



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

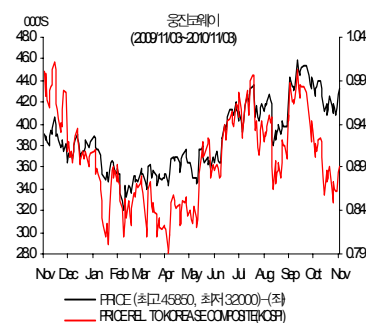
Buy (Maintain)

목표가(6M) 49,500원
증가(2010/11/03) 43,350원

Stock Indicator

자본금	407억원
발행주식수	7,712만주
시가총액	33,434억원
외국인지분율	44.60%
배당금(2009)	840원
EPS(2010E)	2,306원
BPS(2010E)	8,538원
ROE(2010E)	24.3%
52주 주가	32,000~45,850원
60일평균거래량	367,403주
60일평균거래대금	154.7억원

Price Trend



웅진코웨이 (021240)

중국 아쉬움, 4분기 회복 기대

■ 3Q10 기대치 부합, 중국 실적은 아쉬움

3분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 6.4%, 14.7% 성장한 3,780억원과 571억원을 기록하였다. 당사 기대치(매출 3,786억원, 영업이익 568억원)에 부합하는 양호한 수준이다. 전년도 일시불 판매 확대에 따른 멤버쉽 부문(yoy 11.1%)과 수출(yoy 29.8%) 및 수처리(250.7%) 부문 실적호조가 외형성장을 견인하였다. 영업이익 증가세는 지속되었으나, 화장품 런칭에 따른 프로모션 및 TV광고비 증가(yoy 26%, +32억원)로 수익성 개선세는 다소 둔화되었다(yoy 1.1%p). 중국법인 성장세의 둔화는 실망스런 수준이다. 위안화 기준 매출은 전년 동기대비 7.7%(71,028천 위안) 성장에 그쳤으며, 영업이익은 16,764천 위안으로 yoy (-)16.4%(영업이익률 23.6%) 역성장 하였다. 매출의 42%를 차지하는 산동성의 기상이변과 영업일수 감소로 화장품 부문 실적이 크게 저하되었기 때문이다(매출 yoy 5%, 영업이익 yoy (-) 14%). 당기순이익은 자회사 웅진케미칼 지분법 이익이 84억원으로 크게 증가하면서 yoy 22.1% 증가한 452억원을 기록하였다(단 웅진케미칼 순익 증가는 외환차익 등에 의한 일회적인 것으로 판단).

■ 중국 실망하기에는 이르다, 국내는 보수적 접근 유효

중국법인 실적은 수치로 볼 때 크게 실망스런 수준이지만, 영업력이나 펀더멘탈을 문제라고 판단하기에는 이른 감이 있다. 우선 전술한 바와 같이 기상이변이 주요인으로 파악되고 있으며, 향후 영업력을 가능해볼 수 있는 점포수는 9월말 기준 9,900개(QoQ +670개)로 올해 목표치인 1만개 달성에 무리가 없을 것으로 보이며, 시판 채널의 경우 왓슨스 등 382개(QoQ +115개)에 입점하여 향후 성장 잠재력을 높이고 있다. 10월의 경우 yoy 40% 이상의 성장을 회복한 것으로 파악되고 있다. 국내 화장품 사업의 경우 3분기 18억원 매출을 기록하였으며, 10월까지 약 70억원을 달성하여, 연간 목표 100억원 이상은 충분히 가능할 것으로 예측된다. 다만, 재구매를 통한 매출의 지속성 여부를 좀더 지켜보는 보수적 접근이 유효하다는 판단이다. 방문판매 시장의 경우 1) 이미 포화된 시장으로 2) 높은 브랜드 인지도와 제품의 퀄리티가 요구되는 프리미엄 시장이며, 3) 이미 아모레퍼시픽과 LG생활건강이 전체 시장의 약 95%를 차지하고 있는 만큼 시장점유율을 확대가 용이해 보이지는 않기 때문이다.

■ 목표주가 49,500원으로 하향, 투자의견 '매수' 유지

국내 화장품 사업 런칭에 따른 수익성 개선 둔화와 중국 화장품 부문의 불확실성 증대를 감안하여 목표주가를 50,500원에서 49,500원으로 하향한다. 목표주가 49,500원은 국내 사업부문(PER 19배)과 자회사 가치(중국법인 PER 25배, 웅진케미칼 지분가치)를 연도별 시간 가중치를 적용하여 산출하여 합한 수치다. 투자의견은 매수를 유지한다. 1) 국내 사업부문의 견조한 실적개선세가 유효하고, 2)수출 및 수처리 부문 사업성이 확대되고 있으며, 3) 중국법인 실적저하를 추세적이라고 보기에는 이르다는 판단 때문이다.

〈표1〉 웅진코웨이 3분기 실적

(단위: 억원)

	3Q09	2Q10	3Q10P	QoQ(%,%p)	YoY(%,%p)
매출	3,552	3,666	3,780	3.1	6.4
렌탈	2,673	2,735	2,767	1.2	3.5
멤버십	337	366	375	2.3	11.1
일시불판매	254	247	263	6.2	3.2
수출	118	172	153	-10.9	29.8
수처리	24	41	84	105.3	250.7
리빙 및 기타	145	104	156	50.0	7.6
영업이익	498	586	571	-2.7	14.7
경상이익	498	630	595	-5.6	19.4
순이익	370	468	452	-3.3	22.1
영업이익률(%)	14.0	16.0	15.1	-0.90	1.1
경상이익률(%)	14.0	17.2	15.7	-1.46	1.7
순이익률(%)	10.4	12.8	12.0	-0.79	1.5

자료 : 웅진코웨이, 하이투자증권, 단, 일시불판매는 화장품 매출 17.7억원 포함

〈표2〉 웅진코웨이 Valuation

(단위: 억원)

구분	2010E	2011E	비 고	지분율(%)
본사영업가치(A)	31,237	32,905		
수정세전이익	2,169	2,285	세전이익-외환수지-지분법손익	
법인세율	24.2%	24.2%		
수정당기순익	1,644	1,732		
적정PER	19.0	19.0	적정 PER 19배	
자회사가치(B)	4,639	5,556	영업 및 지분가치	
중국법인	2,682	3,598	적정 PER 25배	100
당기순익	107	144		
적정PER(배)	25	25		
웅진케미칼	1,958	1,958	시가총액 70% 반영	45
현재시가총액	6,215	6,215		
적정시가총액(A+B)	35,877	38,460		
발행주식수(천주)	77,125	77,125		
적정주가(원)	46,518	49,868		
적정주가II(원)	49,589		연도별 시간 가중치 적용	

자료 : 웅진코웨이, 하이투자증권

〈표3〉 웅진코웨이 연간실적 전망

(단위: 억원)

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
매출	14,119	15,159	16,081	16,794	17,468
렌탈	10,590	11,034	11,650	12,144	12,640
멤버십	1,380	1,470	1,528	1,572	1,615
일시불판매	786	1,156	1,639	1,800	1,957
수출	558	681	748	779	810
수처리	268	350	455	546	601
리빙 및 기타	538	575	603	631	660
영업이익	2,043	2,314	2,399	2,607	2,746
경상이익	2,027	2,392	2,563	2,871	3,106
순이익	1,533	1,778	1,943	2,239	2,423
적정시가총액	30,349	35,212	38,470	44,333	47,966
적정주가(원)	39,351	45,656	49,881	57,482	62,193
적정PER	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
EPS	1,987	2,306	2,519	2,903	3,141
영업이익률(%)	14.5	15.3	14.9	15.5	15.7
매출 (YoY,%)	7.4	7.4	6.1	4.4	4.0
영업이익 (YoY,%)	7.4	13.3	3.7	8.7	5.3
순이익 (YoY,%)	18.8	16.0	9.3	15.2	8.2

자료 : 웅진코웨이, 하이투자증권

Income Statement

(억원)	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	14,119	15,159	16,081	16,794
매출원가	4,602	5,037	5,350	5,571
매출총이익	9,518	10,123	10,731	11,223
판매비와관리비	7,475	7,809	8,332	8,616
영업이익	2,043	2,314	2,399	2,607
영업외손익	-15	79	165	263
금융손익	-94	-138	-101	-53
외환관련손익	-52	27	0	0
세전계속사업손익	2,027	2,392	2,563	2,871
계속사업법인세비용	494	614	620	632
계속사업이익	1,533	1,778	1,943	2,239
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	1,533	1,778	1,943	2,239

Balance Sheet

(억원)	2009	2010E	2011E	2012E
유동자산	5,095	5,774	6,148	6,455
현금 및 현금성자산	637	846	954	1,122
매출채권	1,946	2,105	2,317	2,424
재고자산	546	609	664	696
비유동자산	7,612	8,379	9,112	9,696
투자자산	2,019	2,520	2,800	3,126
유형자산	4,182	4,613	5,235	5,653
무형자산	1,411	1,246	1,077	917
자산총계	12,707	14,153	15,260	16,151
유동부채	5,418	4,543	4,507	4,171
매입채무	292	342	355	373
단기차입금	1,197	963	963	810
유동성장기부채	1,200	650	600	400
비유동부채	482	1,778	1,738	1,698
사채	0	0	0	0
장기차입금	300	1,700	1,660	1,620
부채총계	5,900	6,322	6,245	5,870
자본금	407	407	407	407
자본잉여금	1,419	1,419	1,419	1,419
자본조정	-315	-301	-301	-301
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	5,296	6,306	7,489	8,756
자본총계	6,807	7,831	9,014	10,282

Statement of Cash Flow

(억원)	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동현금흐름	3,117	2,580	2,881	3,392
당기순이익(손실)	1,533	1,778	1,943	2,239
유형고정자산감가상각비	1,282	1,207	1,253	1,384
무형자산상각비	199	239	229	220
운전자본의 증감	-463	-174	-252	-123
투자활동 현금흐름	-2,761	-2,369	-1,773	-1,859
유형자산투자	-2,179	-1,934	-1,875	-1,801
투자유가증권투자(순)	-26	-286	0	0
재무활동 현금흐름	-523	-2	-1,000	-1,164
차입금증가	-186	766	-40	-193
자본의증가	0	0	0	0
현금의증가	-124	209	108	168
기초현금	761	637	846	954
기말현금	637	846	954	1,122

Key Financial Data

	2009	2010E	2011E	2012E
주당데이터(원)				
SPS	18,639	19,655	20,850	21,775
EPS	2,023	2,306	2,519	2,903
CFPS	3,979	4,180	4,441	4,983
EBITDA/S	4,651	4,874	5,032	5,460
BPS	6,996	8,538	10,292	12,143
DPS(원)	840	996	985	1,260
배당수익률(%)	2.2	2.3	2.3	2.9
Valuation(Multiple)				
P/E	20.0	11.6	18.8	17.2
P/CF	10.2	5.9	10.4	9.8
P/S	2.2	1.2	2.2	2.1
P/BV	5.8	3.4	5.1	4.2
P/EBITDA	8.9	5.0	8.9	8.6
EV/EBITDA	9.5	5.5	9.5	9.2
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	24.0	24.3	23.1	23.2
EBITDA이익률	25.0	24.8	24.1	25.1
부채비율	86.7	80.7	69.3	57.1
순금융비용부담률	0.7	0.9	0.6	0.3
이자보상배율(x)	16.3	13.3	17.9	29.7
매출채권회전율(x)	8.2	7.5	7.3	7.1
재고자산회전율(x)	8.2	8.7	8.4	8.2

자료 : 하이투자증권, 웅진코웨이

주가와 목표주가의 추이



투자등급 추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2010-11-05	Buy	49,500						
2010-10-12	Buy	50,500						
2010-06-22	Buy	48,400						
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 종목에 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사 및 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 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 박종대)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 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 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함.
-Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 증가대비 +15%미만, -15%미만 -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액 기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)