

웅진코웨이 (021240)

BUY (유지)

주가 (10/30)	39,900원	60일 평균 거래량	405,884주	52주 최고/최저가 (보통주)	39,950원
적정주가	48,000원(중전 44,000원)	60일 평균 거래대금	146억원		21,350원
시가총액	3.1조원	외국인보유비중	45.0%	베타 (12M, 일간수익률)	0.2
발행주식수 (보통주)	77,124,796주	수정EPS 성장률 (09~11 CAGR)	17.5%	주요주주	(주)웅진홀딩스의 19인 36.0%
유동주식비율	60.2%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	25.0%		

결산기말	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
매출액 (십억원)	1,213.1	1,314.4	1,406.3	1,496.0	1,595.0
영업이익 (십억원)	161.3	190.1	206.0	222.4	243.6
세전이익 (십억원)	155.7	184.8	217.6	232.5	256.8
순이익 (십억원)	116.3	129.1	167.4	181.4	200.3
EPS (원)	1,562	1,734	2,248	2,437	2,691
수정EPS (원)	1,512	1,657	2,252	2,437	2,691
PER* (배)	24.3 - 14.6	20.8 - 12.9	17.7	16.4	14.8
PBR (배)	5.2	3.8	5.1	4.2	3.5
EV/EBITDA (배)	7.8	6.2	9.1	8.4	7.8
ROE (%)	24.0	22.9	26.8	25.8	24.6
배당수익률 (%)	2.6	3.3	2.5	2.9	3.3
순차입금비율 (%)	15.7	14.4	20.5	17.1	13.1



참고: 수정EPS = (당기순이익 - [순비경상손익 x (1-한계법인세율)] + 세후 회계관련 손익조정분) / 수정 평균회계주식수
 순비경상손익 = (외화환산손익 + 자산처분손익 + 지분법손익을 제외한 자산평가손익 + 일회성손익 + 중단사업손익)
 자료: 웅진코웨이, 현대증권

중국 화장품 및 수처리사업 가시화

2010년 세전이익 전년대비 8% 안정적 성장 지속

주력 제품인 정수기 외 공기청정기와 연수기까지 렌탈 판매가 회복되고 있다. 2009년 9월까지 전년대비 20% 증가하고 있고 2009년 연간으로는 전년대비 약 13% 판매 확대가 예상된다. 이는 낮은 기저와 카드사와의 제휴효과가 영업력을 높이고 있기 때문이다. 2010년에도 이들 제품군들의 렌탈 판매가 전년대비 약 6% 증가할 전망이다. 해약률도 제휴 효과 지속, 렌탈의무 사용기간 확대(2009년 7월부터 기존 1년에서 2년)로 월 1%에서 머무르고 있어 판관비도 안정될 전망이다. 영업외 부문에서는 계열사 중국 법인과 웅진케미칼(지분 40%)의 실적 호조 지속으로 세전이익이 전년대비 약 8% 증가할 전망이다.

음식물처리기 등 신규 제품과 신규사업 성장 구체화

2009년 7월부터 기존 제품 대비 성능이 개선된 음식물처리기가 좋은 반응을 얻고 있다. 보급률이 아직 3%에 불과하고 필수소비재는 아니지만 고소득층이 많이 찾는 제품 중의 하나여서 시장 확대가 예상된다. 웅진코웨이 가입자 3백만이 중산층 이상임을 감안할 때 향후 몇 년간 안정적인 수요가 기대된다. 중국 화장품사업은 2009년부터 규모의 효과를 누리고 있다. 상대적으로 경쟁이 심하지 않은 제 2, 3급 도시를 중심으로 채널을 확대하고 있고 점포 투자 등 고정부 부담도 낮아 마진이 우수할 전망이다. 또한, 수처리 부문도 소규모 M&A를 통해 영업 reference가 발생할 수 있어 2010년부터 영업 전망이 구체화될 것으로 보인다.

적정주가 10% 상향

동사의 적정주가는 기존 44,000원에서 48,000원으로 상향 조정한다. 이는 중국법인 화장품 사업 성장을 반영하여 중국법인 가치를 4,000억원 새로 반영하였기 때문이다. 기존 sum-of-parts 방식으로 산출하였고 적용 FY10F EV/EBITDA 배수는 8배로 2009년 9배보다는 낮은 수준이다.

추정 손익계산서					
(십억원)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
매출액	1,213.1	1,314.4	1,406.3	1,496.0	1,595.0
수출비중 (%)	0.0	0.0	5.8	6.8	7.5
매출원가	(384.7)	(407.2)	(462.1)	(488.8)	(543.1)
매출총이익	828.4	907.2	944.2	1,007.2	1,051.9
판매비와관리비	(667.1)	(717.1)	(738.2)	(784.8)	(808.3)
영업이익	161.3	190.1	206.0	222.4	243.6
EBITDA	302.9	331.3	353.0	381.5	409.1
영업외손익	(5.6)	(5.4)	11.6	10.1	13.1
이자손익	(6.4)	(8.1)	(8.2)	(8.4)	(7.9)
외환관련손익	0.9	10.5	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	(4.1)	(1.4)	22.6	20.0	20.0
자산처분손익	4.3	(2.5)	(0.2)	0.0	0.0
법인세차감전순이익	155.7	184.8	217.6	232.5	256.8
법인세비용	(39.4)	(55.7)	(50.2)	(51.2)	(56.5)
당기순이익	116.3	129.1	167.4	181.4	200.3
순비경상손익	5.2	7.9	(0.3)	0.0	0.0
수정순이익	112.5	123.3	167.6	181.4	200.3

현금흐름표					
(십억원)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
영업활동 현금흐름	283.3	304.8	296.4	307.0	330.5
당기순이익	116.3	129.1	167.4	181.4	200.3
유무형자산상각비	141.6	141.2	147.1	159.1	165.4
현금유출 없는 기타비용	83.7	85.1	18.9	25.6	26.4
현금유입 없는 수익	(6.0)	(14.4)	(27.6)	(32.0)	(32.0)
운전자본투자	(52.2)	(36.2)	(9.3)	(27.1)	(29.6)
투자활동 현금흐름	(220.0)	(255.1)	(239.1)	(220.8)	(221.8)
설비투자	(218.4)	(142.0)	(209.5)	(229.0)	(230.0)
무형자산투자	(4.7)	(4.5)	(1.8)	0.0	0.0
투자자산증감	(2.1)	(82.4)	(6.9)	0.0	0.0
기타	5.2	(26.1)	(21.0)	8.2	8.2
재무활동 현금흐름	(49.7)	(2.1)	(76.3)	(44.4)	(95.6)
이자발생부채 증감	(19.7)	55.8	36.6	30.0	(10.0)
주식발행(취득)	(0.2)	0.0	1.1	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(29.8)	(58.1)	(64.8)	(74.4)	(85.6)
기타	0.0	0.1	(49.2)	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(6.0)	47.6	(18.9)	41.7	13.1
기초 현금 및 현금성자산	34.5	28.5	76.1	57.2	98.9
기말 현금 및 현금성자산	28.5	76.1	57.2	98.9	112.0
총영업현금흐름	263.3	285.9	294.2	332.5	355.5
인여현금흐름	41.1	155.3	86.6	89.5	109.8
순현금흐름	9.1	(2.8)	(47.3)	3.5	14.9
순현금 (순차입금)	(83.0)	(85.8)	(133.2)	(129.7)	(114.7)

주주가치 및 재무구조					
(%)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
ROE	24.0	22.9	26.8	25.8	24.6
ROA	12.8	12.9	15.0	14.7	14.7
ROIC	22.4	25.1	24.5	25.8	25.2
WACC	11.0	10.3	7.4	7.7	8.5
ROIC/WACC (배)	2.0	2.4	3.3	3.3	3.0
경제적이익 (EP, 십억원)	66.2	84.4	104.8	124.5	129.1
부채비율	77.1	79.6	78.8	72.7	62.9
순차입금비율	15.7	14.4	20.5	17.1	13.1
이자보상배율 (배)	37.8	29.2	30.3	28.4	29.3

참고: 수정순이익: 순비경상손익 제외, 수정EPS: 희석효과 반영
 자료: 웅진코웨이, 현대증권

대차대조표					
(십억원)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
현금 및 현금성자산	28.5	76.1	57.2	98.9	112.0
단기투자자산	0.5	5.9	14.1	5.9	(2.3)
매출채권	117.9	149.8	132.0	138.0	145.0
재고자산	57.8	58.0	61.5	65.2	69.1
기타유동자산	190.9	185.8	197.2	208.8	221.2
유동자산	395.6	475.6	462.0	516.8	545.0
투자자산	16.7	114.1	143.3	163.3	183.3
유형자산	388.7	356.4	436.9	529.4	617.9
무형자산	74.1	64.9	48.4	25.8	1.8
기타비유동자산	61.0	60.5	73.4	73.4	73.4
비유동자산	540.5	595.8	701.9	791.8	876.4
자산총계	936.1	1,071.4	1,163.9	1,308.7	1,421.4
매입채무	25.8	34.2	36.2	38.4	40.7
단기차입금	92.0	107.8	74.5	104.5	94.5
유동성정기부채	20.0	0.0	100.0	100.0	100.0
기타유동부채	255.3	256.7	256.7	261.9	267.1
유동부채	393.0	398.7	467.4	504.7	502.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	60.0	30.0	30.0	30.0
금융리스부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기부채성충당부채	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
기타비유동부채	14.5	15.9	15.5	16.0	16.5
비유동부채	14.5	76.0	45.7	46.2	46.7
부채총계	407.6	474.8	513.1	550.9	549.0
자본금	39.3	39.3	39.3	39.3	39.3
자본잉여금	113.7	108.7	59.5	59.5	59.5
자본조정	4.9	6.2	7.3	7.3	7.3
기타포괄손익누계액	0.5	1.3	1.1	1.1	1.1
이익잉여금	370.1	441.1	543.7	650.6	765.3
자본총계	528.5	596.6	650.8	757.8	872.4
부채와자본총계	936.1	1,071.4	1,163.9	1,308.7	1,421.4

주당지표					
(원)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
EPS	1,562	1,734	2,248	2,437	2,691
수정EPS	1,512	1,657	2,252	2,437	2,691
주당순자산 (BPS)	5,858	7,056	7,851	9,591	11,454
주당매출액 (SPS)	16,301	17,659	18,894	20,099	21,429
주당EBITDA	4,069	4,451	4,743	5,125	5,496
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	3,538	3,841	3,952	4,468	4,776
주당배당금	780	870	1,000	1,150	1,300
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	29.5	17.2	17.5	10.4	11.1

성장성 및 수익성 비율					
(%)	12/07A	12/08A	12/09F	12/10F	12/11F
매출액성장률 (%YoY)	8.5	8.4	7.0	6.4	6.6
영업이익성장률 (%YoY)	43.7	17.9	8.3	8.0	9.6
EBITDA성장률 (%YoY)	20.8	9.4	6.5	8.1	7.2
순이익성장률 (%YoY)	55.2	11.0	29.7	8.4	10.4
수정순이익성장률 (%YoY)	50.5	9.6	35.9	8.2	10.4
영업이익률	13.3	14.5	14.6	14.9	15.3
EBITDA 이익률	25.0	25.2	25.1	25.5	25.6
순이익률	9.6	9.8	11.9	12.1	12.6
수정순이익률	9.3	9.4	11.9	12.1	12.6