

# 웅진코웨이 (021240)

## 채널 다각화로 중국 시장 성장에 동참

BUY (유지)

목표주가 / 현재주가 (5월28일) / 상승여력 : 48,000원 / 35,850원 / 33.9%

### 중국 화장품, 채널 다각화로 중국 시장 성장 잠재력을 십분 활용하다

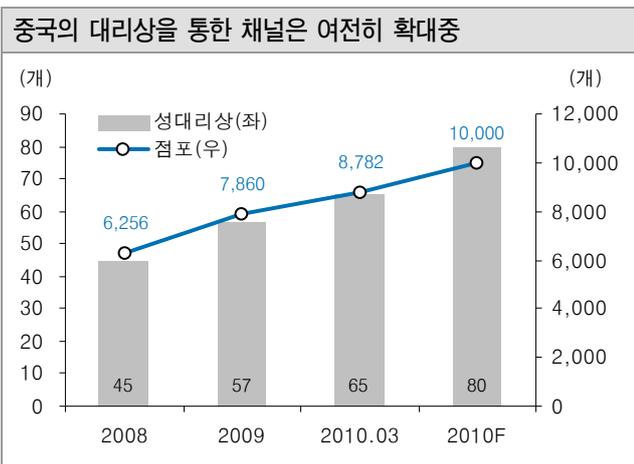
- 현재는 대리상 체제를 통한 점포 확대가 중심. 2010년 말까지 성대리상은 80개까지, 점포수는 10,000여개까지 확대할 계획
- 또한, S'che 브랜드로 전문점을 중심으로 한 시판 채널 확대 중. 2Q10부터는 Watsons 매장에도 동사 제품 판매를 시작할 것으로 파악. 매출 비중은 현재 약 3%에 남짓하지만 2010년말까지 약 5%까지 확대 계획
- 웅진코웨이의 2010년 중국 화장품 매출액은 약 39.1% 증가한 2억3천만 RMB로 전망

### 웅진화장품은 2<sup>nd</sup> tier 도시를 공략한다

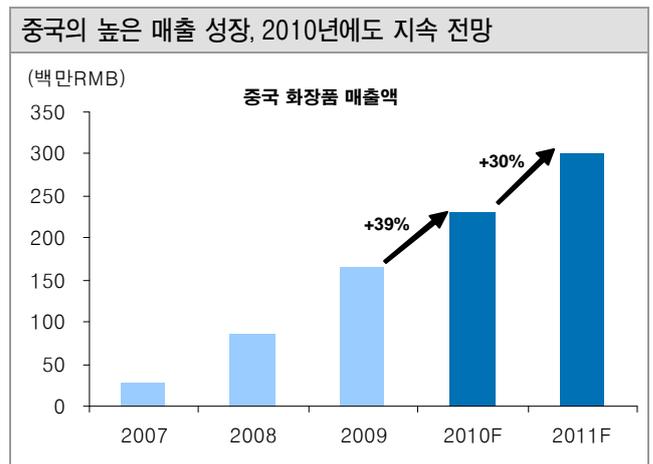
- 현재 동사의 중국 화장품 매출중 가장 높은 비중을 차지하고 있는 지역은 동부 연안의 산둥성(약 47%)과 강소성(약 21%)
- 산둥성의 현재 1인당 GDP는 약 5천달러 정도이나, 중국 내에서 가장 높은 GDP 성장률 기록 중
- 당분간은 중점 성 안에서의 지역 커버리지 확대가 지속될 것으로 전망

### 국내 사업 점검 - 2분기 실적 점검

- 2분기 매출 성장률은 1분기와 유사한 약 9% 수준으로 전망되며, 영업이익률은 15%로 전망
- 2010년 이슈 점검 1) 국내화장품시장 진출: 9월경부터 자체브랜드와 해외 브랜드로 방문판매 채널을 통해 시장 진출  
2) 수처리 사업: 2010년, 장기적인 신규 성장 동력 발굴은 소규모 M&A를 통한 수처리 사업의 역량 강화로부터



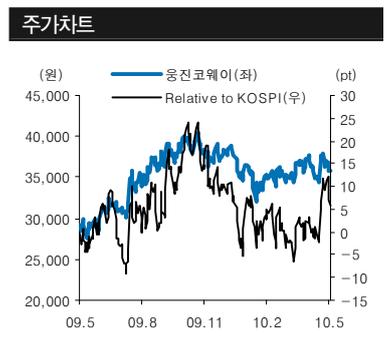
자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

12월 결산 (십억원)	2009A	2010F	2011F
매출액	1,412	1,513	1,635
영업이익	204	227	259
세전이익	203	235	282
순이익	153	183	220
EPS(원)	2,023	2,377	2,851
PER(H/L) (배)	20.0/11.6	15.1	12.6
PBR(H/L) (배)	5.7/3.3	4.1	3.4
EV/EBITDA(H/L) (배)	9.5/5.5	6.8	6.0
ROE (%)	24.0	25.0	25.9

주가지수 및 상대주가지수	절대수익률	상대수익률
(%)		
1M	-3.0	3.4
3M	3.2	1.4
6M	-4.5	-11.0
시가총액	2,765십억원	
발행주식수	77,125천주	
60일 평균거래량	224천주	
60일 평균거래대금	8,006백만원	
주요주주	웅진홀딩스 34.9%	



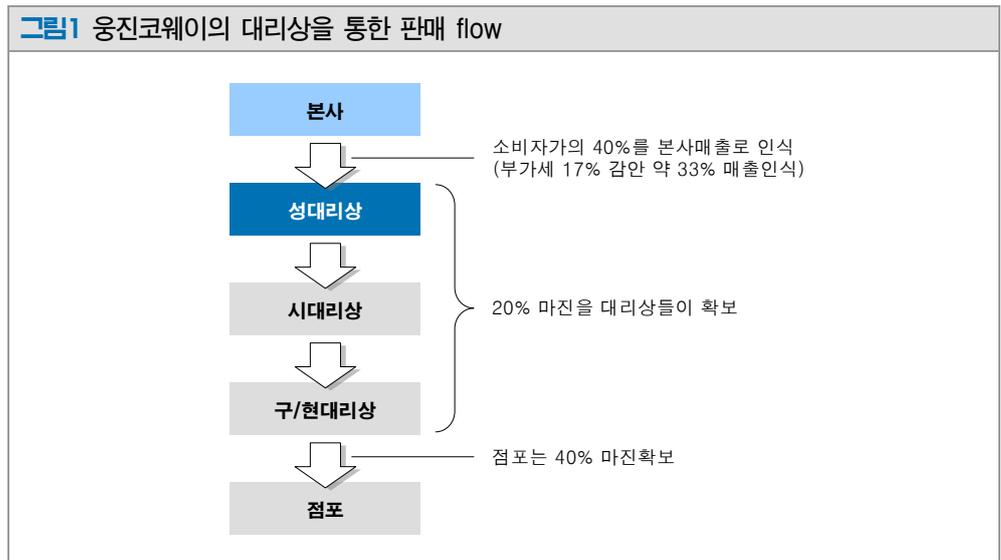
### 채널다각화로 중국 시장의 성장 잠재력을 십분 이용하다

시판 채널로의 확대로  
중국시장 성장 잠재력을 활용

웅진코웨이의 2010년 중국 화장품 매출액은 약 39.1% 증가한 2억3천만RMB로 전망하며, 지속적인 지역 커버리지 확대와 시판 채널 진출로 외형 고성장세를 달성 가능할 전망이다.

웅진코웨이는 기존 대리상을 통한 유통망에서 시판 채널까지 판매채널을 다각화하며, 중국 화장품 시장의 성장 잠재력을 십분 활용할 수 있을 것으로 판단한다. 현재 웅진코웨이의 중국 화장품은 대부분 대리상을 통한 소매상 판매를 기본 유통망으로 하고 있다. 2010년 1분기 말 기준으로 대리상은 65개, 점포수는 8,782개로 2009년 말 대비하여서도 성대리상 약 8개 확보, 점포는 922개 확대하며 여전히 지역 커버리지 확대를 통한 외형 성장을 꾀하고 있다. 2010년 말까지 성대리상은 80개까지, 점포수는 10,000여개까지 확대할 계획이다.

여기에, 2009년 하반기에 동사는 S'che 브랜드로 전문점을 중심으로 한 시판 채널로 진출하였다. 2010년 1분기 말 기준 SASA 매장 18개를 포함하여 약 65개의 점포에 입점하여있으며, 2분기부터는 Watsons 매장에도 동사 제품 판매를 시작할 것으로 파악되어, 매출 비중은 현재 약 3%에 남짓하지만 2010년에는 약 5%까지 끌어올린다는 계획이다.

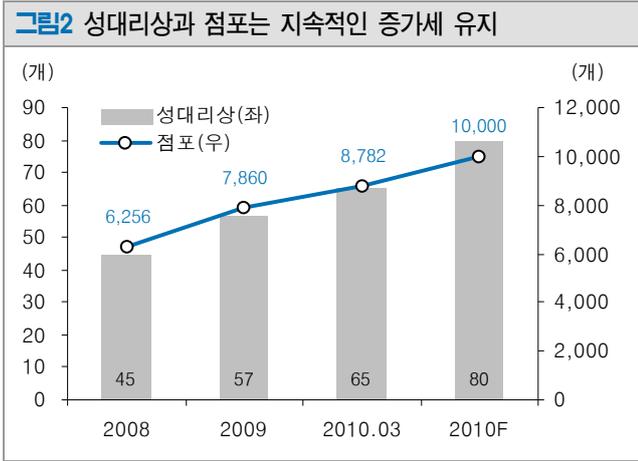


자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

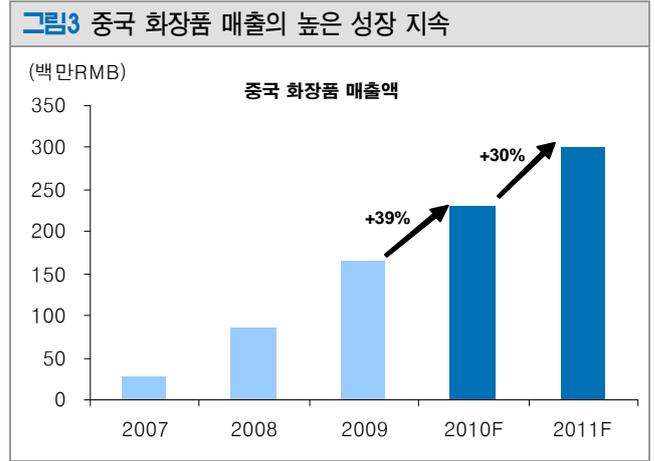
**표1** 웅진코웨이의 중국 화장품브랜드 현황

브랜드	가격대 (RMB)	제품수 (개)	런칭시기
Cellart	500	23	2009년 4월
Ruhen	250	20	2004년 12월
Terreau	190	51	2003년 6월
Hebeir	130	33	2004년 1월
Nouris	50	29	2005년 3월
Meiqing	35	6	2008년 5월
S'che (시판브랜드)	150-200	50	2009년 하반기

자료 : 웅진코웨이



자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

**웅진화장품은 2<sup>nd</sup> tier 도시를 공략한다**

**가능성 있는 곳을 집중하자**

웅진코웨이의 화장품 사업은 북경, 상해 등 글로벌 브랜드들의 경쟁이 치열한 지역보다는 브랜드들의 경쟁이 상대적으로 약하며, 빠른 소득 증가율을 나타내고 있는 2선 도시를 중심으로 지속적으로 확대될 것이다. 이미 글로벌 화장품 업체들이 높은 브랜드 인지도를 앞세워 공격적으로 시장 지배력을 확대하고 있는 1선도시로의 진출보다, 2선 도시 이하로의 시장 공략은 적절하다고 판단한다.

현재 웅진코웨이 화장품 매출 중 가장 높은 비중을 차지하고 있는 지역은 동부 연안의 산둥성(약 47%)과 강소성(약 21%)이다. 산둥성의 전체 면적은 대한민국의 약 1.5배이며, 인구수는 약 1억명에 이른다. 아직 1인당 GDP는 약 5천달러이나, 중국내에서 가장 빠른 GDP성장률을 기록하고 있는 것으로 파악되었다. 따라서, 동 지역의 화장품 소비에 대한 증가가 예상되며, 동사의 매출 비중의 약 50%가 이 지역에서 발생하고 있다는 점을 고려하면, 실적 성장에 대한 가능성을 높게 평가할 수 있을 것이다. 당분간은 타 지역으로의 확장보다는 기존 지역내에서 커버리지 확대를 통해 외형 확대를 꾀할 것이다.

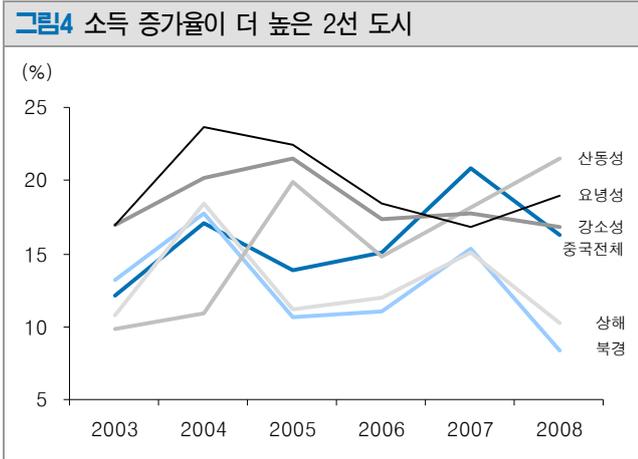
**생산능력의 확대, 2010년부터**

심양지역의 생산 설비 추가 시설이 2010년 6월에 완공될 것으로 파악되었다. 현재 3개 라인을 보유한 생산 시설의 가동률이 100%를 넘어가고 있는 상황이며, 2개 라인 추가 증설 후의 생산능력은 약 2배 이상 확대될 것으로 전망한다. 공장 생산직의 월 인건비는 약 800RMB (한화 약 14만원)로 낮은 수준이므로, 자동화설비에 대한 투자는 당분간 없을 것으로 파악된다.

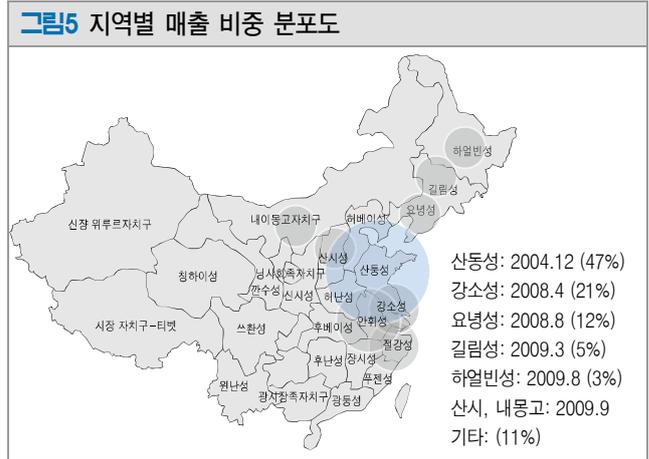
**표2 증설시 생산 능력의 변화**

3개라인	정상조업	3시간 추가	2교대 조업	5개라인	정상조업	3시간 추가	2교대 조업
	400만개	520만개	650만개		850만개	1,115만개	1,500만개

자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



자료 : CEIC, 토러스투자증권 리서치센터



자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

### 국내 사업 점검 - 2분기 실적 점검

국내 렌탈 사업은 순항중.  
국내 화장품 시장 진출과 수처리 사업에 대한 투자 계획은 이상무

시장 기대치를 상회하였던 웅진코웨이의 1분기 국내 영업 상황은 2분기에도 지속되고 있는 것으로 파악된다. 2분기 매출 성장률은 1분기와 유사한 약 9% 수준으로 전망되며, 영업이익률은 15%로 전망된다. 1분기보다 일시불 판매에 대한 프로모션은 약화되었지만, 예년 대비 일시불 판매는 호조세를 지속하고 있는 것으로 보인다. 당사는 웅진코웨이의 2010년 매출액과 영업이익을 각각 7.1%, 11.3% 증가한 1조 5,125억원과 2,273억원으로 전망한다.

2010년, 국내 영업에서 크게 2가지가 이슈가 될 수 있을 것으로 보인다.

**1) 국내화장품시장 진출:** 당사는 2009년 실적 발표 시, 국내 화장품 시장 진출에 대한 공식적인 언급을 하였으며, 총 투자금액은 100억원 내외, 2010년 연간 기대 매출액은 100억원으로 밝혔다. 9월경부터 국내 화장품 사업의 매출이 발생할 수 있을 것으로 판단된다. 채널은 방문판매이며, 제품은 자체 프리미엄 제품 과 해외 브랜드 약 2개를 도입할 것으로 알려져 있다. 판매 인력 구성은 6월경부터 시작될 것으로 파악되었으며, 웅진 그룹 내 인력과 화장품 방문판매 유 경험자가 대상이다(약 1,500명의 인력으로 시장 진출). 당사는 웅진코웨이의 국내 화장품 진출에 대한 리스크는 제한적일 것으로 판단하는데, 그 이유로는 외주 생산으로 초기 시장 진입에 대한 투자비 축소, 그리고 이미 국내에 도입되어있는 인지도 높은 해외 브랜드 병행 판매로 인해 채널 진입이 더욱 용이할 수 있을 것으로 판단하기 때문이다.

**2) 수처리 사업:** 2010년, 웅진코웨이의 신규 성장 동력은 화장품 이외에도 소규모 M&A를 통한 수처리 사업의 역량 강화를 들 수 있다. 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 인수(인수 금액 281억원, 취득일자 2010년 3월 12일)를 통해 수처리 사업부의 역량이 강화될 것으로 판단한다. 당사는 그린엔텍 이외에도 2010년내 추가적인 M&A를 추진 중에 있는 것으로 파악되었다.

Income Statement					
12월 결산 (십억원)	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
매출액	1,314	1,412	1,513	1,635	1,703
증가율 (%)	8.4	7.4	7.1	8.1	4.2
매출원가	407	460	498	533	557
증가율 (%)	5.8	13.0	8.1	7.1	4.5
매출총이익	907	952	1,015	1,103	1,147
매출총이익률 (%)	69.0	67.4	67.1	67.4	67.3
판매비와 일반관리비	717	747	788	844	876
% of Sales	54.6	52.9	52.1	51.6	51.4
영업이익	190	204	227	259	270
증가율 (%)	17.9	7.4	11.3	13.8	4.6
EBITDA	331	352	433	477	500
EBITDA Margin (%)	25.2	25.0	28.6	29.2	29.3
영업외손익	-5	-2	8	23	31
순금융수지	-8	-9	-12	-10	-7
외화관련손익	10	-5	-3	0	0
투자자산관련손익	0	-1	0	0	0
유형자산처분손익	-3	0	0	0	0
지분법평가손익	-1	14	23	33	39
법인세전계속사업손익	185	203	235	282	302
계속사업손익법인세	56	49	52	62	66
계속사업손익	129	153	183	220	235
증가율 (%)	11.0	18.8	19.6	19.9	7.1
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	129	153	183	220	235
당기순이익률 (%)	9.8	10.9	12.1	13.4	13.8
수정순이익	124	147	167	194	205

자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation					
12월 결산	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
EPS (원)	1,734	2,023	2,377	2,851	3,053
수정EPS (원)	1,671	1,941	2,164	2,521	2,657
BPS (원)	7,144	7,123	8,699	10,583	12,424
CPS (원)	4,581	4,760	4,794	5,270	5,527
DPS (원)	870	1,010	1,250	1,450	1,575
PER (x)	15.4	19.0	15.1	12.6	11.7
수정PER (x)	16.0	19.8	16.6	14.2	13.5
PBR (x)	3.7	5.4	4.1	3.4	2.9
EV/EBITDA (x)	6.3	9.0	6.8	6.0	5.5
P/EBITDA (x)	6.0	8.4	6.4	5.8	5.5
EBITDA증가율(%)	9.4	6.3	22.9	10.1	4.8
세전계속사업이익증가율(%)	18.7	9.7	15.9	19.9	7.1
순이익증가율(%)	11.0	18.8	19.6	19.9	7.1
EPS증가율(%)	11.0	16.7	17.5	19.9	7.1
영업이익률 (%)	14.5	14.5	15.0	15.8	15.9
세전계속사업이익률 (%)	14.1	14.4	15.5	17.2	17.7
ROE (%)	22.9	24.0	25.0	25.9	24.2
ROA (%)	12.9	13.1	13.3	14.0	13.5
ROIC (%)	22.1	22.6	22.5	24.6	24.7
부채비율(%)	79.6	86.7	88.2	82.0	75.7
순차입금비율 (%)	15.4	30.3	20.5	7.9	-2.6
이자보상비율 (x)	23.6	21.7	18.5	25.1	40.1
유동비율(%)	119.3	94.0	114.1	129.0	143.1
매출채권회전율(x)	9.8	8.2	7.5	7.5	7.4
재고자산회전율(x)	22.7	25.1	26.8	26.9	26.4
매입채무회전율(x)	13.6	14.5	16.4	16.4	16.1

자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
12월 결산 (십억원)	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
유동자산	476	509	667	821	963
당좌자산	418	455	609	758	897
현금및현금성자산	76	64	190	305	426
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	150	195	208	225	235
재고자산	58	55	58	63	66
비유동자산	596	761	814	839	859
투자자산	114	131	166	166	166
유형자산	356	418	456	496	530
무형자산	65	141	116	96	79
기타비유동자산	60	71	76	81	84
자산총계	1,071	1,271	1,482	1,660	1,822
유동부채	399	542	585	636	673
매입채무	34	29	31	34	35
단기차입금	108	120	128	139	144
유동성장기부채	0	120	133	148	164
비유동부채	76	48	110	111	112
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	60	30	90	90	90
부채총계	475	590	695	748	785
자본금	39	41	41	41	41
자본잉여금	109	142	142	142	142
자본조정	6	-32	-32	-32	-32
기타포괄손익누계액	1	0	0	0	0
이익잉여금	441	530	636	761	886
자본총계	597	681	787	912	1,037

자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Cash Flow Statement					
12월 결산 (십억원)	2008A	2009A	2010F	2011F	2012F
영업활동 현금흐름	305	312	354	387	416
당기순이익	129	153	183	220	235
현금유출입이 없는 비영수익의 가감	212	207	186	187	191
유형자산감가상각비	126	128	181	198	213
무형자산감가상각비	15	20	25	20	17
외환차손 (차익)	0	0	1	0	0
외화환산손실 (이익)	-10	4	2	0	0
지분법평가손실 (이익)	1	-14	-23	-33	-39
투자자산처분손실 (이익)	0	1	0	0	0
유형자산처분손실 (이익)	3	0	0	0	0
기타	77	68	1	1	1
영업활동관련자산부채변동	-36	-49	-16	-19	-11
재고자산의 감소(증가)	-1	4	-4	-5	-3
매출채권의 감소(증가)	-42	-52	-14	-17	-9
매입채무의 증가(감소)	8	-9	2	3	1
투자활동 현금흐름	-255	-276	-245	-221	-217
유형자산취득	-171	-218	-219	-237	-247
유형자산처분	29	14	0	0	0
무형자산의 감소 (증가)	-5	-6	0	0	0
기타	-109	-66	-26	16	30
재무활동 현금흐름	-2	-52	17	-51	-78
차입금의 증감	56	51	82	25	22
자본의 증가	0	-39	0	0	0
현금의 증가	48	-12	126	115	121
기초현금	29	76	64	190	305
기말현금	76	64	190	305	426

자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터