자금 조달을 위한 추가적인 비용 발생이 예측된다. 가맹점들과의 이슈는 당사가 온라인 채널 다각화에 집중하고 있는 만큼 향후 부담으로 작용할 수 밖에 없을 것이다.

4.4 기업 내 이슈 - 사내 횡령

지난 17일 자체 감사를 통해 전 대표이사의 아들 1명을 포함한 영업 담당 직원 3명이 거래처에 상품을 공급하고 대금을 착복하거나 허위 견적서 또는 세금계산서를 발행하는 방식 등으로 35억원대 회삿돈을 빼돌려 주식과 가상자산에 투자하거나 불법도박 자금으로 사용한 것이 밝혀졌다. 당사는 횡령사건에 가담한 직원들에 징계 처분을 내리고 횡령금액을 대부분 회수했으나 내부 감사를 진행하고도 경찰에 곧바로 신고하지 않았다. 횡령 규모가 자기자본 대비 1% 미만으로, 5% 이상인 경우 의무적으로 공시해야 하는 한국거래소 규정에 부합하지 않다는 이유이다. 이에 투명한 윤리경영에 대한 요구와 함께 주주들의 신뢰 하락에 대한 우려가 커지고 있다.

5. 가치평가 : DCF - FCFF

5.1 매출액 추정

당사의 사업부문은 화장품과 DB(Daily Beauty) 총 두개로 나뉜다. 따라서 각 부문별로 2022년을 제외한 매출액의 상승, 하락폭에 기하평균을 사용하여 CAGR을 도출해 향후 매출액을 추정했다. 다만 팬데믹 전후의 상황이 너무나도 다른 점을 반영해야 한다고 판단했다. 변수를 제거하기 위해서는 19년도까지의 매출액을 통해 CAGR을 반영하는 것이 맞다고 판단했으나 그러기에는 2년이라는 시간을 간과할 수 없었다.

고로 팬데믹 이전과 이후로 시기를 나눠 판단하고자 한다. 팬데믹 이전인 15년도부터 19년도까지의 5개년을 통해 CAGR을 구하고 20년과 21년의 CAGR을 구해 22년 리오프닝을 통한 일시적 매출상승을 기대, 그에 따라 후자의 CAGR을 반영하고 그 이후는 기존의 CAGR을 반영하고자 한다.

TABLE N. 화장품 매출액 추정

(단위: 백만원)

	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR
아모레퍼시픽	4,265,823	5,149,392	4,666,235	4,735,051	4,996,276	4.03%
	2020	2021	CAGR			
	3,904,191	4,349,278	11.40%			

TABLE N. DB 매출액 추정

(단위: 백만원)

	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR
아모레퍼시픽	500,804	496,048	544,601	542,794	583,866	3.91%
	2020	2021	CAGR			
	527,988	513,850	-2.68%			

TABLE N. 화장품 매출액 추정 매출액

(단위: 백만원)

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	CAGR
아모레퍼시픽	4,876,735	5,073,294	5,277,776	5,490,499	5,711,797	복수반영

TABLE N. DB 매출액 추정 매출액

(단위: 백만원)

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	CAGR
아모레퍼시픽	500,091	519,649	539,972	561,090	583,034	복수반영

5. 가치평가 : DCF - FCFF

5.2 영업이익 추정

올해에 해당하는 2022년의 사업보고서가 아직 공시되지 않은 관계로 해당 연도를 제외한 과거 5개년치 매출액을 토대로 각 사업부문 별 영업이익률(OPM)을 구하였다. 구한 OPM을 기하평균하여 추정한 사업부문별 매출액에 OPM을 일괄적으로 곱해 영업이익을 추정하였다. 법인세율은 정권이 바뀌며 민간주도성장을 내세우며 기업투자 촉진을 장려하며 이러한 추세에 따라 최고 현재 최대 법인세율 25%에서 22%로 낮추는 법안 발의를 고려한다고 한다. 이를 반영하여 2020년을 제외한 과거 5개년치의 법인세율을 산술평균하여 나온 수치인 31.89%에서 3% 감소한 28.89%를 적용하고자 한다.

TABLE N. 화장품 영업이익률(OPM) 계산

(단위: 백만원)

	2017	2018	2019	2020	2021	Average
영업이익	728,549	835,663	580,016	484,558	412,086	-
OPM	17.08%	16.23%	12.43%	10.23%	8.25%	12.84%

TABLE N. DB 영업이익률(OPM) 계산

(단위: 백만원)

	2017	2018	2019	2020	2021	Average
아모레퍼시픽	496,048	544,601	542,794	583,866	527,988	-
OPM	3.01%	-0.47%	2.70%	0.67%	-0.05%	1.17%

TABLE N. 화장품 영업이익 추정

(단위: 백만원)

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
아모레퍼시픽	626,353	651,598	677,861	705,183	733,605

TABLE N. DB 영업이익 추정

(단위: 백만원)

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
아모레퍼시픽	5,848	6,077	6,315	6,562	6,818

TABLE N. EBIT(1-t) 계산

(단위: 백만원)

		2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	화장품	4,876,735	5,073,294	5,277,776	5,490,499	5,711,797
	DB	500,091	519,649	539,972	561,090	583,034
영업이익	화장품	626,353	651,598	677,861	705,183	733,605
	DB	5,848	6,077	6,315	6,562	6,818
EBIT(1-t)		430,593	447,944	465,993	484,771	504,303

5. 가치평가 : DCF - FCFF

5.3 가중평균자본비용(WACC)

아모레퍼시픽의 기업가치를 산출하기 위해서 향후 아모레퍼시픽에 귀속될 현금흐름인 FCFF를 현재가치로 환산해야만 한다. 그리고 FCFF를 현재가치로 환산하기 위해서는 매해 FCFF를 가중평균자본비용, 즉 WACC로 할인해야만 한다.

가중평균자본비용(WACC)의 공식은 다음과 같다.

$$WACC = Kd (1 - t) * Wd + Ke * We$$

Kd(1-t)는 세금까지 고려한 타인자본비용을 뜻한다. 즉 자본을 차입한 대가로 채권자에게 지급해야 하는 비용인 것이다. 한편 Ke는 자기자본비용을 뜻하며 타인자본비용과는 달리 주주들이 기업에게 기대하는 최소한의 수익률이며 Wd와 We는 자산 중에서 부채와 자기자본이 차지하는 비중을 뜻한다.

(1) 자기자본비용

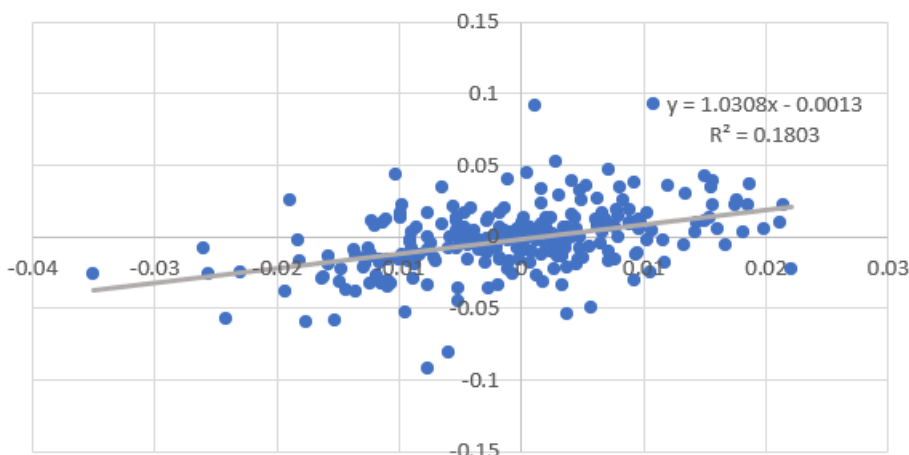
자기자본비용은 자본자산가격결정모형(CAPM)에 의해 다음과 같이 무위험수익률에 위험프리미엄을 가산하여 계산한다.

$$Ke = Rf + (Rm - Rf) \times \beta$$

Rf : 무위험수익률
 Rm : 기대시장수익률
 β : 아모레퍼시픽의 베타값

구분	산출내역	비고
Rf	3.2040%	국고채 3년물 수익률(2022년 05월 31일 종가)
Rm	4.097%	최근 10년(2012~2021년) KOSPI 시장의 연간 수익률의 산술평균
β	1.0308%	회귀분석으로 도출한 아모레퍼시픽의 1년간의 일일 수익률과 이에 대응되는 KOSPI 시장 일일 수익률 간의 선형 추세선의 기울기
Ke	4.1245%	$Ke = Rf + (Rm - Rf) \times \beta$

β를 계산하기 위해 회귀분석(Regression)을 진행하였다. 평가기준일 2021년 12월 31일 기준 1년치 KOSPI데이터를 독립변수로 설정하고 아모레퍼시픽 주가데이터를 종속변수로 설정하였으며 회귀분석의 결과는 다음과 같다.



5. 가치평가 : DCF - FCFF

(2) 타인자본비용

타인자본비용을 계산하기 위해 아모레퍼시픽의 최근 차입금과 이자비용을 사용했다. 차입금의 경우, 2020년 말 기준 이자발생부채(전기 차입금)과 2021년 말 이자발생부채(당기 차입금)를 합산한 뒤 산술평균을 구했다. 이자비용의 경우, 2021년 말 금융비용으로 도출했다.

위 과정을 표로 나타내면 다음과 같다.

전기 차입금	당기차입금	이자비용	타인자본비용
154,160,189,044	199,124,082,671	3,356,000,000	1.90%

단, 타인자본비용 1.90%에 평균 법인세율 28.89%를 활용하여 법인세 효과를 고려하면 $kd(1-t)$ 는 1.35%이다.

(3) 목표 재무 레버리지 비율 결정

목표 재무 레버리지 비율은 2021년 3분기 재무상태표를 기준으로 계산하였으며 이를 통해 타인자본비용과 자기자본비용에 비중을 부여하기 위한 w_d 와 w_e 를 도출했다. 각종 레버리지 비율은 다음과 같다.

TABLE N. 목표 재무 레버리지 비율

(단위: 백만원)

부채	자기자본	D/E	D/A	E/A
1,226,262	6,026,519	20.35%	16.91%	83.09%

(4) 가중평균자본비용(WACC) 계산

계산된 각 항들의 값을 WACC 공식에 대입하면, WACC은 3%라는 결론이 도출된다.

$$\begin{aligned}
 WACC &= Kd (1 - t) * Wd + Ke * We \\
 WACC &= 1.35\% * 0.17 + 4.1245 * 0.83 \\
 WACC &= 3.5628\%
 \end{aligned}$$

5. 가치평가 : DCF - FCFF

5.4 절대가치평가(FCFF)

(1) 감가상각비

감가상각비는 5개년도의 감가상각비 값을 기하평균하여 산출한 CAGR을 통해 산출하였다.

(단위: 백만원)

	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR
감가상각	195,436	225,683	237,910	222,027	190,201	-0.542%
	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	
	189,171	188,146	187,128	186,114	185,106	

(2) 순운전자본

순운전자본의 증감을 파악하기 위하여 유동자산과 유동부채의 5개년도의 값을 기하평균하여 산출한 CAGR을 통해 산출하였다.

(단위: 백만원)

	2017	2018	2019	2020	2021	
유동자산	1,677,479	1,567,235	1,803,063	1,825,732	2,018,526	
유동부채	1,046,448	763,211	1,066,567	965,946	1,157,485	
NWC증가분	-	172,992	-67,527	123,289	1,255	
	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	CAGR
	2,114,116	2,214,232	2,319,089	2,428,912	2,543,936	5%
	1,364,095	1,607,585	1,894,537	2,232,710	2,631,246	3%
	66,035	69,808	73,775	77,947	82,334	

5. 가치평가 : DCF - FCFF

5.4 절대가치평가(FCFF)

(3) CAPEX

CAPEX은 단순히 CAGR을 구하기보다는 기존의 수치를 이어간다는 기조로 파악하였다. 물론 CAPEX가 꾸준히 감소하는 추세였으나 이는 수요 감소로 공장 증설보다는 마케팅이나 온라인전환에 집중하는 모습이었던 것으로 파악되었다. 따라서 더 이상의 하락보다는 유지, 혹은 리오프닝에 따른 수요에 공급을 맞추기 위한 약간의 상승이 있을 것으로 판단해 CAGR을 임의적으로 3%로 추정하였다.

(단위: 백만원)

	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR
CAPEX	768,565	405,477	246,550	183,022	91,183	-34.710%
	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	CAGR
	93,918	96,736	99,638	102,627	105,706	3%

6. APPENDIX

(4) FCFF

(단위: 백만원)

FCFF	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
EBIT(1-t)		430,593	447,944	465,993	484,771	504,303
감가상각비		189,171	188,146	187,128	186,114	185,106
순운전자본 증감		66,035	69,808	73,775	77,947	82,334
CAPEX		100,301	110,331	121,365	133,501	146,851
FCFF		453,428	455,951	457,981	459,437	460,224
discounted FCFF		437,829	440,265	442,225	443,631	444,391
PV(FCFF)	2,208,342					
TV	12,473,089					
기업의 내재 가치	14,681,432					
시가총액	9,475,800					
발행주식수	58					
목표주가	225,447					
상승여력	39.17%					
WACC	3.56%					
G	0%					
현재주가	162,000					

6. APPENDIX

	2017	2018	2019	2020	2021
자산					
유동자산	1,677,479	1,567,236	1,803,064	1,825,732	2,018,527
현금및현금성자산	604,188	735,511	673,580	793,728	537,694
금융기관예치금	32,000	15,100	70,600	57,882	101,826
매도가능금융자산	30,000			166,463	490,839
상각후원가측정금융자산		30,000			295,769
매출채권	324,665	286,689	365,884	283,770	295,769
기타수취채권	55,312	31,275	32,485	24,724	41,647
당기법인세자산	3,147	4,287	4,015	19,236	3,331
기타유동자산	52,254	61,070	66,387	65,446	50,131
재고자산	374,759	403,305	452,589	414,483	493,224
매각예정비유동자산	201,155				4,066
비유동자산	3,698,205	3,803,901	4,185,944	3,876,186	4,098,187
금융기관예치금	13,872	14,828	16,426	17,557	19,513
기타수취채권	170,367	168,382	145,165	100,547	115,163
당기손익-공정가치금융자산		3,956	4,119	1,129	104,256
매도가능금융자산	13,281				
상각후원가측정금융자산		3,092	2,131	2,125	811
기타포괄손익-공정가치금융자산		2,690	1,114	706	4,672
유형자산	2,613,172	2,713,128	2,661,842	2,566,328	2,541,362
투자부동산	560,045	501,437	493,011	488,815	534,229
무형자산	239,735	254,115	226,517	208,774	201,680
관계기업주식	2,381	2,346	2,160	52,514	238,445
순확정급여자산	25,380	58,529	106,099	110,633	94,730
이연법인세자산	42,712	57,526	72,705	82,890	84,608

6. APPENDIX

	2017	2018	2019	2020	2021
기타비유동자산	17,261	23,871	22,261	16,714	12,252
자산총계	5,375,684	5,371,137	5,989,008	5,701,918	6,116,714
부채					
유동부채	1,046,448	763,212	1,066,567	965,947	1,157,485
매입채무	132,084	111,833	172,459	117,618	123,410
차입금	85,052	71,453	99,347	154,160	199,124
기타지급채무	212,057	249,629	264,809	275,763	324,998
당기법인세부채	71,222	62,967	67,399	6,097	89,963
이연수익	52,823				
계약부채		56,178	50,059	42,275	37,465
기타충당부채	15,331	11,085	12,872	8,652	8,906
기타유동부채	477,879	200,067	202,032	228,515	278,857
비유동부채	153,862	161,508	423,600	271,574	214,929
차입금	42,903	44,687			199,124
순환정금여부채	3,116	3,211	3,425	3,832	4,059
이연법인세부채	83,742	78,769	101,731	90,076	79,488
기타충당부채	5,006	13,781	19,136	18,618	11,557
기타비유동부채	19,095	21,060	31,386	25,301	96,221
부채총계	1,200,310	924,720	1,490,167	1,237,520	1,372,414
자본					
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	4,153,782	4,422,047	4,489,497	4,467,854	4,761,008
자본금	34,508	34,508	34,508	34,508	34,525
주식발행초과금	712,702	712,702	712,702	712,702	720,481
자본잉여금	7,770	7,770	10,807	10,807	75,353
기타자본구성요소	-17,624	-17,624	-117,632	-117,632	-19,004

6. APPENDIX

	2017	2018	2019	2020	2021
기타포괄손익누계액	-40,076	-41,312	-24,679	-20,279	11,879
이익잉여금	3,456,503	3,726,003	3,873,790	3,847,747	3,937,775
비지배주주지분	21,592	24,371	9,344	-3,456	-16,709
자본총계	4,175,374	4,446,417	4,498,841	4,464,398	4,744,300
부채와 자본총계	5,375,684	5,371,137	5,989,008	5,701,918	6,116,714
매출액	5123826	5277845	5580142	4432179	4863128
매출원가	1379726	1434876	1500516	1362639	1362639
매출총이익	3744100	3842969	4079627	3166781	3500489
판매비와관리비	3147701	3360988	3651792	3023772	3157131
영업이익	596399	481981	427835	143009	343358
금융수익	13817	12690	14739	11883	10499
금융비용	3080	2687	19977	17027	11410
기타영업외손익	-39872	-39028	-51693	-113232	-45497
관계기업손익	79	31	-302	660	928
법인세비용차감전 순이익	567344	452987	370602	25293	297877
법인세비용	169341	118142	146841	3424	117020
당기순이익	398003	334845	223761	21869	180858
당기순이익의 귀속					
지배기업소유주지분	394011	332195	238804	35132	193681
비지배주주지분	3992	2649	-15043	-13263	-12823
세후기타포괄손익	-11523	23558	7287	12242	-15641
당기손익으로 재분류되지 않는 항목					
순환정급여부채 재측정요소	12862	21500	-8917	7379	-47369
기타포괄손익-공정가치금융자산 평가손익		1646	-426	-307	109

6. APPENDIX

	2017	2018	2019	2020	2021
당기손익으로 재분류될 수 있는 항목					
매도가능금융자산 평가손익	-205				
관계기업기타포괄 손익지분	82	-55	19	142	261
해외사업환산손익	-24262	467	16611	5028	31358
당기총포괄이익	386480	358402	231048	34111	165217
당기총포괄이익의 귀속					
지배기업소유주지 분	383991	355628	246324	46911	178469
비지배주주지분	2489	2774	-15276	-12801	-13252