

웅진코웨이 (021240)

BUY (유지)



유통 Analyst **이상구**
02-2003-2915 sk.lee@hdsrc.com

RA **태운선**
02-2003-2934 yoonsun.tae@hdsrc.com

중국법인 기업탐방 후기

중국법인 재정비 마무리로 실적 가시성 증가

웅진코웨이 중국법인(100% 지분 소유)은 화장품과 환경가전사업을 영위하고 있다. 2009년까지 공격적 투자 이후 2010-2011년 영업 조직 재정비 등 일부 구조조정이 있었다. 2012년에는 구조조정 마무리 및 규모의 효과로 안정적 성장과 수익 구조를 가져가는 한 해가 될 전망이다.

2011년 중국법인 화장품 및 가전사업 순항

화장품 및 가전부문은 가이던스대로 안정적 성장을 이어나간 것으로 추정된다. 위안화 기준 화장품 매출은 전년 대비 16% 증가하였고 영업이익률도 24% 이상을 기록한 것으로 보인다. 가전부문은 필립스에 대한 청정기 OEM 판매가 호조를 보여 매출이 전년 대비 30% 증가를 보인 것으로 추정된다.

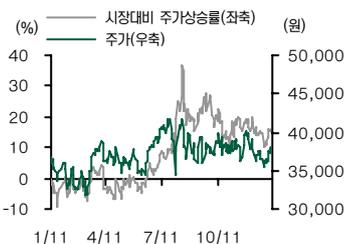
2012년 매출 및 영업이익 각각 17%, 23% 증가 예상

2012년 중국법인 매출액은 380백만 RMB (17%yoy), 영업이익 60백만 RMB (23%yoy, 약 110억원) 이 전망된다. 화장품 신제품 효의 미(고가 제품) 매출 기여 증가와 홈쇼핑 등 채널 확대, 그리고 가전부문의 도약이 예상되기 때문이다. 영업이익률 또한 저가 화장품 브랜드 구조조정 완료로 24% 이상을 유지할 전망이다.

중국법인 가치는 웅진코웨이 기업가치의 4% 차지

중국법인의 기업가치는 2012년 예상 순이익(약 94억원)과 중국소매업체 평균 PER 20배 대비 20% 할인을 적용한 1,500억원이 예상된다. 이는 웅진코웨이 시가총액 2.9조원의 약 5% 수준이다. 중국법인은 1) 화장품부문의 시장 확대 지속, 2) 가전부문의 적자 축소로 주주가치를 계속 제고시킬 전망이다.

주가(1/13)	38,100원
적정주가	50,000원
업종명/산업명	기타 소비자서비스
업종 투자의견	Overweight
시가총액	2.9조원
발행주식수 (보통주)	77,124,796주
유동주식비율	65.0%
KOSPI 지수	1875.68
KOSDAQ 지수	523.13
60일 평균 거래량	139,257주
60일 평균 거래대금	53억원
외국인보유비중	50.7%
수정EPS 성장률(11~13 CAGR)	11.3%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	9.6%
52주 최고/최저가 (보통주)	41,800원
	31,700원
베타(12M, 일간수익률)	0.5
주요주주	웅진홀딩스 등 31.0%
주가상승률	1개월 3개월 6개월
절대	-2.6% 1.7% -3.4%
상대	-3.2% -1.1% 9.7%



계산기말	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
(적용기준)	(GAAP-P)	(GAAP-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
매출액 (십억원)	1,411.9	1,519.1	1,705.1	1,868.0	2,124.1
영업이익 (십억원)	204.3	228.8	240.6	274.9	308.3
순이익 (십억원)	153.3	177.0	185.2	210.9	237.6
자배기업순이익 (십억원)	153.3	177.0	185.2	210.9	237.6
EPS (원)	2,023	2,294	2,431	2,805	3,160
수정EPS (원)	2,023	2,294	2,431	2,805	3,160
PER* (배)	20.2 - 11.3	20.0 - 13.6	17.6 - 12.8	13.6	12.1
PBR (배)	4.4	4.1	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA (배)	9.0	8.8	6.8	6.4	5.9
배당수익률 (%)	2.6	2.6	3.1	3.1	3.3
ROE (%)	24.0	24.5	21.3	22.6	22.2
ROIC (%)	22.5	22.1	20.2	21.3	21.5

자료: 웅진코웨이, 현대증권

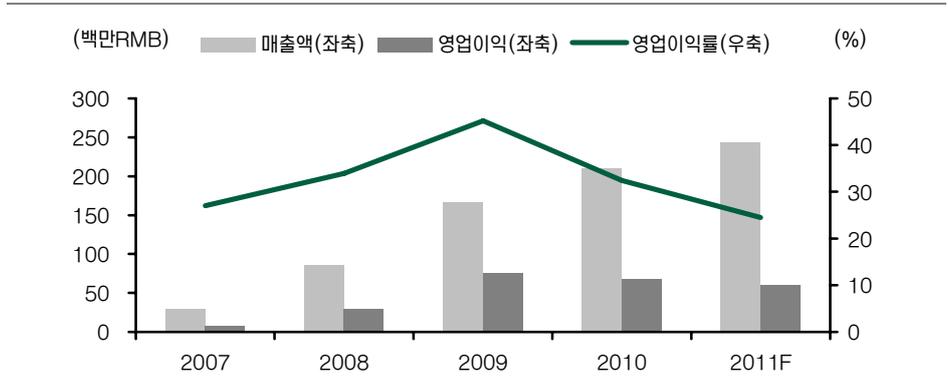
2011년 중국법인 화장품 및 가전사업 순항

2011년 위안화 기준 주력 화장품 매출액은 약 240백만 RMB (16%yoy 증가, 410억원), 영업이익 59백만 RMB(12%yoy 감소, 100억원), 영업이익률 24%를 기록한 것으로 추정된다.

환경가전부문은 정수기 판매가 아직 부진하고 고정비 부담이 높아 매년 10백만 RMB 내외 적자를 보이고 있다. 하지만 2011년부터 필립스향 청정기 OEM 판매가 호조를 보임에 따라 2012년에는 적자 규모 축소가 예상된다. 2011년 동 부문 매출은 전년 대비 30% 증가한 것으로 추정된다.

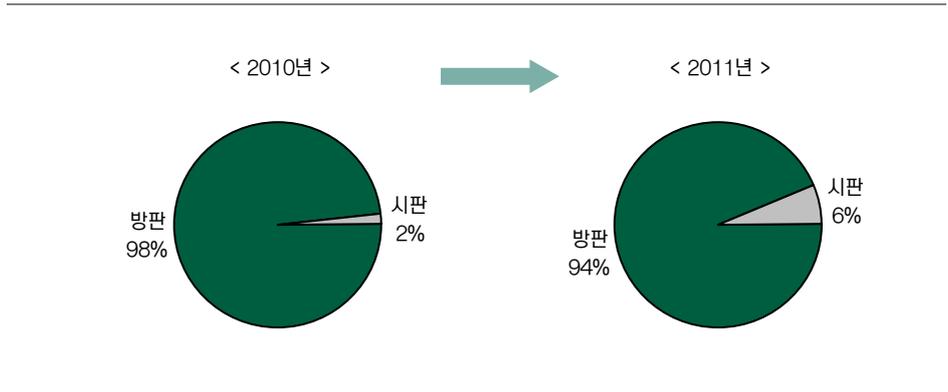
한편, 2011년 화장품부문 영업이익률은 24-25%로 전년 대비 7%p 감소할 전망이다. 이는 SASA 등 시판 채널 확대(2011년 6% ← 2010년 1%)에 따른 프로모션 증가와 마진 축소에 기인한다.

그림 1> 2011년 화장품 매출 16%yoy, 영업이익률 24% 추정



자료: 웅진코웨이, 현대증권

그림 2> 중국화장품사업, 시판 등 채널 확대 과정에 있어



자료: 웅진코웨이, 현대증권

2012년 이후 화장품 영업이익률 24% 이상 유지될 듯

2012년 중국법인 실적 가이드는 2월 4분기 실적 발표 시 제시될 예정이다. 2012년 화장품 매출액은 적어도 전년 대비 16% 성장이 기대된다. 이는 1) 2011년 5월 신규 출시된 고가 발효 브랜드인 “효의 미” 판매 기여 증가와 신제품 추가 출시가 예정되어 있고 2) 홈쇼핑 전용 제품 및 시판용 organic제품 출시가 예정되어 있기 때문이다.

한편, 화장품부문 영업이익률은 24% 이상을 유지할 전망이다. Cellart, 효의 미 및 루헨 중고가 상품의 매출 비중이 확대(2011년 44% ← 2010년 37%)되고 있고 저가 브랜드 2개 (Hebeir, Meiqing)도 상반기에 정리되며 수익구조 개선에 기여할 것으로 판단되기 때문이다.

환경가전부문도 영업 체류를 하고 있는 필립스를 통한 청정기 판매 호조로 매출이 전년 대비 20% 증가가 예상된다. 이에 따라 적자 폭은 고정비 성격의 영업구조 일부 조정과 규모의 효과로 점차 축소될 전망이다.

그림 3> 화장품 중고가 판매 비중이 증가하고 있어



자료: 웅진코웨이, 현대증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/09A (GAAP-P)	12/10A (GAAP-P)	12/11F (IFRS-P)	12/12F (IFRS-P)	12/13F (IFRS-P)
매출액	1,411.9	1,519.1	1,705.1	1,868.0	2,124.1
매출원가	460.2	494.1	547.5	599.0	773.5
매출총이익	951.8	1,025.1	1,157.7	1,269.0	1,350.7
판매비와관리비	747.5	796.3	870.8	934.1	986.4
기타영업손익	0.0	0.0	(46.3)	(60.0)	(56.0)
영업이익	204.3	228.8	240.6	274.9	308.3
EBITDA	352.4	382.6	453.0	506.1	540.7
영업외손익	(1.5)	7.7	3.8	3.3	5.2
금융손익	(9.4)	(14.1)	(29.2)	(29.4)	(29.5)
지분법손익	13.9	22.1	28.0	30.0	32.0
기타영업외손익	(6.0)	(0.3)	5.0	2.7	2.7
세전이익	202.7	236.5	244.4	278.2	313.5
법인세비용	49.4	59.5	59.1	67.3	75.9
당기순이익	153.3	177.0	185.2	210.9	237.6
지배기업순이익	153.3	177.0	185.2	210.9	237.6
총포괄이익	151.9	174.3	185.2	210.9	237.6
지배기업총포괄이익	151.9	174.3	185.2	210.9	237.6
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	153.3	177.0	185.2	210.9	237.6

연금흐름표 (십억원)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
당기순이익	153.3	177.0	185.2	210.9	237.6
유무형자산상각비	148.1	153.8	166.2	171.2	176.4
기타비면금 손익 조정	59.2	53.5	45.1	52.1	60.9
운전차분투자	(48.9)	(70.6)	(11.2)	(21.2)	(20.6)
기타영업연금흐름	0.0	0.0	(53.9)	(67.3)	(75.9)
영업활동 현금흐름	311.7	313.8	331.4	345.6	378.4
설비투자	(204.1)	(211.9)	(230.0)	(230.0)	(230.0)
무형자산투자	(6.2)	(14.7)	(15.0)	(15.0)	(15.0)
단기금융자산 증감	(0.1)	(3.3)	(3.4)	(3.5)	(3.6)
투자자산 증감	2.8	(65.1)	(80.0)	(80.0)	(80.0)
기타투자연금흐름	(68.6)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	(276.1)	(296.4)	(328.4)	(328.5)	(328.6)
금융부채 증감	51.4	54.5	55.0	55.0	55.0
자본의 증감	(38.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(64.8)	(76.8)	(79.9)	(86.5)	(90.2)
기타재무연금흐름	0.0	1.9	18.7	48.0	(10.0)
재무활동 현금흐름	(52.3)	(20.4)	(6.3)	16.6	(45.2)
기타연금흐름	4.4	(4.3)	0.0	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	(12.4)	(7.4)	(3.3)	33.7	4.6
기초 현금 및 현금성자산	76.1	63.7	56.3	53.1	86.8
기말 현금 및 현금성자산	63.7	56.3	53.1	86.8	91.4
총영업연금흐름	297.6	328.2	353.8	379.6	410.1
영여연금흐름	32.4	30.7	97.6	113.3	144.5
순연금흐름	(114.7)	(63.5)	(13.4)	(8.8)	16.8
순연금 (순자금)	(200.5)	(264.0)	(277.4)	(286.2)	(269.4)

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
매출액 성장률	7.4	7.6	NA	9.6	13.7
영업이익 성장률	7.4	12.0	NA	14.3	12.1
EBITDA 성장률	6.3	8.6	NA	11.7	6.8
지배기업순이익 성장률	18.8	15.5	4.6	13.9	12.7
수정순이익 성장률	18.8	15.5	4.6	13.9	12.7
영업이익률	14.5	15.1	14.1	14.7	14.5
EBITDA 이익률	25.0	25.2	26.6	27.1	25.5
당기순이익률	10.9	11.7	10.9	11.3	11.2
수정순이익률	10.9	11.7	10.9	11.3	11.2

참고: 수정EPS = (수정순이익 - 우선주주 수익이익) / (새우 회계관련 손익조정분) / (보통주 수장 평균회석주식수)

수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경상손익)

순비경상손익: 새우 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 밀회성손익, 중단사업손익 등을 포함)

자료: 웅진코웨이, 현대증권

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/09A (GAAP-P)	12/10A (GAAP-P)	12/11F (IFRS-P)	12/12F (IFRS-P)	12/13F (IFRS-P)
현금 및 현금성자산	63.7	56.3	53.1	86.8	91.4
단기금융자산	5.5	3.9	4.3	6.8	9.0
매출채권	194.6	207.3	210.0	220.0	230.0
재고자산	54.6	73.2	77.6	82.2	87.0
기타유동자산	191.1	238.1	252.4	267.6	282.0
유동자산	509.5	578.8	597.4	663.4	699.4
투자자산	130.7	204.3	230.4	259.3	279.3
유형자산	418.2	454.2	534.2	626.8	716.8
무형자산	141.1	133.6	134.0	134.0	134.0
이연법인세자산	8.5	5.2	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	62.8	63.4	63.4	63.4	63.4
비유동자산	761.2	860.7	971.0	1,083.5	1,193.5
자산총계	1,270.7	1,439.5	1,568.4	1,746.9	1,892.9

매입채무	29.2	38.3	40.6	43.1	45.5
단기금융부채	239.7	104.5	115.0	160.0	150.0
단기총량부채	2.4	4.2	4.2	4.3	4.4
기타유동부채	270.4	294.0	301.9	308.0	314.0
유동부채	541.8	441.0	461.7	515.3	513.9
장기금융부채	30.0	219.8	219.8	219.8	219.8
장기총량부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
퇴직금여부채	11.3	6.7	9.5	10.0	10.0
이연법인세부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	6.8	7.2	7.2	7.2	7.2
비유동부채	48.2	233.8	236.6	237.1	237.1
부채총계	590.0	674.7	698.3	752.4	751.0

자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	141.9	140.0	140.0	140.0	140.0
기타자본항목	(31.5)	(43.0)	(43.0)	(43.0)	(43.0)
기타포괄손익누계액	0.0	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)
이익잉여금	529.6	629.8	735.1	859.5	1,006.9
지배기업 자본총계	680.7	764.8	870.1	994.5	1,141.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	680.7	764.8	870.1	994.5	1,141.9
부채와자본총계	1,270.7	1,439.5	1,568.4	1,746.9	1,892.9

주당지표 (원)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
EPS	2,023	2,294	2,431	2,805	3,160
수정EPS	2,023	2,294	2,431	2,805	3,160
주당순자산(BPS)	8,826	9,907	11,571	13,226	15,186
주당매출액(SPS)	18,639	19,688	22,379	24,842	28,249
주당총영업현금흐름(GCFPS)	3,928	4,253	4,643	5,048	5,454
주당배당금	1,010	1,050	1,150	1,200	1,250
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	11.9	11.5	11.3	10.9	7.7

주주가지 및 재무구조 (%)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
ROE	24.0	24.5	21.3	22.6	22.2
ROA	13.9	14.1	13.2	14.1	14.3
ROIC	22.5	22.1	20.2	21.3	21.5
WACC	5.7	8.6	10.2	10.5	10.4
ROIC/WACC (배)	4.0	2.6	2.0	2.0	2.1
경제적이익 (EP, 십억원)	116.8	109.9	103.6	110.8	126.5
부채비율	86.7	88.2	80.3	75.7	65.8
순금융부채비율	29.5	34.5	31.9	28.8	23.6
이자보상배율 (배)	28.1	21.7	15.4	17.0	18.1

- 당사는 동 조사분석자료를 기투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.
- 투자 의견 분류: 산란: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기법: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상)
등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe탈락 = 0 (주가 ▲, 적정주가 △, 등급 ○)
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

