



웅진코웨이 (021240)

이선경
(02) 3772-1568
sunny.lee@goodi.com

김수현
(02) 3772-1515
sh.kim@goodi.com

중국법인 탐방:3전4기(三顛四起)의 성공

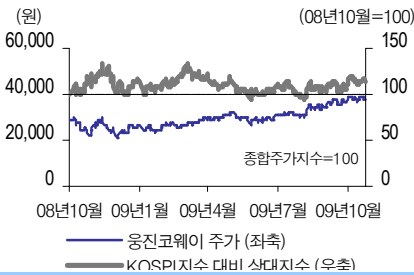
매수

주가 (10월 23일) **38,300원**
적정주가 (% variance) **45,000원 (17.5%)**

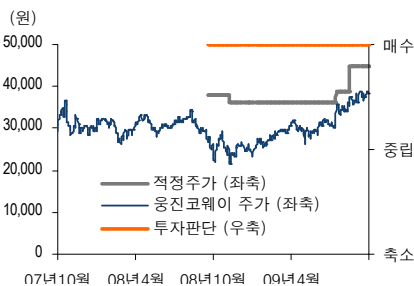
- ◆ 중국법인 탐방 mass 마켓에서의 충분한 가능성 확인
- ◆ 3차례의 시행 착오를 통해 확립한 unique한 판매조직에 대한 호응 확산
- ◆ Mass market을 target으로 한 well-positioning
- ◆ 투자의견 매수, 적정주가 45,000원 유지

시가총액	2,953.9십억원
일평균 거래액	14,277백만원
52주 최고가/최저가	39,000원/21,350원

주가 추이



투자의견 및 적정주가 추이



중국법인 탐방 mass 마켓에서의 충분한 가능성 확인 웅진코웨이는 10월 21일부터 10월 23일까지 중국법인의 화장품 사업 실태를 파악하기 위한 애널리스트 및 기관투자가 해외 IR을 실시했다. 참여자들은 청도 판매 지사, 심양 화장품 공장, 산동성 내 주요 점포 등을 방문했으며 북경에서 1년에 한번 개최되는 대리상에서 점포상까지 모든 판매 채널이 참여하는 실적 평가 및 시상식에도 참석했다. 당사는 이번 중국 탐방을 통해 웅진코웨이의 중국 화장품 법인의 unique한 판매 조직이 중국 내 개인사업자에게 상당한 호응을 얻고 있으며 대규모 자본의 해외 유명브랜드의 영향력이 약한 mass market 내 well positioning함에 따라 동사가 성장하는 중국 화장품 시장에 따른 충분한 수혜를 누릴 수 있을 것으로 판단한다.

3차례의 시행 착오를 통해 확립한 unique한 판매조직에 대한 호응 확산 당사는 현재 북경 사무소에 행정본사를 두고 6개 성안의 청도, 제남, 대련 등의 9개 도시의 판매 지사와 심양의 화장품 공장 1개를 두고 있다. 2000년 6월 중국 신래복 실업과의 합작으로 처음 중국 시장에 진출했으나 재무구조와 영업력이 떨어지는 합작회사에 대한 높은 의존도로 성과가 미미해 합작관계를 정리했다. 합작관계 정리 후 2001년부터 2003년 초까지 직접 직영 대리점을 열고 시판에 진출했으나 이 역시 낮은 브랜드 인지도와 직영 채널 운영에 대한 노하우 부족 등으로 성과를 내지 못했다. 이후 시판채널을 정리하고 방판으로 전환해 조직을 정비하려 했으나 중국 내 방판 사업관련 법률에 대한 이해 부족으로 조직 구축에 실패했다. 이러한 세번의 실패 끝에 2004년 7월부터는 중국 내 방판 및 다단계판매 등에 대한 법률의 규제를 피하면서 동사가 강점을 가지고 있는 한국식 방판과 일반대리상을 통한 시판을 결합한 새로운 신대리상 판매 체계를 정비하고 이를 확대하는데 주력했다.

12월결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	순부채비	배당수익률
							(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(%)
2007	1,213.1	161.3	155.7	116.3	1,562	54.8	18.7	7.4	4.1	24.0	15.7	2.7
2008	1,314.4	190.1	184.8	129.1	1,734	11.0	17.0	6.9	3.7	22.9	14.4	3.0
2009E	1,395.7	203.1	207.2	157.1	2,111	21.7	18.1	8.3	4.5	25.0	7.4	2.7
2010E	1,478.8	225.4	239.1	181.3	2,350	11.4	16.3	7.8	3.9	25.4	(6.6)	3.1
2011E	1,549.9	240.8	264.1	200.2	2,595	10.4	14.8	7.3	3.4	24.4	(17.2)	3.4

	신래복 합작	시판	방판	신대리상
시기	2000.6~2001.5	2001.7~2003.3	2003.4~2004.6	2004.7~현재
채널전략	신래복 합자 투자 웅진코웨이 제조 신래복 판매	합자 실패 후 독자 경영 화장품 전문경영자 영입해 시판	직영 점포 정리 방판 조직 정비 시도	한국식방판+중국식 대리상 체계
주요활동	중국법인 및 화장품 공장 설립 신래복과 합자 진행 연수기 및 정수기 시장 검토	상해 남경로, 화해로 2개 직영점포 전문 화장품 경험 인력 채용 각종 프로모션 활동	판매거점 북경 이전 동북 3성 판매 거점 확보 방판 운영 경험자 영입 초기 방판 조직 구축	중국형 신대리상 시스템 구축 혁신적 원가 절감 및 제품개발 공격적 조직 구축 다양한 마케팅 전략
비고	파트너에 일방적 의존 파트너 재무 점검 미비 영업력 없음	채널 선택 실패 급격한 적자 구조화 운영 역량 부족	중국법규 현실 이해 부족 판매 역량 미비 조직 구축 실패	판매조직 및 지역 확장 급격한 매출 신장 완전한 흑자구조 수립

Source:

신대리상 판매조직은 성대리점-시대리점(2~3%)-구/현 대리점(8~12%)-점포상(40%)으로 이루어져 있는데 최하위 판매조직인 점포상이 필요 수량을 구/현대리점에 신청하면 시대리점이 구/현의 수요를 집계하고 성대리점이 최종으로 모든 시대리점의 주문을 취합해 회사와 거래를 하게 된다. 주문시 점포상이 현금을 상위 대리점에 입금하면 상부 판매조직으로 올라가면서 각각의 몫에 해당하는 수수료(상기 괄호안 수치)를 제하고 최종적으로 소비자 가격의 55~60%에 달하는 금액이 수수료로 제외된 후 회사에 입금되면 회사는 이를 회계상 매출로 인식하고 제품을 소매점포에 직접 전달한다.

여러 단계의 판매조직을 거친다는 점에서 다단계판매와 유사하게 보이나 다단계 판매가 상위 판매 조직이 직접 제품을 구매 후 이를 하부에 넘기는 구조인데 반해 동사의 신대리상 체계는 하부에서 상부로 주문이 전달되며 실제 제품 재고는 회사와 점포상만이 보유함에 차이가 있으며 이에 따라 밀어내기식 매출이 일어나기 힘들다.

회사는 제품의 판촉 지원은 물론 점포 및 조직 운영에 대한 매뉴얼 제공과 교육 등을 적극적으로 지원하고 있다. 특히 고객과의 최접점인 소매 점포의 매출 확대를 위해서 운영방식은 물론이고 점포 인테리어 컨설팅 및 마사지 등에 대한 교육까지 제공하고 있다. 이러한 종합서비스 제공과 함께 제품 개발을 강화하면서 점포상은 물론 대리점의 호응이 확산되며 동사의 화장품을 취급하는 성대리상과 점포 숫자는 빠르게 증가하고 있다. 또한 그 지역권 역시 청도를 중심으로 한 산동성 일대에서 길림성, 강소성 요녕성 등으로 커버리지가 빠르게 확대되고 있다.

우리는 점포상 운영 실태를 파악하기 위해 웨이팡 지역의 2군데 점포를 방문했다. 이들 소매 점포에서는 웅진제품을 통한 마사지 제공, 피부상담, 제품판매 등이 이루어지고 있었으며 깔끔한 매장 디스플레이, 유니폼 착용 등으로 여타 개인 마사지 샵과는 구분되고 있었다. 점포주들은 1년이 안되는 기간 내 투자비용을 회수했으며 지역 내 고소득 군으로 분류되고 있었다.

소매점포 전경



출처:웅진코웨이.신한금융투자

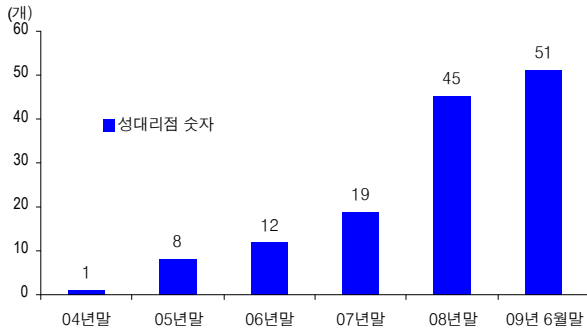
소매점포 전경



출처:웅진코웨이.신한금융투자

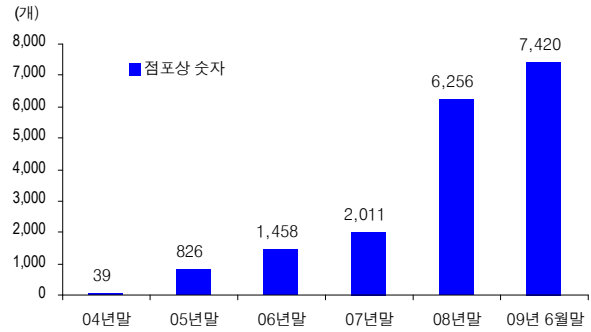
판매체계 확립, 신제품 개발강화, 원가절감 노력 및 가동률 상승에따른 원가율 하락으로 2007년 영업이익률이 23%로 흑자전환된 후, 2008년 34% 2009년 상반기에는 46.6%기록했다. 회사는 2009년 하반기 TV 광고 등의 비용증가에도 연간 43%에 달하는 영업이익률을 예상하고 있다.

중국화장품 성대리점 숫자추이



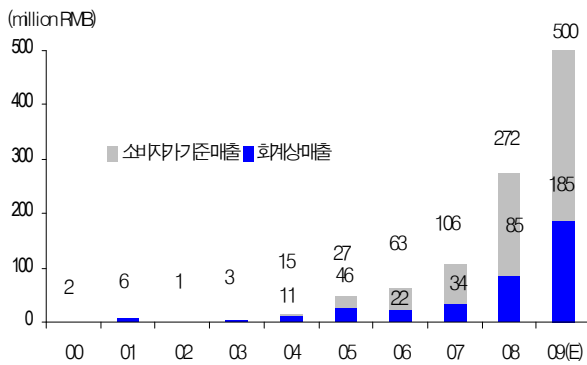
출처:웅진코웨이, 신한금융투자

중국화장품 점포수 추이



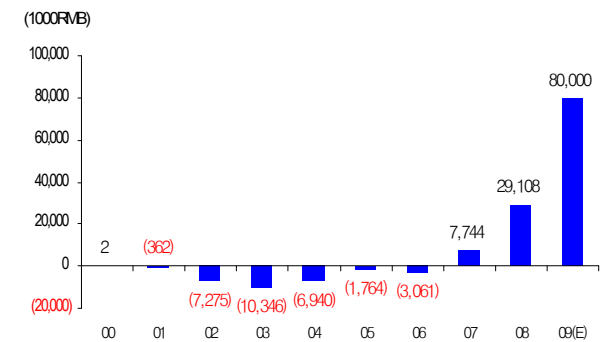
출처:웅진코웨이, 신한금융투자

중국법인 화장품 매출액 추이 및 2009년 회사 목표



출처:웅진코웨이, 신한금융투자

중국법인 화장품 영업이익 추이 및 2009년 회사 목표



출처:웅진코웨이, 신한금융투자

각 성별 판매 지사 현황 및 매출 비중

성지명	진출시기	매출 비중
산동성	2004년 12월	47.0%
강소성	2008년 4월	21.0%
요녕성	2008년 8월	12.0%
길림성	2009년 3월	5.0%
하얼빈성	2009년 8월	3.0%
산시,내몽고	2009년 9월	0.0%
기타		11.0%

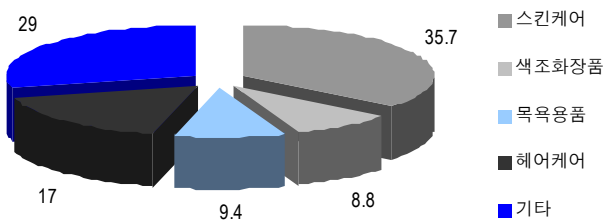
출처:웅진코웨이, 신한금융투자

주:매출 비중은 2009년 상반기 기준

Mass market을 target으로 한 well-positioning 중국 경제는 빠르게 성장하고 있으며 이에 따른 소득 증대로 화장품에 대한 수요도 크게 증가하고 있다. 그러나 소득의 양극화 또한 극심해 상해, 북경 등의 대도시 지역의 경우 고소득층을 중심으로 한 명품 브랜드 위주의 소비로 화장품 역시 미국, 유럽 등의 수입 화장품이 선호되고 있다. 한편, 중소 도시 이하 지역에서는 중저가 제품에 대한 수요가 크며 이들 지역의 화장품에 대한 소비 욕구도 빠르게 증가하고 있다. 2급과 3급 도시 등에서는 색조는 물론이고 기본 스킨케어 제품에 대한 수요 역시 미미해 향후 성장 잠재력이 대도시 지역보다 크다는 판단이다.

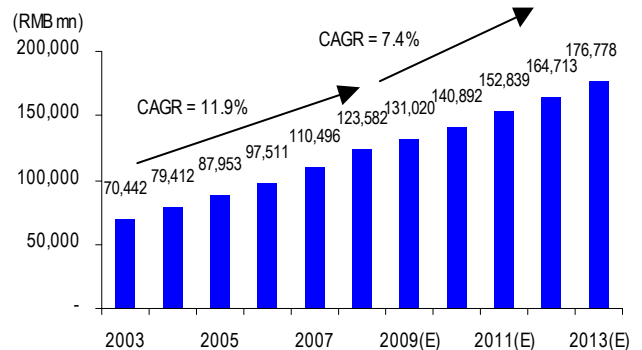
웅진코웨이 화장품이 브랜드와 마케팅 위주의 경쟁이 불가피한 백화점, 대형 종합화장품 등에 진출해서 해외 유수의 브랜드와 경쟁하기에는 무리가 있다. 그러나 중소 도시를 중심으로 로컬업체 및 중저가 해외브랜드 등과의 경쟁에서는 충분한 경쟁력을 확보하고 있다. 2009년 9월부터 전국적으로 방송되는 중앙방송(CCTV)광고를 시작했는데 중앙방송 광고는 회사와 제품에 대한 일정기준의 평가를 통과해야 가능해 중앙방송 광고 방영을 계기로 동사에 대한 인지도가 더욱 증가할 것으로 기대된다. 회사는 향후 중국 내 화장품 연구소 설립, 디자인 개선, 시판 채널 진출 등으로 브랜드 이미지 증대와 인지도 확산을 위해 적극적으로 노력해 중국화장품 시장 성장을 향유할 계획이다.

중국 화장품 시장 카테고리별 구성 (2008년)



출처:유로모니터 인터내셔널 2009년,신한금융투자

중국 화장품 시장 규모 추이 및 전망



출처:유로모니터 인터내셔널 2009년,신한금융투자

투자의견 매수, 적정주가 45,000원 유지 웅진코웨이에 대해 투자의견 매수, 적정주가 45,000원을 유지한다. 회사는 주력사업인 렌탈 비즈니스에서 확고한 시장지위를 바탕으로 불경기에도 안정적인 매출 성장을 이어가고 있으며 중국화장품 사업 외에도 환경가전 수출 사업, 수처리사업 등 새로운 성장 기회를 위해 꾸준히 노력하고 있다. 높은 수익성과 우수한 현금창출력에도 불구하고 주력 사업의 성장이 다소 둔화된 가운데 새로운 성장 동력이 될 수 있는 사업군의 부재에 대한 우려로 peer 대비 디스카운트 되어 거래되어 왔다. 그러나 중국법인 화장품 사업 성공을 계기로 이러한 미래 성장동력에 대한 우려가 사라져 Peer 그룹과의 밸류에이션 격차가 점차 해소될 것으로 기대된다.

