2010년 2월 22일 | 토러스투자증권 리서치센터 Analyst 박수민
02) 709-2591 soomin.park@taurus.co.kr

웅진코웨이 (021240) 4Q review: 영업이익 기대치 상회, 지분법이 아쉽다

BUY (유지) 목표주가 / 현재주가 (2월19일) / 상승여력 : 48,000원 / 33,800원 / 42.0%

4분기 실적: 렌탈 사업등의 본업은 예상치를 상회

- 웅진코웨이의 매출액과 영업이익은 각각 9.2%, 18.5% 증가한 3,714억원과 571억원. 영업이익면에서 당사의 기대치 및 시장 컨센서스를 각각 5.7%, 4.8% 상회
- 렌탈 매출이 전년동기대비 약 3.1% 증가한 2,662억원, 일시불매출은 전년동기대비 약 89.6% 증가한 279억원을 기록. 일시불매출은 신종플루와 가을황사에 따라 공기청정기의 매출이 9배 이상 증가한 약 162억원을 기록하였기 때문
- 영업이익이 예상치를 상회: 1) 해약률 감소에 따른 렌탈자산폐기손실 감소, 2) 일시불 조직의 수수료 체계 개선과 렌탈 설치를 담당하는 CS Dr. 조직 인수에 따른 외주용역비 감소에 따른 판매수수료의 감소, 그리고 3) 광고 선전비 축소로 인해 판관비가 축소되었기 때문

4분기 실적: 자회사들의 실적 부진으로 영업외수지는 기대치를 하회

- 지분법평가손익은 약 12억원을 기록: 당사의 4분기 중국법인으로부터의 지분법이익 전망은 약 26억원으로 실제치와 비슷한 수준. 그러나, 웅진케미칼은 4분기에 직물 부문의 영업손실 확대등으로 약 8억원의 순손실

Buy 투자의견 유지, 목표주가는 48,000원으로 하향 조정

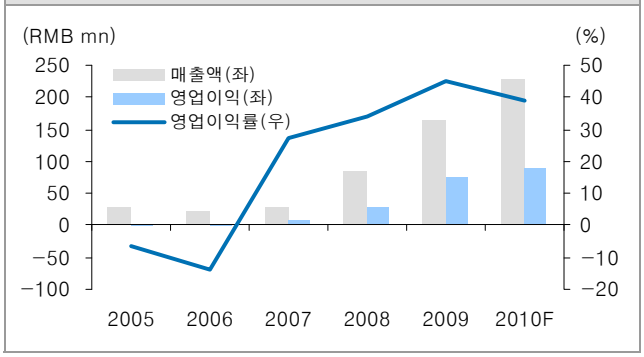
- 웅진코웨이의 목표주가를 기존 52,000원에서 48,000원으로 약 8% 하향 조정
- 그동안 중국 화장품 실적 성장에 대한 우려, 그리고 국내 화장품 시장 진출 투자에 대한 우려가 주가 약세의 요인으로 작용하여 왔으나, 현주가는 중국에 대한 기대감으로 상승하기 전 수준까지 하락. 그러나, 1) 2010년 중국화장품 매출 성장률이 40%에 달하며, 여전히 높은 영업이익률이 전망된다는 점과 2) 국내 화장품 진출이 대규모 투자가 동반되지 않는 보수적인 시작이 될 것이라는 점을 고려했을 때, 주가 상승 여력은 충분하다는 판단

웅진코웨이 4Q09 실적

(십억원)	4Q08	4Q09P	% YoY	당사 추정	괴리율 (%)
매출액	340.3	371.4	9.2	372.8	-0.4
영업이익	48.2	57.1	18.5	54.0	5.7
세전이익	55.1	53.1	-3.5	57.0	-6.8
순이익	37.6	40.3	7.2	43.2	-6.7
영업이익률 (%)	14.2	15.4	1.2%p	14.5	0.9%p
세전이익률 (%)	16.2	14.3	-1.9%p	15.3	-1.0%p
순이익률 (%)	11.1	10.9	-0.2%p	11.6	-0.7%p

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

중국 법인의 높은 성장세 지속 전망



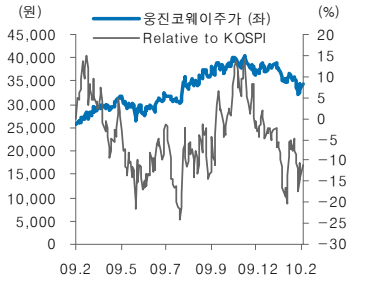
자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터 전망

12월 결산 (십억원)	2008A	2009P	2010F
매출액	1,314.4	1,411.9	1,526
영업이익	190.1	204.3	225
세전이익	184.8	202.7	226
순이익	129.1	153.3	176
EPS(원)	1,734	1,991	2,286
PER(H/L) (배)	19.8 / 12.3	19.3	14.8
PBR(H/L) (배)	4.8 / 3.0	5.4	3.9
EV/EBITDA(H/L) (배)	8.0 / 5.1	9.0	7.8
ROE (%)	22.9	24.1	24.4

주가지수 및 상대주가추이

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-4.8	2.0
3M	-13.3	-11.7
6M	-1.7	-4.8
시가총액		2,606.8십억원
발행주식수		77,125천주
60일 평균거래량		308.9천주
60일 평균거래대금		10,937백만원
주요주주		웅진홀딩스 31.6%

주가차트



4분기 실적: 렌탈사업등의 본업은 예상치를 상회

웅진코웨이의 매출액과 영업이익은 각각 9.2%, 18.5% 증가한 3,714억원과 571억원으로 집계되었다. 영업이익면에서 당사의 기대치 및 시장 컨센서스를 각각 5.7%, 4.8% 상회하였다.

부문별 매출을 살펴보면, 렌탈 매출이 전년동기대비 약 3.1% 증가한 2,662억원, 일시불매출이 전년동기대비 약 89.6% 증가한 279억원을 기록하였다. 일시불매출은 신종플루와 가을황사에 따라 공기청정기의 매출이 9배 이상 증가한 약 162억원을 기록하였기 때문이다. 또한, 꾸준한 마케팅 활동에 따라 해약률이 4분기말 0.95%로 지속적 개선을 나타내고 있기 때문이다.

영업이익률은 전년동기대비 약 1.2%p 개선된 14.5%를 기록하며, 당사 추정치보다 0.9%p 높은 수준을 달성하였다. 영업이익이 기대치를 상회한 주요 요인은 1) 해약률 감소에 따른 렌탈자산폐기손실 감소, 2) 일시불 조직의 수수료 체계 개선과 렌탈 설치를 담당하는 CS Dr. 조직 인수에 따른 외주용역비 감소에 따른 판매수수료의 감소 (매출액 대비 비중 4Q08 18.3% → 4Q09 14.4%), 그리고 3) 예상보다 약 27억원 축소된 광고 선전비로 인해 판관비가 축소되었기 때문이다.

표1 웅진코웨이 4분기 실적

(십억원)	4Q09P	4Q08	% YoY	3Q09	% QoQ
매출액					
렌탈	266.2	258.2	3.1	267.3	-0.4
멤버쉽	34.8	35.4	-1.5	33.8	3.2
일시불	27.9	14.7	89.6	25.4	9.9
수출	14.6	14.5	0.8	11.8	23.5
수처리	9.5	2.7	256.0	2.4	296.6
기타	18.4	14.8	24.2	14.5	26.8
매출원가					
렌탈	71.7	71.5	0.2	73.9	-3
멤버쉽	9.9	10.3	-3.2	10.1	-1.7
일시불	7.9	5.6	39.6	9.1	-13.2
수출	10.6	8.7	21.3	7.8	35.5
수처리	7.2	2.1	237.1	1.8	300.7
기타	15.1	11.2	35.5	10.5	43.6

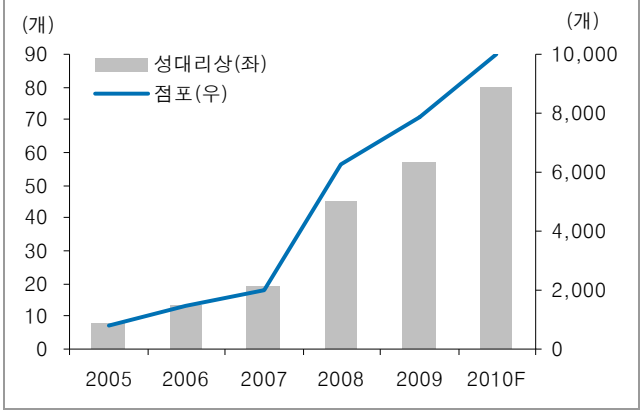
자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그러나, 자회사들의 실적 부진으로 영업외수지는 기대치를 하회

본업에서의 긍정적인 실적 기록으로 영업이익은 기대치를 상회한 반면, 자회사들의 실적 부진으로 영업외수지는 기대치를 하회하였다. 지분법평가손익은 약 12억원을 기록하며, 전년동기대비 약 47억원 감소하였으며, 전분기대비하여서도 42억원 감소하였다. 당사 지분법이익 기대치인 66억원을 크게 하회하였다. 중국법인에서의 지분법 이익은 약 29억원, 지분 40.1%를 보유하고 있는 웅진케미칼에서의 지분법 손실은 2억원으로 집계되었다. 당사의 4분기 중국법인으로부터의 지분법이익 전망은 약 26억원으로 실제치와 비슷한 수준이었다. 그러나, 웅진케미칼은 4분기에 직물 부문의 영업손실 확대, 그리고 본사 이전 및 매출채권상각비용 등 일시적 비용 지출로 약 8억원의 순손실을 기록하며 부진한 실적을 기록한 것으로 파악된다.

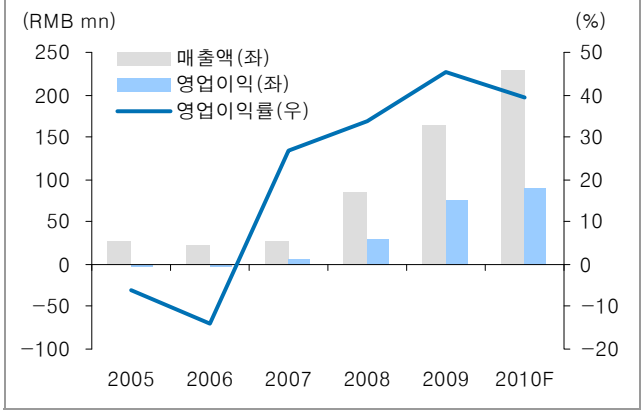
중국법인의 중국위안화기준 매출액과 영업이익은 전분기대비 각각 11.5%, 26.2% 감소하였다. 화장품 부문 매출액과 영업이익은 전분기대비 각각 22.7%, 28.5% 감소하였다. 이는 10월에 중국 건국 60주년 국경절 연휴로 인한 영업일수 감소하였기 때문이며, CCTV 등을 통한 TV광고 집행에 따라 비용이 추가적으로 지출되었기 때문이다. 그러나, 4분기에 추가적으로 성대리상 4개, 점포가 440개 확대되어 여전히 매장 확대는 지속되고 있으며, 11월부터 시판 브랜드 S'che를 통해 시판 매장인 SASA 매장 15개에 입점하며 채널 다각화가 진행되고 있다.

그림1 성대리상과 점포수 추이



자료: 웅진코웨이

그림2 중국법인의 실적 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

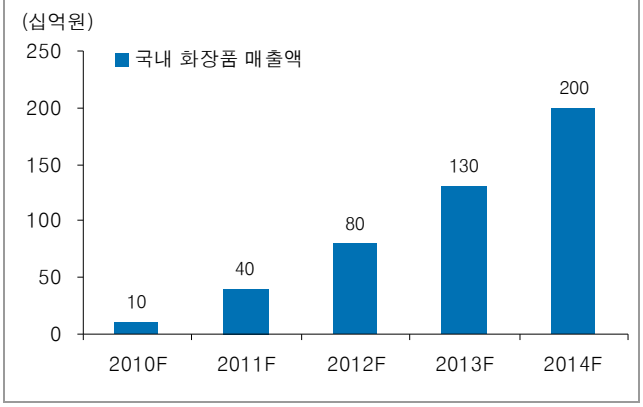
2010년 – 국내 화장품 시장 진출과 소규모 M&A를 통한 수처리사업 확대

금번 4분기 실적 IR을 통해, 동사는 국내 화장품 시장 진출과 소규모 M&A를 통한 수처리사업 확대 계획을 발표하였다. 당사는 국내 화장품 사업 진출에 대한 실적은 8월 제품 출시 전, 더욱 구체적인 제품에 대한 정보 취득 후에 반영할 예정이다.

웅진코웨이의 국내 화장품 사업은 시판이 아닌 방판 채널을 통한 고기능성 화장품 사업이 될 계획이다. 현재 제품에 대한 개발은 완료되어 테스팅 단계를 거치고 있으며, 출시 시점은 8월 중순에서 9월 초순이 될 것으로 파악된다. 동사가 보유하고 있는 CODY 조직을 제품에 대한 1차적인 홍보 채널로서 활용하여, 기존 일시불 판매 조직 (약 2,500명)의 일부 활용과 외부 유경험자 인력 채용으로 조직을 구성할 계획이다. 최근까지, 국내 화장품시장 진출 가시화에 따라 투자에 대한 우려가 제기되어왔으나, 동사는 당분간은 자체 생산 설비에 대한 투자가 아닌 국내 생산업체를 통해 생산 비용을 최소화할 계획이다. 외부 생산 전문 업체를 통한 생산과 광고비 투자가 상대적으로 낮고, 시판의 입점 수수료 등의 비용이 제외되는 방판 채널을 활용으로 2010년 동사의 화장품 관련 투자 비용은 100억원 내외에 머물 것으로 판단된다.

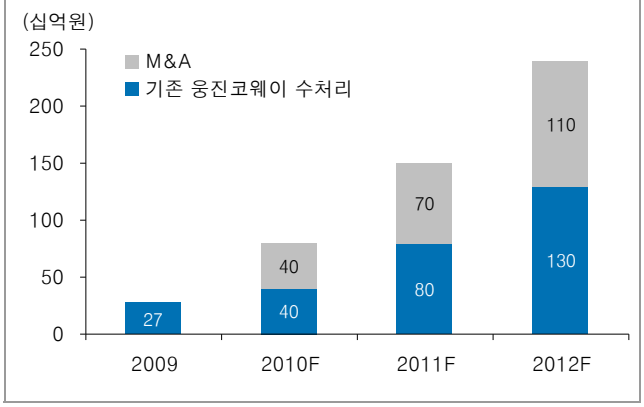
동사의 수처리 사업부문의 2009년 매출은 271억원으로 전체 매출에서 약 2% 비중이다. 동사의 수처리 사업은 2008년 6월 웅진케미칼로부터 수처리사업부를 양수하면서 시작되었다. 현재 웅진코웨이는 막분리 수처리 기술을 보유하고 있으나, 생물리화학적 수처리 기술을 보유한 그린엔텍 인수를 통해 수처리 사업부의 역량이 강화될 것으로 판단한다. 웅진코웨이는 그린엔텍의 지분 100%를 약 282억원에 취득할 예정이며, 취득 예정일자는 2010년 3월 12일이다.

그림3 회사측 국내화장품 향후 매출액 전망



자료: 웅진코웨이

그림4 회사측 수처리 사업 향후 매출액 전망



자료: 웅진코웨이

표2 웅진코웨이 수처리 사업 연혁

	웅진케미칼	웅진코웨이	매출액 (십억원)
2007	산업용 UF (막분리공정) 단순 공급		11.2
2008		2008년 6월 30일, 웅진케미칼 수처리사업부 양수, 공공하수부문 추진: 용인 하수처리장 2만톤 수주	16.0
2009		공공하수부문 확대, LCD공장 정수/폐수 수주	27.1
2010F		기존 사업분야 (공공하수부문/ 산업용 오폐수처리) + M&A 사업분야 (생물리화학적 수처리)	80.0

주: 2010년 예상 매출액은 웅진코웨이 가이던스임

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

표3 그린엔텍의 실적 추이

(십억원)	2006	2007	2008	2009F
매출액	10.2	13.4	16.2	24.0
순이익	1.0	0.9	1.3	-
순이익률 (%)	10.0	6.4	8.2	-

자료: 웅진코웨이

BUY 투자의견 유지, 목표주가는 48,000원으로 하향 조정

웅진코웨이의 목표주가를 기존 52,000원에서 48,000원으로 약 8% 하향 조정한다. 중국법인과 웅진케미칼로부터의 지분법이익을 하향 조정하였기 때문이다. 2010년 중국 법인의 위안화 기준 화장품 매출액은 전년대비 약 39% 증가할 것으로 전망되나, 시판 채널로의 진출, 특히 광동성 지역의 종합화장품매장으로 진출로 인한 투자비 확대로 영업이익률은 2009년 45.2%에서 2010년 39%로 축소될 것으로 전망된다. 그러나, 여전히 40% 달하는 중국 화장품 매출 성장세 지속에 대한 긍정적 시각을 유지한다.

그동안 중국 화장품 실적 성장에 대한 우려, 그리고 국내 화장품 시장 진출 투자에 대한 우려가 주가 약세의 요인으로 작용하여 왔으나, 현주가는 중국에 대한 기대감으로 상승하기 전 수준까지 하락하였다. 그러나, 1) 향후 중국화장품 실적 성장이 기존의 높은 성장 기대치를 하회한다고 하더라도, 2010년 매출 성장률이 40%에 달하며, 여전히 높은 영업이익률이 전망된다는 점과 2) 국내 화장품 진출이 대규모 투자가 동반되지 않는 보수적인 시작이 될 것이라는 점을 고려했을 때, 주가 상승 여력은 충분하다는 판단이다. 따라서, 웅진코웨이에 대해 BUY 투자의견을 유지한다.

표4 실적 전망 수정

(십억원)		2008	2009P	2010F	2011F
매출액	수정후	1,314.4	1,411.9	1,526.4	1,605.4
	수정전		1,413.3	1,510.8	1,602.0
	변동률 (%)		-0.1	1.0	0.2
영업이익	수정후	190.1	204.3	225.1	247.4
	수정전		201.2	225.3	247.2
	변동률 (%)		1.5	-0.1	0.1
EPS (원)	수정후	1,734	1,991	2,286	2,629
	수정전		2,065	2,474	2,791
	변동률 (%)		-3.6	-7.6	-5.8

자료: 토러스투자증권 리서치센터 전망

표5 웅진코웨이 적정가치 산출

a. 영업가치

DCF (WACC 8.9%, Rf 5.0%, Risk premium 6.0%, beta 0.7 가정) (원)	42,494

자회사 가치

b. 중국법인적정가치

2010 주당 순이익 (원)	적용 PER (배)	적정가치 (원)
181	18.3	3,314

c. 웅진케미칼

시가총액 (십억원)	지분율 (%)	적정가치 (원)
429.4	40.1	2,212

적정가치(a+b+c)	48,020

주: 중국법인에 적용한 PER은 중국 MSCI 2010년 평균 PER 12.5배에 화장품 업체들이 시장대비 프리미엄 적용

자료: 토러스투자증권 리서치센터

Income Statement

12월 결산 (십억원)	2007	2008	2009P	2010F	2011F
매출액	1,213	1,314	1,412	1,526	1,605
증가율 (%)	8.5	8.4	7.4	8.1	5.2
매출원가	385	407	460	482	497
증가율 (%)	1.1	5.8	13.0	4.7	3.1
매출총이익	828	907	952	1,045	1,109
매출총이익률 (%)	68.3	69.0	67.4	68.4	69.1
판매비와 관리비	667	717	748	820	861
% of Sales	55.0	54.6	52.9	53.7	53.6
영업이익	161	190	204	225	247
증가율 (%)	43.7	17.9	7.4	10.2	9.9
EBITDA	303	331	348	353	378
EBITDA Margin (%)	25.0	25.2	24.6	23.1	23.6
영업외손익	-6	-5	-2	1	13
순금융수지	-6	-8	-9	-12	-11
외화관련손익	1	10	-5	0	0
투자자산관련손익	5	0	0	0	0
유형자산처분손익	0	-3	0	0	0
지분법평가손익	-4	-1	14	13	24
법인세전계속사업손익	156	185	203	226	260
계속사업손익법인세	39	56	49	50	57
계속사업손익	116	129	153	176	203
증가율 (%)	55.2	11.0	18.8	15.0	15.0
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	116	129	153	176	203
당기순이익률 (%)	9.6	9.8	10.9	11.6	12.6
수정순이익	116	127	146	166	184

자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator

12월 결산	2007	2008	2009P	2010F	2011F
EPS (원)	1,562	1,734	1,991	2,286	2,629
수정EPS (원)	1,555	1,706	1,901	2,153	2,388
BPS (원)	6,105	7,144	7,132	8,647	10,382
CPS (원)	3,465	3,631	3,857	3,942	4,324
DPS (원)	780	870	1,010	1,130	1,320
PER (x)	19.5	15.4	19.3	14.8	12.9
수정PER (x)	19.6	15.6	20.2	15.7	14.2
PBR (x)	5.0	3.7	5.4	3.9	3.3
EV/EBITDA (x)	7.8	6.3	9.0	7.8	7.2
P/EBITDA (x)	7.5	6.0	8.5	7.4	6.9
EBITDA증가율 (%)	20.8	9.4	5.0	1.4	7.2
세전계속사업이익증가율 (%)	52.0	18.7	9.7	11.5	15.0
순이익증가율(%)	55.2	11.0	18.8	15.0	15.0
EPS증가율(%)	54.8	11.0	14.8	14.8	15.0
영업이익률(%)	13.3	14.5	14.5	14.7	15.4
세전계속사업이익률(%)	12.8	14.1	14.4	14.8	16.2
ROE (%)	24.0	22.9	24.1	24.4	24.5
ROA (%)	12.8	12.9	13.4	14.1	15.3
ROIC (%)	23.7	24.8	26.2	25.5	25.5
부채비율 (%)	77.1	79.6	81.4	65.7	55.5
순차입금비율 (%)	15.8	15.4	24.6	19.4	14.5
이자보상비율 (x)	20.1	16.8	16.3	18.4	22.0
유동비율 (%)	100.6	119.3	125.9	135.5	146.2
매출채권회전율 (x)	10.3	8.8	8.6	9.0	9.0
재고자산화전율 (x)	21.0	22.7	22.3	23.2	23.3
매입채무회전율 (x)	47.1	38.5	37.9	39.5	39.6

자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet

12월 결산 (십억원)	2007	2008	2009P	2010F	2011F
유동자산	396	476	492	475	491
당좌자산	338	418	429	409	422
현금및현금성자산	29	76	58	32	37
단기투자자산	0	6	15	15	15
매출채권	118	150	164	170	178
재고자산	58	58	63	66	69
비유동자산	541	596	728	803	888
투자자산	17	114	135	148	172
유형자산	389	356	401	481	561
무형자산	74	65	123	105	86
기타비유동자산	61	60	69	69	69
자산총계	936	1,071	1,221	1,278	1,379
유동부채	393	399	391	350	336
매입채무	26	34	37	39	41
단기차입금	92	108	103	61	45
유동성장기부채	20	0	0	0	0
비유동부채	15	76	156	156	156
사채	0	0	70	70	70
장기차입금	0	60	60	60	60
부채총계	408	475	548	507	492
자본금	39	39	41	41	41
자본잉여금	114	109	142	142	142
자본조정	5	6	-39	-39	-39
기타포괄손익누계액	1	1	-1	-1	-1
이익잉여금	370	441	530	628	744
자본총계	528	597	673	771	887

자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Cash Flow Statement

12월 결산 (십억원)	2007	2008	2009P	2010F	2011F
영업활동 현금흐름	283	305	320	307	324
당기순이익	116	129	153	176	203
현금유출이 없는 비용 (+)	225	226	212	151	154
감가상각비	133	126	130	128	131
자산처분손실	0	3	0	0	0
자산평가손실	0	0	4	0	0
지분법손실	5	6	3	0	0
현금유입이 없는 수익 (-)	-6	-14	-18	-13	-24
자산처분이익	-5	0	0	0	0
자산평가이익	-1	-10	0	0	0
지분법이익	0	-4	-17	-13	-24
영업활동관련자산부채변동	-52	-36	-27	-7	-9
재고자산의감소	22	-1	-5	-2	-3
매출채권의감소	-20	-42	-19	-6	-8
매입채무의증감	-7	8	-1	1	2
투자활동현금흐름	-220	-255	-246	-213	-215
유형자산취득	-228	-171	-190	-208	-210
유형자산처분	10	29	10	0	0
무형자산증가 (감소)	-5	-5	18	18	18
기타	3	-109	-84	-23	-23
재무활동현금흐름	-50	-2	-96	-120	-103
차입금의 증감	-20	56	15	-42	-16
자본의 증가	0	0	0	0	0
현금의 증가	-6	48	-18	-26	5
기초현금	35	29	76	58	32
기말현금	29	76	58	32	37

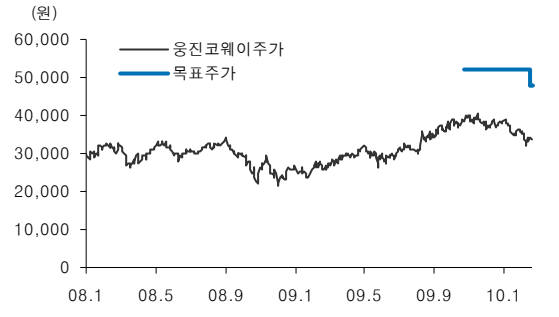
자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Compliance Notice

투자의견(향후 6개월간 주가 등락 기준)		
기업	STRONG BUY	BUY 등급 중 High Conviction 종목
	BUY	15% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
	HOLD	-15% ~ 15% 이내의 등락이 예상되는 경우
	SELL	15% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우
	단, 업종 및 기업 특성을 고려한 ±10%내의 조정치 감안 가능	
업종	Overweight Neutral Underweight	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

- 당사는 자료작성일 현재 동 주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료는 2010년 2월 22일 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자는 자료 작성일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

목표주가 차트



종목 투자의견

날짜	투자의견	목표주가
2009년 11월 2일	BUY	52,000원
2010년 2월 22일	BUY	48,000원