



화장품/패션/교육
박종대 (2122-9209)
forsword@hi-ib.com

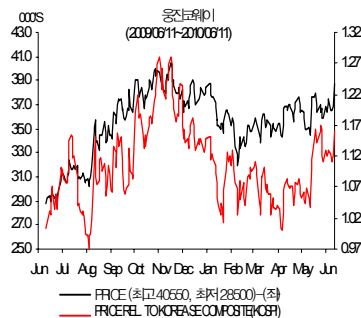
Buy (Maintain)

목표가(6M) 46,000원
증가(2010/06/11) 38,700원

Stock Indicator

자본금	407억원
발행주식수	7,712만주
시가총액	29,847억원
외국인지분율	44.00%
배당금(2009)	840원
EPS(2010E)	2,411원
BPS(2010E)	8,627원
ROE(2010E)	25.3%
52주 주가	28,500~40,550원
60일평균거래량	228,523주
60일평균거래대금	82.4억원

Price Trend



웅진코웨이 (021240)

중국 화장품 시장 무명의 강타자

■ 2Q10 외형성장과 수익성 개선 지속

동사의 2분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 7.3%, 19.3% 증가한 3,692억원과 580억원 수준이 예상된다. 렌탈 계정의 지속적인 증가와 일시불 판매 호조, 해약율 하락(5월 1% 수준)이 매출성장을 견인할 것으로 보이며, 렌탈 폐기손실 감소와 인원구조조정 효과 등으로 영업이익률은 전년동기대비 1.6%p 개선된 15.7%까지 상승할 것으로 예측된다.

■ 중국 소비확대 전망 긍정적

5월 중국 소매판매는 yoy 18.7% 증가하여, 전월(18.5%)에 이어 높은 성장세를 이어갔다. 중국 부동산 및 물가상승 부담은 출구전략과 추가적인 긴축정책에 대한 리스크를 높이는 요소지만, <그림3>과 같이 최근 중국 소비확대가 가전하향 정책 등에 따른 내구재 위주였다는 점을 감안하면, 정책적 요인에 의한 소비둔화 리스크가 중국 화장품 소비에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 더구나, <그림1>과 같이 중국 제조업을 중심으로 한 임금상승의 사회적 분위기는 1980년대 후반 국내와 유사한 모습이어서 중국 가계 가처분소득 증가에 따른 소비확대 폭은 더욱 커질 것으로 예상된다.

■ 중국 화장품 사업 영업권 확대 지속

4~5월 동사의 중국법인 매출은 전년동기대비 30% 이상 성장했으며, 점포수는 4월말 기준 약 9,000개(성대리상 채널 점포 약 8,700개, 시판 269개)까지 증가한 것으로 파악되고 있다. 특히, 시판의 경우 월 100개씩 점포수가 늘어나고 있고, 광동성과 요녕성 등 신규 지역 진출에도 용이하여 새로운 판매채널로서 빠르게 자리매김할 것으로 예측된다.

■ 목표주가 4.6만원으로 상향, 투자비중 확대 바람직

동사 목표주가를 4.3만원에서 4.6만원으로 상향한다. 목표주가 4.6만원은 12MF PER 18.1배로 본사 및 중국법인 영업가치에 자회사 지분가치를 더한 후 시간에 대하여 가중평균한 수치다<표3>. 1) 하반기 전반적인 내수업종 모멘텀 확대, 2) 지속적인 외형성장과 수익성 개선, 3) 중국 화장품 시장 빠른 성장세로 동사의 주가는 당분간 시장을 Outperform할 가능성이 커보인다. 현재 동사의 주가는 12MF PER 15.2배(38,700원 기준)로 중국 화장품 시장 진출업체의 높은 밸류에이션(PER 18~25배)을 감안하면 점진적인 Re-rating에 따른 주가 상승여력이 커 보인다.

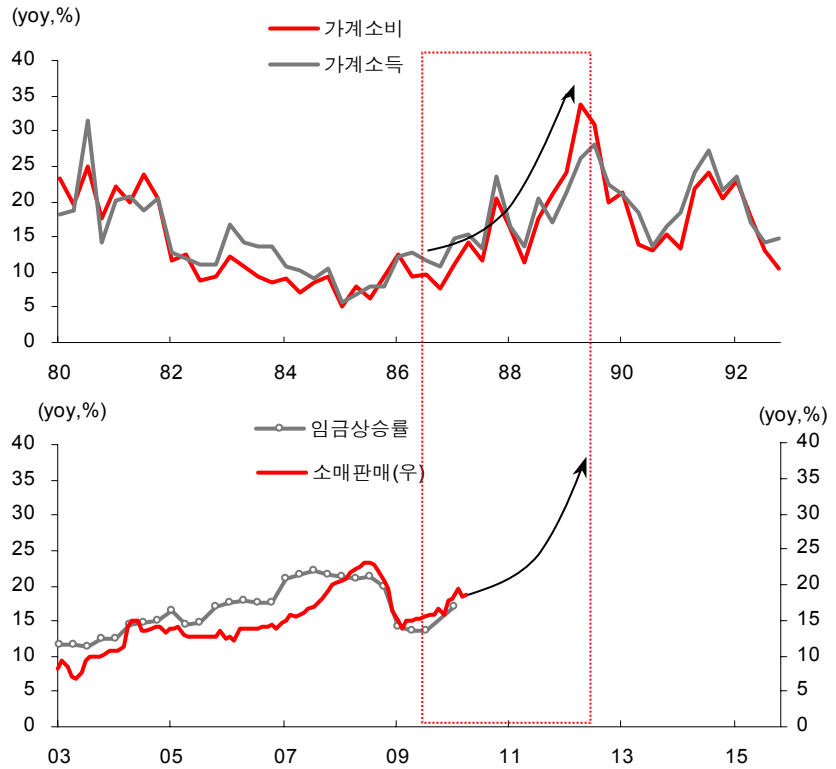
〈표1〉 웅진코웨이 2분기 예상실적

(단위: 억원)

	2Q09	1Q10	2Q10E	QoQ(%,%p)	YoY(%,%p)
매출	3,439	3,713	3,692	-0.6	7.3
렌탈	2,660	2,717	2,763	1.7	3.9
멤버십	336	356	361	1.5	7.7
일시불판매	133	267	191	-28.4	43.9
수출	103	173	129	-25.6	25.0
수처리	97	77	136	76.4	40.0
리빙 및 기타	111	122	112	-8.4	1.0
영업이익	486	594	580	-2.4	19.3
경상이익	512	590	611	3.5	19.2
순이익	388	421	463	10.0	19.3
영업이익률(%)	14.1	16.0	15.7	-0.29	1.6
경상이익률(%)	14.9	15.9	16.5	0.64	1.6
순이익률(%)	11.3	11.3	12.5	1.21	1.3

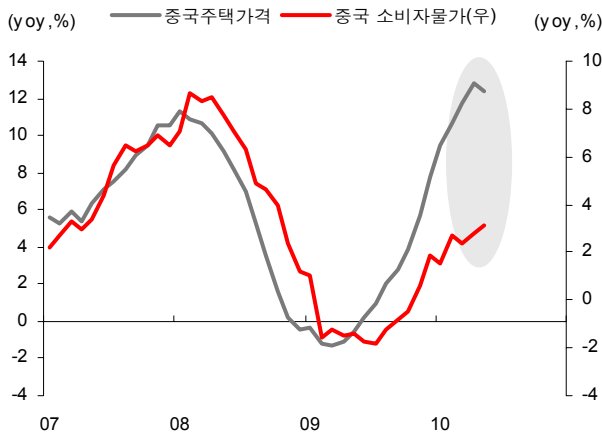
자료 : 웅진코웨이, 하이투자증권

〈그림 1〉 한국(위)과 중국(아래)의 시기별 가계소득(임금) 상승 및 소비증가를 비교: 최근 중국 근로자 임금상승의 사회적 분위기는 1980년대 후반 한국과 유사



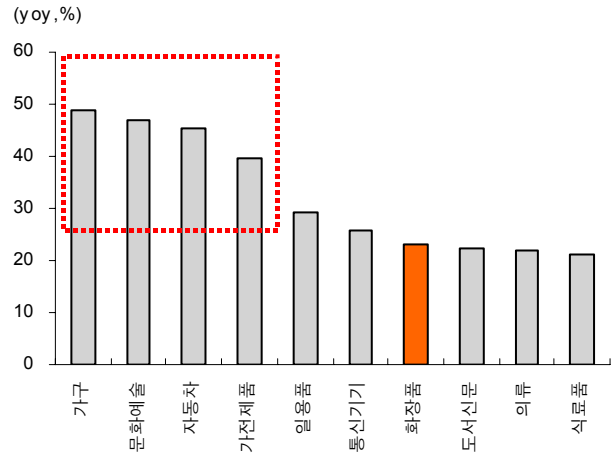
자료: 한국은행, Bloomberg, Datastream, 하이투자증권, 단 중국 소매판매는 3개월 이동평균치

〈그림 2〉 중국 부동산 및 물가상승 부담은 건축 리스크를 높이는 요인



자료: Bloomberg, 하이투자증권

〈그림 3〉 중국 4월 소비품목별 판매증가율 : 가전하향 정책 등으로 내구재 위주 소비확대, 따라서 소비둔화 리스크의 화장품 영향 제한적



자료: Datastream, 하이투자증권

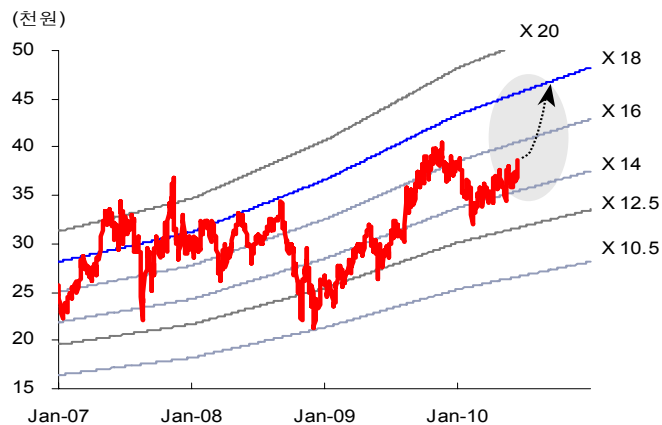
〈표2〉 웅진코웨이 연간실적전망

(단위: 억원)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
매출	13,144	14,119	15,255	16,284	17,047	17,927
렌탈	10,199	10,590	11,039	11,452	11,773	12,203
멤버십	1,364	1,380	1,437	1,461	1,489	1,519
일시불판매	604	786	1,131	1,184	1,242	1,276
수출	446	558	632	748	779	810
수처리	43	268	379	488	585	644
리빙 및 기타	488	538	566	548	554	559
영업이익	1,901	2,043	2,384	2,505	2,818	3,065
경상이익	1,848	2,027	2,488	2,729	3,087	3,379
순이익	1,291	1,533	1,859	2,069	2,408	2,636
적정시가총액	23,361	27,744	33,651	37,447	43,576	47,707
적정주가(원)	30,289	35,972	43,632	48,554	56,501	61,856
적정PER	18.1	18.1	18.1	18.1	18.1	18.1
EPS	1,673	1,987	2,411	2,683	3,122	3,417
영업이익률(%)	14.5	14.5	15.6	15.4	16.5	17.1
매출 (YoY,%)	8.4	7.4	8.0	6.7	4.7	5.2
영업이익 (YoY,%)	17.9	7.4	16.7	5.1	12.5	8.7
순이익 (YoY,%)	11.0	18.8	21.3	11.3	16.4	9.5

자료 : 웅진코웨이, 하이투자증권,

〈그림 4〉 웅진코웨이 12MF. PER 밴드 : 중국 화장품 부문 성장 부각에 의한 Re-rating 가능



자료: Bloomberg, 하이투자증권

〈표3〉 웅진코웨이 Valuation

(단위: 억원)

구분	2010E	2011E	비 고	지분율(%)
본사업업가치(A)	29,160	31,533		
수정세전이익	2,263	2,447	세전이익-외환수지-지분법손익	
법인세율	24.2%	24.2%		
수정당기순익	1,715	1,855		
적정PER	17.0	17.0	적정 PER 17배	
자회사가치(B)	4,691	5,788	영업 및 지분가치	
중국법인	3,279	4,376	적정 PER 27배	100
당기순익	121	162		
적정PER(배)	27	27		
웅진케미칼	1,412	1,412	시가총액 70% 반영	40.1
현재시가총액	5,029	5,029		
적정시가총액(A+B)	33,851	37,320		
발행주식수(천주)	77,125	77,125		
적정주가(원)	43,891	48,389		
적정주가(원)	46,140		연도별 시간 가중치 적용	

자료 : 웅진코웨이, 하이투자증권

〈표4〉 웅진코웨이 분기실적 전망

(단위: 억원)

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009년	1Q10	2Q10E	3Q10E	4Q10E	2010년
매출	3,414	3,439	3,552	3,714	14,119	3,713	3,692	3,816	4,034	15,255
렌탈	2,595	2,660	2,673	2,662	10,590	2,717	2,763	2,794	2,766	11,039
멤버십	359	336	337	348	1,380	356	361	362	357	1,437
일시불판매	119	133	254	279	786	267	191	333	340	1,131
수출	191	103	118	146	558	173	129	148	183	632
수처리	52	97	24	95	268	77	136	34	133	379
리빙 및 기타	98	111	145	184	538	122	112	146	186	566
영업이익	488	486	498	571	2,043	594	580	594	617	2,384
경상이익	486	512	498	531	2,027	590	611	636	651	2,488
순이익	371	388	370	403	1,533	421	463	482	494	1,859
영업이익률(%)	14.3	14.1	14.0	15.4	14.5	16.0	15.7	15.6	15.3	15.6
경상이익률(%)	14.2	14.9	14.0	14.3	14.4	15.9	16.5	16.7	16.1	16.3
순이익률(%)	10.9	11.3	10.4	10.9	10.9	11.3	12.5	12.6	12.2	12.2
시장점유율										
정수기	57.7%	57.0%	56.6%	56.0%		55.7%	55.4%	55.2%	54.9%	
청정기	41.9%	41.2%	40.1%	42.3%		42.1%	41.9%	41.7%	41.5%	
비데	48.8%	48.5%	48.6%	49.2%		49.0%	48.7%	48.5%	48.2%	
회원수(렌탈+멤버십)										
정수기	2621	2624	2643	2652		2676	2699	2722	2746	
청정기	628	634	635	689		704	719	734	748	
비데	943	951	967	993		1002	1011	1020	1029	
전체 국내 보급대수										
정수기	4539	4605	4670	4737		4803	4869	4936	5003	
청정기	1498	1541	1584	1628		1672	1716	1760	1804	
비데	1931	1959	1988	2017		2046	2075	2104	2133	
국내보급율										
정수기	27.1%	27.4%	27.7%	28.0%		28.3%	28.6%	28.9%	29.2%	
청정기	9.0%	9.2%	9.4%	9.6%		9.8%	10.1%	10.3%	10.5%	
비데	11.5%	11.7%	11.8%	11.9%		12.1%	12.2%	12.3%	12.4%	
국내 가구수(천)	16,734	16,795	16,856	16,917		16,976	17,035	17,093	17,152	

자료 : 웅진코웨이, 통계청, 하이투자증권,

Income Statement				
(억원)	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	14,119	15,255	16,284	17,047
매출원가	4,602	5,079	5,428	5,569
매출총이익	9,518	10,176	10,856	11,478
판매비와관리비	7,475	7,792	8,352	8,659
영업이익	2,043	2,384	2,505	2,818
영업외손익	-15	104	225	268
금융손익	-94	-96	-52	-23
외환관련손익	-52	-22	0	0
세전계속사업손익	2,027	2,488	2,729	3,087
계속사업법인세비용	494	629	661	679
계속사업이익	1,533	1,859	2,069	2,408
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	1,533	1,859	2,069	2,408

Balance Sheet				
(억원)	2009	2010E	2011E	2012E
유동자산	5,095	5,310	5,832	6,292
현금 및 현금성자산	637	473	713	1,036
매출채권	1,946	2,123	2,356	2,472
재고자산	546	625	673	694
비유동자산	7,612	8,469	9,177	9,708
투자자산	2,019	2,502	2,785	3,080
유형자산	4,182	4,735	5,330	5,726
무형자산	1,411	1,232	1,062	902
자산총계	12,707	13,779	15,008	16,000
유동부채	5,418	4,760	4,720	4,378
매입채무	292	350	360	372
단기차입금	1,197	153	153	0
유동성장기부채	1,200	850	800	600
비유동부채	482	1,134	1,094	1,054
사채	0	0	0	0
장기차입금	300	900	860	820
부채총계	5,900	5,894	5,814	5,432
자본금	407	407	407	407
자본잉여금	1,419	1,419	1,419	1,419
자본조정	-315	-327	-327	-327
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	5,296	6,387	7,696	9,069
자본총계	6,807	7,885	9,194	10,567

Statement of Cash Flow				
(억원)	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동 현금흐름	3,117	2,807	3,020	3,610
당기순이익(손실)	1,533	1,859	2,069	2,408
유형고정자산감가상각비	1,282	1,168	1,281	1,405
무형자산상각비	199	239	229	220
운전자본의 증감	-463	-198	-271	-126
투자활동 현금흐름	-2,761	-1,559	-1,780	-1,859
유형자산투자	-2,179	-1,887	-1,875	-1,801
투자유가증권투자(순)	-26	-265	0	0
재무활동 현금흐름	-523	-1,412	-1,000	-1,227
차입금증가	-186	-644	-40	-193
자본의증가	0	0	0	0
현금의증가	-124	-164	240	323
기초현금	761	637	473	713
기말현금	637	473	713	1,036

Key Financial Data				
	2009	2010E	2011E	2012E
주당데이터(원)				
SPS	18,639	19,779	21,114	22,103
EPS	2,023	2,411	2,683	3,122
CFPS	3,979	4,234	4,640	5,229
EBITDA/S	4,651	4,915	5,205	5,762
BPS	6,996	8,627	10,544	12,532
DPS(원)	840	996	985	1,341
배당수익률(%)	2.2	2.7	2.7	3.6
Valuation(Multiple)				
P/E	20.0	11.6	15.3	13.7
P/CF	10.2	5.9	8.7	7.9
P/S	2.2	1.2	1.9	1.7
P/BV	5.8	3.4	4.3	3.5
P/EBITDA	8.9	5.0	7.5	7.1
EV/EBITDA	9.5	5.5	7.9	6.5
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	24.0	25.3	24.2	24.4
EBITDA이익률	25.0	24.8	24.7	26.1
부채비율	86.7	74.7	63.2	51.4
순금융비용부담률	0.7	0.6	0.3	0.1
이자보상배율(x)	16.3	19.4	31.1	53.3
매출채권회전율(x)	8.2	7.5	7.3	7.1
재고자산회전율(x)	8.2	8.7	8.4	8.1

자료: 하이투자증권

주가와 목표주가의 추이



투자등급 추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2010-06-14	Buy	46,000						
2010-04-13	Buy	43,000						
2010-03-10	Buy	41,000						

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶회사는 해당 종목의 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다. ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 박중대\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결정에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가 대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가 대비 +15% 이상 - Hold(보유): 추천일 종가 대비 +15% 미만, -15% 미만 - Sell(매도): 추천일 종가 대비 -15% 이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액 기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)