

Bookook Research Center  
김성훈 (02)368-9525  
shkim@bookook.co.kr

## 웅진코웨이 (021240)

**Buy (유지)**

목표주가 **51,000원**

현재가 (원) (7/30)	41,800
액면가 (원)	500
자본금 (억원)	407
시가총액 (억원)	32,238
상장주식수 (만주)	7,712
외국인보유비중 (%)	43.30
60일 평균거래량 (주)	272,211
52주 최고/최저 (원)	43,550
주요주주	(주)웅진홀딩스(31.61)

### 신성장 동력으로 화장품을 선택하다

- 2분기 실적 양호할 전망
- 중국 화장품 사업, 당분간 호조 지속 예상
- 밸류에이션 프리미엄 가능

#### 2분기 실적, 1분기에 이어 양호할 전망

웅진코웨이의 2분기 실적은 1분기에 이어 양호한 모습이 나타날 전망이다. 매출액은 전년대비 7.4% 증가한 3,694억원, 영업이익은 21.3% 증가한 589억원이 예상되어 영업이익률은 전년대비 1.8%p 증가한 16%로 추정됨. 양호한 실적의 이유는 렌탈 매출이 양호한 흐름을 유지하고 있고 일시불 매출이 크게 증가할 것으로 예상되기 때문임.

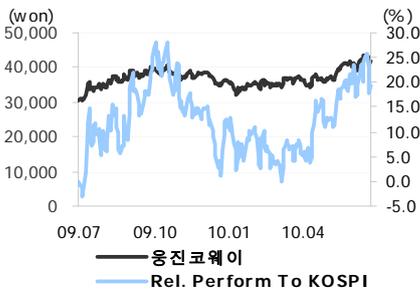
#### 국내외 화장품 사업 호조 예상

중국에서의 화장품 사업은 연말까지 점포수를 1만개로 늘리며 빠른 성장을 이어갈 전망이다. 9월 론칭 예정인 국내 화장품 사업은 국내 최고의 방판 조직을 갖추고 있어 시장 침투력이 매우 강력할 것으로 예상된다.

#### 목표주가 51,000원, 투자의견 Buy 유지

목표주가를 51,000원으로 재조정하고 투자의견을 Buy로 유지함. 목표주가는 2010년 예상실적 기준 P/E 21.7x, 12개월 Forward EPS 기준 P/E 20x 수준임. 국내외에서 화장품 사업이 호조를 보일 것으로 예상되고 그동안의 성장성 논란을 잠재울 수 있는 계기가 마련된 것으로 판단되어 시기적으로 매우 긍정적임. 때문에 밸류에이션 프리미엄은 가능하다고 여겨짐.

Stock Performance



결산월 (12 월)	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전계속사업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2007	12,131	1,613	1,557	1,163	1,562	19.5	7.7	4.3	24.0
2008	13,144	1,901	1,848	1,291	1,734	15.4	6.4	3.3	22.9
2009	14,119	2,043	2,027	1,533	2,023	19.0	9.0	4.4	24.0
2010F	15,242	2,308	2,382	1,810	2,347	17.8	8.1	4.1	24.7
2011F	16,426	2,594	2,735	2,079	2,695	15.5	7.4	3.6	24.6

## 2분기 실적, 1분기에 이어 양호할 전망

### 2분기 실적 양호할 전망

웅진코웨이의 2분기 실적은 1분기에 이어 양호한 모습이 나타날 전망이다. 매출액은 전년대비 7.4% 증가한 3,694억원, 영업이익은 21.3% 증가한 589억원이 예상되어 영업이익률은 전년대비 1.8%p 증가한 16.0%로 추정된다.

### 렌탈매출 양호, 일시불 매출 빠른 증가

이처럼 예상 실적이 양호한 이유는 1분기와 유사하다. 렌탈 매출이 양호한 흐름을 유지하고 있는 가운데 일시불 매출이 크게 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

렌탈매출 성장률은 1분기 4.0%에 소폭 못미치는 3.0% 내외로 예상되고 일시불매출 성장률은 1분기 124.3%에 못미치는 88.5%가 예상된다. 전분기와 비교시 성장률이 다소 낮아 보이나 이정도면 양호한 모습이라고 판단된다.

### 수익성 개선 추세는 이어질 전망

비용 측면은 크게 변할 것이 없다. 원가 측면도 그렇고 판관비 측면도 그렇고 전분기와 크게 달라질 것이 없다. 일시불 매출 증가로 인해 전체적인 수익성이 소폭 개선되는 것 판매수수료 체계 개선에 따라 판관비 비중이 소폭 줄어드는 것 2009년 하반기 구조조정에 의한 인건비 감소가 나타나는 것 등 3가지 정도가 수익성 개선을 이끈 원인으로 판단된다.

### 하반기에도 성장 추세 이어질 전망

하반기에도 렌탈 매출의 꾸준한 증가와 일시불 매출의 빠른 성장 추세가 이어질 전망이다. 특히 일시불 매출은 2009년 3분기부터 빠르게 성장해 베이스가 높은 상황이지만 신제품 출시로 성장을 모색할 것으로 예상된다. 하반기 선보이는 신제품 중 눈여겨 보아야 할 것은 음식물처리기, 에스프레소 머신, 비데 등 3가지이다. 음식물처리기는 그동안의 단점이었던 냄새와 가격을 모두 잡아 판매가 양호할 전망이다. 기존 필터방식에서 수증기 응축 순환방식으로 바꿔 냄새를 대부분 잡은 것으로 파악되며 가격 역시 일시불과 렌탈 모두 기존 대비 30~40% 낮출 것으로 예상된다. 에스프레소 머신은 원두를 같이 제공하는 렌탈 판매 방식이 될 전망이며 가격은 기존 대비 20% 내외로 낮췄다. 마지막으로 비데는 방판용과 시판용의 가격 괴리가 컸었는데 가격을 낮춘 시판용 제품을 출시할 전망이다. 일시불 전용 제품이 될 것이며 시판 시장에서의 점유율 확대에 기여할 것으로 판단된다.

### 신제품 출시로 일시불 매출은 더욱 탄력받을 전망

1분기에 일시불 판매가 양호했던 이유 중 하나는 할부판매 등 프로모션을 진행했기 때문이다. 하반기에도 프로모션 진행은 계속되는 상황에서 아이টে이 증가하는 모습이 나타남을 감안하면 일시불 판매 성장이 예상보다 양호할 수 있다고 판단된다.

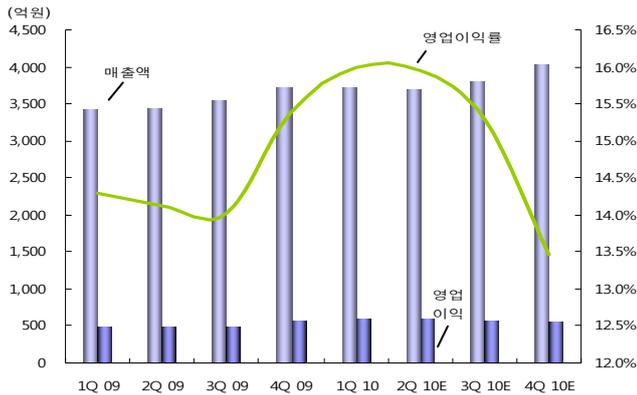
### 회사의 전략 변화 감지

여기서 확인 할 수 있는 것은 웅진코웨이의 전략이 조금 바뀌었다는 점이다. 과거에는 렌탈 판매에 집중한 전략들을 쏟아냈다면 이제는 일시불 판매를 위한 전략 및 제품을 만들어내고 있다. 렌탈 시장이 전국적으로는 아직 성장 여력이 크지만 대도시를 위주로 할 경우 성장 여력이 크지 않다는 점을 감안하면 이와 같은 전략은 바람직하다고 판단된다.

하반기 수익성은 상반기대비  
소폭 둔화 전망

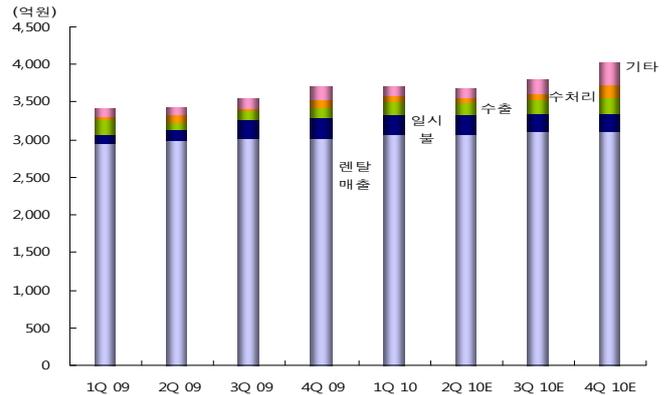
한편 하반기 수익성은 상반기 대비 소폭 둔화될 가능성이 크다. 국내 화장품 사업 론칭 때문이다. 화장품 사업은 9월에 론칭 예정이며 올해 100억원 매출에 150억원 투자를 계획하고 있어 수익성 하락의 단초를 제공한다.

[그림 1] 하반기 수익성 둔화 전망



자료: 웅진코웨이, 부국증권 추정

[그림 2] 부문별 실적 꾸준한 증가세 지속



자료: 웅진코웨이, 부국증권 추정

[표] 2010년 분기실적 전망

(단위: 억원)

	1Q	2QE	3QE	4QE	2010E
렌탈관련	3,073	3,080	3,109	3,118	12,381
렌탈	2,717	2,744	2,770	2,772	11,030
멤버십	356	336	340	346	1,378
일사불	267	251	240	238	996
수출	173	164	181	217	735
수처리	77	65	80	150	372
기타(리빙, 화장품 등)	122	134	194	307	757
영업이익	594	589	582	543	2,308

자료: 부국증권 추정

중국 화장품 사업, 양호한 성장 이어갈 전망

중국 화장품 사업 긍정적 시각

올해 중국 화장품 사업에 대한 회사측 가이던스는 전년대비 매출액 40% 성장, 영업이익률 39%이다. 2009년 전체 실적은 매출액 95% 성장, 영업이익률 45%인데 이에 비해서는 성장률과 수익성 모두 낮아질 전망이다. 성장률의 경우 규모가 커지면서 소폭 감소하는 것은 일반적인 수 있으며 향후 지역 확대에 따른 성장이 지속될 수 있을 것으로 보여 중국 화장품 사업에 대한 긍정적인 시각은 유지한다.

## 점포수 확대로 성장 추세 이어갈 전망

중국 화장품 사업은 지난 2000년부터 시작되었으나 현재와 같은 체계의 사업은 2004년부터라고 할 수 있다. 사업의 핵심은 신대리상 시스템을 구축하여 조직과 판매지역의 확장을 통해 성장하는 것이다. 판매구조는 성대리상, 시대리상, 구/현대리상, 점포의 단계로 이루어져 있으며 1분기 기준으로 성대리상 65개, 점포 8,432개를 보유하고 있다. 연말까지 점포수를 1만개로 늘릴 계획이며 빠른 시간 내에 3만개까지 확대하면서 브랜드 인지도를 높일 것으로 예상된다.

## 올해 시판 브랜드 SCHE 확대 계획

보유하고 있는 화장품 브랜드는 총 7개가 있으며 Cellart, Nouris, Ruhen, Terreau, Hebeir, Meiqing 등 6개 브랜드는 대리상을 통해 판매되고 SCHE는 시판 전용 브랜드이다. 저가부터 고가에 이르기까지 다양한 라인업을 갖추고 있으며 올해에는 시판 전용 브랜드 SCHE의 확대를 도모할 방침이다.

시판 확대로 지난해 4분기부터 마케팅비용이 지출되고 있다. 이에 올해 수익성이 전년대비 낮아지는 결과로 작용할 전망이다. 그러나 대규모 투자 등이 당분간 발생하지 않을 것으로 예상되어 30% 이상의 수익성은 유지할 전망이다.

## 국내 화장품 사업도 긍정적인 시각 필요

## 국내 화장품사업 9월 론칭

국내 화장품 사업은 9월에 론칭할 예정이다. 일단 1개 브랜드, 65개 품목으로 시작하며 대부분 주름방지, 노화방지 등 고기능성이 주를 이룰 전망이다. 현재 블라인드 테스트 중인데 반응이 매우 양호한 것으로 파악된다. 가격 레인지는 5만원에서 60만원 정도이며 당분간 방판만 계획하고 있다. 이를 위해 1,200명 정도의 판매 인력을 총원할 방침이다. 1위 사업자로부터 판매 인력을 데려오는 것이 가장 좋은 시나리오이나 실제로는 여의치 않은 상황이다. 다만 국내 최고의 방판 조직을 갖고 있기 때문에 시장 침투력은 매우 강력할 것으로 판단된다. 한편, 외국회사와의 협업도 연내에 가능할 것으로 예상되어 긍정적인 시각이 필요하다.

## 목표주가 51,000원, 투자의견 Buy

웅진코웨이의 목표주가를 51,000원으로 재산정하며 투자의견은 Buy를 유지한다. 목표주가의 재산정 이유는 중국 화장품 사업의 성장성을 반영해 EPS를 재조정했기 때문이다. 목표주가는 2010년 EPS 대비 P/E 기준 21.7x, 12개월 Forward EPS 대비 P/E 기준 20x 수준이다. 국내외에서 화장품 사업이 호조를 보일 것으로 예상되고 그동안의 성장성 논란을 잠재울 수 있는 계기가 마련된 것으로 판단되어 밸류에이션 프리미엄은 가능하다고 여겨진다.

## 우려감 사라져 투자심리 양호

투자심리도 매우 양호한 시점이다. 과거에 비해 국내 화장품에 대한 우려감이 사라지고 있기 때문이다. 국내 화장품 사업을 검토할 당시만 해도 비용 문제와 시장 환경에 대한 우려감이 컸던 것이 사실이나 시간이 지나면서 실제로는 비용 부담이 크지 않다는 점과 시장 침투 가능성이 높다는 것을 인식하고 있는 상황이다.

## Compliance Note

### 투자의견 구분

<b>Strong Buy</b> (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우
<b>Buy</b> (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우
<b>Hold</b> (보유)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우
<b>Reduce</b> (비중축소)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우

기업분석

<b>Overweight</b> (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때
<b>Neutral</b> (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때
<b>Underweight</b> (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때

산업분석

### 2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이

일 자	투자의견	목표가격
2008. 08. 22	Buy	40,000원
2008. 12. 05	Buy	34,000원
2009. 07. 10	Buy	39,000원
2010. 07. 30	Buy	51,000원



- ❖ 본 자료는 2010년 07월 30일에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료의 작성자 및 배우자는 작성일 현재 해당종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ 본 자료의 해당종목과 관련하여 당사는 해당사의 유가증권 발행에 지난 6개월간 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 김성훈
- ❖ 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

추정 재무제표

예상대차대조표

(단위: 억원)

	200812	200912	201012F	201112F
<b>유동자산</b>	4,756	5,095	5,650	6,258
현금 및 단기예금	761	637	730	875
단기매매증권	0	0	0	0
매출채권	1,498	1,946	2,101	2,264
재고자산	580	546	609	655
기타	1,917	1,966	2,210	2,464
<b>비유동자산</b>	5,958	7,612	8,167	8,620
장기투자증권	30	21	23	24
지분법적용투자주식	1,098	1,286	1,388	1,496
감가상각자산	3,409	3,785	4,249	4,573
기타	1,421	2,520	2,507	2,526
<b>자산총계</b>	10,714	12,707	13,817	14,877
<b>유동부채</b>	3,987	5,418	5,467	5,340
매입채무	342	292	326	350
단기차입금,유동성장기부채	1,078	2,397	2,397	2,197
기타	2,567	2,728	2,744	2,792
<b>비유동부채 등</b>	760	482	497	512
사채,장기차입금	600	300	300	300
기타	160	182	197	212
<b>부채총계</b>	4,748	5,900	5,964	5,852
자본금	393	407	407	407
자본잉여금	1,087	1,419	1,419	1,419
자본조정	62	-315	-315	-315
기타포괄손익누계액	13	0	5	5
이익잉여금	4,411	5,296	6,338	7,509
<b>자본총계</b>	5,966	6,807	7,854	9,025

예상현금흐름표

(단위: 억원)

	200812	200912	201012F	201112F
<b>영업활동현금흐름</b>	3,048	3,117	3,112	3,429
당기순이익(손실)	1,291	1,533	1,810	2,079
비현금수익비용가감	2,119	2,073	1,701	1,724
감가상각비,무형자산상각비	1,412	1,481	1,891	1,974
기타	708	592	-190	-250
운전자본증감	-362	-489	-399	-374
매출채권증가(감소)	-418	-519	-155	-163
재고자산증가(감소)	-13	42	-63	-46
매입채무증가(감소)	84	-90	34	24
기타	-15	78	-215	-190
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,551	-2,761	-2,256	-2,176
유형자산처분(취득)	-1,420	-2,041	-2,006	-2,006
무형자산감소(증가)	-45	-62	-279	-250
투자자산감소(증가)	-832	-26	29	81
기타	-253	-632	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	-21	-523	-763	-1,107
차입금증가(감소)	558	514	0	-200
사채증가(감소)	0	0	0	0
자본증가(감소)	-581	-1,037	-763	-907
배당금지급	-581	-648	-768	-907
자본조정,포괄손익증가(감소)	0	-389	5	0
기타	1	0	0	0
<b>순현금흐름</b>	476	-124	93	145
기초현금	285	761	637	730
기말현금	761	637	730	875

예상손익계산서

(단위: 억원)

	200812	200912	201012F	201112F
<b>매출액</b>	13,144	14,119	15,242	16,426
매출원가	4,072	4,602	5,135	5,519
<b>매출총이익</b>	9,072	9,518	10,108	10,907
<b>판매비와관리비</b>	7,171	7,475	7,800	8,312
인건비	1,548	1,955	2,110	2,274
감가상각비	135	129	144	159
무형자산상각비	147	198	229	200
연구개발관련비용	69	74	79	86
기타	5,272	5,119	5,237	5,594
<b>영업이익</b>	1,901	2,043	2,308	2,594
<b>영업외손익</b>	-54	-15	74	141
이자수익	33	31	30	35
이자비용	113	125	154	154
배당금수익	0	0	0	0
유가증권관련손익	0	-11	0	0
외환차손익	-2	-11	-11	-11
외화환산손익	106	-42	0	0
지분법손익	-14	139	190	250
기타	-64	3	19	21
<b>세전계속사업이익</b>	1,848	2,027	2,382	2,735
계속사업법인세비용	557	494	572	656
계속사업이익	1,291	1,533	1,810	2,079
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,291	1,533	1,810	2,079
<b>주당순이익</b>	1,734	2,023	2,347	2,695

Valuation 관련지표

	200812	200912	201012F	201112F
<b>Per Share (Won)</b>				
EPS	1,734	2,023	2,347	2,695
CFPS	3,652	4,005	4,772	5,163
BPS	8,016	8,826	10,183	11,702
<b>Multiples (X)</b>				
PER	15.4	19.0	17.8	15.5
PCR	7.3	9.6	8.8	8.1
PBR	3.3	4.4	4.1	3.6
EV/EBITDA	6.4	9.0	8.1	7.4
<b>성장성 (%)</b>				
매출액증가율	8.4	7.4	8.0	7.8
영업이익증가율	17.9	7.4	13.0	12.4
EBIT 증가율	11.1	10.3	14.4	12.4
EBITDA 증가율	5.8	7.9	20.0	8.8
순이익증가율	11.0	18.8	18.1	14.8
<b>수익성 (%)</b>				
영업이익률 (%)	14.5	14.5	15.1	15.8
순이익률 (%)	9.8	10.9	11.9	12.7
EBITDA Margin	24.7	24.8	27.6	27.9
ROA	12.9	13.1	13.7	14.5
ROE	22.9	24.0	24.7	24.6
ROIC	22.3	23.3	22.4	22.9
<b>안정성 (%)</b>				
부채비율	79.6	86.7	75.9	64.8
이자보상배율 (배)	16.8	16.3	14.9	16.8