

2010년 11월 5일

토러스투자증권 리서치센터 Analyst 박수민

02) 709-2591 soomin.park@taurus.co.kr

# 웅진코웨이 (021240) 3Q10 Review: 기대치에 부합, 그러나 중국 외형 성장 부진

**BUY (유지)**

목표주가 / 현재주가 (11월4일) / 상승여력: **48,000원 / 43,200원 / 11.1%**

## 3분기 실적, 기대치에 부합하였으나, 중국 외형 성장은 부진

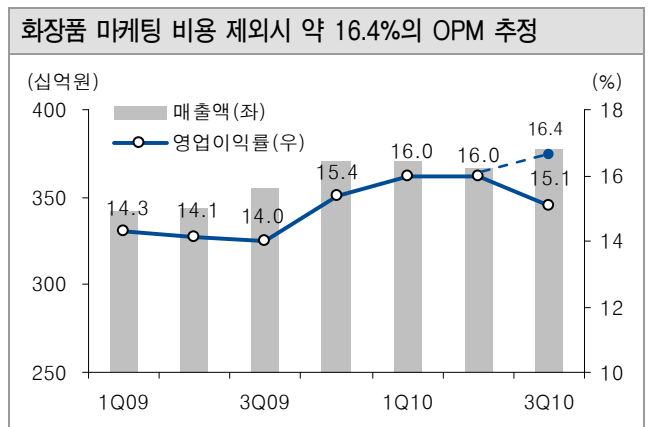
- 3분기 매출액은 약 6.4% YoY 성장한 3,780억원, 영업이익은 14.7% YoY 성장한 571억원. 당사 추정치에 부합
- 렌탈 약 3.5% 증가, 멤버십 약 11% 증가, 일시불 약 3.7% 감소. 일시불 매출 감소는 3Q09의 기고효과에 따름. 9월 중순에 런칭된 국내 화장품 사업의 매출은 약 17.7억원의 매출을 기록. 10월 말 판매 인력 1,285명까지 확대
- 영업이익률은 15.1% (+ 1.1%p YoY)를 기록, 당사 예상치(14.8%)를 소폭 상회. 화장품 런칭 비용(약 50억원)을 제외하면 주사업군에서는 16%를 상회하는 높은 영업이익률을 지속
- 중국화장품의 위안화 기준 매출액은 약 5% 성장하며, 상반기 성장을 약 41.5% 대비 크게 축소. 홍수 등 날씨의 영향으로 영업일수가 크게 감소하며 화장품 매출 성장을 축소
- 중국 화장품 영업이익률 또한 전년동기의 39.3%에서 약 7%p 축소. 그러나, 긍정적인 부분은 점포수가 9월 말 기준으로 약 9,900개로, 전년도말 대비 2,040개, 전분기말 대비하여서 670개 확대되어, 연간 10,000개 확장에 거의 도달했다는 점

## 4분기 이후의 웅진코웨이를 어떻게 봐야할까?

- 향후, 동사 주가에 의미있게 작용할 요인은 크게 2가지. 1) 중국 화장품 매출 성장세 회복, 2) 국내 화장품의 성공적 안착
- 10월까지 국내 화장품 매출은 연간 목표인 100억원의 약 60~70% 수준까지 달성
- 10월 중국 화장품 매출액은 약 40~50% 증가한 1,900만 RMB로 확인되어, 외형 성장을 확대는 진행되고 있음
- BUY 투자 의견, 목표주가 48,000원 유지

(십억원)	3Q09	3Q10P	% YoY	당사추정	과리율 (%)
매출액	355.2	378.0	6.4	374.7	0.9
영업이익	49.8	57.1	14.7	55.5	2.8
세전이익	49.8	59.5	19.5	58.3	2.2
순이익	37.0	45.2	22.1	45.1	0.3
영업이익률 (%)	13.4	15.4	2.0%p	14.8	0.6%p
세전이익률 (%)	13.4	16.0	2.6%p	15.6	0.5%p
순이익률 (%)	10.0	12.2	2.2%p	12.0	0.1%p

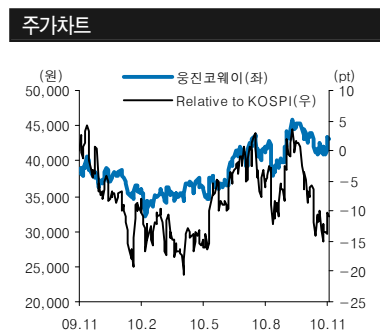
자료: 웅진코웨이, Fnguide, 토러스투자증권 리서치센터



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

12월 결산 (십억원)	2009	2010F	2011F
매출액	1,412	1,509	1,670
영업이익	204	234	270
세전이익	203	251	290
순이익	153	195	226
EPS (원)	2,023	2,535	2,930
PER (H/L) (배)	20.0/11.6	17.0	14.7
PBR (H/L) (배)	5.7/3.3	4.9	4.0
EV/EBITDA (H/L) (배)	9.5/5.5	7.9	6.9
ROE (%)	24.0	26.4	26.1

주가지수 및 상대주가추이	절대수익률	상대수익률
(%)		
1M	1.4	-2.0
3M	3.6	-5.0
6M	20.5	7.5
시가총액	3,332십억원	
발행주식수	77,125천주	
60일 평균거래량	370천주	
60일 평균거래대금	15,581백만원	
주요주주	웅진홀딩스 28.4%	



### 3분기 실적, 기대치에 부합하였으나, 중국 외형 성장은 부진

웅진코웨이의 3분기 매출액은 약 6.4% YoY 성장한 3,780억원, 영업이익은 14.7% YoY 성장한 571억원으로 집계되어, 당사 추정치에 부합하였다. 영업외에서는 지분법 이익이 전년동기대비 약 34억원 증가하면서 순이익에서 지분법이 기여하는 비중이 약 1.8%p 확대된 6.6%를 기록하였다.

**표1** 웅진코웨이 3Q Review

(십억원)	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	% YoY	% QoQ	당사추정치	% 괴리율	컨센서스
매출액	355.2	371.4	371.3	366.6	378.0	6.4	3.1	374.7	0.9	379.6
영업이익	49.8	57.1	59.4	58.6	57.1	14.7	-2.7	55.5	2.8	56.4
세전이익	49.8	53.1	59.0	63.0	59.5	19.5	-5.5	58.3	2.2	58.0
순이익	37.0	40.3	42.1	46.8	45.2	22.1	-3.3	45.1	0.3	43.7

자료: 웅진코웨이, Fnguide, 토러스투자증권 리서치센터

부문별로는, 매출의 약 73%를 차지하고 있는 렌탈 매출액이 약 3.5% 증가, 멤버십 매출액은 약 11% 증가, 일시불 매출액은 약 3.7% 감소하였다. 계정수는 약 6% YoY 증가한 493만 계정, 3분기까지 누계로 순증 계정은 약 19.4만으로 연간 목표치인 26.8만 계정의 72% 수준까지 확보하였다. 일시불 매출액이 감소한 요인으로는 2009년 3분기의 높은 기고효과에 기인한다. 2009년 3분기에는 2009년 7월 출시된 음식물 처리기가 출시 프로모션을 통해 판매가 증가하였으며, 신종플루 및 가을황사의 영향으로 공기청정기 판매가 증가하였었다.

수출은 약 29.8% 증가한 153억원을 기록하였는데, 해외법인항 수출이 전년동기대비 약 160% 증가하였기 때문으로 분석된다. 특히, 말레이시아 법인의 3분기 매출액이 2분기 성장률과 비슷한 약 60%를 기록한 것으로 파악되어, 본사에서 법인으로의 매출이 확대된 것으로 파악된다.

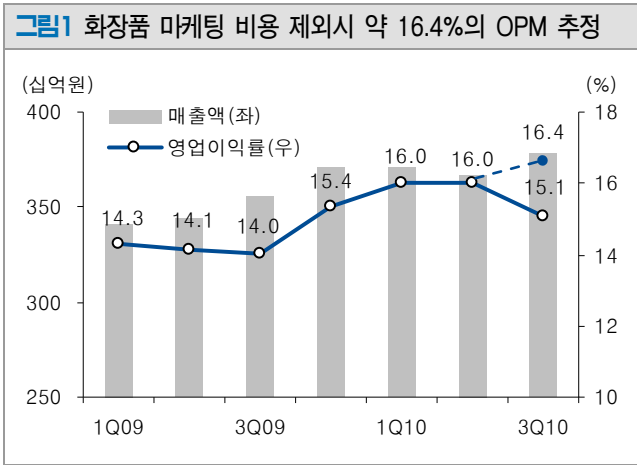
9월 중순에 런칭된 국내 화장품 사업의 매출은 약 10일간의 영업일수를 통해서 약 17.7억원의 매출을 기록한 것으로 파악되며, 9월 말 약 838명이었던 판매인은 10월 말 1,285명까지 확대되었다.

영업이익률은 15.1% (+ 1.1%p YoY)를 기록, 당사 예상치(14.8%)를 소폭 상회하였는데, 일시불 및 수출 제품등의 고원가율 제품 판매 증가로 매출원가율이 1.1%p 확대되었음에도 불구하고, 판매 조직 수수료 효율적 관리로 매출액 대비 판매비율이 2.2%p 개선되었기 때문이다. 화장품 런칭 비용(약 50억원)을 제외하면 주사업군에서는 16%를 상회하는 높은 영업이익률을 지속하였다.

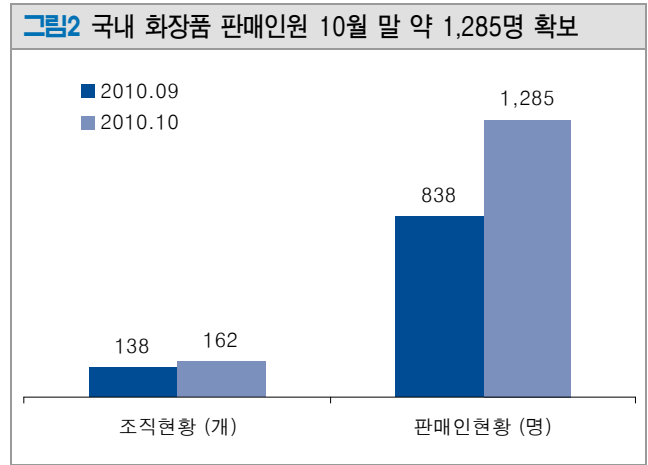
**표2** 부문별 실적

(십억원)	3Q10	3Q09	% YoY	2Q10	% QoQ
매출액	378.0	355.2	6.4	366.6	3.1
렌탈	276.7	267.3	3.5	273.5	1.2
멤버십	37.5	33.8	11.1	36.6	2.3
일시불	24.5	25.4	-3.7	24.7	-1.0
수출	15.3	11.8	29.8	17.2	-10.9
수처리	8.4	2.4	250.7	4.1	103.5
기타	15.6	14.5	7.8	10.4	50.4

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



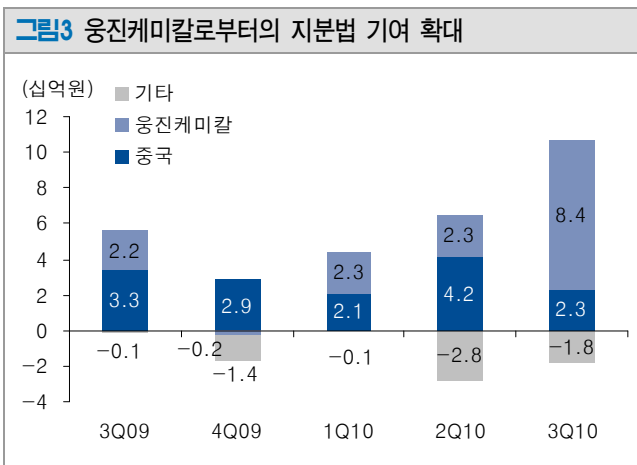
자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



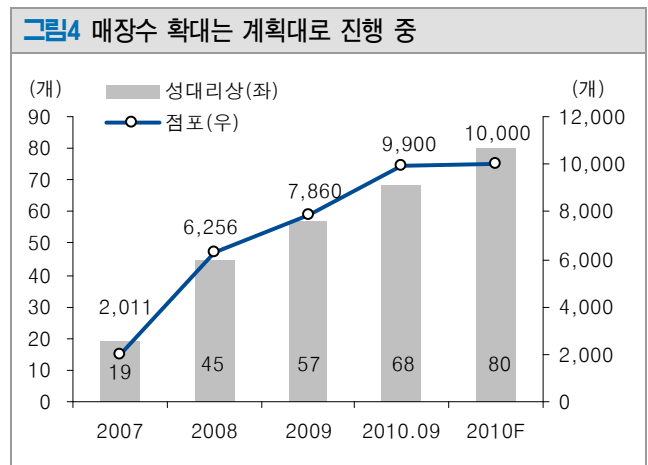
자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

영업외 수지는 전년동기대비 약 24억원 이익을 기록하였다(+ 24억원 YoY). 웅진케미칼으로부터의 지분법 이익이 약 84억원, 중국법인으로부터 약 23억원의 지분법 이익 기여가 있었다. 웅진케미칼의 3분기 매출액은 전년동기대비 약 6.9% 성장하였으나, 매출의 약 70% 비중을 차지하고 있는 Fiber 부분의 수익성 개선등으로 인해 영업이익 성장률은 91%를 기록하였으며, 외환 차익 및 지분법 이익 확대등으로 순이익은 약 4배 증가하여, 지분법에 크게 기여하였다.

중국화장품의 위안화 기준 매출액은 약 5% 성장하며, 상반기 성장률 약 41.5% 대비 크게 축소되었다. 홍수 등 날씨의 영향으로 영업일수가 크게 감소하며 화장품 매출 성장을 축소시켰다. 영업이익률 또한 전년동기의 39.3%에서 약 7%p 축소된 32.2%를 기록하였다. 또한, 금년부터는 법인세 지급이 시작되어, 지분법 이익의 축소의 결과로 나타나게 되었다. 그러나, 긍정적인 부분은 점포수가 9월 말 기준으로 약 9,900개로, 전년도말 대비 2,040개, 전분기말 대비하여서 670개 확대되어, 점포 확장 속도가 느리게 진행되지는 않았다는 점이다.



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

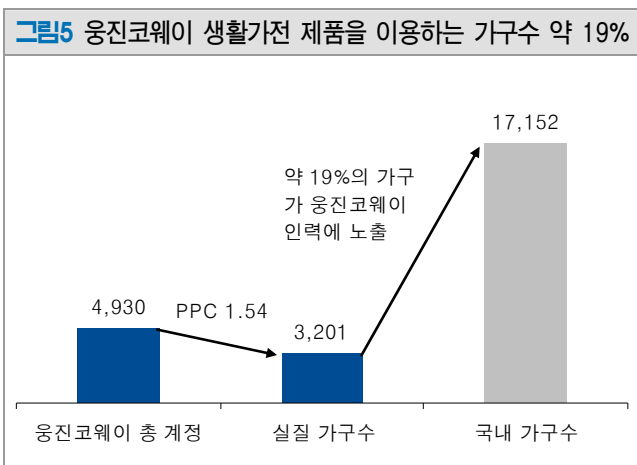
### 4분기 이후의 웅진코웨이를 어떻게 봐야할까?

향후, 웅진코웨이 주가에 의미있게 작용할 요인을 크게 2가지로 나눌 수 있다. 1) 중국 화장품 매출 성장세의 회복과 2) 국내 화장품 사업의 성공적 안착이다. 물론, 주요 사업부인 생활가전 렌탈이 꾸준한 캐시카우 역할을 해준다는 가정하에서다.

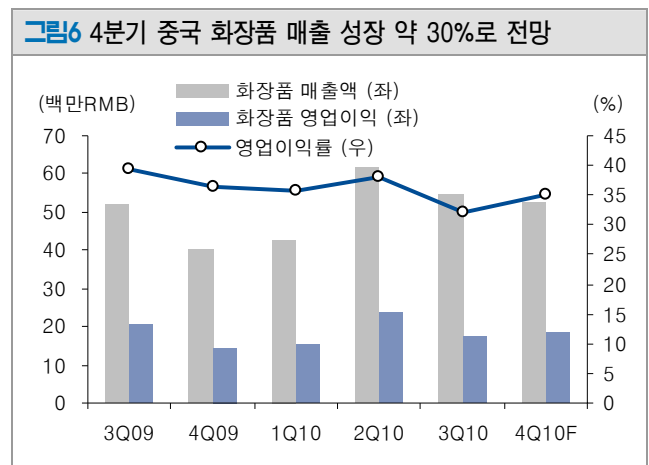
웅진코웨이의 4분기 매출액은 약 5.9% 증가하는 3,934억원, 영업이익은 약 3.6% 증가하는 592억원으로 전망한다. 영업이익률은 약 15%로 전망하는데, 4분기에도 화장품 관련 비용이 약 70억원 이상 발생할 것으로 예상됨을 반영하였다. 동 비용을 제한다면, 주요 사업부인 생활가전 사업부에서는 16% 이상의 영업이익률을 지속할 수 있을 전망이다.

**국내 화장품 매출**은 10월까지 누계로 연간 목표 매출액 100억원의 60~70% 가까이 달성한 것으로 파악되어 2010년에는 100억원 매출 달성은 가능하다는 판단이다. 기존 웅진코웨이 제품을 사용하고 있는 가구수가 국내 전체 가구수의 약 19%를 차지하고 있으며, CODY 인력이 정기적 (2개월마다)으로 동 가구들을 방문하고 있다는 점에 주목할 필요가 있어보인다. CODY를 통한 판매는 하지 않을 계획이지만, 홍보채널로서 적극 활용하고 있어 마케팅 수단으로서 효과를 십분 발휘할 수 있을 것으로 판단되기 때문이다. 2011년에도 남성 라인 강화, 천연 원료를 사용한 기능성 제품 출시등 라인업 강화를 통해 매출액 400억원 이상을 회사측에서는 제시하고 있다.

**중국 화장품의 4분기 매출 성장률 회복은 가능한가?** 당사는 2010년 웅진코웨이 화장품 매출액을 기존 예상치 대비 약 8% 하향 조정한 2억1천만 RMB(+28%)로 전망한다. 3분기 부진한 외형 성장률을 반영하였기 때문이다. 그러나, 10월 중국 화장품 매출액은 전년동월대비 약 40~50% 성장한 1,900만 RMB를 기록한 것으로 파악되어, 이를 바탕으로 4분기 매출액은 전년동기대비 약 30% 증가한 약 5천3백만 RMB로 전망한다.



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

**BUY 투자 의견, 목표주가 48,000원 유지**

웅진코웨이에 대해 BUY 투자 의견과 목표주가 48,000원을 유지한다. 현 주가에서 상승 여력은 크지 않으나, 브랜드 인지도 확대를 바탕으로 국내 화장품 매출액이 4분기 매출액이 더욱 확대하는 시점에서, 그리고 4분기 중국 화장품의 매출 회복이 가시화 되는 시점에서 목표주가 상향 여부를 결정할 예정이다. 웅진코웨이의 2010년과 2011년 매출액을 각각 6.9%, 10.6% 증가하는 1조 5,093억원과 1조 6,699억원으로 전망하며, 영업이익률을 각각 15.5%, 16.1%로 전망한다.

Income Statement					
12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	1,314	1,412	1,509	1,670	1,777
증가율 (%)	8.4	7.4	6.9	10.6	6.4
매출원가	407	460	495	536	561
증가율 (%)	5.8	13.0	7.6	8.2	4.6
매출총이익	907	952	1,014	1,134	1,217
매출총이익률 (%)	69.0	67.4	67.2	67.9	68.5
판매비와 일반관리비	717	747	780	865	917
% of Sales	54.6	52.9	51.7	51.8	51.6
영업이익	190	204	234	270	300
증가율 (%)	17.9	7.4	14.7	15.0	11.2
EBITDA	331	352	440	489	533
EBITDA Margin (%)	25.2	25.0	29.1	29.3	30.0
영업외손익	-5	-2	16	20	28
순금융수지	-8	-9	-12	-10	-7
외화관련손익	10	-5	1	0	0
투자자산관련손익	0	-1	0	0	0
유형자산처분손익	-3	0	0	0	0
지분법평가손익	-1	14	27	30	36
법인세전계속사업손익	185	203	251	290	328
계속사업손익법인세	56	49	55	64	72
계속사업손익	129	153	195	226	256
증가율 (%)	11.0	18.8	27.5	15.6	13.1
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	129	153	195	226	256
당기순이익률 (%)	9.8	10.9	13.0	13.5	14.4
수정순이익	124	147	173	203	228

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
12월 결산	2008	2009	2010F	2011F	2012F
EPS (원)	1,734	2,023	2,535	2,930	3,314
수정EPS (원)	1,671	1,941	2,239	2,630	2,952
BPS (원)	7,144	7,123	8,857	10,819	12,922
CPS (원)	4,581	4,760	4,850	5,410	5,891
DPS (원)	870	1,010	1,250	1,450	1,575
PER (x)	15.4	19.0	17.0	14.7	13.0
수정PER (x)	16.0	19.8	19.3	16.4	14.6
PBR (x)	3.7	5.4	4.9	4.0	3.3
EV/EBITDA (x)	6.3	9.0	7.9	6.9	6.2
P/EBITDA (x)	6.0	8.4	7.6	6.8	6.2
EBITDA증가율(%)	9.4	6.3	24.8	11.2	9.0
세전계속사업이익증가율(%)	18.7	9.7	23.6	15.6	13.1
순이익증가율(%)	11.0	18.8	27.5	15.6	13.1
EPS증가율(%)	11.0	16.7	25.3	15.6	13.1
영업이익률 (%)	14.5	14.5	15.5	16.1	16.9
세전계속사업이익률 (%)	14.1	14.4	16.6	17.3	18.4
ROE (%)	22.9	24.0	26.4	26.1	25.5
ROA (%)	12.9	13.1	13.9	13.9	14.1
ROIC (%)	22.1	22.6	23.2	25.5	27.0
부채비율(%)	79.6	86.7	92.3	85.3	77.8
순차입금비율 (%)	15.4	30.3	18.6	6.6	-4.3
이자보상배율 (x)	23.6	21.7	18.9	25.8	44.8
유동비율(%)	119.3	94.0	145.1	159.6	175.2
매출채권회전율(x)	9.8	8.2	7.5	7.6	7.5
재고자산회전율(x)	22.7	25.1	26.7	27.2	26.7
매입채무회전율(x)	13.6	14.5	16.4	16.3	15.7

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	476	509	723	880	1,040
당좌자산	418	455	664	815	972
현금및현금성자산	76	64	246	353	479
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	150	195	208	230	245
재고자산	58	55	58	65	69
비유동자산	596	761	814	843	872
투자자산	114	131	166	166	166
유형자산	356	418	456	499	539
무형자산	65	141	116	96	79
기타비유동자산	60	71	76	83	88
자산총계	1,071	1,271	1,537	1,723	1,912
유동부채	399	542	498	551	594
매입채무	34	29	31	35	37
단기차입금	108	120	42	46	49
유동성장기부채	0	120	133	148	164
비유동부채	76	48	239	242	243
사채	0	0	50	50	50
장기차입금	60	30	170	170	170
부채총계	475	590	737	793	837
자본금	39	41	41	41	41
자본잉여금	109	142	142	142	142
자본조정	6	-32	-32	-32	-32
기타포괄손익누계액	1	0	0	0	0
이익잉여금	441	530	648	779	924
자본총계	597	681	799	930	1,076

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

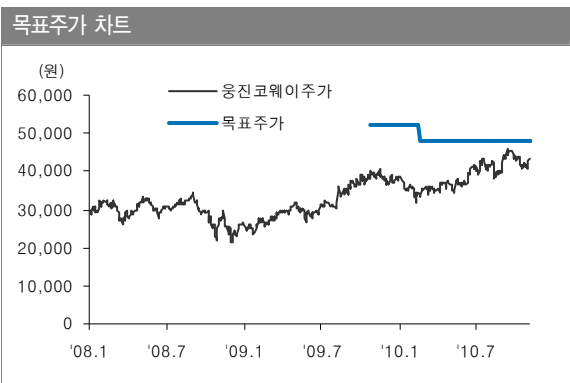
Cash Flow Statement					
12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동 현금흐름	305	312	359	392	438
당기순이익	129	153	195	226	256
현금유출없는비용수익의가감	212	207	179	191	199
유형자산감가상각비	126	128	181	199	217
무형자산상각비	15	20	25	20	17
외환차손 (차익)	0	0	2	0	0
외환환산손실 (이익)	-10	4	-3	0	0
지분법평가손실 (이익)	1	-14	-27	-30	-36
투자자산처분손실 (이익)	0	1	0	0	0
유형자산처분손실 (이익)	3	0	0	0	0
기타	77	68	1	1	1
영업활동관련자산부채변동	-36	-49	-15	-25	-17
재고자산의 감소(증가)	-1	4	-4	-6	-4
매출채권의 감소(증가)	-42	-52	-13	-22	-15
매입채무의 증가(감소)	8	-9	2	3	2
투자활동현금흐름	-255	-276	-241	-235	-237
유형자산취득	-171	-218	-219	-242	-257
유형자산처분	29	14	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-5	-6	0	0	0
기타	-109	-66	-22	7	21
재무활동현금흐름	-2	-52	65	-51	-75
차입금의 증감	56	51	125	19	19
자본의 증가	0	-39	0	0	0
현금의 증가	48	-12	183	106	126
기초현금	29	76	64	246	353
기말현금	76	64	246	353	479

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

**Compliance Notice**

투자의견(향후 6개월간 주가 등락 기준)		
기업	<b>STRONG BUY</b>	BUY 등급 중 High Conviction 종목
	<b>BUY</b>	15% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
	<b>HOLD</b>	-15% ~ 15% 이내의 등락이 예상되는 경우
	<b>SELL</b>	15% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우
		단, 업종 및 기업 특성을 고려한 ±10%내의 조정치 감안 가능
업종	<b>Overweight</b>	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
	<b>Neutral</b>	
	<b>Underweight</b>	

- 당사는 자료작성일 현재 동 주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료는 2010년 11월 4일 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자는 자료 작성일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.



**종목 투자의견**

날짜	투자의견	목표주가
2009년 11월 2일	BUY	52,000원
2010년 2월 22일	BUY	48,000원