

웅진코웨이 (021240)

이제는 화장품주라 불러다오

BUY (유지)

목표주가 / 현재주가 (8월27일) / 상승여력 : **48,000원** / 39,800원 / 20.6%

베일에 가려져 있던 국내 화장품 사업, 이제 그 모습을 드러내다

- 9월 런칭을 약 1,000명의 판매인력과 함께 시작. 2010년 말까지 약 1,500명의 판매 인력을 구성(약 150개 지점)한다는 계획
- 방문판매 시장의 강자인 아모레퍼시픽과 LG생활건강에는 못미치는 수준이나, 2012년 말까지는 아모레퍼시픽의 약 1/4 수준인 9,000명~1만명까지 확대하여 2013년 이후부터는 국내 화장품 시장에서 3위권에 진출한다는 목표

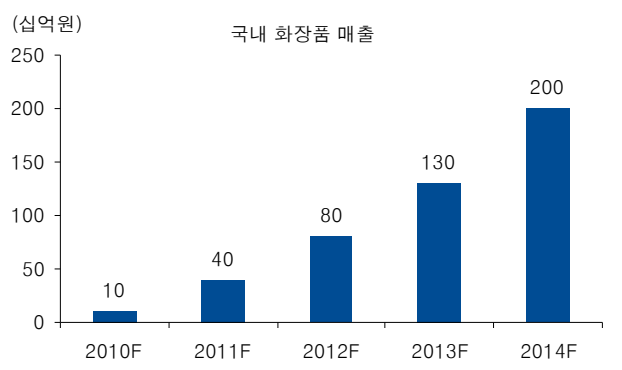
방문판매의 노하우로 국내 화장품 성공을 점치다

- Cody를 통해 판매 되는 매출이 웅진코웨이 매출의 약 80% 를 담당하고 있다는 점에 주목
- 고객당 약 1.54개의 웅진코웨이 제품을 사용하고 있다는 점을 감안했을 때 국내에서 웅진코웨이의 제품을 사용하는 실질 가구 수는 약 316만 가구로 국내 전체 가구 1,715만(2010년 추정) 중 약 18%는 웅진코웨이 제품을 이미 이용
- CODY 조직이 직접 화장품 판매를 하지는 않을 것이나, 사업 초기에는 동 조직을 통한 홍보를 적극적으로 할 예정

주력사업군인 렌탈은 안정적인 캐시카우, 이제는 신규사업, 신규시장 성장성에 가치 부여

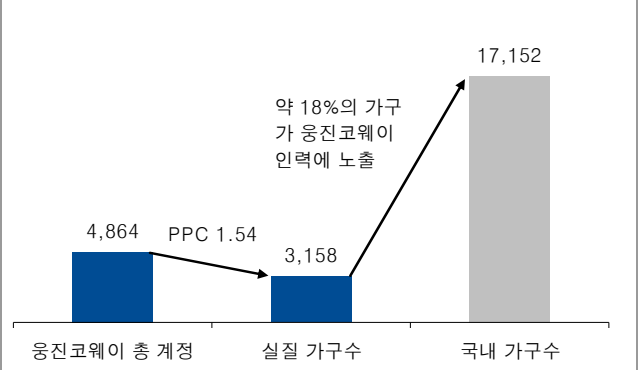
- 3분기 실적을 점검해 본 결과, 매출액은 약 6~7%의 성장률을 기록, 영업이익률은 화장품 런칭 비용으로 약 14%를 기록
- 해외 자회사 중 지속적인 관심의 대상인 중국 화장품 매출 또한 40%에 달하는 매출 성장을 지속하고 있는 것으로 파악되었으며, 향후 높은 성장의 잠재력을 보유하고 있는 말레이시아 지역의 생활가전 렌탈 사업도 순항 중인 것으로 파악

회사측의 국내 화장품 매출 전망



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

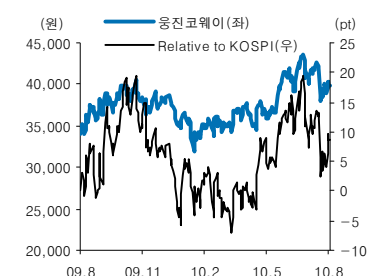
이미 총 가구의 18%는 웅진코웨이 생활가전을 이용 중



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

12월 결산 (십억원)	2009A	2010F	2011F	주가지수 및 상대주가지수
매출액	1,412	1,498	1,630	(%) 절대수익률 상대수익률
영업이익	204	228	259	1M -1.0 1.2
세전이익	203	239	282	3M 11.0 3.4
순이익	153	187	220	6M 14.5 6.1
EPS(원)	2,023	2,420	2,854	시가총액 3,070십억원
PER(H/L) (배)	20.0/11.6	16.4	13.9	발행주식수 77,125천주
PBR(H/L) (배)	5.7/3.3	4.6	3.7	60일 평균거래량 274천주
EV/EBITDA(H/L) (배)	9.5/5.5	7.4	6.6	60일 평균거래대금 11,023백만원
ROE (%)	24.0	25.4	25.8	주요주주 웅진홀딩스 31.6%

주가차트



베일에 가려져 있던 국내 화장품 사업, 이제 그 모습을 드러내다

웅진코웨이의 국내 화장품 시장 진출이 드디어 베일에서 벗어나 본격적인 영업을 시작한다. 9월1일부터 방문판매 채널을 통한 화장품 제품 판매가 시작될 예정이다. 이제는 중국 화장품뿐만 아니라, 국내에서의 화장품 시장의 한 player로서 활동이 시작됨에 따라, 제대로 된 화장품 주로서의 시동이 걸릴 예정이다. 동사의 국내 화장품 시장 진출계획이 연초에 발표된 이후, 자체 브랜드에 대한 성공 가능성 보다 해외 브랜드 병행 도입에 대한 투자자들의 관심이 뜨거웠던 것이 사실이나, 당사는 동사가 생활가전 방문판매에서 구축한 동 채널에서의 영업력이 화장품 사업에서도 십분 발휘될 수 있을 것으로 판단한다.

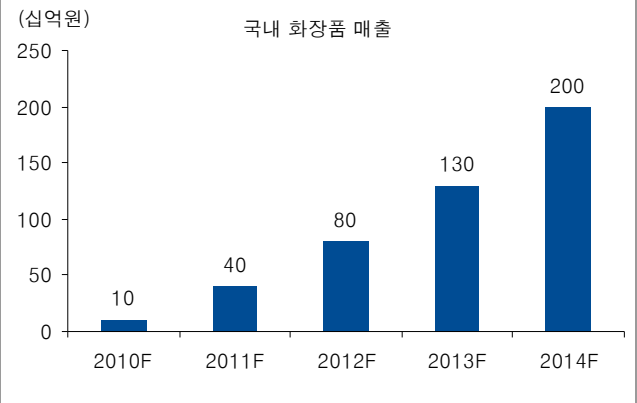
9월 런칭은 약 1,000명 (약 50개 지점)의 판매인력과 함께 시작하여, 2010년 말까지 약 1,500명의 판매 인력을 구성(약 150개 지점)한다는 계획이다. 방문판매 시장의 강자인 아모레퍼시픽(2Q09 말 기준 약 38,300명)과 LG생활건강(2Q09 말 기준 약 12,515명)에는 한참 못미치는 수준이나, 2012년 말까지는 아모레퍼시픽의 약 1/4 수준인 9,000명~1만명까지 확대하여 2013년 이후부터는 국내 화장품 시장에서 3위권에 진출한다는 계획이다. 2009년 기준 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 화장품 사업 부문 매출액은 각각 1조 4,743억원, 6,198억원(더페이스샵 제외)으로 시장에서 차지하는 점유율이 각각 35.1%, 12.9%로 독보적이다. 그러나, 국내 화장품 업체중 3위권이라고 판단되는 코리아나 화장품과 한국 화장품의 2009년 매출액은 각각 1,115억원과 510억원으로 크게 차이가 나고 있다. 기존 생활가전 방문판매에서 약 13년간 쌓아온 노하우를 바탕으로 의미있는 3위권 진입에 대한 가능성은 그리 어둡지않은 않아 보인다.

그림1 Re:NK 제품 모습



자료: 토러스투자증권 리서치센터

그림2 회사측의 웅진코웨이 화장품 매출액 전망



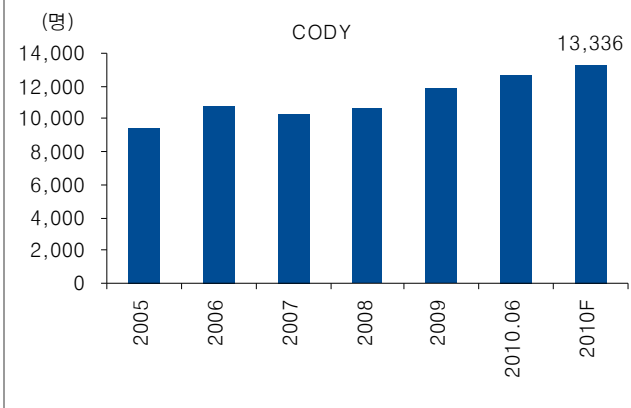
자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

방문판매의 노하우를 바탕으로 국내 화장품 성공을 점치다

동사의 생활가전제품의 주력 판매 채널인 방문판매 인력인 Cody를 통해 판매 되는 매출이 웅진코웨이 매출의 약 80%를 담당하고 있다는 점에 주목해보자. 2Q10말 기준 CODY는 12,641명으로 CODY당 약 380개 계정을 유지하고 있다. 동사의 전체 계정은 2Q10말 기준 약 486만개 계정으로 과거 4개년간 연평균 약 4~5%씩 꾸준히 확대되고 있는 상황이다. 고객당 약 1.54개의 웅진코웨이 제품을 사용하고 있다는 점을 감안했을 때 국내에서 웅진코웨이의 제품을 사용하는 실질 가구수는 약 316만 가구로 국내 전체 가구 1,715만 중 약 18%는 웅진코웨이 제품을 이미 이용하고 있다고 파악된다.

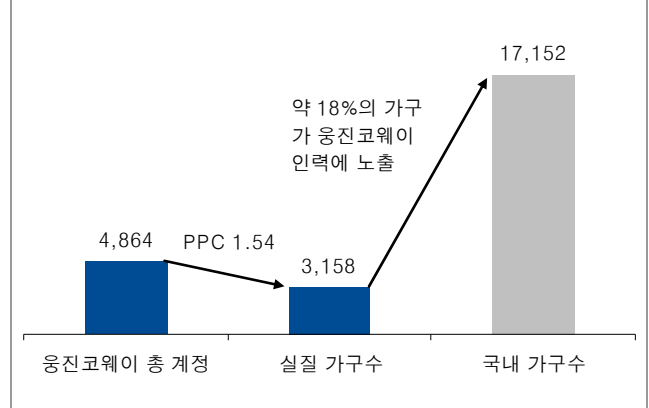
CODY 조직이 전문성을 위해 직접 화장품 판매를 하지는 않을 것이나, 사업 초기에는 동 조직을 통한 홍보를 적극적으로 할 예정이다. 앞에서 언급하였듯이, 이미 국내 가구의 약 18% 이상의 웅진코웨이 조직이 실질적으로 노출이 되어있으며, 여기에 프리미엄 제품의 이미지 확대를 위해 배우 고희정을 기용한 TV광고가 9월 말부터 집행될 예정으로 브랜드 인지도 확대는 초기에 강하게 드라이브가 걸릴 전망이다.

그림3 생활가전 판매 인력 CODY 현황



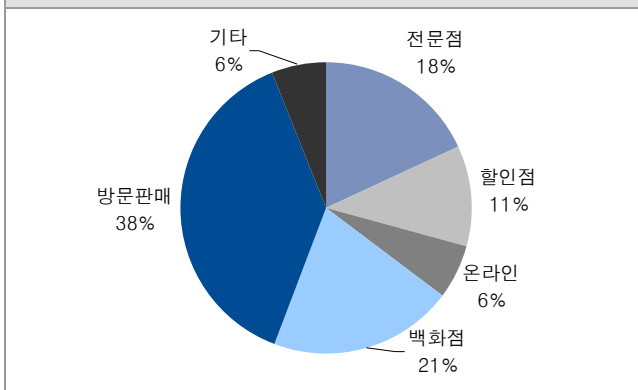
자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림4 약 18%의 가구가 웅진코웨이 생활가전을 이용 중



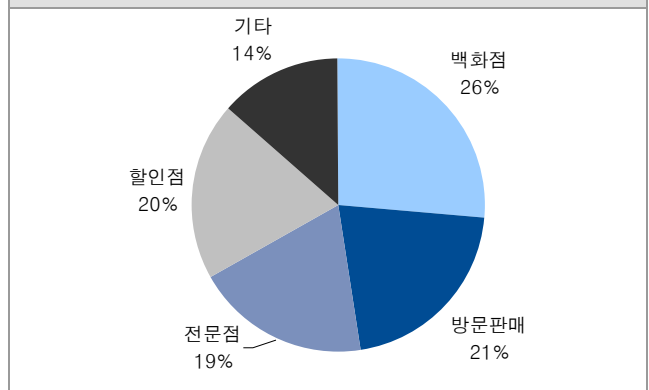
주: PPC(Product Per Customer) – 고객당 사용하는 웅진코웨이 제품수
 자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림5 아모레퍼시픽의 방문판매 채널 비중



자료: 아모레퍼시픽, 토러스투자증권 리서치센터

그림6 LG생활건강의 방문판매 채널 비중



자료: LG생활건강, 토러스투자증권 리서치센터

주력사업군인 렌탈은 안정적인 캐시카우, 이제는 신규사업, 신규시장 성장성에 가치 부여

3분기 동사의 실적은 점검해 본 결과, 매출액은 약 6~7%의 성장률을 기록하고 있는 것으로 판단되며, 영업이익률은 약 14%를 기록하고 있는 것으로 보인다. 3분기의 영업이익률이 1,2분기의 사상 최고의 영업이익률 16%보다 축소될 것으로 전망되는 이유로는 국내 화장품 런칭에 따른 컨설팅 비용, 마케팅 비용의 증가 때문으로 분석된다. 동 비용 제외시에는 1,2분기에 이어 16%에 달하는 이익률이 유지되고 있는 것으로 판단된다.

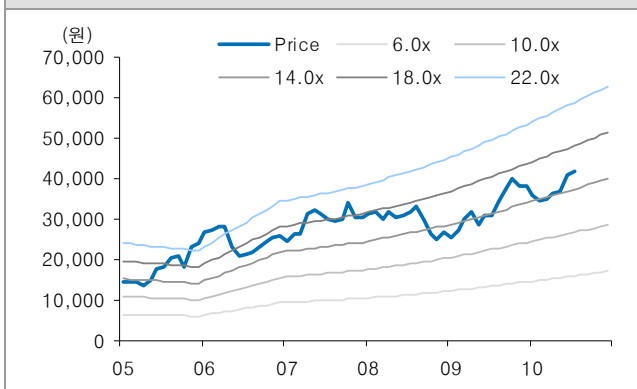
해외 자회사 중 지속적인 관심의 대상인 중국 화장품 매출 또한 40%에 달하는 매출 성장을 지속하고 있는 것으로 파악되었으며, 향후 높은 성장의 잠재력을 보유하고 있는 말레이시아 지역의 생활가전 렌탈 사업도 순항 중인 것으로 파악된다. 국내 시장에서의 중요한 캐시카우 역할을 담당하고 있는 생활가전 렌탈 사업이 타 국가에서의 성공 전례가 없었던 가운데 (2009년 중국 법인의 생활가전 매출 약 25% 성장, 아직까지 손실 기록 중), 향후 말레이시아의 사업 확장이 동사 가치에 의미 있는 기여를 할 것으로 전망된다. 2009년 1분기 약 280명에 불과하였던 판매, 유지보수 인력이 2010년 1분기 기준 약 1,700명 이상으로 확대되었으며, 2010년 들어 약 월평균 5,000대 이상의 판매가 지속되고 있어 1Q10말 기준 누적 계정수 2만여대에서 2010년 말까지 약 4만 5천대까지 확보될 전망이다. 말레이시아 법인이 중국 법인처럼 동사 가치에 기여하는 시기는 2011년부터가 될 전망이다에 따라 향후 동 지역에 대한 관심을 지속적으로 유지해야 할 것으로 판단된다.

valuation 매력이 화장품에서 뿔어져나오다

웅진코웨이의 valuation 매력은 화장품 시장에서 뿔어져나올 전망이다. 중국 화장품 시장에서의 높은 외형 성장 지속, 국내 화장품 진출 성공여부가 주가의 catalyst로 작용될 전망이다.

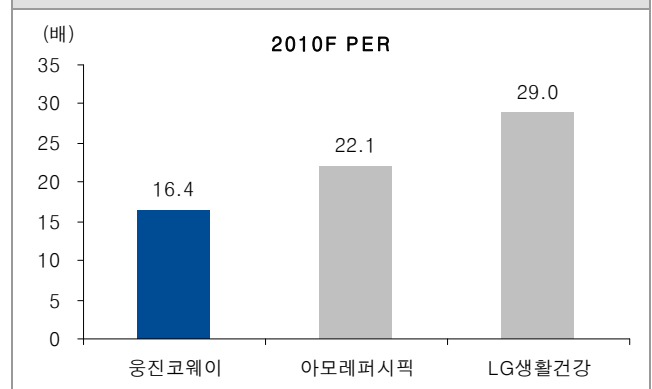
2010년 웅진코웨이 중국 화장품 매출액은 위안화 기준으로 약 39% 성장이 전망되어 고성장세를 지속해 나갈 것으로 판단된다. 대리상을 통한 점포수는 연간 약 2,000개 확대되어 연말까지 약 10,000개를 확보할 전망이며, SASA등의 시판채널 확대도 동반될 예정이다. 여기에, 앞에서도 지속적으로 언급한 국내 화장품 시장 진출 성공 여부가 동사 주가의 모멘텀으로 작용될 것으로 판단된다.

그림7 웅진코웨이 PER band 차트



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림8 화장품 업체들의 2010년 예상 실적 기준 PER



자료: 토러스투자증권 리서치센터