

해외로 뺏어가는 대한민국 대표미녀~!!

BUY

Valuation

Target Price:

Price:

Target Margin : %

MktCap.(100mn): 44,247

ROE: 21.17%

Op.Magin: 17%

PER: 47.45

PBR: 7.92

Dividend Yield: 0.55%

Major Sh. Holder:

(주)태평양 (50.17%)

Foreign Shr.:31.62%

- 아름다운 화장품 시장

성장하는 화장품 시장과 반복구매를 통한 매출 안정성
마케팅이 중요한 화장품 시장의 소비 양극화 현상
양극화된 시장에 맞는 마케팅전략

- 아모레 퍼시픽은 국내 1위.

모든 유통 채널을 장악하여 한국 화장품시장 전체를 장악

- 국내를 장악한 아모레 퍼시픽의 힘.

뛰어난 마케팅 능력과 강력한 영업망
뛰어난 기술력

- 국내에서 아모레 퍼시픽은 흔들리지 않는다.

방문판매법 위반 판결
국내와 해외의 라네즈 간의 Position 상충
한미, 한-EU FTA에 따른 위협

- 아모레 퍼시픽의 힘은 해외에서도 통할 것이다.

아모레 퍼시픽의 힘을 Global로 Transfer 가능한가?
- 중국 및 아시아 시장을 중심으로
Marketing와 R&D 능력은 범위의 경제를 통해
성공적인 진출 및 성장

- 특히 중국에서의 방문 판매 시장을 선도할 수 있다면

중국의 방문판매시장
코발라이제이션
AVON사의 사례

- Asian "Beauty Creator" 를 완성하는 Mass Beauty & Sulloc

MB&S 사업부문은 사업역량을 극대화하기 위한 조직 구성
생활용품 산업과 녹차산업

Research 1 Team

김성진, 김희수, 김민정

정준모, 최용립

I. 아름다운 화장품 시장

아름다움을 추구하는 한국인

한국인은 미에 대한 관심이 크다

한국에서 화장품을 쓰지 않는 사람이 있을까? 다른 나라보다 '미(美)'에 대한 관심이 크고 화장을 하는 연령층이 넓은 한국에서는 여성들의 색조화장부터 남성들의 스킨로션까지 사용의 정도에서 차이는 있을지언정 화장품은 생활에 필수적인 물품이다. 실제 국내 화장품 시장은 과거 10년간(97~06) 연평균 7.6%로 GDP와 비슷한 비율로 성장하여 2007년 올해에 약 5조 7천억 원의 규모의 시장이 형성될 것으로 예상되며, 향후에도 GDP비율과 연동하여 연평균 4%로 계속 성장할 것으로 보인다. (그림 1. 참조)

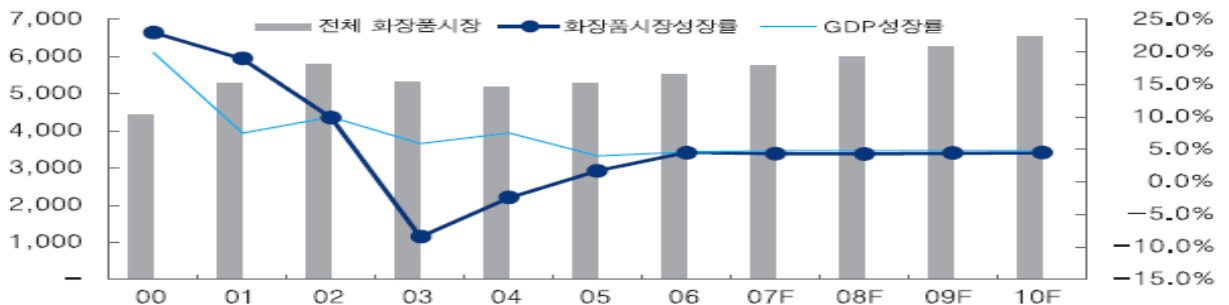
좋은 것 아니면 싼 것으로.

화장품 시장은 Premium과 Mass로 양극화 되고 있다.

이러한 외적인 성장 속에서 화장품 시장의 내부에서는 소비양극화의 심화에 따라 시장구조가 재편되고 있다. 여성의 사회진출이 늘어남에 따라 경제력을 갖춘 여성 소비자가 늘어나고, 이는 노령화와 맞물려 미에 대한 관심에 젊어 보이고 싶은 욕구까지 더해져 한방화장품 또는 기능성 화장품과 같은 Premium 제품에 대한 수요가 증가하고 있다. (그림2, 3 참조)

그림 1. 화장품 시장의 규모와 성장률

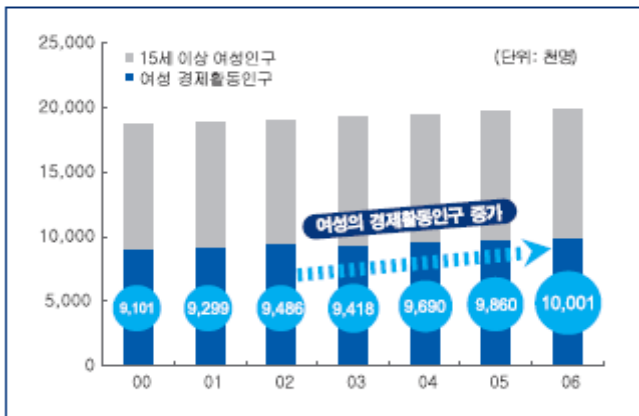
(단위 : 십억원)



자료: 업계자료, 서울증권

그림 2. 여성의 경제활동 인구수 추이

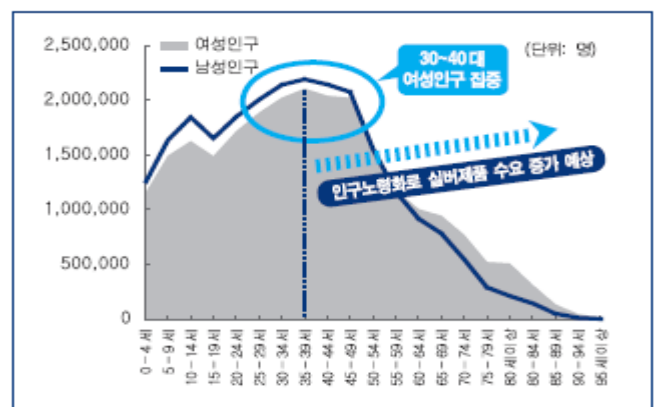
(단위 : 천명)



자료: 통계청

그림 3. 연령별 여성인구 추이

(단위 : 명)



자료: 통계청, 연령별 추계인구 현황 2006.11

반면, 이러한 고가의 Premium 화장품의 수요층과 반대로 화장품에 대한 가격 민감도가 큰 수요층 역시 크게 증가하여, 이에 부응하는 Mass 즉, 초저가시장이 Premium시장의 반대 축으로 자리잡아 가고 있다. 이러한 변화에 따라 현재의 화장품 시장은 고가의 Premium 시장을 의미하는 'Prestige'와 저가시장인 'Mass' 로 양극화되어 성장해 왔으며 특히 Prestige 시장의 성장이 돋보인다 (그림. 4)

예쁜 화장품이 잘 팔린다

화장품 회사에게 마케팅은 핵심적으로 요구되는 역량이다

화장품 시장은 미(美)를 추구하는 산업으로 이성보다는 감성이 중시되고 제품 사용을 통해 전이되는 이미지를 크게 고려하게 된다. 따라서 제품자체의 기능뿐 아니라 브랜드의 이미지가 큰 경쟁요소로 작용한다. 이러한 브랜드 이미지를 구축하기 위한 마케팅은 화장품 회사가 갖추어야 할 핵심적인 경쟁력이다.

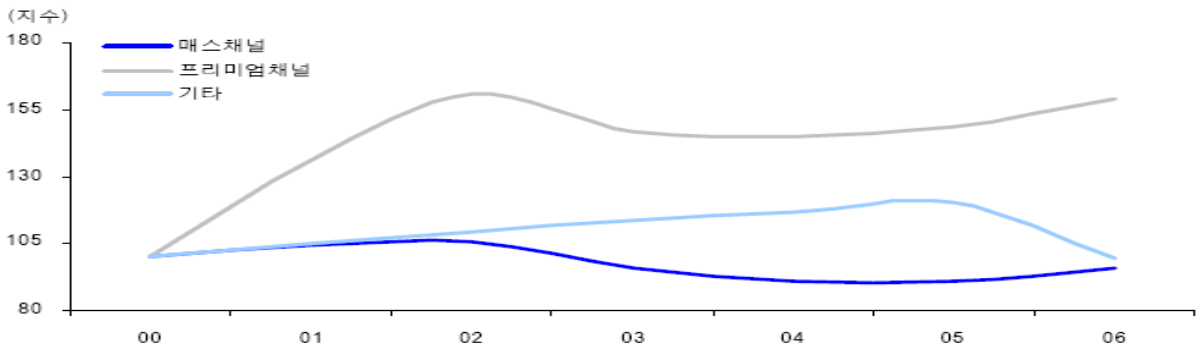
II. 아모레 퍼시픽은 압도적인 국내 1위.

국내 화장품 No.1으로써 양극화된 시장 모두를 장악.

Premium과 Mass에서 모두 1위를 차지

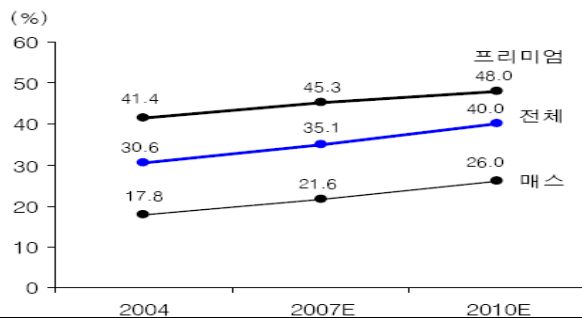
소비양극화 현상을 보이며 성장하고 있는 국내 화장품시장에서 아모레 퍼시픽은 Premium과 Mass 각각에서 시장점유율 1위를 하고 있으며, 이는 화장품 시장 전체로 보았을 때 시장점유율 40%라는 독보적인 위치임을 확인 할 수 있다.(그림.5)

그림 4. 유통 채널별 화장품 시장 규모 추이 (2000년 = 100 기준)



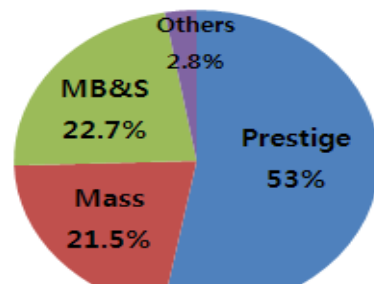
자료: 아모레퍼시픽, 굿모닝 신한증권

그림 5. 아모레 퍼시픽의 시장 점유율 추이



자료: 아모레 퍼시픽, 삼성증권 추정

그림 6. 아모레 퍼시픽의 매출비중



자료: 아모레 퍼시픽 IR Report 2007 3Q

아모레퍼시픽의 힘은 Prestige에서 나온다

성장하는 Premium 시장에서 1위를 하고 있는 아모레 퍼시픽의 Prestige에 해당하는 '설화수'와 '헤라'는 실제로 전체매출에서 50% 화장품에서 70%에 해당한다. (그림 6. 참조) 또한 아모레 퍼시픽의 사업부별 영업이익률을 살펴보았을 때 Prestige 에 해당하는 프리미엄채널이 30%로 매스채널보다 월등히 높다. 따라서 앞으로의 프리미엄시장의 성장은 아모레 퍼시픽에게 더 큰 성장의 기회를 제공할 것으로 예상할 수 있다.

모든 유통 채널을 장악한 아모레 퍼시픽.

모든 유통채널에서 1위를 차지

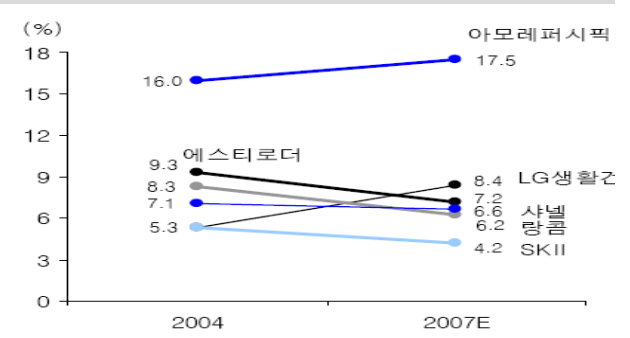
이러한 아모레 퍼시픽은 선전은 제품 개발력과 마케팅 능력과 함께 국내의 화장품 유통채널을 모두 장악한 것에서 기인한다. Premium 시장의 유통채널인 백화점에서 해외명품업체보다 높은 점유율을 확보하고 있는 것은 물론이며, 최근에 LG생활건강에서 시작하였으나 여전히 아모레 퍼시픽만의 강력한 유통채널이라 할 수 있는 방문판매 역시 독보적인 입지를 굳히고 있다. Mass의 대표적인 유통채널인 전문점 역시 마찬가지이다.

그림 5. 아모레 퍼시픽의 사업부별 영업이익률 (2006년 기준)

구분	영업이익률 (%)
전체	18.2
화장품	22.2
프리미엄채널	N/A
백화점	30.0
방문판매	30.0
매스 채널	N/A
전문점	6.0
할인점	10.0
매스뷰티	2.0

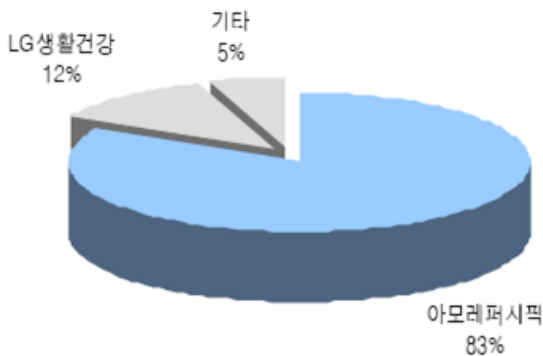
자료 : 아모레 퍼시픽, 굿모닝신한증권

그림 6. 국내 백화점 내 시장 점유율



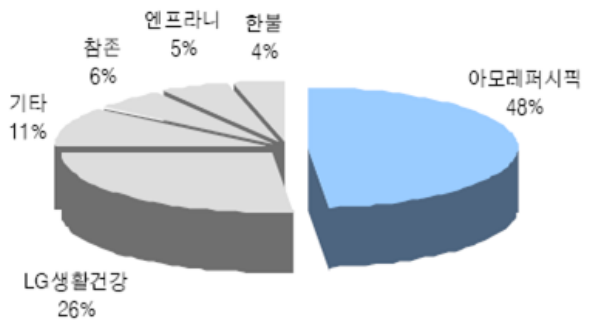
자료 : 아모레 퍼시픽, LG생활건강, 통계청

그림 7. 방문판매 시장 점유율



자료 : 아모레 퍼시픽, LG생활건강, 통계청

그림 8. 전문점 시장 점유율



자료 : 아모레 퍼시픽, LG생활건강, 통계청

Ⅲ. 경쟁력의 원천

차별적인 마케팅과 뛰어난 영업망으로 독보적인 1위를 지키는 아모레 퍼시픽.

아모레퍼시픽은 프리미엄시장은 방문판매를, Mass시장은 광고를 사용하는 전략을 성공적으로 구사하고 있다.

아모레퍼시픽이 이렇게 국내 시장에서 압도적인 지배력을 보일 수 있었던 가장 큰 핵심은 시장을 세분화하여 각기 다른 브랜드를 내세우고, 그에 맞는 가장 효과적인 마케팅 방법을 구사한 것에 있다.

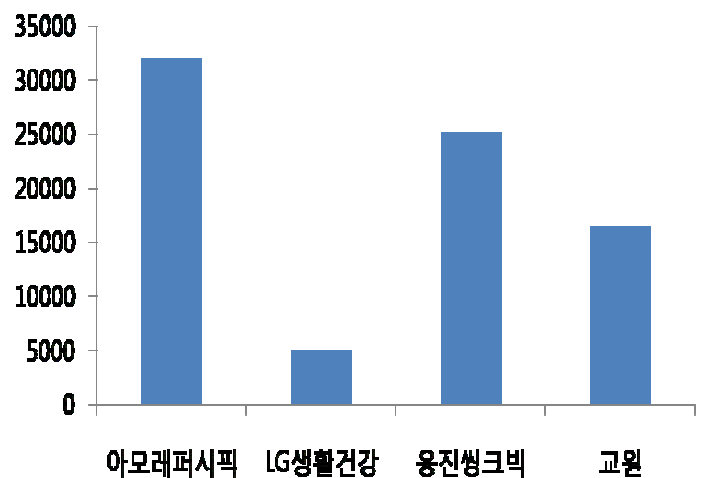
우선 아모레퍼시픽의 브랜드는 크게 프리미엄 제품들과 mass 제품들로 구분된다. 프리미엄제품은 설화수와 헤라, Amore Pacific을 브랜드로 하여 mass 제품 대비 4배~30배까지 높은 가격을 가진 고급 제품들로, 백화점과 방문판매를 통해서만 유통되고 있다. 특히 방문판매를 이용하는 것은 이러한 높은 가격의 제품들이 고관여 제품에 속하기 때문이다. 고관여 제품에 대해서는 보통 소비자들이 제품에 대해서 구체적으로 알고자 하는 의지가 강하기 때문에, 제품에 대한 자세한 설명이나 주변인의 추천이 매우 중요하며, 이러한 특성을 가장 잘 공략할 수 있는 판매 채널 중에 하나가 바로 방문판매이다. 점점 더 다양해지는 제품들에 대하여 전문적인 지식을 갖춘 판매원이 직접 방문하여 제품에 대한 자세한 설명을 전달함과 동시에, 제품의 차별화된 가치를 강조함으로써 구매를 유도할 수 있는 것이다. 따라서 아모레퍼시픽은 3만 2천명의 방문판매원들을 고용하고, 판매원관리에 힘쓰고으로써 확고한 판매망을 구축하고 있다. 이는 경쟁사인 LG생활건강의 '오휘 컨설턴트'가 5000명임을 감안할 때, 이들의 규모와 노하우는 다른 기업들이 쉽게 모방할 수 없는 경쟁력이라 할 수 있으며, 이것을 바탕으로 아모레퍼시픽은 화장품 방문판매 시장에서 83%의 독보적인 1위 자리를 차지하고 있다.

그림 1. 브랜드 별 유통채널

Premium	HERA	방문판매, 백화점
		방문판매, 백화점
	AMOREPACIFIC	백화점
Mass	LANEIGE	전문점, 할인점
	Mamonde	전문점, 할인점
	IOPE	전문점, 할인점
	innisfree	전문점, 할인점

자료: IR자료

그림 2. 방문판매원 수



자료: 각사 사업보고서 추정

그리고 이러한 방문판매와 입소문은 아모레퍼시픽에 대한 브랜드 인지도와 충성도를 강화시켰다고 할 수 있는데, 그 결과 설화수의 경우 TV광고를 전혀 하지 않고도 전체 매출액 1위 규모로 성장할 수 있었고, 경쟁이 치열한 프리미엄제품에서 백화점 판매 1위를 보이고 있다.

즉 아모레퍼시픽은 프리미엄 시장에 대하여 방문판매라는 효과적인 채널로 공략함으로써, 브랜드 인지도와 충성도를 높이고, 고가 화장품 시장에서 압도적인 시장 지배력을 가질 수 있었다고 할 수 있는 것이다.

프리미엄 제품 대비 낮은 가격대의 Mass 제품군에는 라네즈와 아이오페, 마몽드, 이니스프리 등의 브랜드가 포함되는데, 이러한 제품들은 고가의 제품에 비교해 봤을 때 상대적으로 저관여 상품에 속한다고 할 수 있다. 제품 자체의 절대적인 효과보다 광고와 인물, 브랜드에 의해 상품 전환이 비교적 쉽게 일어나기 때문이다. 따라서 Mass시장에 대해서는 브랜드 인지도를 높이는 광고와, 차별화된 커뮤니케이션 기법으로 호기심을 유발하는 마케팅이 효과적이라고 할 수 있다.

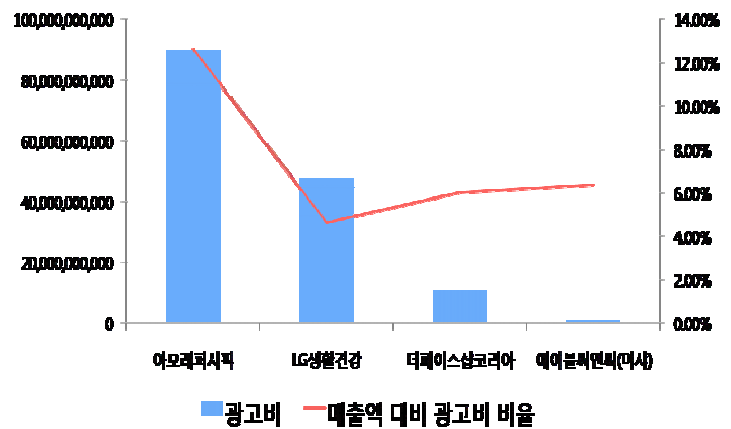
때문에 아모레퍼시픽은 Mass 시장에 대해 톱스타들을 내세운 광고 전략을 내세우고 있다. 라네즈의 전지현, 헤라의 김태희, 아이오페의 이나영 마몽드의 한가인 등 현재 최고의 인기를 누리는 여배우들로 광고를 제작함으로써 효과적으로 브랜드 인지도를 높이고 있는 것이다. 아모레퍼시픽의 매출액 대비 광고선전비의 비율을 비교해 보았을 때에도, 다른 기업들에 비해, 훨씬 높은 수준을 보이고 있음을 알 수 있는데, 이렇게 광고에 대해 높은 비중을 두는 것은 저관여 상품의 특성을 고려하였을 때 탁월한 마케팅이라고 볼 수 있다. 그리고 이러한 마케팅을 바탕으로 아모레퍼시픽은 Mass시장에 있어서도 프리미엄 시장에서와 같이 1위 업체로서 자리를 지켜내고 있다.

그림 3. 브랜드 충성도

K-BP 지수		
구분	브랜드	K-BPI
섬유유연제	피죤	75.21
밀폐용기	락앤락	73.54
여성기초화장품	설화수	73.22
세탁세제	비트	72.66
기저귀	하기스	72.30
홈세트	코렐	72.28
여성기초화장품	샤넬	71.45
여성색조화장품	비비브라운	70.91
여성색조화장품	헤라	70.90
여성색조화장품	설화수	70.86

자료: KMAC, 굿모닝신한증권

그림 4. 매출액대비 광고선전비 비율



자료: 사업보고서

자료: KMAC, 굿모닝신한증권

(K-BPI는 브랜드 별 소비자의인지도와 충성도를 나타낸다)



아모레퍼시픽의 기술은 세계적으로도 인정받는 수준이며, 지속적으로 R&D에 투자하고 있다.

뛰어난 R&D능력

화장품 산업의 특성상 뛰어난 품질은 필수적이라고 할 수 있다. 피부에 직접 사용하는 제품인 만큼 안정성이 입증되어야 하며, 갈수록 고기능성 화장품에 대한 수요가 늘고 있기 때문에 더 뛰어난 성분에 대한 개발 능력이 필요한 것이다.

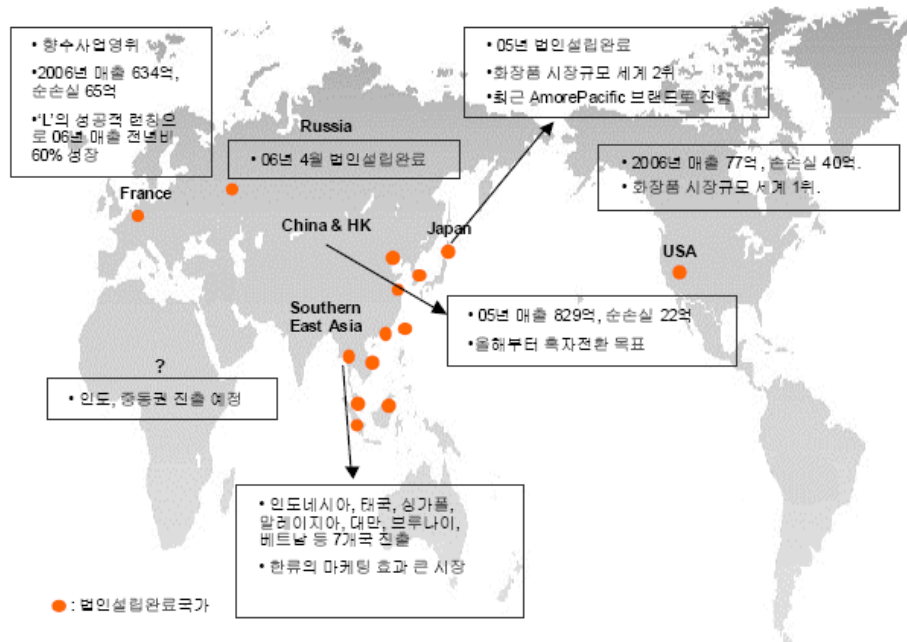
아모레퍼시픽은 앞서 말한 마케팅 능력과 더불어 이러한 기술력에서도 높은 수준을 보여주고 있다. 제품 하나에 100번 이상의 재실험을 하는 경우도 있을 정도로 엄격한 검증 과정을 거치며, 세계적으로도 높은 안정성을 인증 받고 있다. 태평양 기술연구원을 조직해 303명의 연구원들이 연구 개발에 힘쓰고 있으며, 지금까지 500여건의 국내외 특허 및 실용신안을 따내었고, 이를 활용한 제품은 무려 1000여건에 이른다.

기술연구원에서 나노 구조를 활용하여 개발한 '선택적 피부흡수기술'은 국가차원에서 그 능력을 인정받아 국가지정연구실로 지정되었으며, 항노화 분야와 피부 미백 분야에서도 미국 미시건 의대, 중국 베이징 대와 공동 연구를 진행하고 있다. 연간 매출액의 3%이상을 꾸준히 R&D에 사용함으로써 계속해서 품질을 강화시키고, 부동의 업계 1위로서 더욱더 그 위치를 굳건히 하고 있는 것이다.

IV. Global 기업으로서의 입지를 구축

국내 시장을 넘어 해외시장으로의 진출

그림 . 아모레퍼시픽의 해외진출 현황



자료: 미래에셋증권 리서치 센터 정리

아모레퍼시픽은 국내에서의 압도적인 시장 지배력을 바탕으로 한 안정적인 성장에 더하여 해외 시장으로 그 눈길을 돌리며 기업의 성장을 도모하고자 하고 있다. 이는 이미 성숙기로 접어든 국내 화장품 시장에서 한걸음 나아가 새로운 시장 구축을 통해 Global 기업으로서의 입지를 구축하고자 하는 동사의 CEO의 의지가 반영된 것으로 해석된다.

이러한 해외진출은 각 지역별 혹은 국가별 화장품 산업의 특성에 따라 다른 전략을 통해 진행되고 있다. 전세계 화장품 시장의 절반가량을 점유하고 있는 미국시장과 일본에서는 공격적인 투자를 통한 이익증대보다는 Amore Pacific이라는 CI와 동일한 Brand를 통한 지속적인 노출을 통해 CI 및 BI를 Global화 하기 위해 노력하고 있으며, 패션 및 트렌드를 선도하는 프랑스에서는 향수사업의 진출을 통해 Brand를 구축하기 위한 노력을, 중국을 비롯한 아시아 지역에서는 한국에서 성공한 Brand를 바탕으로 한 보다 공격적이며 적극적인 진출을 시도하고 있다. 이러한 지역별/국가별 차별화 된 진출 전략으로 인해 향후 큰 성장이 예상되는 중국을 바탕으로 한 아시아 지역에서의 성공적인 진출을 바탕으로 한 매출 규모의 추이는 아모레퍼시픽의 Global화에 있어 큰 비중을 차지 할 것으로 판단된다.

국내 시장에서의 경쟁력의 Transfer는 가능한가? - 중국 및 아시아 시장을 중심으로...

국내 시장에서의 경쟁력을 바탕으로 해외진출을 준비하는 기업에 있어서 그 성패는 그 기업의 경쟁력이 해외에서도 발현될 수 있는가에 달려있다. 경쟁의 요소는 각 국가별/지역별/문화별로 다르게 정해질 수 있으며, 각 기업의 경쟁력이 해외에서도 언제나 경쟁력으로서 작용하는 것은 아니기에 이러한 경쟁력이 해외에서 어떠한 역할을 해낼 수 있을지에 대한 분석은 해외진출 시 그 중요성을 갖는다.

앞서 밝힌 전략의 차이에 따라, 향후 아모레퍼시픽의 매출 및 성장에 영향을 주는 해외시장은 중국을 비롯한 아시아 시장, 그리고 특히 시장의 규모와 성장성에서 가장 돋보이는 중국이 될 것으로 판단되며, 이러한 중국 시장에서 국내 시장에서의 경쟁력이 Transfer 될 수 있는지를 살펴보는 것은 향후 해외진출의 성패를 가늠하는 잣대로서 의미를 가질 수 있을 것이다. 앞서 밝힌 바와 같이 Research 1 Team은 아모레퍼시픽의 국내시장에서의 핵심 경쟁력을 뛰어난 Marketing 능력과 확고히 구축한 영업망, 그리고 지속적인 R&D 및 경영진의 능력과 의지로 생각한다.

Marketing 능력과 R&D는 범위의 경제를 통해...

유사한 제품군을 생산하는 업체(eg. 하나의 생산 라인에서 다른 제품을 만들어내는 자동차 산업, 컴퓨터 제조업 등)에 있어서는 범위의 경제¹가 존재한다. 그리고 이러한 범위의 경제는 단순한 제품의 생산 설비의 공유로 인한 평균비용의 감소를 넘어 마케팅 및 R&D의 공유 측면에서 역시 그 의미를 가지며, 유사한 제품의 생산으로 인한 평균단가의 하락 뿐만이 아니라 유사한 시장으로의 진출에 있어서의 Marketing 및 R&D 부분에 있어서도 그 의미를 갖는다. 이러한 의미에서 범위의 경제는 국내에서의 성공적인 Brand를 바탕으로 한 중국 및 아시아 시장의 진출을 시도하는 아모레의 입장에서 긍정적인 영향을 줄 수 있으리라 판단한다.

동일한 Brand를 바탕으로 한 진출은 우선 Marketing 측면에서 국내에서의 Marketing 역량을 중국 및 아시아 시장에 큰 수정 없이 적용시킬 수 있다는 면에서 중국 및 아시아 시장에서의 경쟁력 확보에 긍정적인 면을 갖게 한다. 이러한 Marketing의 공유는 한국과 중국 및 아시아의 문화권이 갖는 공통적 특성에 더하여 한류열풍을 바탕으로 한 한국 모델 및 제품에 대한 긍정적인 인지도로 인해 그 효과를 배가할 수 있으리라 생각된다. 또한 동일한 Brand로의 진출은 R&D에 있어

¹ 한 기업이 2종 이상의 제품을 함께 생산할 경우, 각 제품을 다른 기업이 각각 생산할 때보다 평균비용이 적게 드는 현상. 생산요소의 기능을 조절하여 효율적으로 생산하는 것이다. 연구개발·판매·생산 등은 공동으로 이용하면서 제품의 종류만 달리할 경우, 비용은 적게 들고 효과는 극대화할 수 있는 장점이 있다.

서도 그 효과를 직접 적용할 수 있으므로 이러한 국내 Brand 기반의 진출 및 범위의 경제는 향후 아모레퍼시픽의 중국 및 아시아 시장으로의 진출에 있어서의 경쟁력으로 작용할 수 있을 것이다.

성공적인 진출 및 성장

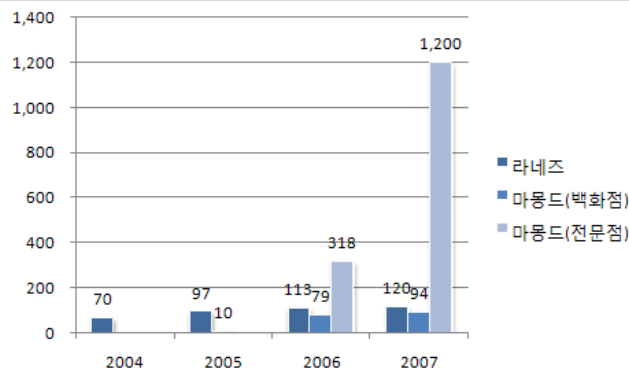
실제로 이러한 긍정적인 효과를 반영하며, 아모레퍼시픽의 Brand인 라네즈는 홍콩으로의 성공적인 진출을 바탕으로 중국시장 내에서 그 성장을 가시화 하고 있다. 2003년부터 적극적인 투자를 통해 Brand 인지도를 넓혀온 라네즈는 홍콩 Skin Care 시장에서의 점유율을 3.5%순으로 상승시키며, 2006년 기준 Skin Care 시장의 Brand 기준 7위를 기록하고 있으며, 색조화장 부문에서는 8.5%의 점유율을 기록하며 홍콩 내 2위의 점유율을 기록하고 있다. 그리고 이는 2003년 진출을 시작으로 하여 기 진입 브랜드 대비 높은 성장성을 바탕으로 하여 3년 만에 만들어 낸 것으로 아모레퍼시픽의 Brand와 이를 활용한 마케팅 전략이 아시아 시장의 공략에 있어 큰 경쟁력이 됨을 간접적으로 표현한다고 볼 수 있다. 또한 홍콩에서의 성공적인 진입은 향후 핵심 시장이 될 중국 시장과 가장 유사한 문화를 보유하고 있는 지역에서의 성공을 의미하며 이는 곧 중국 시장에서의 성공적인 진입 및 성장에 있어서의 긍정적인 의미를 갖는다고 볼 수 있을 것이다.

표 . 홍콩 Skin Care 시장에서의 Brand 점유율 추이

Brand (GBO)	Company name (NBO)	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1 SK-II (Procter & Gamble Co, The)	Procter & Gamble HK Ltd	5.5	6.2	6.6	6.9	6.9	7.0
2 Shiseido (Shiseido Co Ltd)	Shiseido Dah Chong Hong Cosmetics Ltd	6.1	5.7	5.9	6.1	6.0	6.1
3 Clinique (Estée Lauder Cos Inc)	Estée Lauder HK Ltd	4.6	4.5	4.2	4.4	4.3	4.4
4 Kosé	Kosé Corp	2.2	2.7	3.3	3.6	4.1	4.2
5 IPSA (Shiseido Co Ltd)	Shiseido Dah Chong Hong Cosmetics Ltd	3.9	3.4	3.5	3.5	4.0	4.2
6 Olay (Procter & Gamble Co, The)	Procter & Gamble HK Ltd	2.1	2.9	3.1	3.3	3.4	3.5
7 Laneige	AmorePacific Corp	-	-	0.8	2.2	2.9	3.5

자료: EURO Monitor, 미래에셋증권 리서치 센터

차트 . 중국시장 내에서의 영업망 수 확보 추이

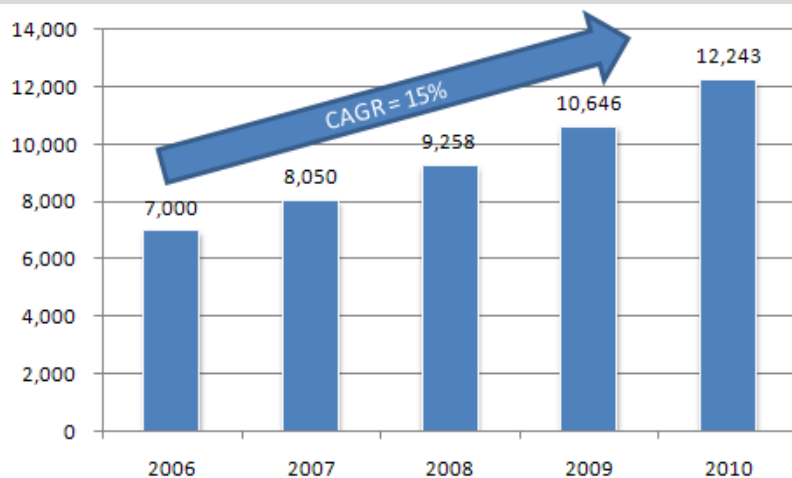


자료: 사업보고서

아모레퍼시픽은 홍콩에서의 이러한 Brand의 인지도 구축과 해외시장에서의 성공적인 진출의 경험, 그리고 국내 경쟁력의 Transfer를 바탕으로 중국 시장에서의 점유율을 늘리고자 시도하고 있으며, 2004년 라네즈의 백화점 입점을 바탕으로 인지도를 구축함은 물론 백화점을 판매채널로 하는 Premium Brand로 자리잡은 라네즈와 Masstage Brand인 마몽드의 영업망의 확충을 통해 시장 내에서의 지위를 상승시키고 있다. 또한 현재 중국 내에 존재하고 있는 1,000여개의 Prestige 백화점 중 214개(라네즈 120개, 마몽드 94개)에만 입점해 있는 상태이므로 향후 추가적인 영업망의 확보를 통한 성장은 당분간 지속될 것으로 보이며, Brand 인지도의 구축과 더불어 매장당 매출액의 증가를 바탕으로 성장을 가속화 할 것으로 보인다.

물론 이러한 공격적인 영업망 확보를 시도하고 있음에도 현재 중국 Skin Care 시장의 0.1%의 점유율에 불과하다는 것과 이제 막 시장에 진입했다는 사실은 성공적인 진출을 논하기에 이른 시기일 수도 있다. 하지만, 홍콩 시장에서 단기간 내에 Skin Care 시장 내에서 7위에 오른 경험, 중국과 유사한 문화를 가진 지역(홍콩)에서 빠른 성장과 함께 3.5%의 점유율을 확보하였음에도 현재 중국에서는 0.1%의 점유율을 보임으로 향후 추가적인 성장 잠재력을 보유했다는 점, 추가적인 영업망의 확보가 가능한 점, 국내에서의 경쟁력을 바탕으로 한 범위의 경제 효과를 누릴 수 있다는 점 등을 볼 때 향후 큰 성장이 예상되는 중국의 화장품 시장에서 그 성장의 혜택을 함께 누릴 수 있는, 그리고 시장에서의 지위를 상승시켜 갈 수 있는 기업으로서의 입지를 구축할 것이라 생각한다. 따라서 Research 1 Team은 향후 연간 15% 정도의 성장을 보일 것이라 예상되는 중국의 화장품 시장 내에서 아모레는 시장 성장성을 뛰어넘는 성장을 보여줄 수 있으리라 생각한다.

차트 . 중국 화장품 시장의 규모 추이 (단위 : Mil USD)



자료: 한국관광공사

V. 중국에서의 방문 판매 시장을 선도할 수 있다면

아모레퍼시픽의 핵심 경쟁우위는 방판

지금까지 아모레 퍼시픽의 주요 경쟁력의 원천으로 마케팅 능력, R&D 능력, 뛰어난 경영자 등을 제시하였고 이것이 중국으로 transfer가 가능하기 때문에 중국 시장에 성공적으로 진출할 것이라는 논리를 제기하였다. 이제부터는 아모레 퍼시픽이 국내 프리미엄 시장을 압도할 수 있었던 가장 중요한 포인트인 방문판매에 대해 서술하고자 한다.

중국의 방문판매시장

단기적으로는 진출계획이 없지만 장기적으로는 충분히 가능하다는 판단

중국 시장에서 방문판매는 2005년 12월 1일자로 직접판매조례의 발효로 합법적으로 가능하게 되었는데 이는 중국이 WTO에 가입할 때 약속한 유통시장 개방의 일환으로 입법화 된 것이다. 2010년에 이르면 연간 800억 위안 규모까지 직접판매 시장이 성장할 것으로 전망되고 있어 가능성이 매우 큰 시장이다. 하지만 등록자 본금이 8,000만 위안으로 매우 높고, 보증금도 예치해두어야 하며 판촉원 모집이나 인센티브 관련 내용도 매우 까다롭게 규정되고 있는 상황이며 특히 외국 기업의 경우에는 시장 진출이 매우 어렵도록 규정하고 있다. 다른 경쟁 우위에 비해 일반적으로 유통 채널은 현지 기업이 강점을 가지는 부분으로 다른 경쟁력의 요소 보다는 해외로 transfer되기가 쉽지 않다. 현재 아모레 퍼시픽은 단기적으로는 방문판매 시장에 진입할 계획이 없는 상황이다. 하지만 우리 Reserch 1 team에서는 아래와 같은 두가지 논거를 바탕으로 장기적으로는 아모레 퍼시픽이 방문 판매 시장을 선도해 나갈 수 있을 것이라고 판단한다.

코발라이제이션

코발라이제이션에 성공한 BBQ의 사례

첫째, 최근 국제경영에서 유행하는 용어로 코발라이제이션이라는 말이 있다. 그 동안 글로벌 기업의 경영방식을 모방하거나 현지화하는 것을 주된 전략으로 삼던 것에서 벗어나 한국의 인재와 한국식 기업문화, 마케팅을 앞세워 세계 무대에서 성공을 거두는 것을 의미한다. BBQ, 농심 등이 대표적인 사례인데 여기에서는 BBQ의 사례를 통해 아모레 퍼시픽의 가능성을 유추해보고자 한다. BBQ는 배달 문화가 전무했던 중국에 반경 2.5km이내 지역에서의 오토바이 배달과 대규모 상가가 아닌 주택가 주변으로 침투하는 한국에서의 방식을 그대로 사용하였다. 또한 낮 12시~밤 12시까지 오픈하고 연중 무휴인 한국의 문화를 그대로 가지고 나갔으며 BBQ의 치킨 대학 연구소에서 각국에 맞는 맛을 개발하면서도 한국식 매운 맛을 현지에 접목하였고 그 결과, 현재 BBQ는 중국시장에 성공적으로 진출하였다. 우리 Reserch 1team에서는 아모레 퍼시픽의 방문 판매 역시 코발라이제이션할 수 있다고 판단한다.

아모레 퍼시픽의 뛰어난 제품과 브랜드파워

BBQ의 해외 진출이 '맛'이라는 품질에 대한 자신감을 바탕으로 로컬리제이션 없이 해외진출을 시도하게 하였다면 아모레 퍼시픽 역시 방판 고객에게 어필할 수 있는 뛰어난 제품과 브랜드 파워라는 품질을 보유하고 있다. 현재 프랑스 향수시장의 성공적인 진출, 오랜 R&D실적과 노하우, 초고가 제품 아모레 퍼시픽의 미



관계를 중시하는 중국 문화는 아모레 퍼시픽에 유리

국 진출 등을 통해 품질에 대한 자신감을 확보하고 있는 상황이다.

관계를 중시하는 중국의 문화를 고려한다면 고객별 맞춤서비스와 CRM 구현, 여성인력을 효율적으로 활용한 고객과의 친밀도 상승의 한국적 방식이 충분히 통할 수 있을 것이라고 판단한다. 더 이상 아모레 퍼시픽의 방문 판매는 1964년 방문판매를 시작할 무렵의 아모레 아줌마에 머물러 있지 않다. 아모레 퍼시픽의 우수 방문 판매 사원들의 경우, 매장에서는 경험할 수 없는 특화된 서비스, 제품 소개부터 소비자의 패션 스타일, 나아가 라이프스타일까지 상담해주고 있다. 이러한 판매 사원들을 교육하고 관리하는 노하우는 중국 시장에도 충분히 transfer할 수 있다고 판단한다.

AVON사의 사례

이러한 방문판매는 우리나라에만 존재하는 양식이 아니라 미국을 포함한 전세계에서 활용되고 있다. 에이본(AVON)사는 120년 역사의 세계 최대 규모의 직접판매 회사로 스킨케어, 메이크업, 바디케어, 헤어케어, 향수 등 약 10만가지의 제품을 개발, 공급하며 전세계 여성들로부터 사랑 받고 있는 매출 9조원 규모의 화장품 업체이다. 미국, 영국, 프랑스, 일본 등 전세계 약 140개 국가에 진출한 다국적 기업으로 전세계 약 500만명의 에이본 방문 판매 사원이 활동하고 있는 것으로 알려져 있다. 이 사례를 통해 방문 판매 사업이라는 것이 한국에만 존재하는 특수한 시장이 아니라 충분히 중국에서도 개척할 수 있는 시장이라는 것을 유추해 낼 수 있을 것이다. 물론 세계적인 AVON사와의 경쟁이라는 부분이 남아있지만 관계를 중시하는 중국 문화에 아모레 퍼시픽의 노하우가 더 주효할 수 있을 것이라는 측면을 고려한다면 아모레 퍼시픽에 우위가 있다고 판단한다.

방문판매 시장은 세계적으로 존재해왔고 해외기업이 성공적으로 진출한 사례가 있다

VI. MassBeauty&Sulloc

MB&S 사업부문은 사업역량을 극대화하기 위한 조직 구성

MB&S는 매스 뷰티 및 설록차로 이루어진 사업 조직

아모레퍼시픽은 작년 6월 태평양과 분할하면서 사업 역량을 극대화할 수 있는 방향으로 조직 구성을 재편하여 사업부문을 크게 화장품과 "MB&S"(매스뷰티 및 설록차)로 이원화하였다. MB&S부문의 2007년 3분기까지 누계 실적치를 보면 매출액 2,050억원(전체 대비 19.7%) 영업이익 136억원(전체 대비 6.5%) 기록하였다. 또한 카테고리별 비율을 보면 바디 28.1%, 치약 20.0%, 샴푸 19.2%, 녹차 41.8%로 나타났다.

생활용품은 성숙기에 접어든 시장에서 다수의 공급자가 치열한 경쟁을 벌이고 있는 레드오션으로 할인점의 급신장과 신유통 채널의 증가로 유통구조의 급변이 일어나고 있다. 웰빙 열풍과 고기능 상품 출시에 따른 프리미엄 시장 활성화와 소비자 니즈의 다양화에 따른 틈새시장 개척과 시장 차별화 등으로 활로 개척을 시도하고는 있지만 업체간 경쟁으로 시장이 과열되는 경향이 있다.



녹차산업은 웰빙에 대한 관심 등으로 매년 꾸준한 성장을 하고 있으며, 생활 속의 문화 음료로 자리매김하고 있습니다. 현재 많은 회사에서 한국인의 입맛에 맞는 녹차의 개발과 녹차에 함유된 기능성 성분을 이용한 새로운 상품 및 유통경로의 개발 등을 위해 노력을 하고 있으며, 이러한 경쟁을 통해 녹차시장이 점진적으로 확대되는 추세에 있지만 경쟁이 매우 치열한 상황이다.

기업의 가치에 영향은 적음

MB&S 사업부문은 화장품 사업부문에 비해 그 영업이익에 미치는 영향이 적으며, 생활용품 산업의 성장에도 불구하고, 녹차 시장에서의 매출부진이 이어져 그 성장가치는 상쇄되어 거의 존재하지 않을 것으로 예상하며, 향후 기업 가치의 평가에 있어서는 큰 의미를 두지 않기로 한다.

Ⅶ. 국내 시장 지배를 위협하는 요인들은?

방문판매법 위반 판결

아모레 퍼시픽, 방문판매법 위반 판결

아모레퍼시픽은 2007년 9월 20일 공정거래위원회에서 방문판매법 위반으로 시정 명령을 받았다. 아모레퍼시픽의 방문판매 제도에서 문제가 된 부분은 크게 네 가지 부분이었고 그 중 다단계 판매를 할 경우 다단계판매 업종으로 신고하여야 하는데 하지 않았다는 지적이 중요하다. 이 문제를 제외하면 벌금과 간단한 시정으로 해결할 수 있는 가벼운 문제이다. 이것은 공정위원회에서 아모레퍼시픽의 방문판매를 다단계판매로 간주함으로써 생긴 문제로, 앞으로 다단계업종으로 신고해야 한다는 주장이다. 동사의 방문판매원들이 판매 및 가입유치 활동에 대해 경제적 이익이 주어지고 있는 것이 다단계업종으로 신고해야 하는 이유이다.

공정위원회의 판결은 아모레퍼시픽의 방문판매 자체를 위협할만한 요소는 아닌 것으로 파악된다.

공정위는 아모레퍼시픽, LG생활건강 등의 방문판매업에 대해서 다단계업으로 규정하고 시정명령을 내렸다. 그러나, 최종적으로 방문판매가 다단계업의 규제를 받게 된다 하더라도 그 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 다단계업으로 등록시 받게 되는 주된 규제는 1)130만원 이상의 제품을 팔지 못하는 것과 2)판매원의 인센티브로 35% 이상을 지급하지 않도록 하는 것이다. 동사의 최고가 상품이 130만원을 넘지 않고 있으며, 판매원의 인센티브도 15% 미만이기 때문에 다단계업의 규제에 저촉되지 않는다. 다만, 동사는 다단계업에 대한 부정적 이미지 때문에 공정위의 시정명령에 현재 이의를 제기하고 항소 결과를 기다리고 있는 상황이다.

외국에서와의 라네즈 포지션 상충

라네즈는 해외에서 고급브랜드 이미지를 가지고 있다.

아모레퍼시픽은 현재 라네즈를 중심으로 중국으로 진출해 있다. 라네즈는 처음 중국에 진출할 때, 장기적 관점에서 효과적으로 브랜드를 관리하기 위해 고급스러움을 내세워 백화점 입점을 추진했다. 그 결과 1급 백화점인 바이성, 타이핑양을 포

라네즈는 국내에서 중저가 브랜드 이미지를 가지고 있어, 해외 이미지와 괴리가 있었다.

국내 라네즈의 이미지를 프리미엄화하고 있다.

FTA협약으로 국내 화장품 시장이 미국과 유럽에 의해 잠식당할 우려가 있다.

아모레퍼시픽은 지금까지 해외브랜드를 이겨왔던 경쟁력 덕에 별로 타격을 받지 않을 것이다.

함한 중국 주요 37개 도시 120여개 백화점에 입점했다. 최근에는 롯데백화점 모스크바1호점에도 입점하여, 고급화 전략을 내세운 글로벌 브랜드를 성공적으로 구축하고 있다.

그러나 라네즈가 처음 런칭했을 때부터 최근까지 국내에서는 대표적인 시판 브랜드라는 이미지를 가지고 있었다. 라네즈는 20대를 타겟으로 하는 매스 시장의 브랜드였다. 이러한 라네즈의 대내외적 포지션의 괴리는 글로벌 브랜드로 발전해 나갈 때 걸림돌이 될 수 있는 여지가 있었다.

따라서 아모레퍼시픽은 라네즈의 통일된 브랜드의 필요성을 인지하고 아모레퍼시픽의 글로벌화 취지에 알맞게 국내 라네즈의 가격과 기능을 고급스럽게 재정립하고 있다. 롯데 백화점 본점에 입점하는데 성공하였고, 현재는 백화점 두 곳에 신규 입점해 있는 상태이다. 앞으로 라네즈가 국내에서 성공적으로 프리미엄 시장에 자리잡게 되면 글로벌 브랜드로서의 라네즈도 성공적으로 발전해 나갈 수 있을 것으로 예상된다.

한미, 한-EU FTA에 따른 위협

우리나라 화장품 시장은 국내 제조업체 420개사, 해외 제조업체 840개사 등 총 1000여개 기업이 세계 규모 10위인 8조원대의 시장을 두고 경쟁하고 있다. 특히 국가별 화장품 수입은 1위 프랑스, 2위 미국으로 영국, 이태리, 독일 등의 유럽 국가들이 그 뒤를 따르고 있어 수입 국가가 미국과 EU 국가에 편중되어 있다. 우리나라는 현재 미국과의 자유무역협정을 타결하고, 또 하나의 거대 경제권인 유럽과의 FTA 협상을 준비 중인데 이런 협상이 완전히 타결될 경우에 국내 화장품 시장의 경쟁이 과열될 것으로 보인다. 특히, 시장에서는 화장품의 본고장 격인 프랑스의 여러 브랜드가 아무런 규제 없이 국내에 진출한다면 국내 시장을 빠르게 잠식할 것으로 예상하고 있다.

그러나 이는 중소기업에 해당하는 위협으로 아모레퍼시픽 같은 대형 기업은 큰 타격을 받지 않을 것이라는 것이 1팀의 의견이다. 아모레퍼시픽은 설화수, 헤라, 아모레퍼시픽 등의 고급화 제품으로 프리미엄 시장의 약 48%의 점유율을 차지하며 시장에서 1위를 하고 있다. 이런 프리미엄 상품은 FTA체결 이전에도 수입 브랜드와 치열한 경쟁을 해왔으며, 그런 경쟁 속에서도 백화점 채널에서 세계 유명 수입 브랜드들을 제치고 동사가 17.5%로 시장 점유율 1위를 차지했다. 이는 아모레퍼시픽의 적절한 마케팅과 광고, R&D 능력을 보여주며, 유명 브랜드들과 경쟁하여 뒤쳐지지 않을 저력을 지니고 있다는 점을 시사한다. 그리고 프리미엄 시장을 겨냥한 방문판매에서 해외 브랜드와 차별화 하여 충성도를 지닌 많은 사용자를 확보, 매출을 확대해나가고 있는 것도 아모레퍼시픽의 경쟁력이라고 볼 수 있다.

VIII. Valuation 및 결과

국내 화장품 사업의 향후 예측을 통한 Valuation

Research 1 Team은 아모레퍼시픽의 기업가치를 평가함에 있어서, 현재 시장 진입 초기 단계에 있으며, 향후 그 성장의 가치가 불확실한 해외시장에서의 매출 및 이익지표는 배제한 채, 국내에서 영위하는 사업의 가치를 바탕으로 아모레퍼시픽의 가치평가를 시도하였다. 이는 물론 앞서 밝힌 바와 같이, Research 1 Team에서는 아모레퍼시픽의 해외시장으로의 진출에 긍정적인 입장을 밝히며 그 성공에 있어 확신하나, 이와 관련된 불확실성과 Risk가 크므로 이를 정량적인 분석에 포함시키기보다는 향후 새로운 성장 동력으로서의 추가적인 가치를 지닐 수 있을 것이라는 면에서 바라보고자 했다.

Research 1 Team은 아모레퍼시픽의 기업가치 산출을 위해 FCFF 모델을 적용하였으며, 2008년부터 2010년까지의 성장성을 시장의 성장성을 2% 상회하는 7%로 산정하였다. 이는 시장의 양극화로 인해 아모레퍼시픽의 주력제품군인 프리미엄 제품의 성장성이 향후 두드러질 것으로 예측한 결과이며, 이후의 영구성장률은 GDP 성장률인 5%로 책정하였다. 또한 Risk-free rate으로 3년 만기 국채 수익률인 5.4%, 한국시장 프리미엄 7%를 산정하고 1년간의 일별베타를 바탕으로 하여 CAPM을 통해 WACC를 9.76%로 산출하였다.

그리고 영업이익률의 경우 향후 프리미엄 제품군의 판매비중의 증가로 영업이익률이 현재보다 높아질 것이라는 가정을 바탕으로 향후 4년간 0.5%씩의 영업이익률이 증가할 것으로 예상하였다.

차트 . 아모레퍼시픽의 매출액 및 FCFF의 예측

	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
매출액성장률		7.00%	7.00%	7.00%	5.00%	5.00%	5.00%
예상매출액	1,375,764,609	1,472,068,132	1,575,112,901	1,685,370,804	1,769,639,344	1,858,121,311	1,951,027,377
영업이익률	20.1%	20.6%	21.1%	21.6%	22.1%	22.1%	22.1%
예상EBIT	263,198,685	303,246,035	332,348,822	364,040,094	391,090,295	419,935,416	450,687,324
NOPLAT	190,819,047	219,853,375	240,952,896	263,929,068	283,540,464	304,453,177	326,748,310
(+)유,무형자산 상각비	34,243,854	48,301,962	51,683,100	55,300,917	58,065,962	60,969,260	64,017,723
총현금유입	225,062,901	268,155,338	292,635,996	319,229,984	341,606,426	365,422,437	390,766,033
영업용 운전자본	69,584,615	57,056,435	61,050,385	65,323,912	68,590,108	72,019,613	75,620,594
순유형고정자산	658,288,502	868,406,505	929,194,960	994,236,608	1,043,950,538	1,096,148,065	1,150,955,468
기타 영업용 순자산	(72,931,542)	(93,601,363)	(106,573,458)	(114,033,600)	(119,735,280)	(125,722,044)	(132,008,147)
IC	654,941,575	825,861,577	883,671,887	945,526,919	992,805,365	1,042,445,634	1,094,567,915
예상ROIIC(평균)	32.6%	29.7%	28.2%	28.9%	29.3%	29.9%	30.6%
예상ROIIC(기초)	37.0%	33.6%	29.2%	29.9%	30.0%	30.7%	31.3%
IC증가액		170,920,002	57,810,310	61,857,032	47,276,446	49,640,268	52,122,282
(+)유,무형자산 상각비	34,243,854	48,301,962	51,683,100	55,300,917	58,065,962	60,969,260	64,017,723
총투자액	219,221,964	219,221,964	109,493,410	117,157,949	105,342,408	110,609,529	116,140,005
예상 FCFF	48,933,374	183,142,586	202,072,036	236,264,018	254,812,909	274,626,028	
할인기간		1	2	3	4	5	6
현재가치		44,582,155	152,020,146	152,817,792	162,787,552	159,956,147	

자료 : Research 1 Team

이러한 Valuation을 통해 목표주가 779,200원, 11월 16일 현재 주가 대비 3%의 수익률을 기대할 수 있는 기업의 가치를 산출하였다.



그러나 FCFF를 통한 목표주가는 단순히 국내 사업부문에서의 실적을 바탕으로 이루어진 가치평가이며, Research 1 Team이 분석한 바와 같이 확고한 마케팅 능력과 범위의 경제 효과, 유사한 문화를 가진 홍콩에서의 성공적인 진출, 라네즈의 성공적인 영업망 구축 과정, 방문판매로의 새로운 유통채널의 확대 등을 통해 중국 시장에 성공적으로 진출하게 된다면 아모레퍼시픽의 가치는 현재 평가되어진 국내 사업부만의 가치평가를 크게 상회할 것으로 생각된다.

따라서 Research 1 Team에서는 국내에서의 탄탄한 사업구조를 바탕으로 해외시장으로의 진출을 통해 새로운 성장을 준비하는 아모레퍼시픽의 움직임이 적절하다고 판단하며, 이러한 움직임의 결과로서 성공적인 해외 시장 개척 및 Major Player로서의 입지 구축이 가능하다고 판단하여 아모레퍼시픽의 주식에 BUY를 추천한다.

