

Analyst  
 신정현  
 junghyun81.shin@samsung.com  
 02 2020 7753

## 웅진코웨이 (021240/43,200원 /BUY/TP: 49,000원)

### 이익률 개선세 지속, 자회사 웅진케미칼 호조

3분기 매출액은 6% 증가한 3,780억원. 총계정이 전년동기대비 6% 증가하며 렌탈관련 매출은 4% 증가. 영업이익은 15% 증가한 571억원. 영업이익률은 15.1%로 전년 동기대비 0.9%p 개선되며 이익률 개선세가 지속되고 있음. 화장품 런칭관련 광고선전비 26% 증가에도 1) 인건비율 축소, 2) 판매수수료 체계 변경으로 인한 판매수수료 감소 및 3) 해약률 하락(0.96%로 y-y로 0.09%p 하락)으로 인한 렌탈자산폐기손실 감소때문. 세전이익과 순이익은 각각 20%, 22% 증가한 595억원, 452억원. 중국법인의 지분법 손실에도 웅진케미칼의 수익성 개선으로 지분법 이익이 크게 증가했기 때문. 웅진케미칼의 3Q누적 지분법이익은 전년동기대비 190% 증가한 131억원.

### 예상대로 부진했던 3분기 중국 화장품 사업, 그러나 4분기부터 예전 기조 복귀

중국 3분기 화장품 사업은 위안화 기준 매출액 5% 증가, 영업이익 14% 감소하며 예상대로 부진(영업이익률은 32%). 그러나 10월 매출은 40% 내외로 증가하며 다시 기존의 매출증가세를 유지하고 있어, 연간으로는 매출 30% 증가, 영업이익률 35%로 가이던스 (매출 40% 증가, 영업이익률 35%)보다 소폭 낮은 수준의 이익 실현이 예상됨. 3분기동안 기존점포수는 670개, 시판점포수는 115개 증가해 총 기존점포수 및 시판점포수는 9,900개, 382개로 점포수 증가가 지속적으로 진행되고 있는 점이 긍정적.

### 국내 화장품사업 - 초기 프로모션 호조는 긍정적

9월 중순부터 판매한 국내 화장품 브랜드 '리엔케이'는 초기 프로모션 (더 퍼스트 멤버십), TV광고 등에 힘입어 현재까지 매출이 약 60억원정도인 것으로 추정됨. 이는 연간 가이던스 매출 100억원의 60%로 수준으로 실제로는 연간 120억원의 매출을 기록할 것으로 예상됨. 초기 프로모션 이후의 매출이 중요하지만, 초기 프로모션의 호조는 긍정적으로 판단함. 이는 1) 판매원을 확보하고, 2) 그 판매원들이 일정 수준이상의 수입을 얻으며, 3) 고객들의 제품에 대한 구전마케팅 효과를 기대할 수 있어 방판사업의 조기 정착에 기여할 수 있기 때문. 현재 1,285명의 판매원을 확보했으며 내년 상반기까지 3,000명까지 늘릴 계획.

### BUY의견과 49,000원 목표주가 유지

현 주가는 2011년 P/E 15.7배로 1) 환경가전 사업 안정적 외형성장과 꾸준한 이익률 개선, 2) 중국 화장품 포수의 지속적 증가에서 보여주는 견조한 성장잠재력 및 3) 계획대로 진행되고 있는 국내화장품 사업 고려시 부담스럽지 않은 주가 수준. 또한 웅진케미칼의 호조 지속과, 아직은 손실을 기록하는 말레이시아법인이 내년에는 본격적 흑자를 보일 것이라 예상하며 BUY의견과 49,000원 목표주가 유지.

\* 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다

#### ■ PERFORMANCE

12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
EPS (원)*	2,023	2,402	2,752
BPS (원)	6,996	8,634	10,444
ROE (%)	24.7	25.2	25.0
Asset turnover (배)	1.2	1.2	1.2
영업이익률 (%)	14.5	15.1	15.4
순이익/영업이익 (%)	75.0	80.5	82.6
Financial leverage(배)	1.8	1.8	1.7

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨  
 자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

#### ■ RATIOS

12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
매출액 성장률 (%)	7.4	8.3	9.3
EPS 성장률 (%)	16.7	18.7	14.6
P/E (배)	19.0	18.0	15.7
P/B (배)	5.5	5.0	4.1
EV/EBITDA (배)	9.0	9.1	8.1
배당수익률(보통주, %)	2.4	2.8	3.2
Net debt to equity(%)	30.3	22.0	15.5