

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

**BUY**

9 Nov, 2009

**목표주가** W51,000  
**현재가(11/6)** W38,300

Upside/Downside 33.2%  
Consensus target price W46,300  
Difference from consensus 10.2%

WHAT'S NEW

## 핵심 투자 동인 유효

웅진코웨이의 3/4분기 매출액/영업이익/세전이익은 각각 전년동기 대비 7.7%/0.8%/2.1% 증가한 3,552억원/498억원/498억원을 기록. 매출액은 예상 수준, 영업이익은 우리 예상치와 시장 컨센서스를 다소 하회. 신제품 비중 확대에 따른 소폭의 원가율 상승과 웅진쿠편 합병 후 무형자산 상각 조기 인식에 따른 것. 이와 함께 수출 관련 외환 손실 확대로 세전이익도 예상치 하회. 그러나 중국 법인의 화장품 관련 매출액 및 이익은 각각 전년동기 대비 86%, 122% 증가하여 예상치를 충족. 1) 새로운 product line 판매 호조에 기반한 국내 비즈니스의 안정적 성장, 2) 중국 화장품 비즈니스의 고성장이라는 핵심 투자 포인트는 유지된 실적으로 평가. BUY 투자의견 및 목표주가 51,000원 유지.

» 매출액 견조한 성장세 유지

» 이해할만한 영업이익 부진

» 중국 화장품 관련 실적은 만족

» 투자 포인트는 여전히 유효

» 매출액 견조한 성장세 유지

3/4분기 매출액은 전년동기 대비 7.7% 증가한 3,552억원으로 예상치 충족. 렌탈 관련 매출액이 5% 증가했고, 수출 매출액도 18.5% 증가. 렌탈 가입자가 6.5%, 신규 판매대수는 2.4% 증가. 정수기 판매는 성장하지 못했으나, 기대했던 음식물처리기 및 공기청정기로부터의 기여도가 높아진 점 긍정적. 전반적으로 기존 제품 성장률 둔화되나 신규 제품군 렌탈 가입자 확보는 지속적으로 강해지고 있음. 회사가 의도했던 바이고, 또 예상되었던 흐름.

» 이해할만한 영업이익 부진

영업이익은 전년동기 대비 0.8% 미증하는 데 그치면서 우리 예상치와 시장 컨센서스를 5.8%/5.1% 하회. 1) 상대적으로 적은 규모 때문에 원가율이 높은 신제품 판매 기여도가 높아지면서 전체 매출총이익률이 전년동기 대비 1.2%p 하락했고, 2) 웅진쿠편 합병 후 무형자산 상각(24억원)을 예상보다 일찍 인식하기 시작했기 때문. 예상치와의 차이는 이상각액으로 설명됨.

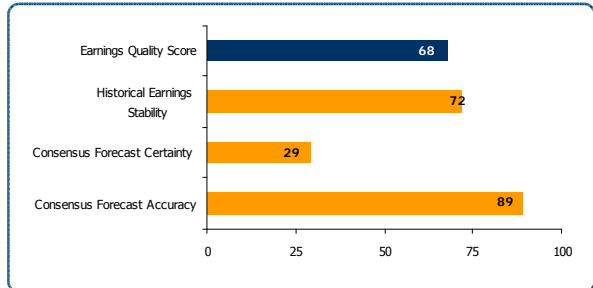
» 중국 화장품 관련 실적은 만족

따라서 세전이익도 예상치 하회. 전년동기 대비 2.1% 증가한 498억원. 수출 관련 외환 손실이 38억원 발생한 것이 주효. 하지만 지분법 이익은 52억원으로 기대 충족. 이 중 33억원은 중국 화장품 관련 이익으로

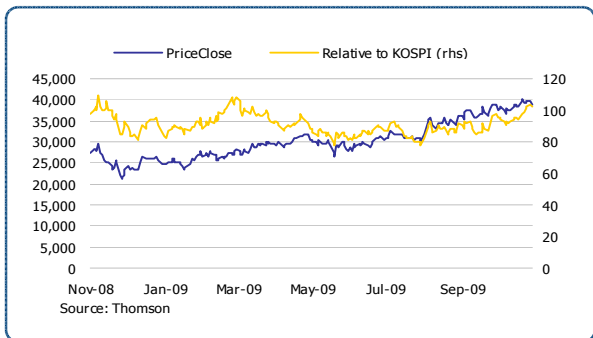
### Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-07A	Dec-08A	Dec-09E	Dec-10E	Dec-11E
매출액(십억원)	1,213	1,314	1,401	1,530	1,655
영업이익(십억원)	161	190	199	228	259
순이익(십억원)	116	129	164	200	234
EPS(원)	1,563	1,734	2,199	2,691	3,150
증감률	54.7%	11.0%	26.8%	22.4%	17.1%
P/E (x)	19.5	15.4	17.4	14.2	12.2
EV/EBITDA (x)	7.8	6.3	8.7	7.6	6.7
Dividend yield	2.6%	3.3%	2.8%	3.5%	4.1%
P/B (x)	4.3	3.3	4.8	4.0	3.4
ROE	24.0%	22.9%	26.4%	28.4%	28.2%
순부채비율	15.8%	15.4%	16.1%	4.1%	-4.6%

### Earnings quality score



### Performance



### Trading data

Market Cap (W bn / US\$ mn)	2,954 / 2,506		
Shares Outstanding	77 mn		
Free Float	0.615		
52-week Price High/Low	W21,350 - 39,950		
Daily Average Volume (3M)	W11,588 mn		
<b>Performance</b>	<b>1M</b> <b>3M</b> <b>12M</b>		
Absolute	1.86%	29.76%	41.85%
Relative to KOSPI Index	3.49%	28.01%	-2.12%
<b>Major shareholders</b>			
웅진홀딩스	36.54%		

예상치 수준. 중국 화장품 관련 매출액 및 영업이익은 각각 전년동기 대비 86%, 122% 증가한 90억원과 35억원으로 만족스런 실적 달성.

» 투자 포인트는 여전히 유효

전술한 무형자산 상각(총액 829억원, 10년 상각) 등을 반영한 결과 2009~2010년 실적 예상치가 각각 2.3%, 2.9% 미세 하향 조정됨. 그러나 DCF 방식(WACC=8.8%, g=3.0%)을 통한 국내 사업 가치 평가에 미치는 영향 극히 미미하고, 중국 법인 가치에 대한 전망에 변화 없음. 1) 국내에서 신제품 확대를 통한 ARPU 상승 및 가입자 기반 확대를 통한 꾸준한 이익 기반 유지, 2) 중국에서 화장품 비즈니스를 통한 높은 성장 잠재력 확보라는 두 가지 핵심 투자 동인도 여전히 유효. BUY 투자의견 및 기존 목표주가 51,000원 유지.

Figure 1 3Q09 earnings review

(W bn, %)	3Q09P	3Q09E	chg,%	3Q09C	chg,%	3Q08	yoy,%
매출액	355.2	356.5	(0.4)	353.2	0.6	329.8	7.7
영업이익	49.8	52.9	(5.8)	52.5	(5.1)	49.4	0.8
세전이익	49.8	58.3	(14.5)	54.9	(9.3)	48.8	2.1
영업이익률	14.0	14.8		14.9		15.0	

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 2 Woongjin Coway estimate changes

(W bn, %)	이전		이후		Chg	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
매출액	1,401.2	1,530.1	1,401.2	1,530.1	0.0	0.0
영업이익	204.1	236.0	199.0	228.4	(2.5)	(3.2)
세전이익	219.1	265.8	214.1	258.2	(2.3)	(2.9)
영업이익률	14.6	15.4	14.2	14.9		

Source: Company data, Mirae Asset Research

## Summary financial statements

### 대차대조표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
<b>유동자산</b>	<b>395.6</b>	<b>475.6</b>	<b>479.9</b>	<b>549.5</b>	<b>650.0</b>
현금및단기금융상품	28.5	76.1	57.3	99.8	173.0
매출채권	117.9	149.8	159.7	172.6	186.5
재고자산	57.8	58.0	59.6	65.6	70.3
<b>고정자산</b>	<b>540.5</b>	<b>595.8</b>	<b>641.3</b>	<b>675.7</b>	<b>726.1</b>
투자자산	77.7	174.5	196.9	214.7	233.7
유형자산	388.7	356.4	388.2	407.8	434.8
무형자산	74.1	64.9	56.1	53.2	57.6
<b>자산총계</b>	<b>936.1</b>	<b>1,071.4</b>	<b>1,121.2</b>	<b>1,225.2</b>	<b>1,376.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>393.0</b>	<b>398.7</b>	<b>420.1</b>	<b>432.8</b>	<b>447.4</b>
매입채무	25.8	34.2	37.4	39.9	43.9
단기차입금	92.0	107.8	81.5	81.5	81.5
유동성장기부채	20.0	0.0	50.0	50.0	50.0
<b>고정부채</b>	<b>14.5</b>	<b>76.0</b>	<b>55.4</b>	<b>27.5</b>	<b>29.8</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	60.0	30.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>407.6</b>	<b>474.8</b>	<b>475.5</b>	<b>460.3</b>	<b>477.1</b>
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	538.5	657.7	791.7
자본조정	5.4	7.5	8.4	8.4	8.4
<b>자본총계</b>	<b>528.5</b>	<b>596.6</b>	<b>645.7</b>	<b>764.9</b>	<b>898.9</b>
총차입금	112.0	167.8	161.5	131.5	131.5
순차입금	83.4	91.7	104.1	31.7	(41.5)

Source: Company data, Mirae Asset Research

### 손익계산서

(단위: 십억, %)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
<b>매출액</b>	<b>1,213.1</b>	<b>1,314.4</b>	<b>1,401.2</b>	<b>1,530.1</b>	<b>1,654.9</b>
증가율	8.5	8.4	6.6	9.2	8.2
매출원가	384.7	407.2	439.5	446.5	504.9
<b>매출총이익</b>	<b>828.4</b>	<b>907.2</b>	<b>961.8</b>	<b>1,083.6</b>	<b>1,150.1</b>
증가율	12.3	9.5	6.0	12.7	6.1
매출총이익률	68.3	69.0	68.6	70.8	69.5
판매비및일반관리비	667.1	717.1	762.7	855.2	891.2
<b>영업이익</b>	<b>161.3</b>	<b>190.1</b>	<b>199.0</b>	<b>228.4</b>	<b>258.8</b>
증가율	43.7	17.9	4.7	14.7	13.3
<b>영업외손익</b>	<b>(5.6)</b>	<b>(5.4)</b>	<b>15.0</b>	<b>29.8</b>	<b>43.4</b>
순금융비용	6.4	8.0	7.4	4.2	3.1
외환관련손익	0.9	10.5	(0.1)	0.0	0.0
지분법평가손익	(4.1)	(1.4)	23.2	35.7	48.0
기타영업외손익	4.0	(6.4)	(0.6)	(1.7)	(1.6)
<b>세전순이익</b>	<b>155.7</b>	<b>184.8</b>	<b>214.1</b>	<b>258.2</b>	<b>302.2</b>
법인세비용	39.4	55.7	50.4	57.8	67.7
<b>당기순이익</b>	<b>116.3</b>	<b>129.1</b>	<b>163.7</b>	<b>200.3</b>	<b>234.5</b>
EPS	1,563	1,734	2,199	2,691	3,150
증가율	54.7	11.0	26.8	22.4	17.1
<b>EBITDA</b>	<b>302.9</b>	<b>331.3</b>	<b>349.6</b>	<b>392.1</b>	<b>431.9</b>
증가율	20.8	9.4	5.5	12.1	10.1

Source: Company data, Mirae Asset Research

현금흐름표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>283.3</b>	<b>304.8</b>	<b>287.9</b>	<b>309.4</b>	<b>340.9</b>
당기순이익	116.3	129.1	162.2	200.3	234.5
감가상각비	132.8	126.5	136.0	150.5	159.4
무형자산상각비	8.8	14.7	14.6	13.3	13.7
외화환산손실(이익)	(0.9)	(10.0)	(0.3)	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	4.1	1.4	(23.2)	(35.7)	(48.0)
운전자본의감소(증가)	(5.2)	(34.7)	(19.3)	(16.4)	(14.7)
매출채권의감소	(19.7)	(41.8)	(19.6)	(12.9)	(14.0)
재고자산의감소	22.0	(1.3)	(3.0)	(6.0)	(4.7)
매입채무의증가	(7.5)	8.4	3.3	2.5	4.0
기타	27.5	77.9	17.9	(2.6)	(4.0)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(239.6)</b>	<b>(255.1)</b>	<b>(235.9)</b>	<b>(155.8)</b>	<b>(167.2)</b>
단기금융상품의 처분(취득)	0.0	0.0	8.0	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	4.0	(4.2)	(8.3)	0.0	0.0
유형자산의취득	(218.4)	(142.0)	(187.8)	(170.1)	(186.3)
유형자산의처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.7)	(4.5)	(5.9)	(10.3)	(18.1)
투자자산의감소(증가)	0.8	(82.4)	23.6	24.7	37.3
기타	(21.3)	(21.9)	(65.5)	0.0	0.0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(49.7)</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(70.8)</b>	<b>(111.1)</b>	<b>(100.5)</b>
차입금의증가(감소)	(19.7)	55.8	(6.4)	(30.0)	0.0
자본의증가(감소)	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의지급	(29.8)	(58.1)	(64.8)	(81.1)	(100.5)
기타	0.0	0.1	0.3	0.0	0.0
<b>순현금흐름</b>	<b>(6.0)</b>	<b>47.6</b>	<b>(18.8)</b>	<b>42.5</b>	<b>73.2</b>
기초현금	34.5	28.5	76.1	57.3	99.8
기말현금	28.5	76.1	57.3	99.8	173.0
잉여 현금흐름	43.7	49.7	52.1	153.6	173.7

Source: Company data, Mirae Asset Research

투자지표

(단위: 원, %, 배)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
<b>주당지표</b>					
EPS	1,563	1,734	2,199	2,691	3,150
BPS	6,105	7,144	7,921	9,562	11,303
주당EBITDA	4,070	4,451	4,697	5,268	5,803
주당현금배당금	780	870	1,090	1,350	1,580
PER	19.5	15.4	17.4	14.2	12.2
PBR	4.3	3.3	4.8	4.0	3.4
EV/EBITDA	7.8	6.3	8.7	7.6	6.7
배당수익률	2.6	3.3	2.8	3.5	4.1
<b>수익성비율 %</b>					
매출총이익률	68.3	69.0	68.6	70.8	69.5
영업이익률	13.3	14.5	14.2	14.9	15.6
EBITDA이익률	25.0	25.2	25.0	25.6	26.1
순이익률	9.6	9.8	11.7	13.1	14.2
ROE	24.0	22.9	26.4	28.4	28.2
ROIC	20.4	20.7	21.9	23.4	23.0
<b>안정성비율 %</b>					
부채비율	77.1	79.6	73.6	60.2	53.1
순차입금비율	15.8	15.4	16.1	4.1	순현금
유동비율	100.6	119.3	114.2	127.0	145.3
이자보상배율(배)	25.2	23.7	26.8	54.5	83.8
<b>활동성</b>					
총자산회전율(회)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율(회)	10.6	9.8	9.1	9.2	9.2
재고자산회전율(회)	17.6	22.7	23.8	24.4	24.4
매입채무회전율(회)	44.1	43.9	39.1	39.6	39.5
순운전자본회전율(회)	15.9	13.5	11.6	10.8	10.7

Source: Company data, Mirae Asset Research

**Recommendation**

<p><b>종목별 투자 의견 (6개월 기준)</b></p> <p>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</p>	<p><b>업종별 투자 의견</b></p> <p>Attractive : 현 업종지수대비 +10% 초과                  Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내                  Cautious : 현 업종지수 대비 -10% 초과                  ※ 업종별 투자 의견의 용어를 재정리 함                  Overweight → Attractive / Underweight → Cautious로 2005년 8월 3일부터 변경함</p>
---	---

**Earnings Quality Score**

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

- 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.
- 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.
- Consensus Forecast Accuracy**
  - 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
  - EPS surprise는 '연말 실적치 - 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. 당사는 11월 9일 현재 웅진코웨이를 기초자산으로 하는 ELW 및 LP회사임을 알려드립니다. 동 자료는 기관투자자 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	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
		종류	수량	취득가				
해당사항없음								

<b>주가 및 목표주가 변동추이</b>	<b>웅진코웨이 (021240)</b>
<p>■ Buy ■ Hold ■ Reduce □ Not Rated 이천기준 ■ Strong Buy ■ Buy@ ■ Mkt.Perm ■ Und.Perm</p>	

