

Case Study : L'Oreal과 Shiseido의 글로벌 전략이 한국 소비재 기업에 주는 교훈

한국희

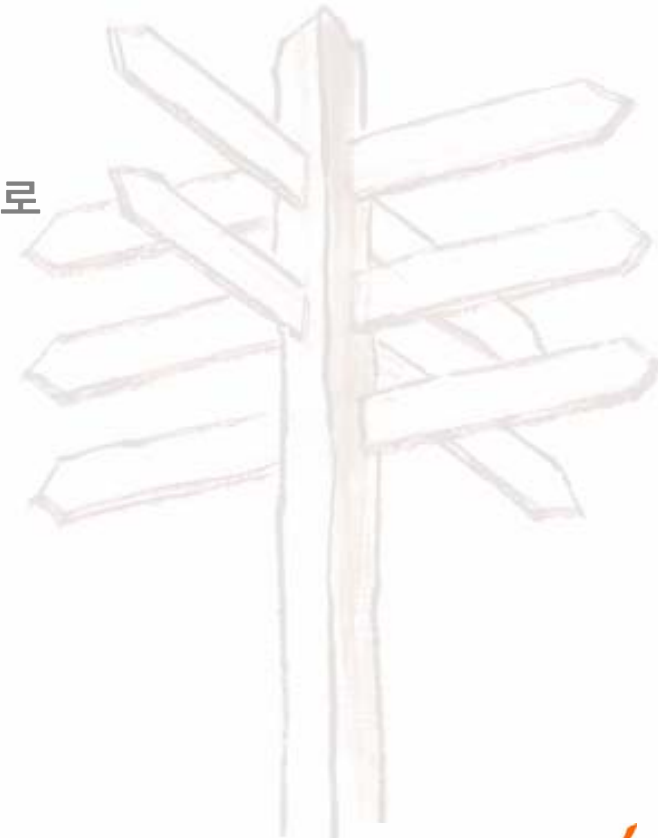
cookie@miraeasset.com / 3774-1474



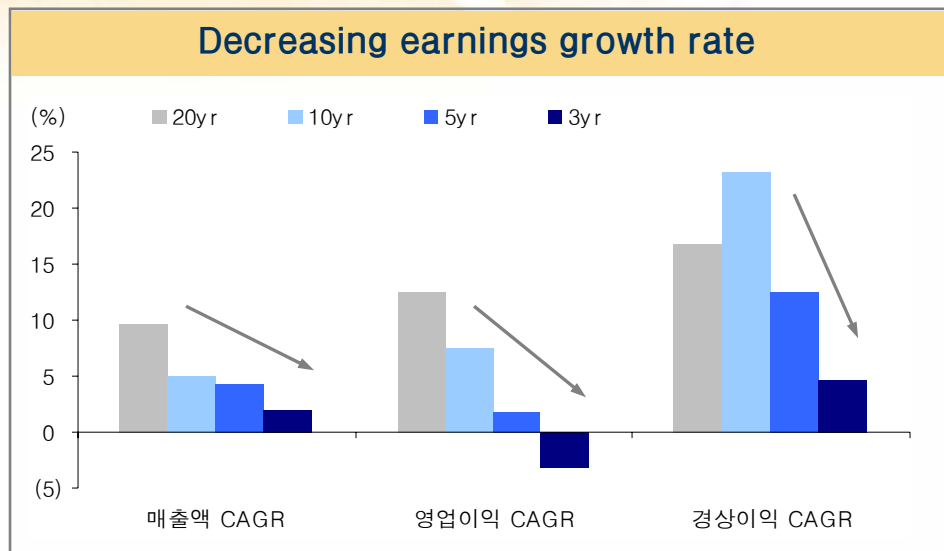
"LEADERS
AT THE CROSSROADS"

Contents

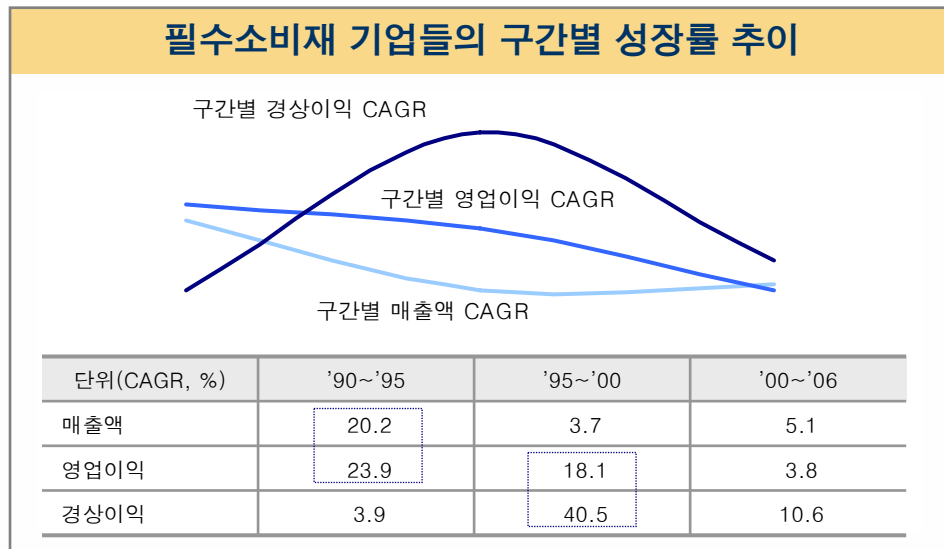
1. Prologue: 한국 소비재 기업들의 성장 딜레마
2. Why L'Oreal vs Shiseido Case?
3. L'Oreal Case: M&A와 자산 성장을 중심으로
4. Shiseido Case: 선택적 집중과 브랜드 빌딩을 중심으로
5. From Valuation/Financial Perspectives
6. Implications



필수소비재 기업들, 성장의 딜레마 깊어지다



- 한국의 주요 필수소비재 기업들의 단기 실적 성장률은 장기 성장률을 큰 폭으로 하회: 특히 최근 들어 매출액은 물론 영업이익의 (-) 성장이 목격되고 있음.



- 1990년대 후반~2000년대 초반까지만 하더라도 산업의 과점화 과정과 기업별 합리화 과정이 동시에 진행되었으나...

자료: KOSPI 200 필수소비재 기준, 미래에셋증권 MPustat

What's Next Growth Driver?

성장 방안 1. Product Mix Change

High-end market으로의 확장은 아주 장기적으로 소비자 환경과 맞물려 진행.

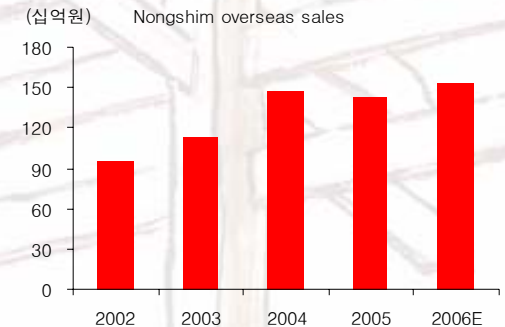
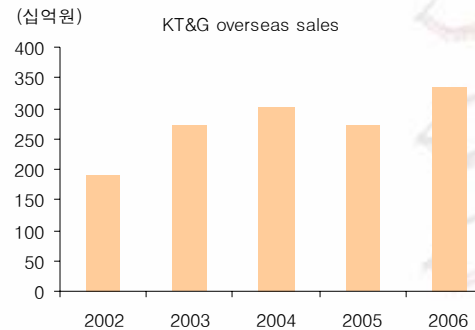
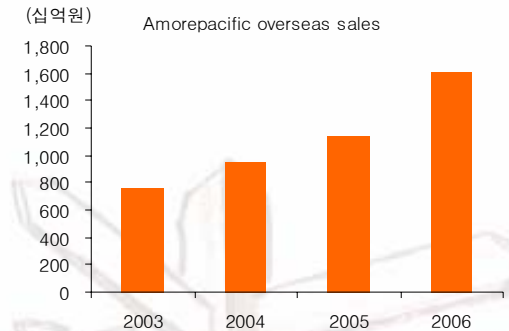
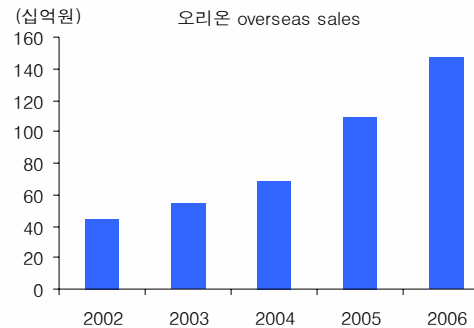
곧잘 단기적인 경쟁 격화로 이어지기 쉬운 시장임

성장 방안 2. M&A

성장 정체를 위한 가장 적극적인 타개책이지만 상당 기간 동안의 저수익성을 감내해야 하는 장기 간의 프로젝트

성장 방안 3. Geographical Expansion

가장 sustainable한 성장 전략이 될 수 있으나 Consumer 업체들의 경우 쟁쟁한 global brand와의 경쟁에서 생존을 증명해 보일 필요 있음



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

주: 연평균환율을 적용하여 원화로 환산하였음

Why L'Oreal vs. Shiseido?

L'ORÉAL

적극적인 글로벌 M&A를 통한 성장

Consolidated operating margin 16.1%

VS.

최근 10yr OP growth 10% 수준

BUT...

99년 이후 valuation multiple 하락

최근 5년 주가 MSCI Europe 대비 상대수익률
-15%로 global peer 대비 현저히 낮음

SHISEIDO

선별적인 해외 시장(중국)에서 성공

Consolidated operating margin 7.2%

VS.

최근 10yr OP growth 3% 수준

BUT...

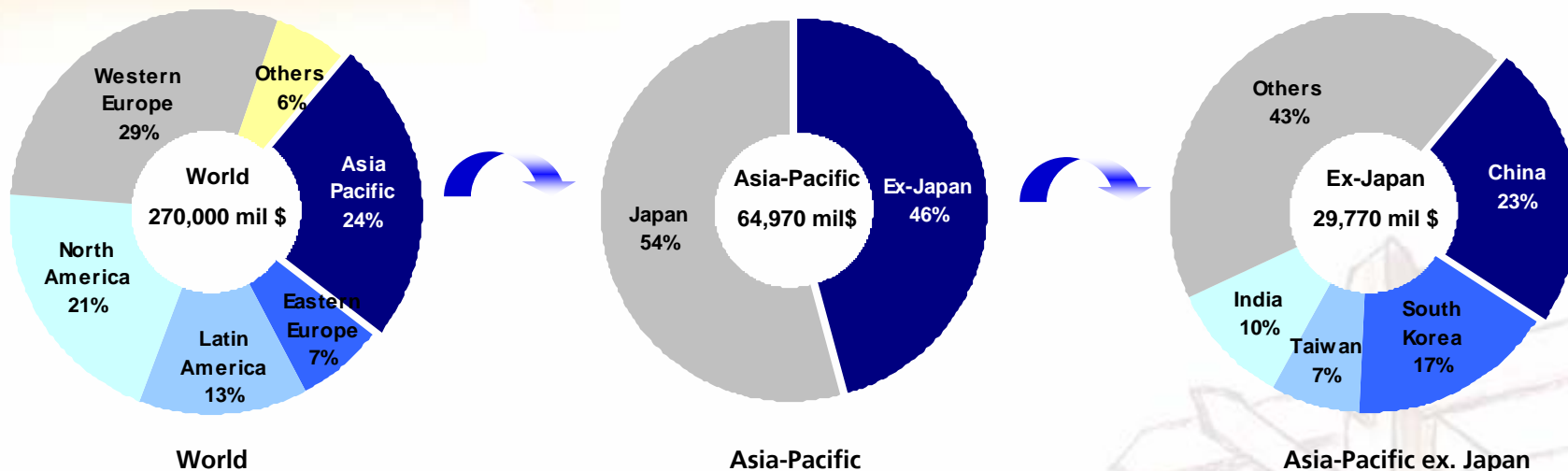
03년 이후 valuation multiple이
dramatic하게 상승.

최근 5년 주가 MSCI Japan 대비
상대 수익률 37%

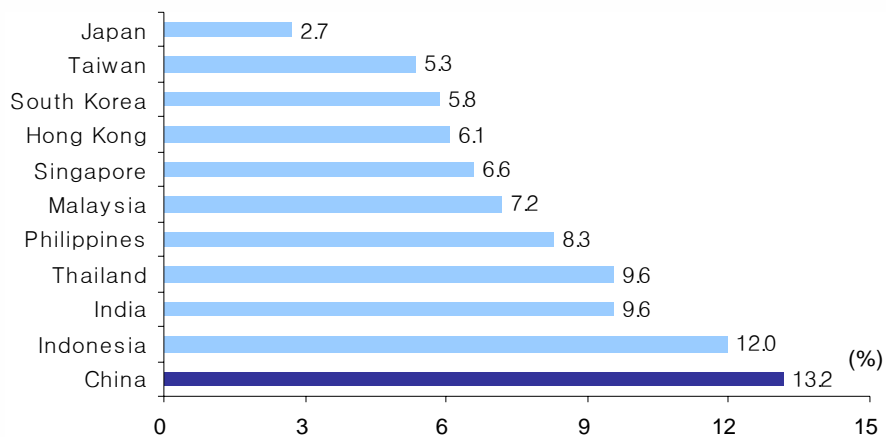
What to Clarify

1. 글로벌 소비재 기업: 과연 '밸류'의 원천은 무엇인가?
2. 해외 시장에서 이들과 다른 경험(후발주자로서의 핸디캡)과 자본력(기초자산), 리스크 수용도를 가진 한국 소비재 기업들에게 주는 시사점

World Cosmetics Market Overview



Cosmetics and Toiletries Market Size CAGR(06~11E)





자료: Euromonitor

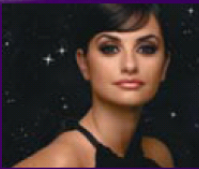



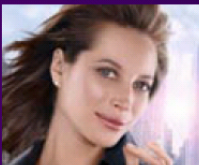

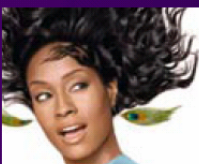

- 화장품: 'fast moving consumer' category
- Asian market: global 브랜드의 각축장
- Chinese market: 성장 잠재력에서 최고 수준이며, 한국 기업들에게는 가장 인접한 시장

L'Oreal Case: M&A와 자산 성장을 중심으로

















Professional Products

	L'ORÉAL PROFESSIONNEL PARIS 
	KÉRASTASE PARIS 
	REDKEN 27th AVENUE NYC 
	MATRIX 

Consumer Products

	L'ORÉAL PARIS 
	GARNIER 
	MAYBELLINE NEW YORK 
	SOFTSHEEN-CARSON™ 

Luxury Products

	LANCÔME PARIS 		RALPH LAUREN 
	BIOThERM 		cacharel 
	HR HELENA RUBINSTEIN 		Kiehl's SINCE 1851 
	GIORGIO ARMANI PARIS 		shu uemura 

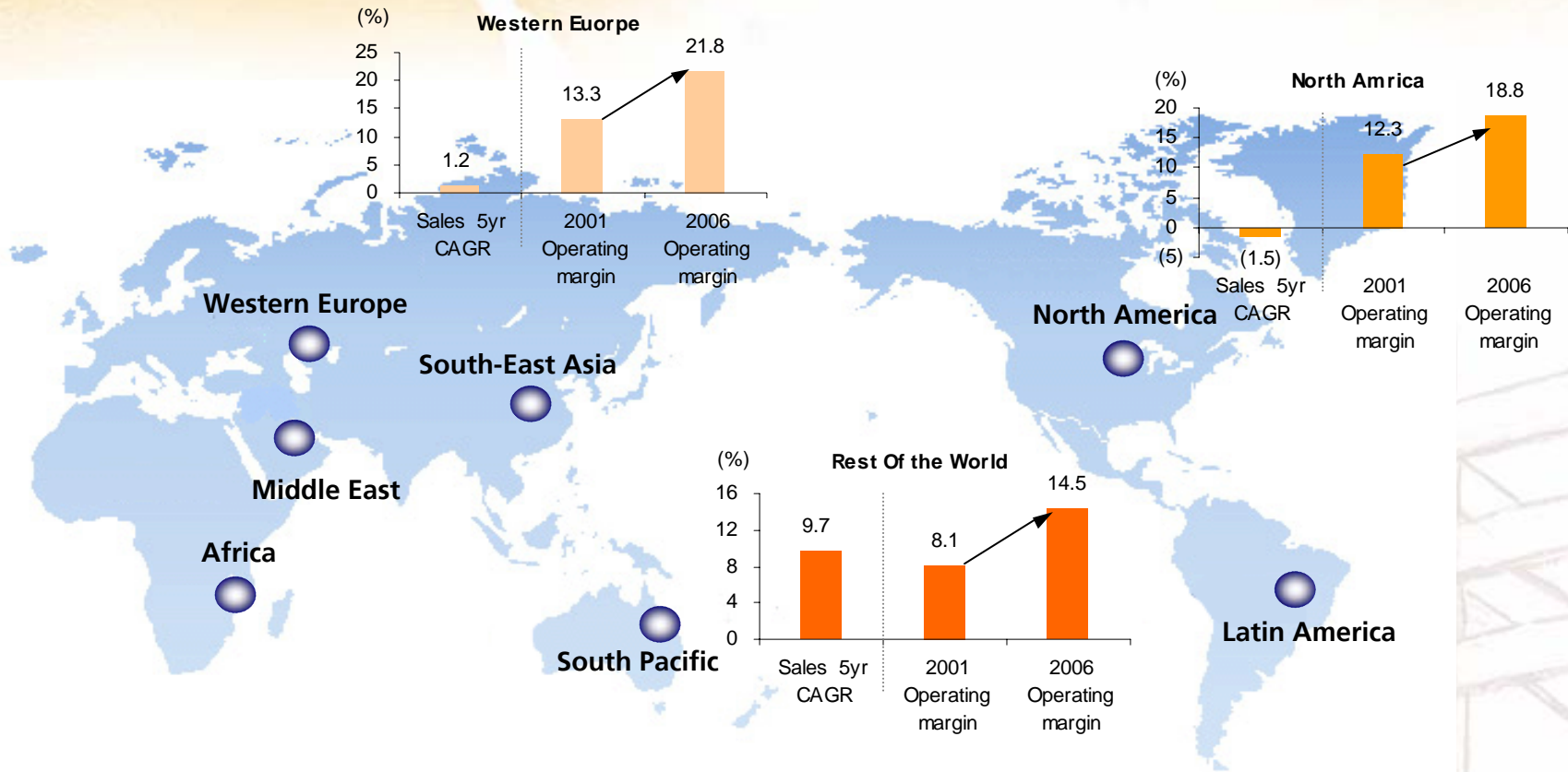
Active Cosmetics

	VICHY LABORATOIRES 		LA ROCHE-POSAY LABORATOIRE PHARMACEUTIQUE 
-------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

THE BODY SHOP.

	THE BODY SHOP 
---------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Global L'Oreal



100년 역사의 L'Oreal 그룹:

그러나 30년 전만 하더라도 'Chanel'이나 'Christian Dior'에 비해 뒤떨어진 업무용 화장품 기업에 불과..

현재: HR, 비오템, 메이블린 등 굵직한 브랜드 인수 전략을 전개해 130개국에 진출해 있는 글로벌 기업

L'Oreal의 딜레마?

L'ORÉAL

THE BODY SHOP®

Positives

- 최근 트렌드인 '자연주의' 화장품 라인 구축
- L'Oreal의 해외사업 노하우와 The Body Shop 의 Synergy Effect
- 상대적으로 Toiletries 가 강했던 The Body Shop의 cosmetics 를 강화하면서 브랜드 Re-positioning 가능

Food for Thought

- 채널과 브랜드에 대한 투자, 글로벌 기업에게는 계속되는 숙제: 어디에 집중해야 하는가?
- 이 M&A를 통해 달성될 수 있는 미래 시너지는 무엇인가?

Briefs on M&A

- 인수일자 : 2006. 03. 17
- 인수가격 : 625만 파운드(약 11억 4천만달러)
- 'The Body Shop'은?
영국계. 50여개의 국가에 2,000여개의 점포 보유.
천연원재료 화장품, Fair Trade로 유명

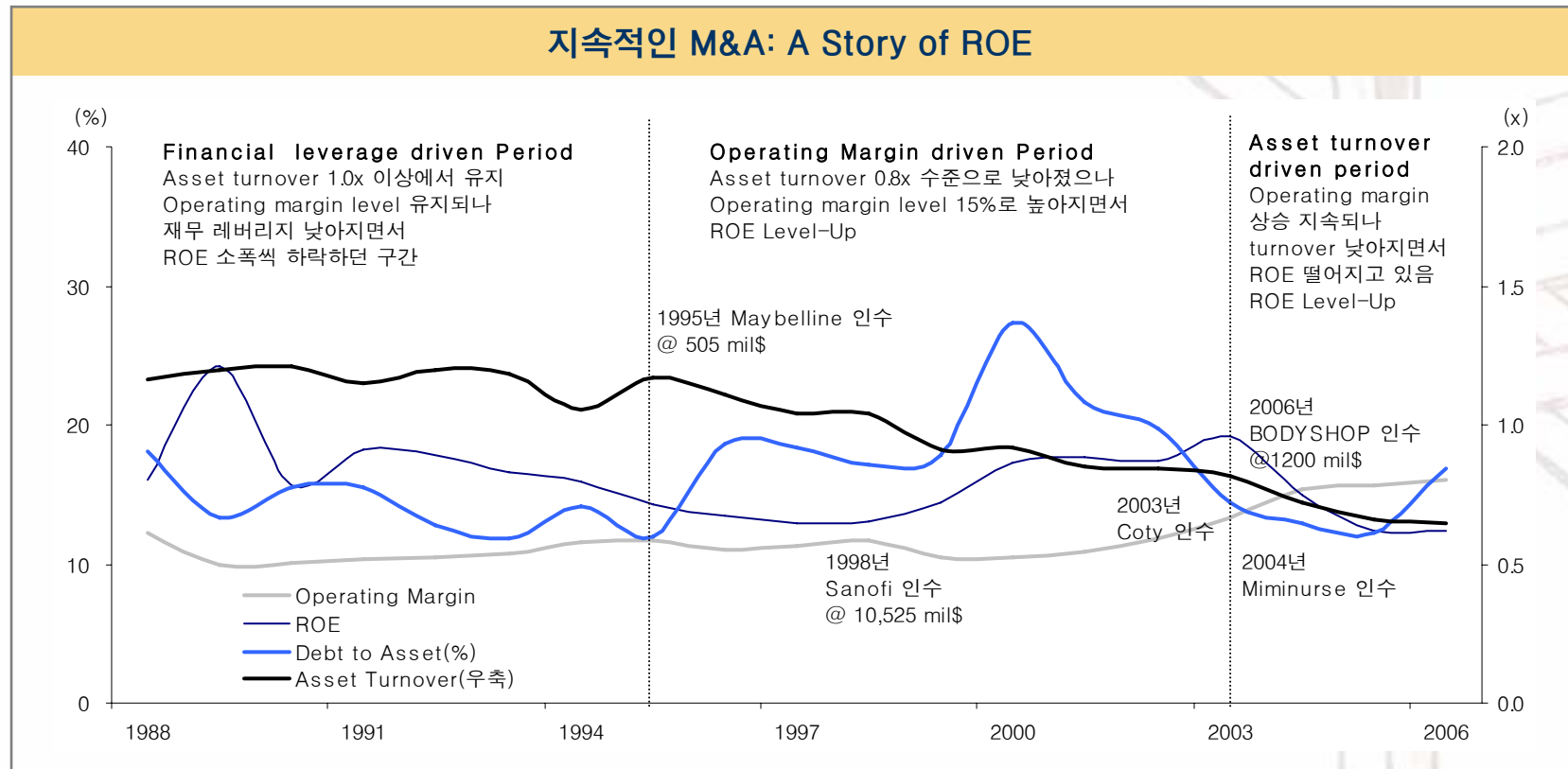
Negatives

- 여러 계층에서의 (동물애호가협회 등) 의 불매운동 등으로 인한 브랜드 이미지 악화(기존 'The Body Shop'의 ethical image의 희석)
- 기존 L'Oreal의 브랜드 'Kiehl'과 포지셔닝 측면에서 오버랩

L'Oreal: M&A를 중심으로...

- ROE 트렌드는 곧 valuation multiple의 트렌드였는데 : 1990년대 중반 L'Oreal의 financial history가 의미하는 바는?
- Key Finding: 지속되는 M&A를 통한 성장 구간에서도 마진을 상승시킬 수 있었던 것이 value의 원천
- 최근의 ROE 하락은 자산회전을 하락에서 기인 (1995년 이후 L'Oreal의 M&A는 약 20건 이상임)

(구간별 분석의 편의성을 위해, 연결 ROE를 기업가치 driver인 ROIC 대응치로, Net margin 대신 Operating margin을 이용)



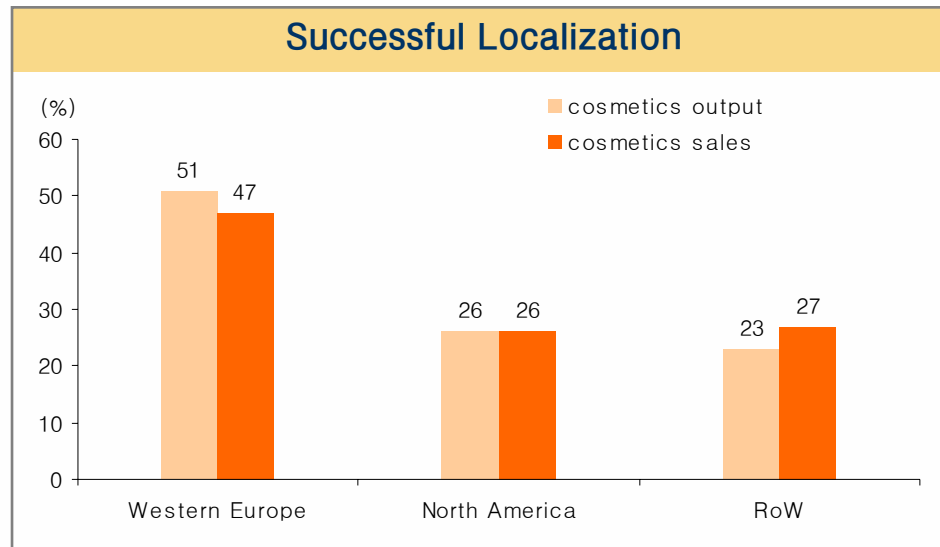
자료: Worldscope, FactSet, L'Oreal

주: 재무제표 데이터는 모두 연결 기준임

Margin Drivers?

L'Oreal: 효율화의 표본

	1998	2001	2002	2003	2004	2005
No. of Plants	38	40	35	35	37	37
Sales(mil Euro)	9,588	13,740	14,288	14,029	14,534	14,532
Cosmetics plant output	2,736	3,440	3,710	3,853	4,307	4,379
unit per plant	72	86	106	110	116	118
sales per plant (mil Euro)	252	344	408	401	383	393
price per plant	3.5	4.0	3.9	3.6	3.4	3.3



자료: L'Oreal, 미래에셋증권 리서치센터

•유례없이 적극적인 현지 M&A 역사에도 불구하고 로레알 그룹이 장기간에 걸쳐 마진을 높일 수 있었던 까닭은...

1) 꾸준한 효율화: 1998년에서 2005년까지

매출액 CAGR 6.1% 기록하는 동안 공장 수는 오히려 1개 줄었으며, output은 6.9% 증가, 공장당 생산단위는 7.3% 증가하였음.

더욱 놀라운 것은 같은 기간 동안 단위당 생산 비용은 매년 0.8% 감소하였다는 사실.

2) 철저한 현지화

제한된 자원 역시 적절히 현지화

매출액-생산량-직원수의 지역적 배분이 거의 일치

Shiseido Case: 선택적 집중, 절반의 성공

Cosmetics

SHISEIDO



clé de peau BEAUTÉ

Shiseido Benefiance



Benefiance

BÉNÉFIQUE



Bénéfique

ELIXIR SUPERIEUR



Elixir Superieur
[September 2006 Launch]



Maquillage



Integrate
[August 2006 Launch]

Non-Shiseido Brands



Jean Paul GAULTIER

d'ici là & co.



d'ici là



IPSA

Toiletries



Tsubaki

洗顔専科



Sengan Senka

SEA BREEZE.



SEA BREEZE

Others

ZOTOS



ZOTOS

Q10



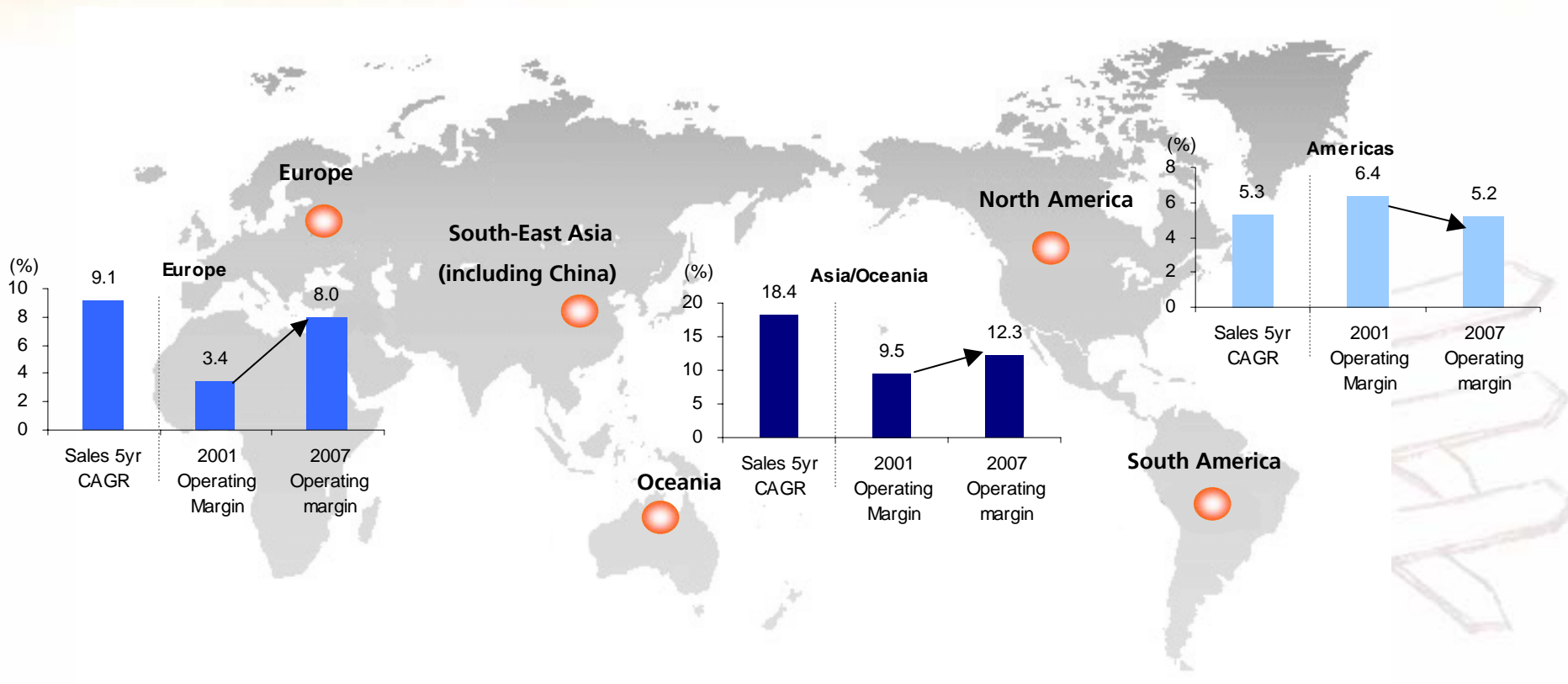
Q10 Series

SuppleX



Supplex

Global Shiseido? 절반의 성공



- 해외 매출 비중 30% 이상이며, 해외 부문의 영업 마진이 내수 부문의 그것보다 높음.
- 2000년대 들어 'Shiseido' 브랜드의 남용이 독으로 작용 → 이후 CEO 교체, 내수 및 북미 지역 구조조정, 브랜드 정리 작업과 메가브랜드 프로젝트 통해 실적 개선 진행 중
- 최근의 중국 전용 브랜드인 'Aupres'의 성공이 인상적

중국에서의 성공: a value driver

아시아 시장에서의 성공: 외형과 이익을 모두 잡다!

(%, 백만엔)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
해외매출 비중	17.9	22.4	24.8	26.0	27.5	29.4	32.4
Asia ex Japan 매출액	33,600	39,400	45,800	48,485	56,465	69,319	1,503
성장률	2,736	17.3	16.2	5.9	16.5	22.8	32.0
% of Total sales	5.6	6.7	7.4	7.8	8.8	10.3	13.2
영업이익	3,200	3,300	4,671	5,835	7,125	8,598	11,212
영업이익률	9.5	8.4	10.2	12.0	12.6	12.4	12.3

중국에서 포지셔닝을 강화해가고 있음

<Skin Care Brand share in 2001>

Olay(10.9%)

Artistry(7.1%)

Avon(5.9%)

Longliqi(5.8%)

Dabao(4.9%)

Aupres(4.9%)

<Skin Care Brand share in 2006>

Olay(15.4%)

Artistry(7.8%)

Avon(6.5%)

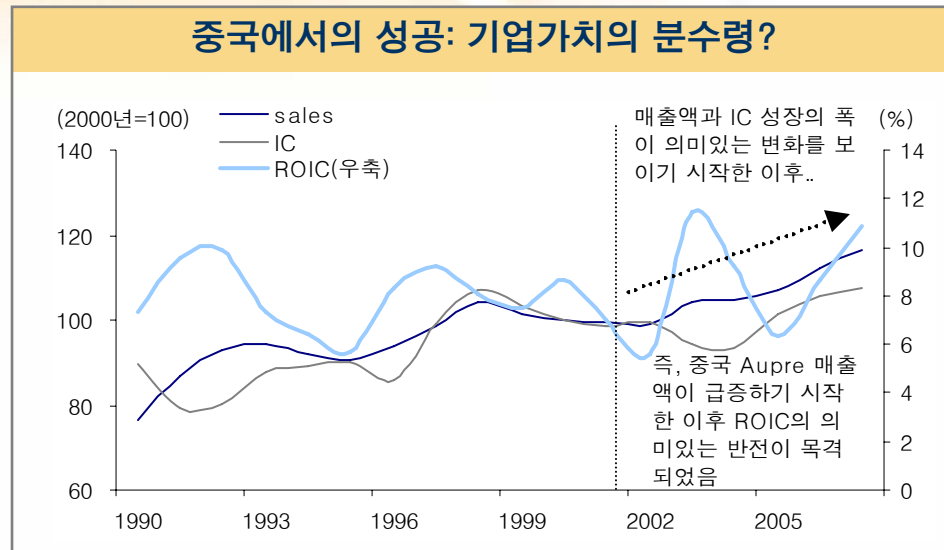
Aupres(6.1%)

Longliqi(4.7%)

Ponds(3.8%)

- 2007년 3월말 현재 연결 기준 시세이도 그룹의 해외 매출 비중은 30%를 상회하고 있음
- 북미와 일본 내수 부문에서는 구조조정 중임에도 불구하고, 서유럽에서 비교적 성공하였고 중국의 경우 대표적인 성공 사례로 꼽힘
- 철저히 현지화된 브랜드: non-global 브랜드로서는 드물게 프리미엄 시장에서 굳건한 입지를 구축하였음

중국에서의 성공: a value driver



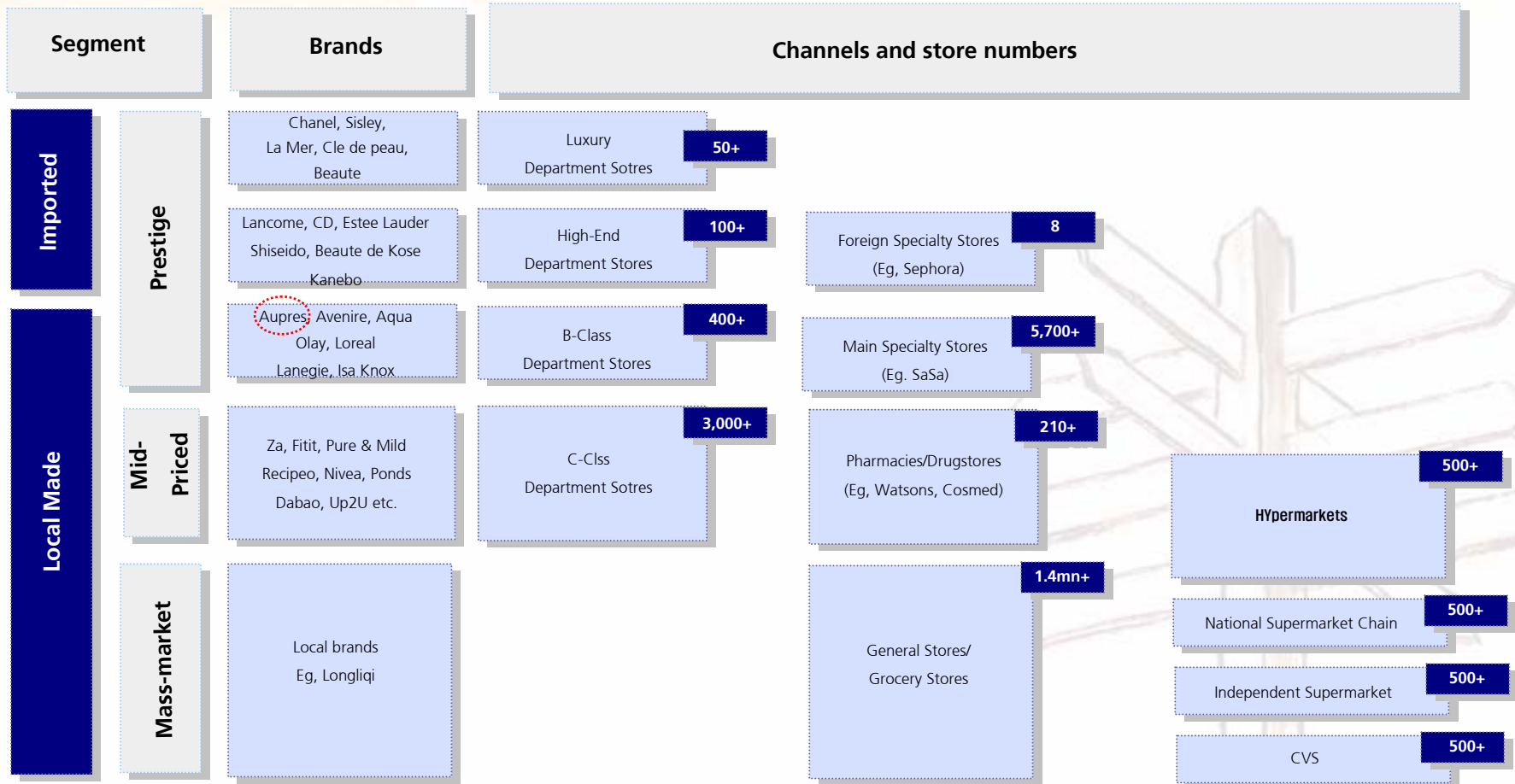
- 2001~2002년 Shiseido 브랜드의 문어발식 확장에 따른 브랜드 가치 하락과 함께 이 그룹은 연결 순손실을 기록: 이후 마진 다소 변동성 큰 흐름을 보임에도 불구하고...
- 2003년 이후 브랜드 구조조정과 더불어, 중국에서의 Aupres 브랜드의 성공이 가시화되면서 나타난 연결 ROIC의 상승은 주목할 만
- 이러한 흐름은 밸류에이션에도 반영됨

Shiseido's Overseas Business Trend

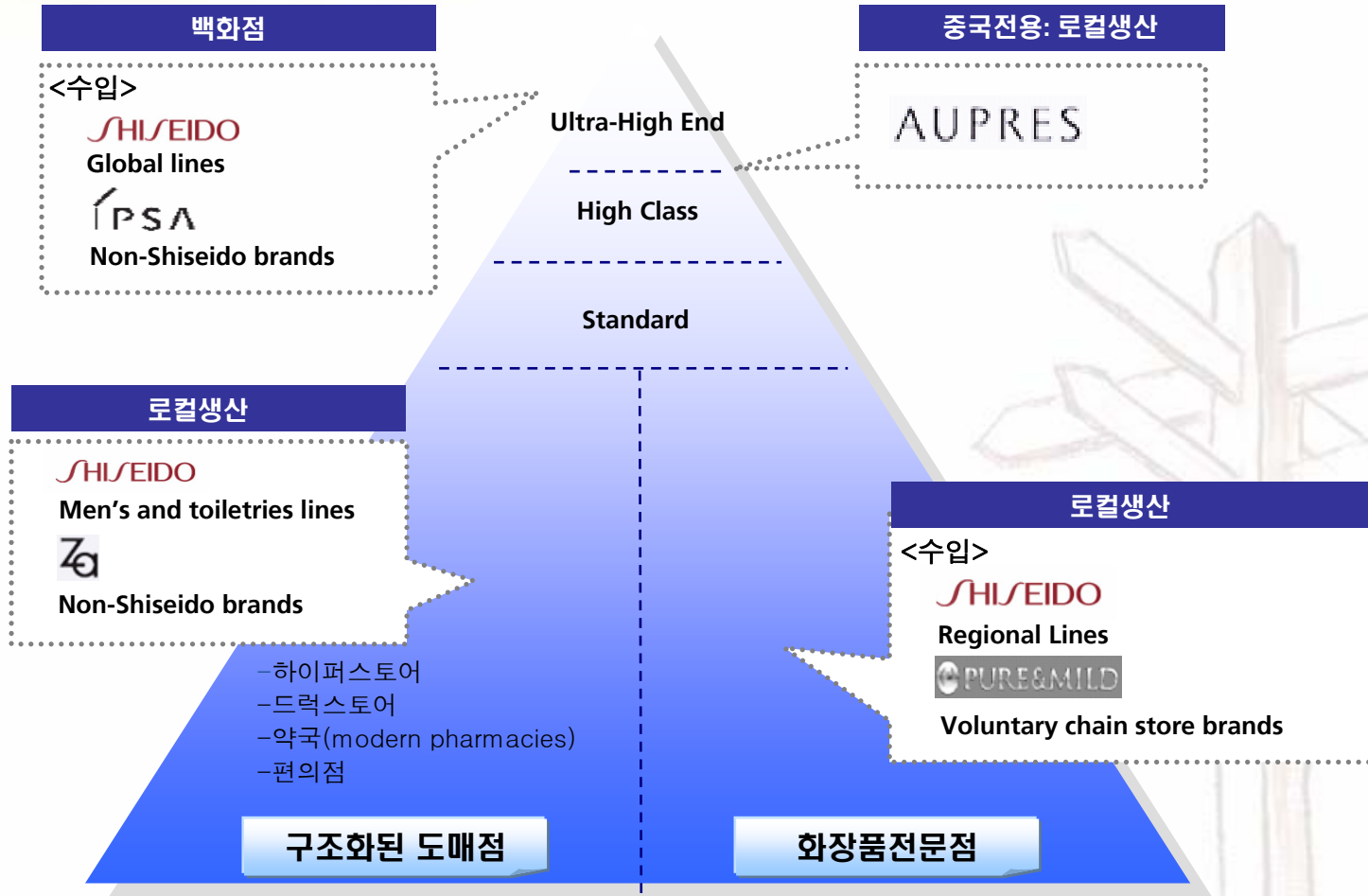
(%, 백만원)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Sales							
Americas	34,500	41,600	46,700	45,808	44,282	47,527	53,969
Europe	38,200	51,300	61,700	68,104	74,929	80,395	79,325
Asia/Oceania	33,600	39,400	45,800	48,485	56,465	69,319	91,503
Overseas Total	106,300	132,300	154,200	162,397	175,676	197,241	224,798
Operating Margin							
Americas	6.4	0.0	4.8	0.4	1.0	3.3	5.2
Europe	3.4	3.1	3.5	4.8	7.2	7.1	8.0
Asia/Oceania	9.5	8.4	10.2	12.0	12.6	12.4	12.3
Overseas Total	6.3	3.7	5.9	5.7	7.4	8.1	9.0

자료: Shiseido, 미래에셋증권 리서치센터

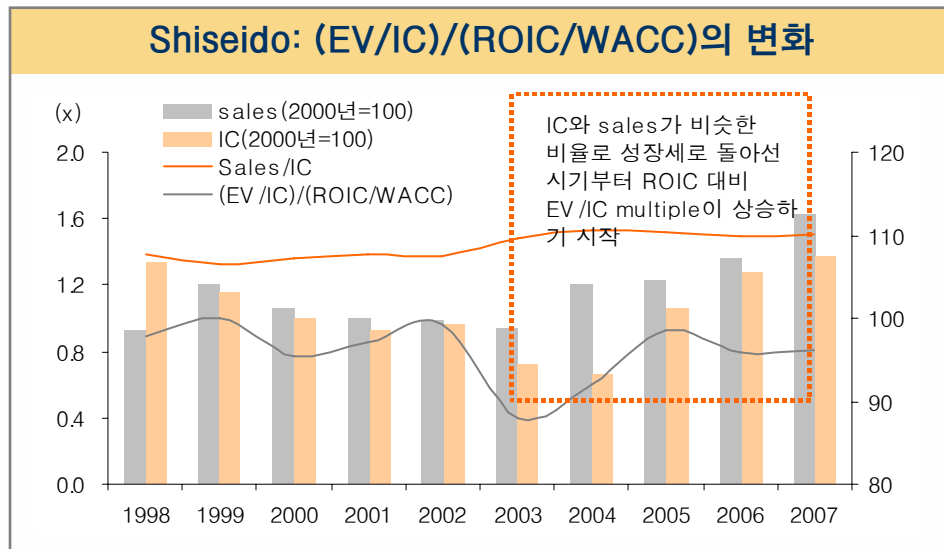
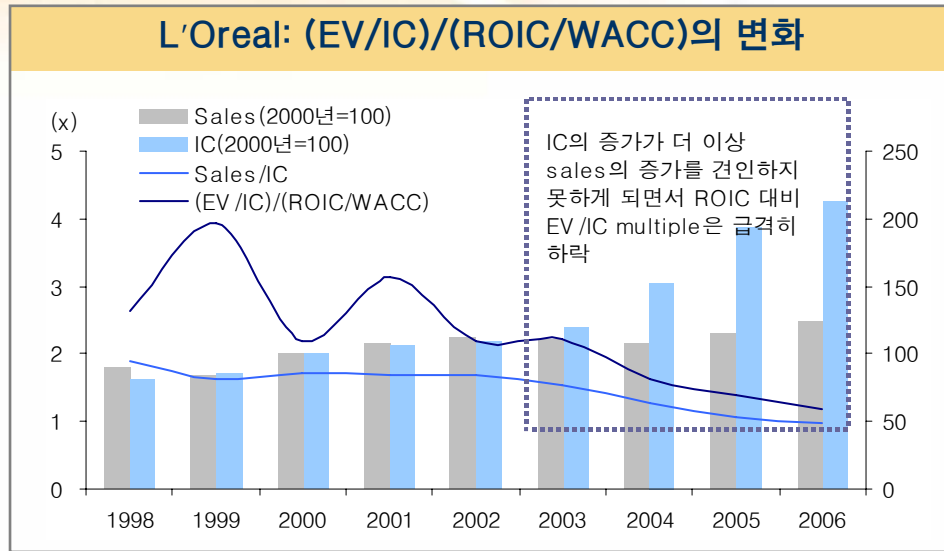
'Established Channel' 을 이용



'Brand New' Brand building



From a Valuation Perspective



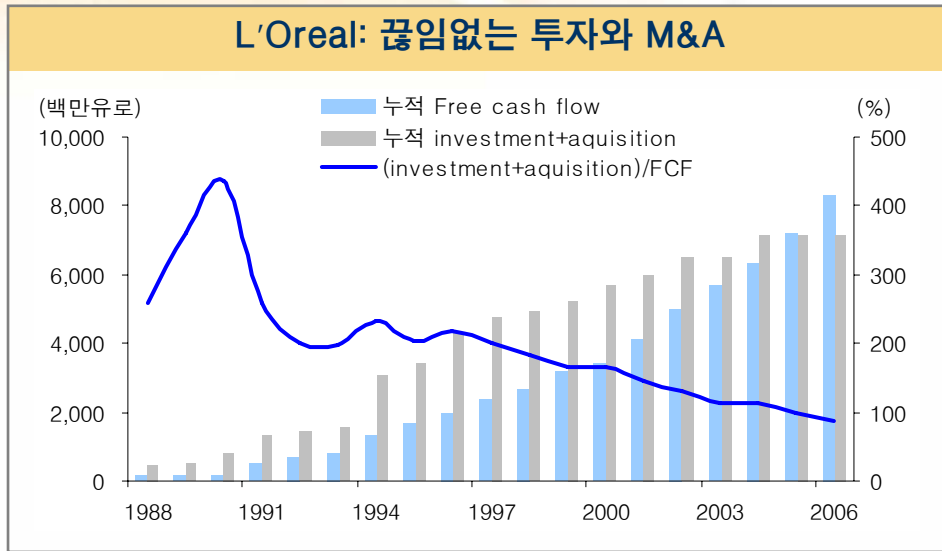
- IC의 증가는 sales 증가에 선행: 즉 장기적인 sales 증가를 위해서는 IC의 성장이 필수적임.

- 그러나 IC 증가율과 sales 증가율의 괴리가 의미 있는 수준으로 발생할 경우(즉 sales/IC 비율의 급격한 변동), 밸류에이션은 IC보다는 sales의 증가를 반영함.

- 1) L'Oreal Case: 지난 20년간 매출액과 영업이익의 성장률은 상당히 안정적이며 고마진 유지: 그럼에도 불구하고 최근의 밸류에이션은 자산회전을 하락에 따른 ROIC level-down을 반영

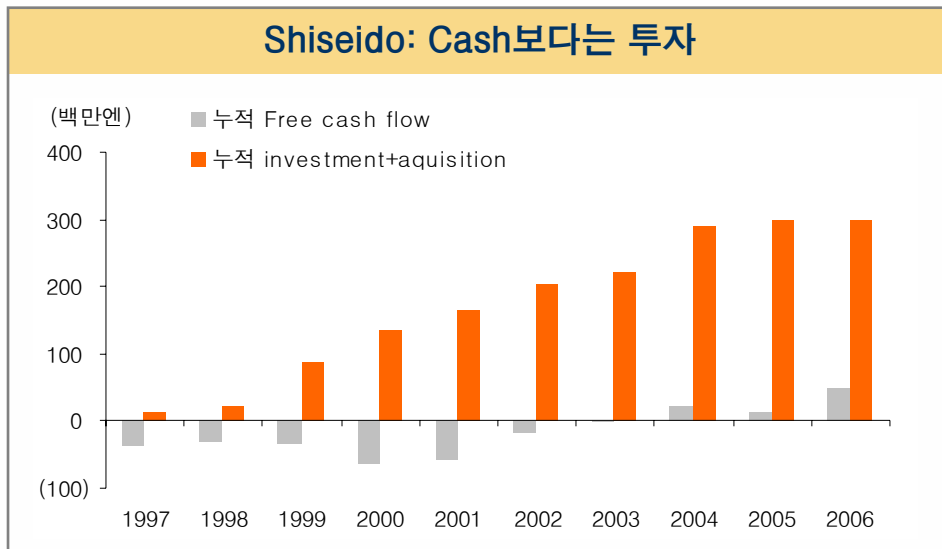
- 2) Shiseido Case: 내수 부문 실적 부진으로 인해 저성장/저마진 구조가 상당히 오래 지속되었음에도 불구하고, 최근 몇년간 전략 지역이었던 중국에서의 성공이 기업가치 상승의 시그널을 주고 있고 이는 밸류에이션 level-up으로 이어졌음.

From a Financial Perspective



- L'Oreal의 지난 20년간 누적 Free cash flow 대비 (경상적 투자 + 인수합병) 금액 비율은 86% 수준.

- Shiseido의 경우 해외 투자를 본격화한 1990년대 중반 free cash flow는 (-) 상태였음에도 불구하고 투자 금액을 지속적으로 늘여왔음.



자료: L'Oreal, Shiseido, 미래에셋증권 리서치센터

Implications?

1. 해외의 Entity나 Brand M&A와 동시에 적정 수준의 마진 (혹은 return profile)을 유지하는 것이 가능할 것.

조건: 일정한 sales growth와 cost reduction이 가능해야 함.

볼륨 증가에 따른 '규모의 경제' 와 '레버리지 효과' 이외에도

비핵심 부문에 대한 아웃소싱과 원재료 공급자들과의 파트너십을 통한 구매력 강화, 생산 시설 효율화 및 생산의 현지화를 통한

2. Margin level 상승이 가치 증가를 견인하는 구간과,

자산 증가에 따른 sales growth가 가치를 창출하는 구간의 time lag이 존재

→ 어떤 시점에서 자산을 늘릴 것인가 vs 어떤 지점에서 마진 개선에 focusing할 것인가의 전략적 선택이 중요

공략하는 region, market, channel, brand 등이 광범위하지 않더라도, 적절히 수행될 경우 전체 기업가치를 제고시킬 수 있음

3. 해외 시장의 후발 진입자일 경우 'established channel'에 안정적으로 진입할 수 있는 brand building

→ 적정 수준의 economy of scale 달성 → 추가적인 채널 확장의 순서를 거칠 필요가 있음

established channel을 통한 성장의 레버리지 효과를 누리기 위해서는 초기 투자는 brand building을 위주로 이루어져야 함.

cost leveling down이 그 자체로서 가치의 원천이 될 수는 없으나, brand building의 자원은 될 수 있음

● Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본자료는 05월16일 컨퍼런스때 기관투자가 및 제3자에게 사전에 제공한 사실이 있습니다.

자료에 게재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

작성자:한국희