

중국 법인장과의 미팅 결과보고

투자 의견 BUY 유지

웅진코웨이에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 44,000원을 유지한다. 내수시장에서 신제품 출시와 해약률 하락 등에 힘입어 연평균 6%대의 안정적인 성장세를 구가하는 가운데 중국 화장품사업이 40%의 고 성장세를 시현할 것이다. 50%의 높은 배당성향과 적극적인 IR활동 등 주주 친화적인 정책도 긍정적이다.

중국 화장품사업에 대한 긍정적인 시각 강화

우리는 지난 주 웅진코웨이 북경법인을 방문하여 법인장과 중국사업에 대해 전반적인 의견을 나눌 수 있었다. 이 미팅을 통해 우리는 웅진코웨이 중국 화장품사업에 대해 긍정적인 시각을 강화할 수 있었다.

중국 화장품사업은 2009년 93% 매출증가를 기록하였고, 금년 1분기에도 40% 이상의 성장세를 구가 중이다. 당분간 점포 증가를 통한 외형 성장세는 지속될 것이다. 산동성/강소성/요녕성/길림성 등 이미 진출한 지역에서 추가적으로 출점이 이루어질 것이고, 홍콩/강성/내몽고 등 신규로 진출지역도 확대될 것이다. 또한, 대리상 채널 뿐만 아니라 전문점/백화점 등 일반 시판채널로도 진입할 예정이라 추가적인 성장도 예상된다.

TV광고를 집행하고 상대적으로 마진이 낮은 시판채널에 진입하면서 이익률은 소폭 하락할 것으로 예상되지만 금년 목표인 매출증가율 40%, 영업이익 증가율 20%는 무난히 달성할 것으로 기대한다. 금년부터 법인세가 부과(2010년~2013년 12%, 이후 24%)되기 시작하나 외형의 고 성장에 힘입어 지분법평가이익은 2010년/2011년 각각 10%/30% 증가할 전망이다(이익기여도는 7%/9%).

(법인장과의 자세한 대화내용은 2쪽~6쪽을 참고하세요)

Financial Data

투자지표	단위	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	십억원	1,314.4	1,411.9	1,509.6	1,619.5	1,721.2
영업이익	십억원	190.1	204.3	226.0	239.2	251.7
세전이익	십억원	184.8	202.7	232.3	255.3	275.8
순이익	십억원	129.1	153.3	181.2	199.1	215.1
EPS	원	1,734	2,023	2,350	2,581	2,789
증감율	%	11.0	16.7	16.1	9.9	8.1
PER	배	15.4	19.0	15.5	14.1	13.0
PBR	배	3.3	4.1	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	배	6.2	8.8	7.5	6.8	6.3
ROE	%	22.9	24.0	24.7	23.7	22.6
BPS	원	8,016	9,298	10,651	12,079	13,596
Net DER	%	14.4	29.4	28.1	19.7	14.0

자료: 하나대투증권

Special Focus

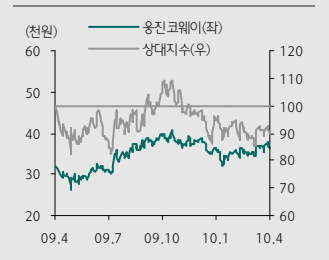
Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,721.21		
52주최고/최저(원)	40,550/26,350		
시가총액(십억원)	2,803.4		
시가총액비중(%)	0.30		
발행주식수(천주)	77,124.8		
60일 평균거래량(천주)	224.5		
60일 평균거래대금(십억원)	7.8		
09년 배당금(원)	1,010		
10년 배당금(예상, 원)	1,170		
외국인 지분율(%)	45.30		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	2.5	(6.8)	13.8
상대	2.7	(17.8)	(11.9)

Consensus Data

	2010	2011
매출액(십억원)	1,525.5	1,658.1
영업이익(십억원)	228.1	250.7
순이익(십억원)	182.5	206.9
EPS(원)	2,362	2,674
BPS(원)	9,491	11,160

Stock Price



Analyst **송선재**

☎ 02-3771-7512

✉ sunjae.song@hanaw.com

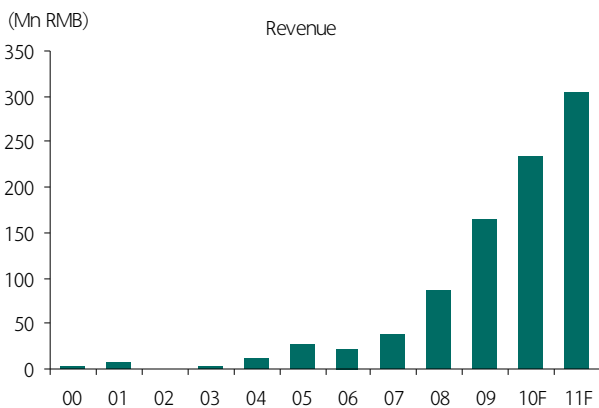
1. 웅진코웨이 중국 화장품사업의 성과는 어떠한가?

중국법인의 지분법이익은 2007년/2008년 각각 2억원/24억원을 기록한 후 2009년에는 140억원을 기록했다. 화장품사업은 전체 매출액/영업이익의 75%/104%를 차지하고 있는데, 2009년 화장품사업의 매출증가율은 93%였다.

2010년 1분기 매출증가율은 약 40~45% 수준이며, 1~2월에 비해 3월 성장률이 크다. 춘절이 금년 1분기에는 전년보다 부정적이었음에도 성과가 좋은 것이다. 실적이 좋은 이유는 점포수 증가가 지속되기 때문이다. 2009년 말 7,860개였던 점포수가 1분기 말에는 약 8,300~8,400개 정도로 늘어났다. 5~6월에는 300~400개 늘어날 것으로 기대될 정도로 페이스가 좋다. 최근 강소성의 성장속도가 빠르고, 하남성/산시성/시천성 등으로 확대 중이다.

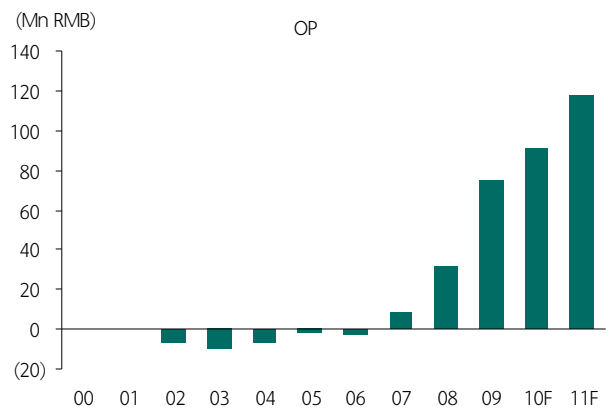
TV광고를 집행하고 상대적으로 마진이 낮은 시판채널을 진입하면서 이익률은 소폭 하락할 것이나 금년 목표인 매출증가율 40%, 영업이익 증가율 20%는 무난히 달성할 것으로 기대한다. 금년부터 법인세가 부과(2010년~2013년 12%, 이후 24%)되기 시작하나 외형의 고 성장에 힘입어 지분법평가이익은 2010년/2011년 각각 10%/30% 증가할 전망이다(이익기여도는 7%/9%, 증가율 전망은 당사 추정치임).

그림 1. 웅진코웨이 중국 화장품사업 매출추이



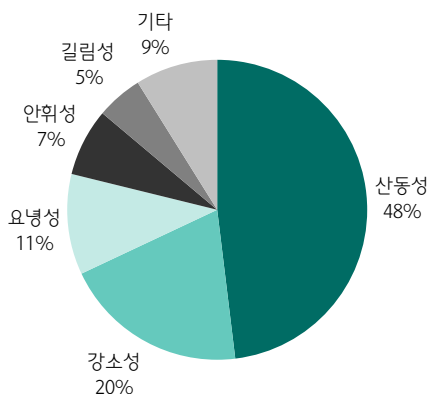
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 2. 웅진코웨이 중국 화장품사업 영업이익 추이



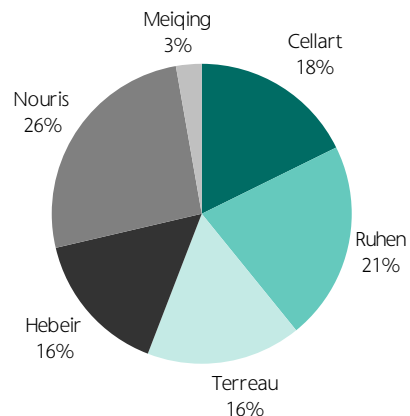
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 3. 웅진코웨이 중국 화장품사업 지역별 매출비중



자료: 웅진코웨이

그림 4. 웅진코웨이 중국 화장품사업 브랜드별 매출비중



자료: 웅진코웨이

2. 중국에서 화장품 사업모델이 독특하다. 이 모델은 어떻게 만들어졌나?

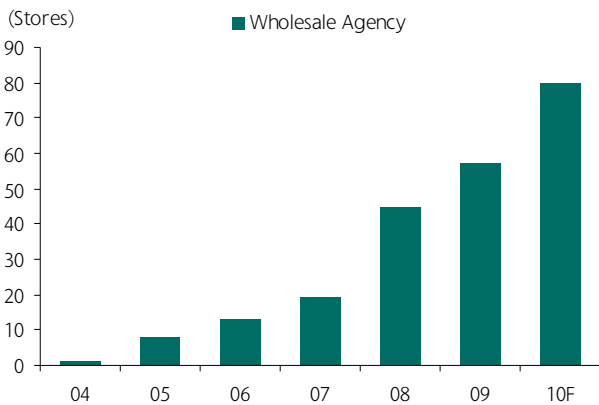
2000년에 현지업체와 합작으로 중국에 진출했으나 현지업체가 자금력과 판매능력이 없어서 초기 진입에 실패했다. 그 후 시판/방판 등으로 사업모델을 전환해 보았으나 실효성을 거두지 못했다. 2004년 중국 법인장으로 부임한 후 법인 현황과약이 급선무였다. 방판은 라이선스가 없었고 규제로 인해 조직을 구축하기도 어렵다는 것을 알았다. 대리상 체계를 구축하고자 했으나 웅진화장품이 중국 내 브랜드 인지도가 전혀 없어 대리상들에게 협상력이 약하고, 제품 라인업도 적어서 대리상들이 지나치게 고마진을 요구했다.

현장을 돌아다니며 여러 방안을 고민하다가 중국에는 인구가 많고 중소도시에서 여성 일자리가 적음에 착안해서 여성이 일할 수 있는 터전을 만들어 주면 제품에 대한 수요를 창출할 수 있을 것으로 생각했다. 즉, 웅진화장품을 이용하여 하나의 직업군 만드는 것이었다. 예를 들면, 물품비와 유지비용 등 초기 3만위안을 투자해 마사지사업을 열어 월 3천위안 벌 수 있는 사업모델이라면 중국 내 기존 여성근로자들의 월 소득을 감안 시 충분히 유통망을 구축할 수 있을 것으로 판단했다.

중국 중소도시를 돌아다니며 사업설명회를 시작했다. 초기에는 제품 체험위주로 진행했고, 한류/웅진그룹/화장품 품질 등을 집중적으로 홍보하였다. 초기 점포는 상가와 같이 임대료가 비싼 곳이 아닌 아파트 등 상대적으로 외진 곳에 개설하면서 선 투자비 부담을 줄이고, 지역밀착 영업이 가능하도록 사업모델을 설계했다.

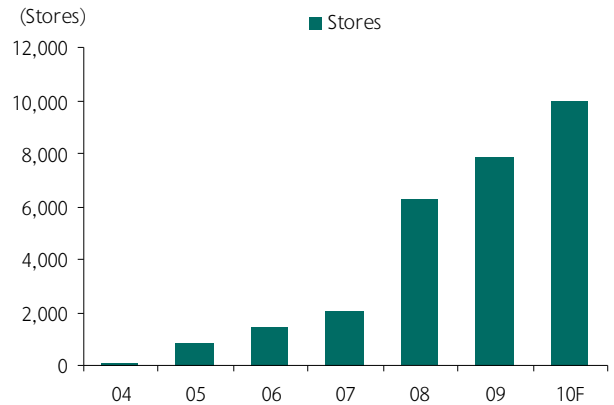
초기에는 인지도가 적어 어려움이 있었으나, 한국에서 쌓은 제품/판매 노하우를 전수하고 수익성에 대한 입소문이 나면서 점포수가 지속적으로 증가하여 규모의 경제효과를 누릴 수 있었다. 지금은 새로운 지역에 진출할 경우 기존 점포주나 고객들이 신규 점포주가 되는 경우가 많다.

그림 5. 웅진코웨이 중국 화장품사업 거래 대리상수 추이



자료: 웅진코웨이

그림 6. 웅진코웨이 중국 화장품사업 거래 점포수 추이



자료: 웅진코웨이

3. 경쟁자라고 할만한 업체는 어디인가?

화장품업체 모두가 경쟁자이나 Avon이 직접적인 경쟁자라 할 수 있다. Avon은 M/S 5.7%로 업계 5위권이나 색조/스킨 등 전 품목을 아우르고 있고, 백화점/전문점/시판/방판 등 다양한 유통채널을 통해 사업을 전개 중이다.

4. 사업모델이 복제 당할 가능성이 있는데, 이에 대해 어떻게 생각하나?

당연히 가능하다. 하지만 외형적인 복제는 가능하나 내부 소프트웨어적인 요소는 복제가 불가능하다. 현지 한국 주재원들은 한국에서 10년 이상 영업조직을 운영해 본 노하우가 있다. 제품 품질도 우수하고 고객유치/응대 노하우를 점포주에게 전수하는 등 웅진코웨이만의 차별화할 수 있는 포인트가 있다. 한국에서도 다른 경쟁자들이 웅진코웨이의 방판 모델을 복제 못해서 웅진코웨이가 1등인 것이 아니다.

5. 대리상 체계이기 때문에 대리상 이탈시 어려움에 처할 가능성은 없는가?

이탈과 전환 자체를 막을 수는 없다. 하지만 대리상들도 웅진코웨이와 사업관계를 유지하는 것이 훨씬 이득이 될 경우 당연히 이탈하지 않을 것이다. 웅진 대리상들은 다른 대리상보다 동일 노력으로 1.5배 매출이 가능하다. 핵심 유통망인 성대리상들은 최근 3년 동안 이탈이 없었다. 또한, 웅진코웨이의 기업문화도 대리상들의 이탈을 막는 한 요소이다.

6. 현재 웅진코웨이 중국 대리상들과 어떠한 관계인가?

일반 대리상들은 10개 브랜드 정도를 취급하고, 대리상들이 제품을 선 구매한 후 각 점포들에게 배송하는 방식이다. 웅진 대리상들은 초기 개별점포들이 성장한 후 대리상으로 전환된 케이스로 웅진 브랜드만을 취급하고, 점포별로 주문량이 들어오면 이를 취합해서 웅진코웨이에게 보고하는 역할을 한다. 웅진 대리상들은 보통 150개~200개의 점포를 관리하고 월 평균 3만위안 정도의 수익을 시현하여 일반 근로자들에 비해 수익규모가 크다.

7. 재고부담은 어떻게 하고 있는가?

웅진 대리상들은 점포별로 주문을 취합해서 웅진코웨이에게 보고하고, 제품 배송은 물류창고에서 담당한다. 대리상들은 영업에 집중할 수 있으며, 제품 재고와 관련해서 리스크를 크게 지지 않는 구조이다. 재고는 실 판매점포만 가지고 있고 반품률은 0.01%정도에 불과하다.

8. 점포 증가세가 둔화되면 외형 성장세도 둔화될 것이라는 우려가 있는데?

당분간 점포 증가를 통한 외형 성장세는 지속될 것이다. 현재 매출비중이 48%인 산동성도 진출 후 6년이 지나서 이만큼 성장했다. 현재 강소성/요녕성/길림성 등에 진출해 있는데 이들 지역에서 추가적으로 점포 출점이 이루어질 것이고, 흑룡강성/내몽고 등 아직까지 입점하지 못한 지역도 많다. 이들 지역에서 설명회를 거쳐 지속적으로 신규 출점을 이루어낼 것이다. 또한, 대리상 채널뿐 만 아니라 전문점/백화점 등 일반 시판채널로도 진입할 예정이라 추가적인 성장을 기대한다. SPA Shop 브랜드도 개발할 예정이다.

현재의 100%~40%의 고 성장세가 지속될 것이라고 기대하는 것은 비 합리적이다. 규모가 커지면 당연히 성장률은 둔화된다. 하지만 성장이 둔화되더라도 중국 화장품산업의 성장률이 8%~10%로 워낙 높아 이 정도의 성장세는 가능할 것이다.

9. 시판채널로 진입하려고 노력 중인데, 진행상황이 어떠한가?

북경/상해 등 임대료가 비싸고 경쟁이 치열한 지역은 현재 사업모델로 진출하기 어렵다. 그래서 전문점 등 시판모델 브랜드를 출시하면서 신규 유통채널을 뚫으려 노력 중이다. 현재 SHASHA 매장에 입점해 있고, 향후 W사, M사 등 종합매장업체들과 계약을 체결할 예정이다. 20여개 유통점/딜러들과 계약을 통해 160여개 시판점포를 확보해 놓고 있다. 내년까지 700여개 점포에 입점하는 것이 목표이다. 현재 시판채널의 비중이 7%로 낮지만 향후 점진적으로 높아질 것이다. 이를 위해 S'CHE라는 시판전문 브랜드를 개발했으며 향후에도 꾸준히 유통망을 넓힐 것이다. 시판채널에서도 1분기에 BEP수준에 도달했다.

10. SHASHA 매장에 입점할 결과는 어떠한가?

상해 지역은 전문점보다 백화점 채널이 발달해서 아직까지 성과는 크지 않다. 하지만 북경 지역은 기대 이상이다. BB크림만 시작했는데 반응이 좋아 일반 라인업까지 확대한 상황이다. 시판전문 브랜드인 S'CHE에 대한 소비자 반응은 품질이 좋다는 긍정적 평가와 함께 용기 디자인이 멋있하다는 반응이 있어 6월 즈음에 신규 디자인을 출시할 예정이다.

11. 방판사업 진출은 언제쯤 할 생각인가?

현재 방판 라이선스를 보유하고 있지 않은데, 단기적으로 받기도 쉽지 않다. 좀 더 규모를 키우고 3년 후쯤 라이선스를 신청하려고 한다. 지금 라이선스를 받으면 관련규제가 너무 많다.

12. 정수기 등 생활가전 사업은 어떠한가?

현재 GOMEI 등 종합가전 유통업체에 제품을 공급하고 있고 지역별 딜러들도 매장을 개설하고 있으나, 중국은 아직까지 고가인 정수기를 받아드릴 만큼의 소득수준과 문화는 아닌 것 같다. 웅진코웨이 제품은 Meidi 등 경쟁제품에 비해 2~3배 비싼 편이다. 렌탈부문으로 사업모델을 가져가도 월 소득수준 대비 비싼 편이라 침투율이 낮다.

오히려 청정기가 정수기보다 발달할 것 같다. 향후 화장품사업에서 했던 것과 같이 직업군을 만드는 전략을 통해 청정기사업을 확대할 계획이다.

생활가전 부문은 금년 BEP 도달하는 것이 목표이다.

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	1,314.4	1,411.9	1,509.6	1,619.5	1,721.2
매출원가	407.2	460.2	487.2	529.4	567.5
매출총이익	907.2	951.8	1,022.4	1,090.1	1,153.8
판매비	717.1	747.5	796.4	850.9	902.0
영업이익	190.1	204.3	226.0	239.2	251.7
영업외손익	(5.4)	(1.5)	6.3	16.1	24.1
이자손익	(8.1)	(9.4)	(12.9)	(12.3)	(10.3)
지분법손익	(1.4)	13.9	19.7	28.9	34.8
외환손익	10.5	(5.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(6.4)	(0.8)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
세전이익	184.8	202.7	232.3	255.3	275.8
법인세	55.7	49.4	51.1	56.2	60.7
계속사업이익	129.1	153.3	181.2	199.1	215.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	129.1	153.3	181.2	199.1	215.1
NOPAT	134.7	160.4	191.3	208.7	223.1
EBITDA	334.0	360.2	405.8	438.4	467.1
성장성(%)					
매출액증가율	8.4	7.4	6.9	7.3	6.3
EBITDA증가율	10.0	7.9	12.6	8.0	6.6
영업이익증가율	17.9	7.4	10.6	5.8	5.3
계속사업이익증가율	11.0	18.8	18.2	9.9	8.1
EPS증가율	11.0	16.7	16.1	9.9	8.1
수익성(%)					
매출총이익률	69.0	67.4	67.7	67.3	67.0
EBITDA이익률	25.4	25.5	26.9	27.1	27.1
영업이익률	14.5	14.5	15.0	14.8	14.6
계속사업이익률	9.8	10.9	12.0	12.3	12.5

투자지표

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
주당지표(원)					
EPS	1,734	2,023	2,350	2,581	2,789
BPS	8,016	9,298	10,651	12,079	13,596
CFPS	3,406	3,626	4,058	4,483	4,890
EBITDAPS	4,488	4,755	5,261	5,684	6,057
SPS	17,659	18,639	19,573	20,998	22,318
DPS	870	1,010	1,170	1,290	1,390
주가지표(배)					
PER	15.4	19.0	15.5	14.1	13.0
PBR	3.3	4.1	3.4	3.0	2.7
PCFR	7.8	10.6	9.0	8.1	7.4
EV/EBITDA	6.2	8.8	7.5	6.8	6.3
PSR	1.5	2.1	1.9	1.7	1.6
재무비율(%)					
ROE	22.9	24.0	24.7	23.7	22.6
ROA	12.9	13.1	13.7	13.7	13.7
ROIC	20.8	20.5	20.3	20.1	20.1
부채비율	79.6	86.7	75.9	69.7	59.6
순부채비율	14.4	29.4	28.1	19.7	14.0
이자보상배율(배)	16.8	16.3	15.0	16.3	19.0

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	475.6	509.5	516.4	599.2	615.6
현금 및 현금성자산	76.1	63.7	25.5	27.3	29.1
단기투자자산	5.9	5.5	9.9	51.5	37.5
매출채권	149.8	194.6	208.0	223.2	237.2
재고자산	58.0	54.6	68.7	78.0	78.8
기타유동자산	185.8	191.1	204.3	219.2	232.9
비유동자산	595.8	761.2	864.3	919.8	1,000.1
투자자산	114.1	130.7	178.6	183.6	218.9
유형자산	356.4	418.2	487.7	551.3	608.6
무형자산	64.9	141.1	121.8	103.2	85.7
자산총계	1,071.4	1,270.7	1,380.7	1,519.0	1,615.7
유동부채	398.7	541.8	432.3	506.8	517.0
매입채무	34.2	29.2	30.9	33.6	36.0
단기차입금	107.8	119.7	106.5	111.4	112.5
유동성장기부채	0.0	120.0	6.0	48.0	32.0
기타유동부채	256.7	272.8	288.9	313.9	336.4
비유동부채	76.0	48.2	163.3	117.0	86.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.0	30.0	144.0	96.0	64.0
기타비유동부채	16.0	18.2	19.3	21.0	22.5
부채총계	474.8	590.0	595.6	623.8	603.5
자본금	39.3	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	108.7	141.9	141.9	141.9	141.9
자본조정	6.2	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)
기타포괄손익누계액	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	441.1	529.6	634.0	744.1	861.1
자본총계	596.6	680.7	785.1	895.2	1,012.2
순부채	85.8	200.1	220.7	176.1	141.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	259.1	281.8	323.0	355.3	385.2
당기순이익	129.1	153.3	181.2	199.1	215.1
비현금항목 가감	166.2	177.4	179.4	184.0	190.8
감가상각비	141.2	148.1	160.6	170.8	181.0
외환손익	(10.5)	5.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.4	(13.9)	(19.7)	(28.9)	(34.8)
기타	34.2	38.0	38.6	42.0	44.6
운전자본 증감	(36.2)	(48.9)	(37.6)	(27.8)	(20.8)
투자활동현금흐름	(142.0)	(258.6)	(252.0)	(242.5)	(216.1)
투자자산감소(증가)	(98.7)	(2.7)	(28.2)	23.9	(0.4)
유형자산감소(증가)	(141.8)	(201.9)	(206.8)	(211.8)	(216.9)
기타투자활동	98.5	(54.0)	(17.0)	(54.5)	1.3
재무활동현금흐름	(69.5)	(35.6)	(109.3)	(111.0)	(167.4)
사채/차입금증가(감소)	15.8	11.9	(13.2)	(1.2)	(46.8)
유상증자	0.0	1.3	0.0	0.0	0.0
현금배당	(58.1)	(64.8)	(76.8)	(89.0)	(98.1)
기타재무활동	(27.3)	16.0	(19.2)	(20.8)	(22.4)
현금의 증감	47.6	(12.4)	(38.2)	1.9	1.7
Unlevered CFO	253.5	274.7	313.0	345.7	377.2
Free Cash Flow	63.7	(37.9)	66.2	143.2	140.8

Sector Aggregates

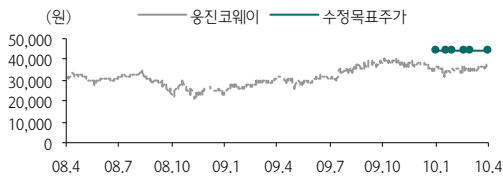
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea	10.5	9.6	10.2	9.6	9.8
Emerging Market	17.5	14.7	16.0	23.2	19.4
World	17.9	15.5	17.1	20.4	15.4

* MSCI Retailing Industry Group

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

▶ 용진코웨이

날짜	투자 의견	수정 목표주가
10.1.25	BUY	44,000 원



투자 의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용 기준
BUY(매수)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류	적용 기준
Overweight(비중확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2010년 5월 4일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2010년 5월 4일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.