

# 웅진코웨이 (021240)

# BUY

## 중국에서는 고성장 중인 화장품 회사

목표주가(12M): 44,000원

현재주가(3월15일): 36,200원

### 투자 의견 BUY 유지

웅진코웨이에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 44,000원을 유지한다. 국내 생활가전사업에서 안정적인 성장과 현금흐름이 예상되는 가운데, 중국 화장품사업의 고 성장세는 EPS 증가율을 높이면서 Valuation 재평가를 가능하게 할 것이다.

### 중국 화장품사업 현황

웅진코웨이는 2000년부터 중국에서 화장품 사업을 시작했는데, 산동성(45% 비중), 강소성(16%), 요녕성(13%) 등 동북지역 중소도시 위주로 진출해 있다. 백화점/시판 채널보다는 대리상 채널을 이용하여 마사지샵 등 특화된 점포에 제품을 공급하고 있다. 2009년 말 기준으로 57개의 성 대리상과 7,860개의 점포를 확보하고 있고, Cellart/Nouris/Terreau 등 7개 브랜드와 160여개 제품을 보유하고 있다.

### 중국법인 고 성장세 지속될 전망

06년 2,500만 RMB를 기록했던 중국법인의 매출액은 연평균 100%의 고성장세를 시현하면서 09년에는 9배 증가한 2.2억 RMB를 기록하였다. 영업이익은 06년 적자에서 07년/08년 200만/1,500만 RMB, 09년에는 7,200만 RMB(영업이익률 32%)를 기록하였다.

2010년에도 매출액이 30% 증가(화장품 +40%, 생활가전 +2%)하면서 고성장세가 지속될 전망이다. 중국 화장품 시장이 연평균 13%대의 성장세를 구가하는 가운데 08년~09년 급격히 증가한 유통망이 안정적으로 성장하고, 점포수도 추가적으로 확대될 것이다. 진출 지역도 확대되고 있고, 신규 브랜드 런칭과 더불어 시판/백화점 등 신규 채널로의 진입도 계획되어 있다. 신규 TV광고를 시작하여 브랜드 인지도도 상승할 것이다.

TV광고의 집행으로 수익성이 소폭 하락하지만 30% 초반의 높은 영업이익률은 유지될 것이다. 법인세가 신규 부과되면서 이익기여도 증가속도가 일시적으로 주춤하지만, 웅진코웨이 영업이익 대비 2008년 1%에서 2010년/2011년 7%/8%로 꾸준히 상승할 것이다.

### Financial Data

투자지표	단위	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	십억원	1,314.4	1,411.9	1,521.4	1,623.9	1,736.5
영업이익	십억원	190.1	204.3	223.6	242.6	264.7
세전이익	십억원	184.8	202.7	230.3	262.8	294.6
순이익	십억원	129.1	153.3	179.7	205.0	229.8
EPS	원	1,734	2,024	2,329	2,658	2,980
증감율	%	11.0	16.7	15.1	14.1	12.1
PER	배	15.4	19.0	15.5	13.6	12.1
PBR	배	3.3	4.1	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	배	6.2	8.6	7.4	6.5	5.9
ROE	%	22.9	24.2	24.8	24.6	24.0
BPS	원	8,016	9,326	10,659	12,173	13,841
Net DER	%	14.4	22.3	21.6	11.7	4.8

자료: 하나대투증권

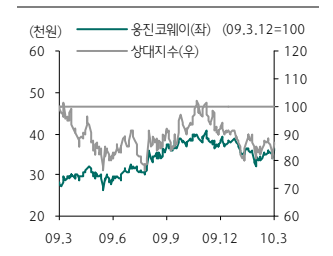
### Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,649.50		
52주최고/최저(원)	40,550/26,350		
시가총액(십억원)	2,791.9		
시가총액비중(%)	0.32		
발행주식수(천주)	77,124.8		
60일 평균거래량(천주)	263.2		
60일 평균거래대금(십억원)	9.3		
08년 배당금(원)	870		
09년 배당금(예상, 원)	1,010		
외국인 지분율(%)	44.61		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	8.7	(0.8)	29.7
상대	5.2	(0.6)	(16.7)

### Consensus Data

	2010	2011
매출액(십억원)	1,527.5	1,657.5
영업이익(십억원)	226.7	250.7
순이익(십억원)	182.9	209.5
EPS(원)	2,373	2,711
BPS(원)	9,664	11,368

### Stock Price



### Analyst 송선재

☎ 02-3771-7512

✉ sunjae.song@hanaw.com

### 중국 화장품사업 현황

중국법인의 화장품사업은 전체 매출의 75%, 영업이익의 104%를 차지하고 있다. 글로벌 화장품 브랜드와의 직접적인 경쟁을 피해 중소도시 위주로 진입했고, 산둥성(45% 비중), 강소성(16%), 요녕성(13%) 등 동북지역 위주로 진출해 있다.

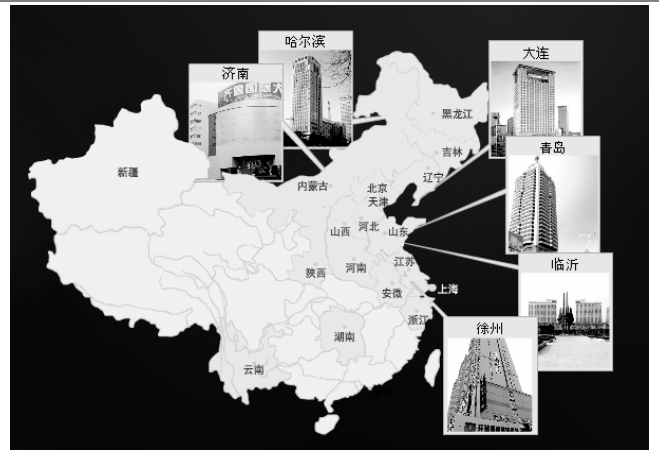
백화점/시판 채널보다는 성 대리상을 위주로 한 변형된 형태의 방판 채널형태로 마사지샵 등 특화된 점포에 제품을 공급하고 있다. 2009년 말 기준으로 57개의 성 대리상과 7,860개의 점포를 확보하고 있으며, 2008년 이후 대리상/점포의 급격한 확대를 통해 실적이 큰 폭으로 개선되고 있다. 현재 Cellart/Nouris/Terreau 등 7개 브랜드를 보유하고 있고, 제품수는 160여개 정도이다. 2009년 기준으로 약 1,310억 RMB 규모인 중국 화장품시장에서 약 0.5%의 시장점유율을 기록하고 있다.

그림 1. 중국 용진화장품 전문점



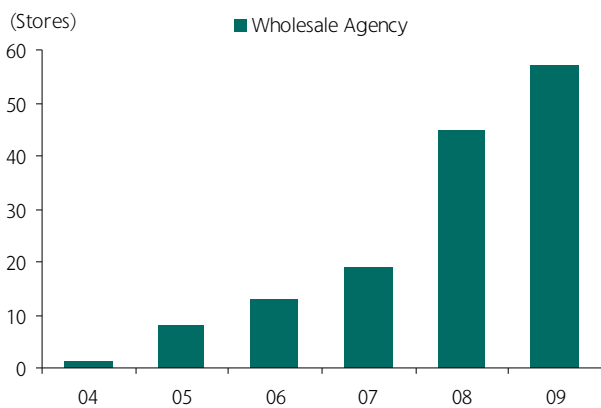
자료: 용진코웨이

그림 2. 중국 용진화장품 프랜차이즈 현황



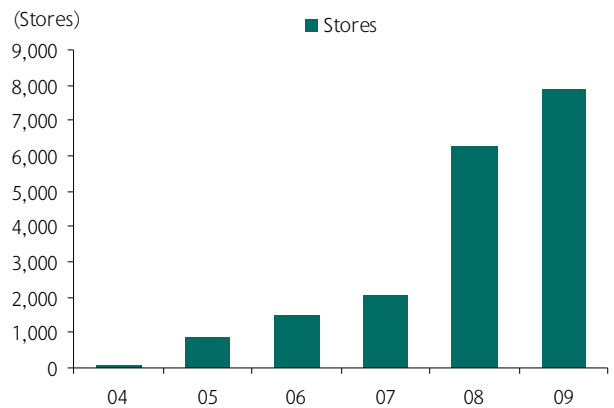
자료: 용진코웨이

그림 3. 성 대리상수 추이



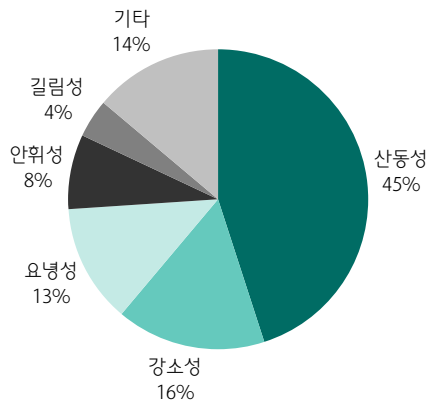
자료: 용진코웨이

그림 4. 점포수 추이



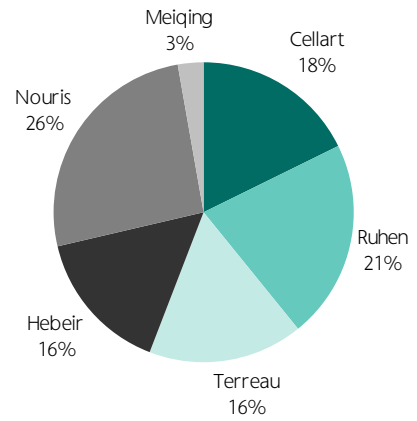
자료: 용진코웨이

그림 5. 지역별 비중



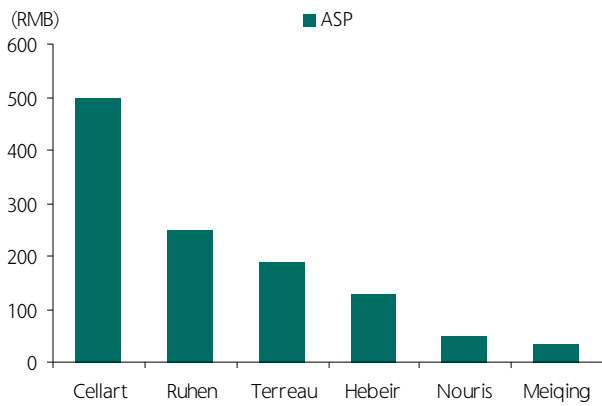
자료: 웅진코웨이

그림 6. 브랜드별 비중



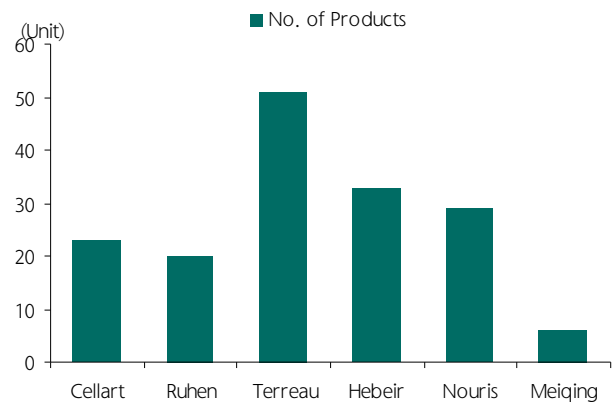
자료: 웅진코웨이

그림 7. 브랜드별 평균단가



자료: 웅진코웨이

그림 8. 브랜드별 제품수



자료: 웅진코웨이

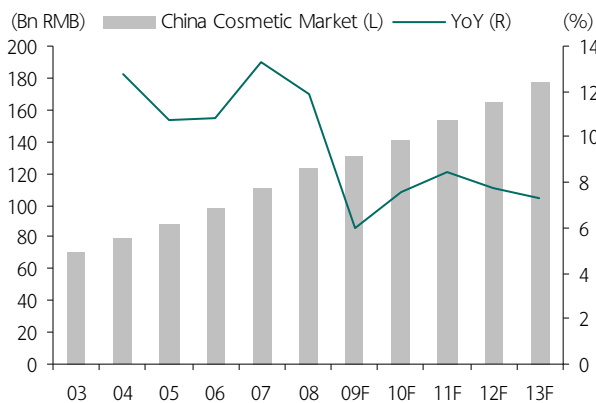
### 중국 화장품시장

중국 화장품시장은 2009년 약 1,310억RMB 규모를 형성하고 있으나 욕실용품과 헤어용품을 제외할 경우 약 851억RMB 규모로 국내 시장의 4배이다. 2000년 이후 연평균 18%의 성장률을 기록했는데, 13억 중국인들의 소득수준이 상승하고 주요 선진국대비 화장품 보급율이 낮다는 점을 고려할 때 향후 5년간 연평균 13%의 고 성장세가 지속될 것으로 예상된다.

순수 화장품시장 중 Skin Care 제품이 약 60%의 비중을 차지하고 있는데, 이는 일본/미국 등 선진국의 30%에 비해 상당히 높다. 향수/색조화장품/프리미엄제품의 보급률이 상대적으로 낮은 편이다. 판매경로의 경우 백화점/시판 채널이 각각 50%/38% 비중을 차지하고 있다.

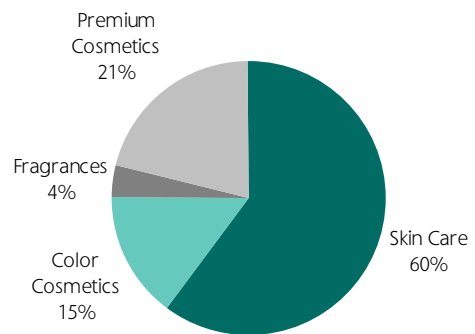
색조화장품을 제외하고는 대부분의 제품군에서 글로벌 업체들이 시장을 지배하고 있다. 가장 규모가 큰 Skin Care 시장에서는 P&G/L'Oreal/Shiseido 등이 각각 14%/14%/10%의 시장점유율을 기록하고 있고, 한국의 Amore Pacific도 1%의 점유율을 차지하고 있다.

그림 9. 중국 화장품시장 규모와 전망



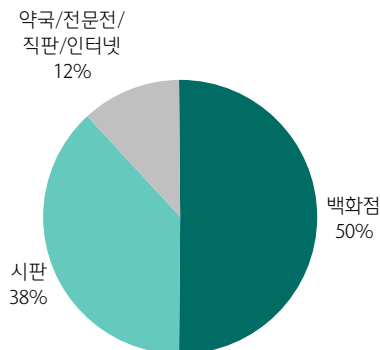
자료: Euromonitor

그림 10. 제품별 구성비



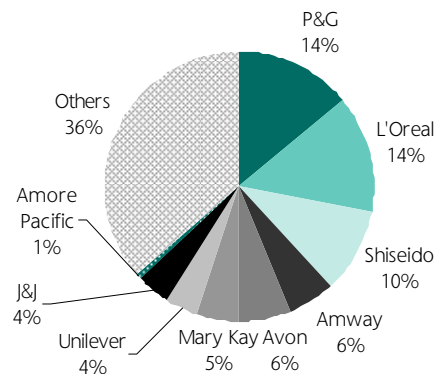
자료: Euromonitor

그림 11. 판매경로별 구성비



자료: CAFFCI

그림 12. Skin Care 제품군 브랜드별 M/S



자료: Euromonitor

## 중국법인의 성장전략

웅진코웨이 중국법인의 성장기회와 성장전략은 다음과 같다.

### 1. 중국 화장품시장의 고 성장세

중국인들의 소득수준이 상승하고 있고 여성의 사회진출도 활발해지고 있는 가운데 주요 선진국대비 화장품 보급율이 낮다는 점을 고려할 때 중국 화장품시장은 향후 5년간 연평균 13%의 고 성장세가 지속될 것으로 예상된다. 이러한 화장품시장의 성장세는 웅진코웨이의 중국 화장품사업에 기회요인으로 작용할 것이다.

### 2. 중소도시 위주의 Niche Market 공략

웅진화장품의 브랜드가 글로벌 브랜드에 비해 약하다는 점을 고려할 때 이들과의 직접적인 경쟁을 피해 중소도시 위주로 Niche Market을 공략한 것은 적절한 선택이었다는 판단이다. 이 지역의 소득수준도 향상되고 있어 선점의 이점도 발휘되고 있고, 마사지샵을 통해 고객과의 유대관계를 공고히 할 수 있어 낮은 브랜드파워를 만회할 수 있다.

### 3. 대리상/점포수 확대를 통한 선점전략

웅진화장품의 주요 성공전략 중 하나는 대리상 체제이다. 대리상을 통한 점포발굴과 유통망 관리는 자본투자를 최소화하면서 빠른 시장진입을 가능하게 하였다. 백화점 입점료와 마케팅비용의 절감을 통해 40% 수준의 높은 영업이익률 달성의 원동력이었다. 특히, 2008년 급격한 대리상/점포수 확대를 통해 2008년/2009년 매출액 증가율이 각각 133%/93%을 기록했다. 웅진화장품은 2009년에도 성 대리상과 점포수를 각각 12개/1,604개를 확대하였고, 2010년에는 각각 23개/2,140개 추가의 목표를 가지고 있다.

### 4. 지역적 확대

2009년 길림성/흑룡강성/안휘성 등에 신규로 진출하였는데, 2010년에는 화북지역을 본격적으로 진출하고 서북지역(사천, 충칭 등)도 개척할 계획으로 있다. 대리상 체제로 인해 지역적 확대에 소요되는 자본투자가 크지 않아 장기적 성장잠재력을 확보한다는 점에서 긍정적이다.

### 5. 신규 브랜드/유통채널 진출

2009년에 SASA 매장 15개에 신규로 입점하는 등 시판채널에 진입하였다. 대리상을 통해 기존 유통브랜드를 입점하기도 했지만 시판 전용 브랜드인 S'CHE도 출시하였다.

### 6. 마케팅 강화

브랜드 제고를 위해 신규 TV광고를 집행하고, 점포 매뉴얼을 제작하여 배포하였다. 5월에 개최되는 상해미용박람회 등 전시회에 참가할 계획이며, 온라인 마케팅도 강화할 계획이다.

그림 13. 유통망과 지역적 확대전략



자료: 웅진코웨이

그림 14. 마케팅 활동



자료: 웅진코웨이

### 중국법인 고 성장세 지속될 전망

2006년 2,500만 RMB를 기록했던 중국법인의 매출액은 2007년/2008년 각각 6,200만 RMB/1.3억 RMB를 기록하며 연평균 129%의 고성장세를 시현하였다. 2009년에는 2.2억 RMB를 기록하면서 70% 성장세를 기록하였다. 영업이익은 2007년/2008년 200만 RMB/1,500만 RMB에서 2009년에는 7,200만 RMB(영업이익률 32%)를 기록하였다.

2010년에도 매출액이 30% 증가(화장품 +40%, 생활가전 +2%)하면서 고성장세가 지속될 전망이다. 중국 화장품 시장이 연평균 13%대의 성장세를 구가하는 가운데 상대적으로 경제성장률이 높은 지역인 산둥성, 요녕성, 강소성 등 위주로 영업을 진행 중이며, 진출 지역도 확대하고 있다. 또한, 2008년~2009년 급격히 증가한 유통망이 안정화되면서 매출이 증가하는 가운데 대리상과 점포수를 추가적으로 확대하면서 기존 유통망을 강화하고, Cellart 등에 대한 TV광고를 시작하여 브랜드 인지도도 상승할 것이다. 이와 더불어 신규 브랜드를 런칭하고, 시판/백화점 등 신규 유통채널로의 진입도 계획되어 있다.

신규 TV광고의 집행으로 수익성이 소폭 하락하지만 30% 초반의 높은 영업이익률은 유지될 것이다. 법인세가 2010년부터 부과되면서 이익기여도 증가속도가 일시적으로 주춤하지만, 웅진코웨이 영업이익 대비 2008년 1%에서 2010년/2011년 7%/8%로 꾸준히 상승할 것이다.

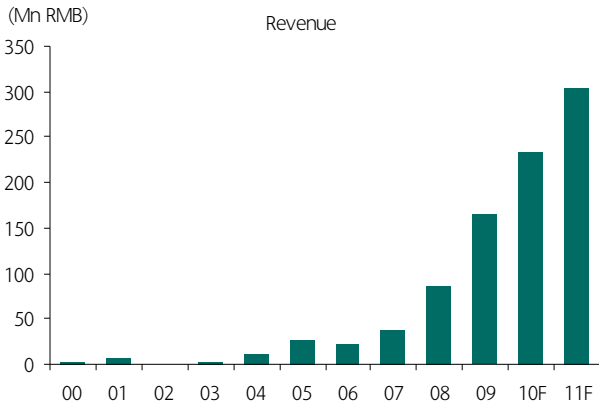
표 1. 중국법인의 실적추이와 전망

(단위: 십억원, %)

	06	07	08	09	10F	11F
<b>매출액</b>	3.0	7.6	21.0	43.6	56.9	70.9
화장품	2.6	4.5	13.7	32.5	45.6	59.3
생활가전	0.4	3.1	7.2	11.1	11.3	11.5
영업이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	17.7	23.0
화장품	-0.4	0.9	4.9	14.7	17.8	23.1
생활가전	-0.7	-0.8	-3.0	-0.6	-0.1	-0.1
세전이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	17.7	23.0
순이익	-1.0	0.2	1.9	14.1	15.0	19.6
<b>Margin</b>						
영업이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	31.1	32.5
화장품	-13.9	20.9	36.1	45.2	39.0	39.0
생활가전	-172.8	-24.9	-42.4	-5.4	-1.0	-1.0
세전이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	31.1	32.5
순이익율	-33.9	2.4	9.1	32.3	26.4	27.6
<b>YoY</b>						
매출액		151.4	176.7	107.8	30.6	24.4
화장품		71.4	203.1	137.5	40.3	30.0
생활가전		705.8	134.5	54.2	2.0	2.0
영업이익		흑전	936.9	642.4	25.4	30.2
화장품		흑전	422.8	197.4	21.1	30.0
생활가전		적확	적확	적축	적축	적축
세전이익		흑전	936.9	642.4	25.4	30.2
순이익		흑전	936.9	642.4	6.6	30.2

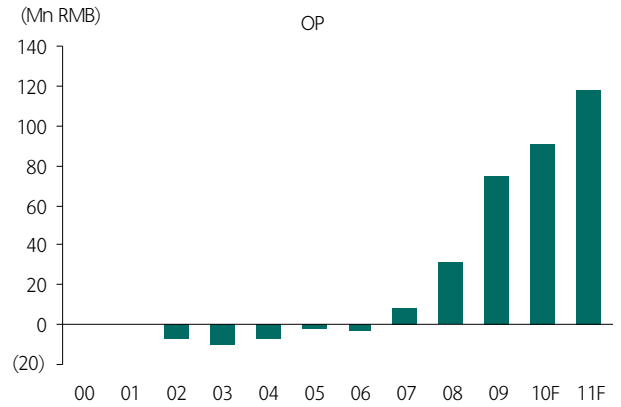
자료: 용진코웨이, 하나대투증권

그림 15. 중국법인 매출액 추이와 전망



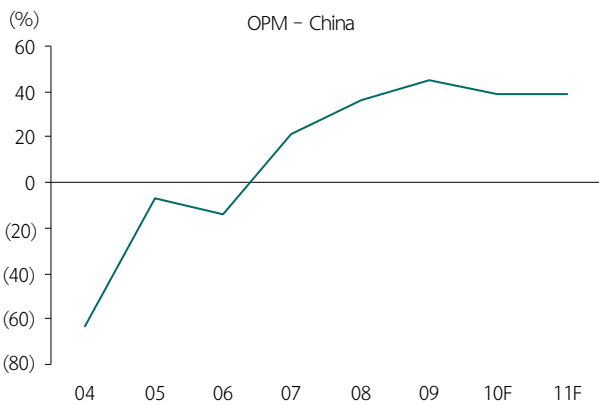
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 16. 중국법인 영업이익 추이와 전망



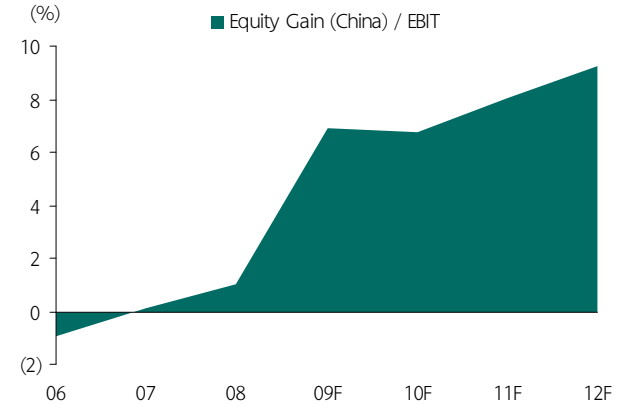
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 17. 중국법인 영업이익률 추이와 전망



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 18. 중국법인 이익기여도 추이와 전망



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	1,314.4	1,411.9	1,521.4	1,623.9	1,736.5
매출원가	407.2	460.1	489.0	520.9	555.5
매출총이익	907.2	951.8	1,032.4	1,103.0	1,181.0
판매비	717.1	747.5	808.9	860.4	916.3
영업이익	190.1	204.3	223.6	242.6	264.7
영업외손익	(5.4)	(1.6)	6.8	20.2	29.9
이자손익	(8.1)	(9.5)	(13.2)	(11.2)	(7.5)
지분법손익	(1.4)	13.9	22.1	32.1	38.1
외환손익	10.5	(5.4)	(1.5)	0.0	0.0
기타	(6.4)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
세전이익	184.8	202.7	230.3	262.8	294.6
법인세	55.7	49.4	50.7	57.8	64.8
계속사업이익	129.1	153.3	179.7	205.0	229.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	129.1	153.3	179.7	205.0	229.8
NOPAT	134.7	160.5	189.9	213.7	235.7
EBITDA	334.0	363.9	402.0	444.7	485.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	8.4	7.4	7.8	6.7	6.9
EBITDA증가율	10.0	9.0	10.5	10.6	9.2
영업이익증가율	17.9	7.4	9.4	8.5	9.1
계속사업이익증가율	11.0	18.8	17.2	14.1	12.1
EPS증가율	11.0	16.7	15.1	14.1	12.1
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	69.0	67.4	67.9	67.9	68.0
EBITDA이익률	25.4	25.8	26.4	27.4	28.0
영업이익률	14.5	14.5	14.7	14.9	15.2
계속사업이익률	9.8	10.9	11.8	12.6	13.2

투자지표

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,734	2,024	2,329	2,658	2,980
BPS	8,016	9,326	10,659	12,173	13,841
CFPS	3,406	4,344	3,999	4,529	5,091
EBITDAPS	4,488	4,804	5,212	5,766	6,296
SPS	17,659	18,638	19,727	21,056	22,516
DPS	870	1,010	1,160	1,330	1,490
<b>주가지표(배)</b>					
PER	15.4	19.0	15.5	13.6	12.1
PBR	3.3	4.1	3.4	3.0	2.6
PCFR	7.8	8.8	9.1	8.0	7.1
EV/EBITDA	6.2	8.6	7.4	6.5	5.9
PSR	1.5	2.1	1.8	1.7	1.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	22.9	24.2	24.8	24.6	24.0
ROA	12.9	13.0	13.7	14.5	14.9
ROIC	20.8	21.3	21.5	22.0	22.8
부채비율	79.6	91.6	72.9	65.9	57.5
순부채비율	14.4	22.3	21.6	11.7	4.8
이자보상배율(배)	16.8	16.3	12.8	16.5	19.4

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	9.4	8.6	9.3	37.9	9.8
Emerging Market	11.9	10.0	11.5	30.3	18.9
World	13.4	11.1	12.9	29.4	20.1

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
<b>유동자산</b>	<b>475.6</b>	<b>534.5</b>	<b>488.7</b>	<b>585.1</b>	<b>643.6</b>
현금 및 현금성자산	76.1	69.2	27.7	29.5	31.6
단기투자자산	5.9	50.2	1.5	61.1	88.0
매출채권	149.8	160.9	173.4	185.1	197.9
재고자산	58.0	54.6	71.1	79.8	80.6
기타유동자산	185.8	199.6	215.0	229.5	245.4
<b>비유동자산</b>	<b>595.8</b>	<b>754.9</b>	<b>852.2</b>	<b>895.4</b>	<b>964.8</b>
투자자산	114.1	130.7	183.2	189.8	230.3
유동성장기부채	356.4	418.2	477.0	527.6	568.8
무형자산	64.9	141.1	121.9	103.2	85.8
<b>자산총계</b>	<b>1,071.4</b>	<b>1,289.4</b>	<b>1,340.8</b>	<b>1,480.5</b>	<b>1,608.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>398.7</b>	<b>568.4</b>	<b>461.9</b>	<b>511.5</b>	<b>528.1</b>
매입채무	34.2	38.6	41.0	43.7	46.6
단기차입금	107.8	119.7	106.5	111.4	112.5
유동성장기부채	0.0	120.0	6.0	28.0	18.7
기타유동부채	256.7	290.1	308.3	328.4	350.3
<b>비유동부채</b>	<b>76.0</b>	<b>48.1</b>	<b>103.3</b>	<b>76.5</b>	<b>59.2</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.0	30.0	84.0	56.0	37.3
기타비유동부채	16.0	18.1	19.3	20.5	21.9
<b>부채총계</b>	<b>474.8</b>	<b>616.6</b>	<b>565.2</b>	<b>588.0</b>	<b>587.3</b>
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	(38.6)	(38.6)	(38.6)	(38.6)
기타포괄손익누계액	1.3	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
이익잉여금	441.1	529.6	632.4	749.2	877.8
<b>자본총계</b>	<b>596.6</b>	<b>672.9</b>	<b>775.7</b>	<b>892.4</b>	<b>1,021.1</b>
순부채	85.8	150.3	167.4	104.7	49.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>259.1</b>	<b>336.2</b>	<b>318.7</b>	<b>358.1</b>	<b>398.5</b>
당기순이익	129.1	153.3	179.7	205.0	229.8
비현금항목 가감	166.2	174.6	171.2	174.1	183.1
감가상각비	141.2	151.8	158.5	170.7	183.4
외환손익	(10.5)	5.4	1.5	0.0	0.0
지분법손익	1.4	(13.9)	(22.1)	(32.1)	(38.1)
기타	34.2	31.3	33.3	35.4	37.7
운전자본 증감	(36.2)	8.4	(32.2)	(21.0)	(14.3)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(142.0)</b>	<b>(265.9)</b>	<b>(196.1)</b>	<b>(251.8)</b>	<b>(252.6)</b>
투자자산감소(증가)	(98.7)	(2.7)	(30.5)	25.5	(2.4)
유형자산감소(증가)	(141.8)	(189.8)	(194.2)	(198.6)	(203.2)
기타투자활동	98.5	(73.4)	28.6	(78.7)	(47.0)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(69.5)</b>	<b>(77.2)</b>	<b>(164.1)</b>	<b>(104.4)</b>	<b>(143.9)</b>
사채/차입금증가(감소)	15.8	11.9	(73.2)	(1.2)	(26.8)
유상증자	0.0	1.3	0.0	0.0	0.0
현금배당	(58.1)	(64.8)	(76.8)	(88.2)	(101.2)
기타재무활동	(27.3)	(25.7)	(14.1)	(15.0)	(15.9)
<b>현금의 증감</b>	<b>47.6</b>	<b>(6.9)</b>	<b>(41.5)</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>
Unlevered CFO	253.5	329.1	308.4	349.3	392.6
Free Cash Flow	63.7	19.8	70.0	159.7	162.8

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	10.1	9.2	9.9	10.4	9.5
Emerging Market	16.9	14.1	15.9	21.1	20.2
World	16.1	13.8	15.7	15.1	16.5