

한국희 Analyst, 3774-1474 cookie@miraeeasset.com
공은정 Analyst, 3774-6934 ejkong@miraeeasset.com

WHAT'S NEW

불확실한 시대, 확실한 선택

웅진코웨이의 2/4분기 영업 실적은 우리 예상치 및 시장 기대치와 유사한 수준. 예상대로 호조를 보인 렌탈 가입자 수 증가는 PayFree 시스템 순항과 CODY 신규 유입 효과로 해석. 1) 두 요인 모두 향후에 지속될 성장 동인이라는 점, 2) 비교적 활발했던 프로모션 활동에도 불구하고 영업이익률 하락이 매우 제한적이었던 점이 긍정적(-0.5%p) 3) 최근의 렌탈 가격 인상도 점차적으로 실적에 긍정적 영향을 줄 것. 영업외 부문에서는 중국 법인의 이익 급증에 주목할 만. 화장품 비즈니스 호조에 따른 것으로 설명. 지속 가능성 여부가 하반기 이후 관전 포인트 중 하나. 최근 한달간 동사 주가는 KOSPI를 6.2%p 언더퍼폼. 펀더멘털 외적 요인에 근거한 것인 듯. 타 내수업체 대비 성장 전망이 우수(향후 3년 EPS CAGR 20%)한 데 반해 밸류에이션은 2010년 PER 11.7배, EV/EBITDA 5.6배에 불과. BUY 및 목표주가 37,500원 유지.

» 예상 충족한 2Q 실적

» 중국 화장품 실적 Surprise! 일회성인가 지속가능한가

» 추가적인 Catalyst 는?

» 불확실한 시장 환경에서 안정적 투자 대안

» 예상 충족한 2Q 실적

2/4분기 매출액과 영업이익 각각 전년동기 대비 4.5%, 1.4% 증가한 344십억원과 49십억원. 우리 예상치(352십억원 및 50십억원)와 컨세서스(350십억원 및 48십억원)와 크게 다르지 않은 수준. 렌탈 회원 전년 동기 대비 6.2% 증가 (판매 대수 순증은 +32%, yoy)한 것이 주요 매출 성장 동인. PayFree 확대 시행, CODY 증가 등이 주효. 해지율은 1.07% 수준에서 안정적으로 컨트롤되고 있음. 다소 강화되었던 프로모션 활동 및 가입자 증가분 고려시 양호한 영업이익률 달성. 반면 경기 악화로 부진 예상되었던 수출 매출액은 14% 감소. 웅진케미칼 및 해외법인(특히 중국 화장품 biz) 실적 개선으로 지분법이익 109억 증가하면서 세전이익은 전년동기 대비 29% 증가.

» 중국 화장품 실적 Surprise! 일회성인가 지속가능한가

회사 측은 이번 분기에 중국 법인(100% 소유)으로부터 58억원의 지분법 평가이익 기여가 있었고, 이는 전적으로 화장품 비즈니스에서 창출된 것이라고 밝힘. 이러한 화장품 사업으로부터의 수익 창출이 지속 가능한 성격의 것이라면 기업가치에 플러스 요인. 현재 동사는 중국 21개 대

BUY

10 Aug, 2009

목표주가

W37,500

현재가(8/7)

W31,900

Upside/Downside

17.6%

Consensus target price

W35,500

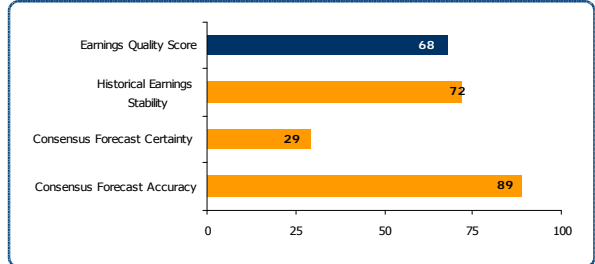
Difference from consensus

5.6%

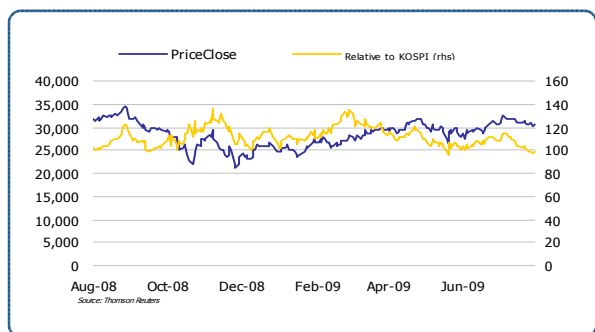
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-07A	Dec-08A	Dec-09E	Dec-10E	Dec-11E
매출액(십억원)	1,213	1,314	1,466	1,654	1,770
영업이익(십억원)	161	190	216	264	287
순이익(십억원)	116	129	162	203	226
EPS(원)	1,563	1,734	2,170	2,725	3,042
증감률	54.7%	11.0%	25.1%	25.6%	11.7%
P/E (x)	19.5	15.4	14.7	11.7	10.5
EV/EBITDA (x)	7.8	6.3	6.7	5.6	5.0
Dividend yield	2.6%	3.3%	3.4%	4.3%	4.8%
P/B (x)	4.3	3.3	4.0	3.3	2.9
ROE	24.0%	22.9%	26.0%	28.7%	27.3%
순부채비율	15.8%	15.4%	9.3%	0.3%	-5.7%

Earnings quality score



Performance



Trading data

Market Cap (W bn / US\$ mn)	2,460 / 2,015		
Shares Outstanding	77 mn		
Free Float	0.615		
52-week Price High/Low	W21,350 - 34,400		
Daily Average Volume (3M)	W9,130 mn		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	3.74%	3.36%	0.63%
Relative to KOSPI Index	-6.15%	-6.74%	-0.14%
Major shareholders			
웅진홀딩스	36.57%		

도시에서 전문점 중심으로 6개 화장품 브랜드 판매 중(2/4분기 매출액 110억원/순이익 58억원 vs 2008년 210억원/24억원). 2/4분기만 놓고 보면 중국 이익 규모는 아모레퍼시픽의 그것보다 큼. 그 중 최근 출시된 프리미엄 브랜드의 마케팅 활동이 비교적 성공적이었던 것으로 판단. 전문점 위주의 커버리지 확대가 향후에도 이어질 것이므로 중단기적으로는 지속적인 호실적 달성할 것. 다만 장기적 관점에서 향후 중국에서의 브랜드/채널 등 핵심 전략과 관련한 장기 로드맵과 경쟁력에 대해 판단하기 위해선 추가적인 track record가 필요할 듯

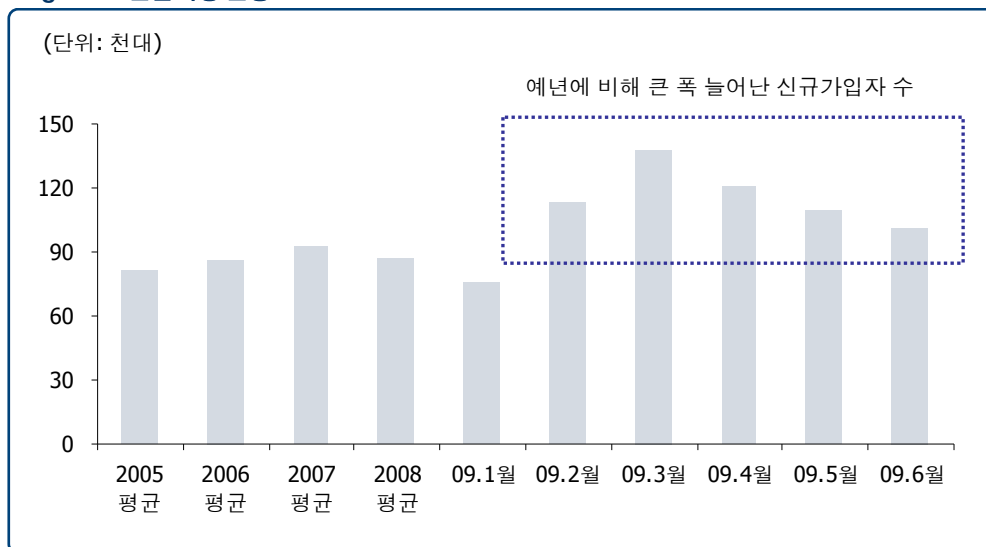
» 추가적인 Catalyst 는?

하반기 이후의 실적에 대해 더 긍정적. 이유는 1) 신규 가입자 발생시 초기 비용 부담이 큰 동사 수익구조의 특성상 최근의 가입자 기반 확대는 지금 당장보다는 하반기 이후의 영업이익률 개선 및 현금흐름 증가에 지속적으로 반영될 것. 2) CODY 수 증가(전년말 대비 +8%명)에 따른 신규 고객 유입 효과와 PayFree 제휴 사업 확대 등도 하반기 이후의 가입자 기반 강화에 지속 기여할 것. 3) 7월부터의 일부 제품 서비스 단가 인상 및 신제품(음식물처리기) 출시 효과도 기대할 만.

» 불확실한 시장 환경에서 안정적 투자 대안

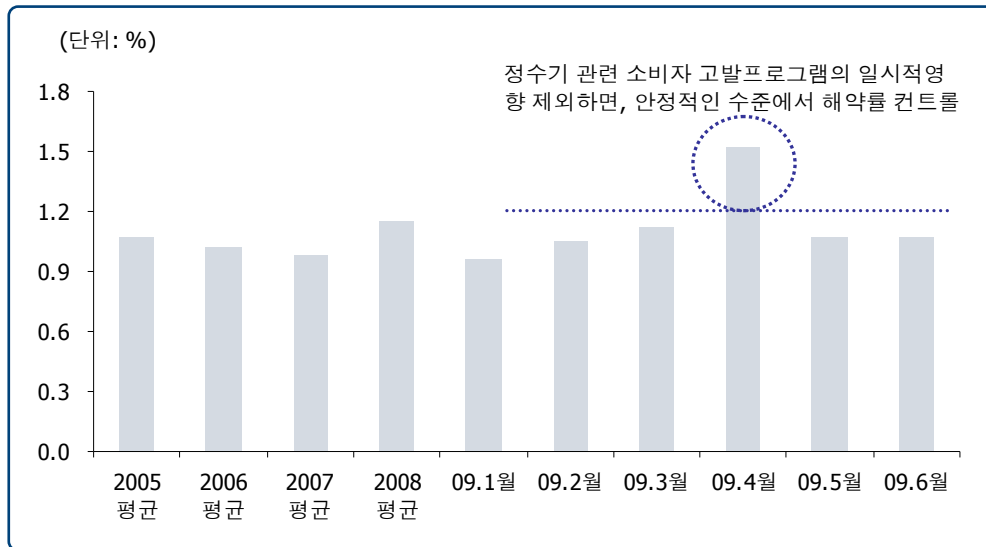
웅진코웨이에 대한 BUY 투자 의견을 유지하며 DCF 방식(WACC=9.7%, g=2%)으로 산출된 기존 목표주가 37,500원 유지. 동사의 현재가는 2010년 기준 PER 11.7배, EV/EBITDA 5.6배에 불과. 실적 성장 잠재력 (08~11E EPS CAGR 20%, EBITDA CAGR 12%)과 비교할 때 충분히 싼 주가 수준. 가입자 기반의 안정적인 현금 흐름 창출력이라는 동사의 매력은 종종 catalyst 부재와 높은 밸류에이션 수준에 의해 희석되는 경향이 있었음. 하지만 지금은 현금창출력은 전혀 훼손되지 않은 가운데, 신규 가입자 증가 등의 전술한 실적 성장 동인이 대기 중. 게다가 동사의 상대 밸류에이션은 2005년 이후 최저 수준. 불확실한 시장 환경에서 안정적 투자 대안으로의 자격을 충족.

Figure 1. 렌탈계정 순증



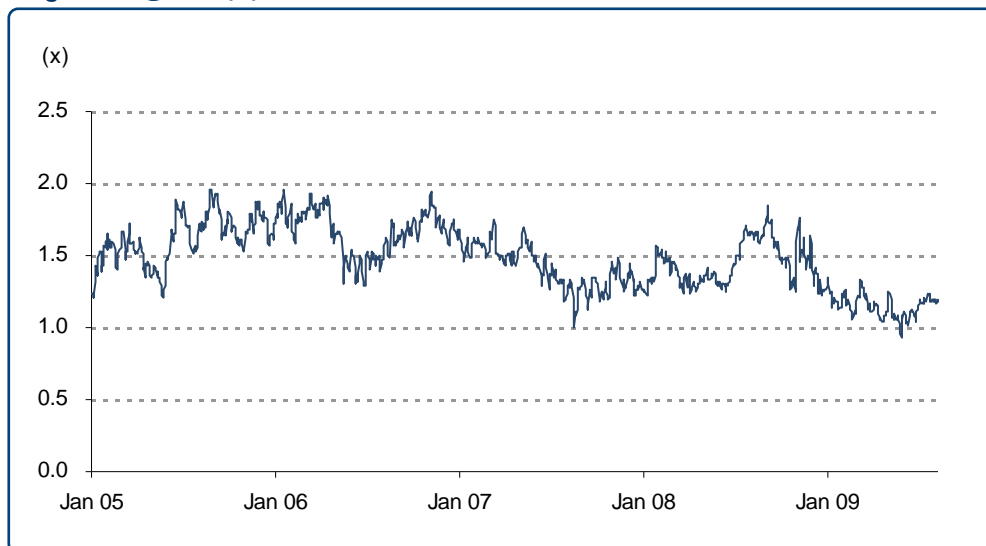
Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 2. 해약률



Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 3. 웅진코웨이 relative PE



Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 4 Woongjin Coway's 2Q09 earnings review

(W bn,%)	2Q09E	2Q09P	diff.(%)	Consensus	diff.(%)	2Q08	YoY(%)	1Q09	QoQ(%)
매출액	352.4	343.9	(2.4)	346.6	(0.8)	341.4	0.7	329.0	4.5
영업이익	50.4	48.6	(3.5)	48.8	(0.4)	48.8	(0.4)	47.9	1.4
세전이익	48.5	51.2	5.6	48.3	6.0	48.6	5.3	44.0	16.2
순이익	37.1	38.8	4.7	36.8	5.4	37.1	4.6	30.1	29.0
영업이익률	14.3	14.1		14.1		14.3		14.6	
세전이익률	13.8	14.9		13.9		14.2		13.4	
순이익률	10.5	11.3		10.6		10.9		9.1	

Source: Company data, Mirae Asset Research

Summary financial statements

대차대조표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
유동자산	395.6	475.6	481.7	533.9	616.9
현금및단기금융상품	28.5	76.1	36.4	63.9	116.9
매출채권	117.9	149.8	183.5	192.3	210.1
재고자산	57.8	58.0	60.6	68.4	72.1
고정자산	540.5	595.8	652.5	707.4	768.8
투자자산	77.7	174.5	212.0	234.3	252.9
유형자산	388.7	356.4	383.3	417.4	453.6
무형자산	74.1	64.9	57.2	55.6	62.3
자산총계	936.1	1,071.4	1,134.2	1,241.3	1,385.7
유동부채	393.0	398.7	432.3	446.5	464.3
매입채무	25.8	34.2	43.8	45.0	49.2
단기차입금	92.0	107.8	66.1	66.1	66.1
유동성장기부채	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정부채	14.5	76.0	53.9	25.9	28.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	60.0	30.0	0.0	0.0
부채총계	407.6	474.8	486.2	472.4	492.4
자본금	39.3	39.3	39.3	39.3	39.3
자본잉여금	113.7	108.7	59.5	59.5	59.5
이익잉여금	370.1	441.1	536.4	658.8	783.2
자본조정	5.4	7.5	9.4	9.4	9.4
자본총계	528.5	596.6	644.5	766.9	891.4
총차입금	112.0	167.8	96.1	66.1	66.1
순차입금	83.4	91.7	59.7	2.3	(50.8)

Source: Company data, Mirae Asset Research

손익계산서

(단위: 십억, %)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
매출액	1,213.1	1,314.4	1,466.2	1,654.3	1,770.1
증가율	8.5	8.4	11.5	12.8	7.0
매출원가	384.7	407.2	425.0	462.0	518.6
매출총이익	828.4	907.2	1,041.2	1,192.2	1,251.5
증가율	12.3	9.5	14.8	14.5	5.0
매출총이익률	68.3	69.0	71.0	72.1	70.7
판매비및일반관리비	667.1	717.1	825.4	928.6	964.8
영업이익	161.3	190.1	215.8	263.7	286.7
증가율	43.7	17.9	13.5	22.2	8.7
영업외손익	(5.6)	(5.4)	(5.0)	(2.4)	5.1
순금융비용	6.4	8.0	6.2	2.8	1.5
외환관련손익	0.9	10.5	4.2	0.0	0.0
지분법평가손익	(4.1)	(1.4)	(1.2)	2.0	8.0
기타영업외손익	4.0	(6.4)	(1.7)	(1.6)	(1.4)
세전순이익	155.7	184.8	210.8	261.3	291.8
법인세비용	39.4	55.7	49.3	58.5	65.4
당기순이익	116.3	129.1	161.5	202.8	226.4
EPS	1,563	1,734	2,170	2,725	3,042
증가율	54.7	11.0	25.1	25.6	11.7
EBITDA	302.9	331.3	367.7	429.6	466.5
증가율	20.8	9.4	11.0	16.8	8.6

Source: Company data, Mirae Asset Research

현금흐름표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
영업활동현금흐름	283.3	304.8	289.1	350.4	379.6
당기순이익	116.3	129.1	160.1	202.8	226.4
감가상각비	132.8	126.5	137.4	152.2	165.1
무형자산상각비	8.8	14.7	14.6	13.7	14.6
외화환산손실(이익)	(0.9)	(10.0)	(3.6)	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	4.1	1.4	1.2	(2.0)	(8.0)
운전자본의감소(증가)	(5.2)	(34.7)	(28.1)	(15.5)	(17.3)
매출채권의감소	(19.7)	(41.8)	(33.4)	(8.8)	(17.8)
재고자산의감소	22.0	(1.3)	(4.4)	(7.8)	(3.7)
매입채무의증가	(7.5)	8.4	9.7	1.2	4.2
기타	27.5	77.9	7.7	(0.8)	(1.3)
투자활동현금흐름	(239.6)	(255.1)	(257.4)	(212.6)	(224.6)
단기금융상품의 처분(취득)	0.0	0.0	22.5	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	4.0	(4.2)	(22.6)	0.0	0.0
유형자산의취득	(218.4)	(142.0)	(175.0)	(186.3)	(201.3)
유형자산의처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.7)	(4.5)	(6.9)	(12.1)	(21.3)
투자자산의감소(증가)	0.8	(82.4)	(10.4)	(14.1)	(1.9)
기타	(21.3)	(21.9)	(65.0)	(0.0)	0.0
재무활동현금흐름	(49.7)	(2.1)	(71.4)	(110.4)	(102.0)
차입금의증가(감소)	(19.7)	55.8	(71.7)	(30.0)	0.0
자본의증가(감소)	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의지급	(29.8)	(58.1)	0.0	(80.4)	(102.0)
기타	0.0	0.1	0.3	0.0	0.0
순현금흐름	(6.0)	47.6	(39.7)	27.5	53.0
기초현금	34.5	28.5	76.1	36.4	63.9
기말현금	28.5	76.1	36.4	63.9	116.9
잉여 현금흐름	43.7	49.7	31.7	137.9	155.0

Source: Company data, Mirae Asset Research

투자지표

(단위: 원, %, 배)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
주당지표					
EPS	1,563	1,734	2,170	2,725	3,042
BPS	6,105	7,144	7,891	9,557	11,139
주당EBITDA	4,070	4,451	4,940	5,771	6,267
주당현금배당금	780	870	1,080	1,370	1,530
PER	19.5	15.4	14.7	11.7	10.5
PBR	4.3	3.3	4.0	3.3	2.9
EV/EBITDA	7.8	6.3	6.7	5.6	5.0
배당수익률	2.6	3.3	3.4	4.3	4.8
수익성비율 %					
매출총이익률	68.3	69.0	71.0	72.1	70.7
영업이익률	13.3	14.5	14.7	15.9	16.2
EBITDA이익률	25.0	25.2	25.1	26.0	26.4
순이익률	9.6	9.8	11.0	12.3	12.8
ROE	24.0	22.9	26.0	28.7	27.3
ROIC	20.4	20.7	26.0	31.2	29.5
안정성비율 %					
부채비율	77.1	79.6	75.4	61.6	55.2
순차입금비율	15.8	15.4	9.3	0.3	순현금
유동비율	100.6	119.3	111.4	119.6	132.9
이자보상배율(배)	25.2	23.7	35.0	94.1	185.5
활동성					
총자산회전율(회)	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
매출채권회전율(회)	10.6	9.8	8.8	8.8	8.8
재고자산회전율(회)	17.6	22.7	24.7	25.7	25.2
매입채무회전율(회)	44.1	43.9	37.6	37.3	37.6
순운전자본회전율(회)	15.9	13.5	15.6	19.6	18.5

Source: Company data, Mirae Asset Research

Recommendation

종목별 투자 의견 (6개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과
 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자 의견

Attractive : 현 업종지수 대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수 대비 ±10% 이내
 Cautious : 현 업종지수 대비 -10% 초과
 ※ 업종별 투자 의견의 용어를 재정리 함
 Overweight → Attractive / Underweight → Cautious로 2005년 8월 3일부터 변경함

Earnings Quality Score

Earnings Quality Score = 0.70*(Earnings Stability) + 0.15*(Earnings Certainty) + 0.15*(Earnings Forecast Accuracy)

1. Historical Earnings Stability

- 최근 5년간 분기 순이익 성장률(YoY)의 변동성을 100분위 지표로 환산.
- 변동성은 outlier에 의한 왜곡현상을 최소화하기 위해 표준편차(SD) 대신 MAD(Median Absolute Deviation)로 산정.
- 순이익 분기 성장률(YoY) 변동성이 낮을수록 동 지표값이 높음.

2. Consensus Forecast Certainty

- 12개월 예상 EPS(컨센서스 기준) 추정치에 대한 애널리스트간 견해차를 100분위 지표로 환산.
- 견해차는 12개월 예상 EPS의 '표준편차 / 평균'으로 산정.
- 견해차가 작을수록 동 지표값이 높음.

3. Consensus Forecast Accuracy

- 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
- EPS surprise는 '연말 실제치 - 연초 추정치' / 연초 추정치로 산정.
- Surprise의 절대크기가 낮을수록 동 지표값이 높음.

* 참고사항

- 1) Consensus Forecast Certainty 및 Consensus Forecast Accuracy는 예상 EPS 컨센서스 추정치 수가 5개 이상인 기업만을 대상으로 하였음.
- 2) 각 지표를 산정할 수 없을 경우에는 평균인 50을 부여하였음.

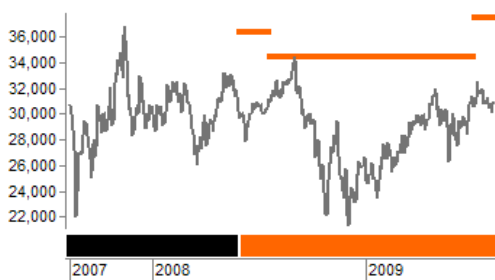
Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 한국회

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가	취득일				
해당사항없음									

주가 및 목표주가 변동추이

■ Buy ■ Hold ■ Reduce □ Not Rated 이전기준 ■ Strong Buy ■ Buy@ ■ Mkt.Perm ■ Und.Perm



웅진코웨이 (021240)

날짜	투자 의견	목표가(6개월)
2008/06/03	BUY (Initiate)	36,400원
2008/07/23	BUY	34,500원 (하향)
2008/08/11	BUY	34,500원
<투자 의견, 목표주가 변동없음>		
2009/07/07	BUY	37,500원 (상향)
2009/08/10	BUY	37,500원