

4분기 실적은 기대치 상단을 기록할 전망

투자 의견 BUY 유지

웅진코웨이에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 44,000원을 유지한다. 4분기 영업이익이 전년 동기대비 17% 증가하여 시장 기대치의 상단을 기록하면서 호조를 보일 것으로 전망한다. 최근 1개월 주가가 국내 화장품사업 진출에 대한 우려로 13% 하락하며 KOSPI를 6% 하회하였는데, 신규 투자비용이 시장에서 예상하는 금액의 절반 정도로 적을 것으로 예상되기 때문에 시장의 우려는 크게 완화될 전망이다.

4분기 실적호조 예상

4분기 매출액은 전년 동기대비 8.4% 증가한 3,687억원을 기록할 전망이다. 공기청정기를 위주로 일시불 판매가 급증하고 렌탈부문에서 순가입자가 증가하기 때문이다. 영업이익은 전년 동기대비 16.6% 증가한 562억원(+12.9% QoQ)을 기록하면서 영업이익률이 15.2%(+1.1%P YoY, +1.2%P QoQ)로 상승할 전망이다. 4분기에 실시된 명예퇴직과 관련한 구조조정 비용을 감안하더라도 수익성이 향상되는 것인데, 이는 마진이 좋은 일시불 판매가 호조를 보이고 해약률이 하락하면서 렌탈자산 폐기손실이 감소하기 때문이다.

중국 법인의 실적은 일시적으로 주춤할 것이다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 3,986만RMB/1,395만 RMB(영업이익률 35%)로 전 분기대비 -23%/-32%를 기록할 것이다. 하지만 이는 4분기가 계절적 비수기인 동시에 중국 국경절 연휴(10일) 등으로 영업일수가 감소하였기 때문이다. 전년 동기대비로 비교할 경우 매출액/영업이익 증가율은 각각 +63%/+44%로 여전히 고 성장세를 유지한 것으로 추정된다. 비수기가 끝나는 2분기부터 실적이 다시 회복될 것으로 전망한다.

국내 화장품시장 진입비용은 시장 예상보다 적을 듯

국내 화장품 방문판매시장에 진출할 가능성이 높는데, 우리는 웅진코웨이가 수익성과 재무구조에 무리가 갈 정도로 공격적인 투자를 할 것이라고 보지 않는다. 신규 투자비용도 시장에서 예상하는 200억원보다 적은 100억원 정도로 예상된다. 이는 신규 생산공장을 건설하지 않고 임대 혹은 외주 형태로 제품생산을 할 것이고, 이미 화장품 연구소가 있어 R&D 능력을 충분히 보유하고 있으며, 신규 인력충원도 기존 생활 가전 판매전문인력의 전환배치와 병행할 예정이고, 지역 사무소도 공동으로 사용할 가능성이 높기 때문이다. 기존 예상보다 투자비용이 적을 것으로 예상되기 때문에 시장의 우려도 완화될 수 있을 것이다.

Financial Data

투자지표	단위	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	십억원	1,213.1	1,314.4	1,409.2	1,520.2	1,616.5
영업이익	십억원	161.3	190.1	203.3	223.4	241.1
세전이익	십억원	155.7	184.8	206.7	236.0	267.4
순이익	십억원	116.3	129.1	156.3	184.0	208.6
EPS	원	1,562	1,734	2,063	2,386	2,704
증감율	%	54.8	11.0	19.0	15.7	13.3
PER	배	19.5	15.4	18.6	13.7	12.1
PBR	배	4.3	3.3	4.1	3.0	2.7
EV/EBITDA	배	7.7	6.2	8.5	6.3	5.6
ROE	%	24.0	22.9	24.6	25.3	24.8
BPS	원	7,100	8,016	9,365	10,735	12,266
Net DER	%	15.7	14.4	18.3	7.6	(2.2)

자료: 하나대투증권

Earnings Preview

Company Analysis

TP(12M): 44,000원

CP(2/10): 32,650원

Feb 11, 2010

Analyst **송선재**

02-3771-7512

sunjae.song@hanaw.com

Key Data

KOSPI 지수(pt)	1570.12
52주최고/최저(원)	40,550/25,550
시가총액(십억원)	2,518.1
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	77,124.8
60일 평균거래량(천주)	304.5
60일 평균거래대금(십억원)	11.2
08년 배당금(원)	870
09년 배당금(예상원)	1,030
외국인 지분율(%)	44.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(13.2) (6.0) 18.9
상대	(5.8) (5.7) (12.0)

Consensus Data

	2009	2010
매출액(십억원)	1,417.0	1,537.3
영업이익(십억원)	205.0	231.7
순이익(십억원)	156.8	189.9
EPS(원)	2,071	2,451
BPS(원)	8,297	9,826

Stock Price

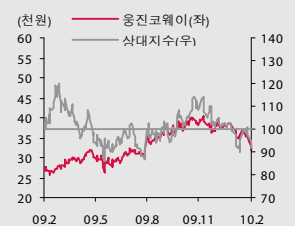


표 1. 09년 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q09F	3Q09	QoQ	4Q08	YoY	Consensus	Difference
매출액	368.7	355.2	3.8	340.3	8.4	370.4	-0.5
영업이익	56.2	49.8	12.9	48.2	16.6	54.5	3.1
세전이익	57.1	49.8	14.7	55.1	3.8	56.8	0.6
순이익	43.3	37.0	17.0	37.6	15.2	41.4	4.7
Margin							
영업이익률	15.2	14.0	1.2P	14.2	1.1P	14.7	0.5P
경상이익률	15.5	14.0	1.5P	16.2	-0.7P	15.3	0.2P
순이익률	11.8	10.4	1.3P	11.1	0.7P	11.2	0.6P

자료: 웅진코웨이, Fnguide, 하나대투증권

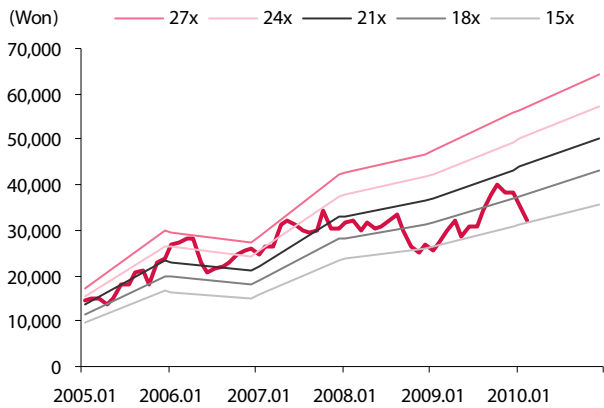
표 2. 중국 화장품사업 분기별 실적추이

(단위: 백만RMB, %)

	3Q08	4Q08	QoQ	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09F	YoY	QoQ
매출액	28	24	-12.7	28	46	52	40	63.4	-23.4
영업이익	9	10	5.4	11	29	20	14	43.8	-31.8
영업이익률	32.9	39.8		40.0	62.9	39.3	35.0		

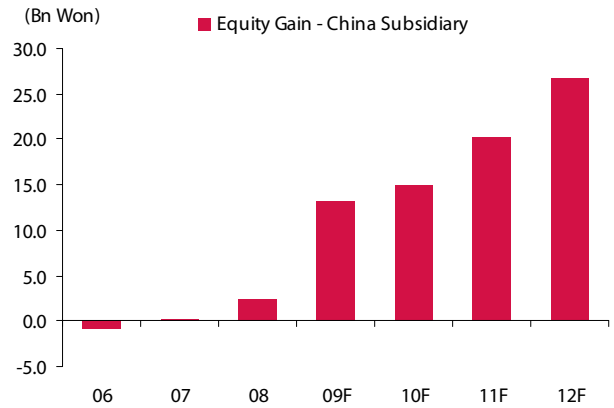
주: 2Q09의 높은 영업이익률은 2008년 영업이익 과소계상분을 일회성으로 계상했기 때문이며, 실제 이익률은 40% 수준임
 자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 1. 웅진코웨이 P/E Band



자료: KRX, 하나대투증권

그림 2. 중국법인 지분법이익 추이



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	1,213.1	1,314.4	1,409.2	1,520.2	1,616.5
매출원가	384.7	407.2	456.4	488.6	519.4
매출총이익	828.4	907.2	952.9	1,031.7	1,097.1
판매비	667.1	717.1	749.5	808.3	856.0
영업이익	161.3	190.1	203.3	223.4	241.1
영업외손익	(5.6)	(5.4)	3.4	12.6	26.3
이자손익	(6.4)	(8.1)	(8.4)	(7.9)	(3.4)
지분법손익	(4.1)	(1.4)	15.6	22.4	30.1
외환손익	0.9	10.5	(3.4)	(1.5)	0.0
기타	4.0	(6.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
세전이익	155.7	184.8	206.7	236.0	267.4
법인세	39.4	55.7	50.4	51.9	58.8
계속사업이익	116.3	129.1	156.3	184.0	208.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	116.3	129.1	156.3	184.0	208.6
NOPAT	121.1	134.7	162.6	190.2	211.2
EBITDA	303.7	334.0	363.4	406.1	442.6
성장성(%)					
매출액증가율	8.5	8.4	7.2	7.9	6.3
EBITDA증가율	22.5	10.0	8.8	11.7	9.0
영업이익증가율	43.7	17.9	6.9	9.9	7.9
계속사업이익증가율	55.2	11.0	21.1	17.8	13.3
EPS증가율	54.8	11.0	19.0	15.7	13.3
수익성(%)					
매출총이익률	68.3	69.0	67.6	67.9	67.9
EBITDA이익률	25.0	25.4	25.8	26.7	27.4
영업이익률	13.3	14.5	14.4	14.7	14.9
계속사업이익률	9.6	9.8	11.1	12.1	12.9

투자지표

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
주당지표(원)					
EPS	1,562	1,734	2,063	2,386	2,704
BPS	7,100	8,016	9,365	10,735	12,266
CFPS	3,743	3,406	4,182	4,279	4,708
EBITDAPS	4,081	4,488	4,798	5,265	5,739
SPS	16,301	17,659	18,603	19,711	20,959
DPS	780	870	1,030	1,190	1,350
추가지표(배)					
PER	19.5	15.4	18.6	13.7	12.1
PBR	4.3	3.3	4.1	3.0	2.7
PCFR	8.1	7.8	9.2	7.6	6.9
EV/EBITDA	7.7	6.2	8.5	6.3	5.6
PSR	1.9	1.5	2.1	1.7	1.6
재무비율(%)					
ROE	24.0	22.9	24.6	25.3	24.8
ROA	12.8	12.9	13.4	13.9	14.4
ROIC	21.2	20.8	21.9	23.2	24.6
부채비율	77.1	79.6	87.5	77.5	67.4
순부채비율	15.7	14.4	18.3	7.6	(2.2)
이자보상배율(배)	20.1	16.8	14.0	13.2	15.2

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2009	2010	12M Fwd	2009	2010
Korea	13.6	10.2	10.1	58.7	33.5
Emerging Market	16.8	13.1	12.8	2.8	28.4
World	18.4	14.3	14.1	(2.7)	28.8

자료: Thomson I/B/E/S

대차대조표

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
유동자산	395.6	475.6	545.4	637.1	726.8
현금 및 현금성자산	28.5	76.1	81.6	88.0	93.6
단기투자자산	0.5	5.9	42.1	89.9	141.0
매출채권	117.9	149.8	160.6	173.3	184.3
재고자산	57.8	58.0	61.9	71.0	79.5
기타유동자산	190.9	185.8	199.2	214.9	228.5
비유동자산	540.5	595.8	721.7	749.8	779.2
투자자산	16.7	114.1	132.0	156.8	189.3
유형자산	388.7	356.4	378.7	395.1	405.5
무형자산	74.1	64.9	146.1	128.0	110.0
자산총계	936.1	1,071.4	1,267.1	1,386.9	1,506.0
유동부채	393.0	398.7	438.6	477.0	496.6
매입채무	25.8	34.2	38.3	41.0	43.6
단기차입금	92.0	107.8	100.5	100.1	102.8
유동성장기부채	20.0	0.0	12.0	27.8	22.7
기타유동부채	255.3	256.7	287.8	308.1	327.5
비유동부채	14.5	76.0	152.6	128.3	109.8
사채	0.0	0.0	6.7	6.7	7.4
장기차입금	0.0	60.0	128.0	102.4	81.9
기타비유동부채	14.5	16.0	18.0	19.2	20.5
부채총계	407.6	474.8	591.2	605.3	606.4
자본금	39.3	39.3	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	113.7	108.7	141.9	141.9	141.9
자본조정	4.9	6.2	(38.6)	(38.6)	(38.6)
기타포괄손익누계액	0.5	1.3	(0.7)	(0.7)	(0.7)
이익잉여금	370.1	441.1	532.6	638.3	756.3
자본총계	528.5	596.6	675.9	781.6	899.6
순부채	83.0	85.8	123.5	59.1	(19.7)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
영업활동현금흐름	283.3	259.1	323.1	336.2	365.8
당기순이익	116.3	129.1	156.3	184.0	208.6
비현금항목 가감	219.3	166.2	167.8	175.0	177.2
감가상각비	141.6	141.2	148.3	162.2	171.8
외환손익	(0.9)	(10.5)	3.4	1.5	0.0
지분법손익	4.1	1.4	(15.6)	(22.4)	(30.1)
기타	74.5	34.2	31.6	33.7	35.6
운전자본 증감	(52.2)	(36.2)	(1.0)	(22.8)	(19.9)
투자활동현금흐름	(220.0)	(142.0)	(307.7)	(227.3)	(232.7)
투자자산감소(증가)	(2.1)	(98.7)	(2.4)	(2.3)	(2.4)
유형자산감소(증가)	(218.4)	(141.8)	(151.9)	(155.5)	(159.1)
기타투자활동	0.5	98.5	(153.5)	(69.4)	(71.2)
재무활동현금흐름	(49.7)	(69.5)	(9.9)	(102.5)	(127.5)
사채/차입금증가(감소)	(19.7)	15.8	79.4	(10.2)	(22.2)
유상증자	0.0	0.0	1.3	0.0	0.0
현금배당	(29.8)	(58.1)	(64.8)	(78.3)	(90.5)
기타재무활동	(0.3)	(27.3)	(25.8)	(14.0)	(14.9)
현금의 증감	6.0	47.6	5.5	6.4	5.6
Unlevered CFO	278.5	253.5	316.8	330.0	363.1
Free Cash Flow	40.5	63.7	45.7	148.9	172.0

Sector Aggregates

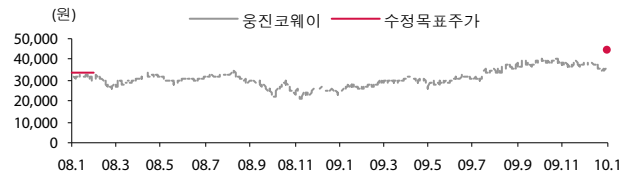
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2009	2010	12M Fwd	2009	2010
Korea	11.9	10.8	10.7	0.7	9.9
Emerging Market	21.9	18.1	17.4	3.0	20.7
World	19.1	16.6	16.5	2.9	15.0

* MSCI Retailing Industry Group

투자의견 변동 내역

종목명	날짜	투자의견	수정목표주가
웅진코웨이	10.1.25	BUY	44,000 원

목표주가 추이



투자의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류	적용기준
Overweight(비중확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2010년 2월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2010년 2월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.