

# 웅진코웨이 (021240)

## 과도한 우려가 반영된 주가

22 February 2010

Analyst 박자미 ☎ 02) 2184-2318 jami.park@ktbsecurities.com

R.A. 김선미 ☎ 02) 2184-2338 smkim@ktbsecurities.com

### BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	<b>BUY</b>		<b>유지</b>
목표주가	<b>46,000</b>	50,000	<b>하향</b>
Earnings			<b>하향</b>

Valuation Call	
단기이익모멘텀	
장기성장성	<b>Positive</b>

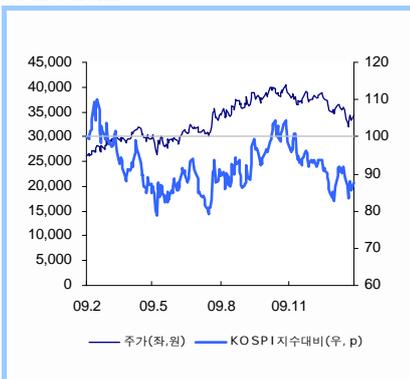
#### Stock Information

현재가(2/19)	33,800원
예상 주가상승률	36.1%
시가총액	26,068억원
비중(KOSPI내)	0.31%
발행주식수	77,125천주
52주 최저가/최고가	26,000 - 40,550원
3개월 일평균거래대금	109억원
외국인 지분율	44.4%
주요주주지분율(%)	
(주)웅진홀딩스외 31인	38.3
Lazard Asset Management LLC	14.0
Morgan Stanley Investment Management Company	6.8

#### Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(4.8)	(1.7)	31.5	(12.0)
KOSPI대비 상대수익률(%)	20	(4.8)	(12.5)	(6.7)

#### Price Trend



### Investment Point

#### 1) 예상을 상회하는 영업실적 시현

4분기 매출, 영업이익은 전년 동기 대비 9.2%, 18.5% 증가한 3,714억원, 571억원으로, 예상을 상회하는 실적 시현. 1) 신종플루 영향으로 공기청정기의 일시불 판매가 전년동기대비 1064% 증가, 2) 페이프리 마케팅, 의무사용기간 확대로 해약율이 감소추세에 있기 때문. 순이익은 예상을 하회하였으나, 이는 자회사 웅진케미컬의 지분법 손실이 예상보다 컸기 때문임.

#### 2) 중국 화장품 사업 2010년에도 고성장 지속 전망

2010년 중국 화장품 사업 매출, 영업이익 전년동기대비 40%, 20% 증가한 약 600억원, 187억원 수준의 가이드스 제시. 1) 점포수가 7,860개에서 10,000개로 약 27% 증가, 2) 시판 채널로 유통망 확대되는 것을 감안하면 충분히 달성가능한 목표라고 판단.

#### 3) 국내 화장품 사업 장기적으로 가능성 있는 사업기회

화장품 방문판매사업 진출 발표. 화장품 방문판매의 가장 큰 경쟁력인 유통력을 보유하고 있어, 브랜드력을 갖출 수 있다면 가능성 있는 사업기회라 판단. 다만, 상위사 대비 열위에 있는 브랜드력의 강화에는 다소 시간이 필요할 것.

### Valuation

#### 투자 의견 BUY, 목표주가 46,000원 하향

신규 사업 진출에 따른 불확실성으로 적용베타를 0.7에서 0.8로 상향함에 따라, 목표주가를 약 8% 하향조정함.

### Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
매출액	1,213	1,314	1,412	1,508	1,619	1,748	1,907
영업이익	161	190	204	223	245	274	310
EBITDA	347	376	382	406	436	477	527
순이익	116	129	153	172	192	219	249
자산총계	936	1,071	1,147	1,258	1,325	1,435	1,602
자본총계	528	597	637	727	827	954	1,112
순차입금	83	92	127	98	70	20	(47)
매출액증가율	8.5	8.4	7.4	6.8	7.4	8.0	9.1
영업이익률	13.3	14.5	14.5	14.8	15.1	15.7	16.2
순이익률	9.6	9.8	10.9	11.4	11.8	12.5	13.1
ROE	24.0	22.9	24.9	25.2	24.7	24.6	24.1
ROIC	21.6	22.6	25.7	25.9	26.8	28.1	29.7
P/E	19.5	15.4	16.4	14.6	13.1	11.5	10.1
P/B	5.0	3.7	4.3	3.7	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	6.8	5.5	7.2	6.7	6.1	5.5	4.9
배당수익률	2.6	3.3	3.3	3.6	3.6	3.6	3.6

자료: KTB투자증권



<표 1> 4Q09 Earnings Summary

(단위: 십억원,%)

회사잠정 (십억원)	당사 추정치 대비			전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2009.12(P)	2009.12(E)	차이(%)	2008.12A	차이(%)	2009.09A	차이(%)	2009.12(E)	차이(%)
매출액	371.4	370.2	0.3	340.3	9.2	355.2	4.6	370.7	0.2
영업이익	57.1	53.7	6.4	48.2	18.5	49.8	14.8	55.5	3.0
순이익	40.3	44.3	(9.0)	37.6	7.2	37.0	8.9	43.1	(6.3)
<b>이익률(%)</b>									
영업이익	15.4	14.5		14.2		14.0		15.0	
순이익	10.9	12.0		11.1		10.4		11.6	
<b>이익률 차이(%P)</b>									
영업이익		0.9		1.2		1.4		0.4	
순이익		(1.1)		(0.2)		0.4		(0.8)	

참고: 시장 컨센서스는 FnGuide 기준

자료: KTB투자증권

<표 2> 실적 추정치 변경 내역(분기)

(단위: 십억원,%)

	변경전				변경후				차이(%, %p)			
	2010.03E	2010.06E	2010.09E	2010.12E	2010.03E	2010.06E	2010.09E	2010.12E	2010.03E	2010.06E	2010.09E	2010.12E
매출액	370.1	365.2	373.5	399.2	374.6	364.4	376.9	392.4	1.2	(0.2)	0.9	(1.7)
영업이익	55.8	53.0	53.6	61.4	55.6	52.3	54.1	61.2	(0.4)	(1.3)	1.0	(0.3)
영업이익률(%)	15.1	14.5	14.3	15.4	14.8	14.3	14.4	15.6	(0.2)	(0.2)	0.0	0.2
순이익	45.1	45.8	46.4	49.5	40.9	41.8	43.9	45.2	(9.4)	(8.8)	(5.3)	(8.8)

자료: KTB투자증권

<표 3> 실적 추정치 변경 내역(연간)

(단위: 십억원,%)

	변경전			변경후			차이(%, %P)		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
매출액	1,508.1	1,613.5	1,733.4	1,508.3	1,619.2	1,748.2	0.0	0.4	0.9
영업이익	223.6	243.9	258.9	223.1	245.2	274.2	(0.2)	0.5	5.9
영업이익률(%)	14.8	15.1	14.9	14.8	15.1	15.7	(0.0)	0.0	0.7
순이익	186.8	201.1	216.6	171.7	191.6	219.0	(8.1)	(4.7)	1.1

자료: KTB투자증권

**<표 4> 웅진코웨이 DCF valuation**

(단위: 십억원,%)

Fair Price-DCF	46,000	Forecast Period	10
Current Price	33,550	Terminal Growth	3.0%

DCF Model I	Fiscal Year	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Sales</b>		1,412	1,508	1,619	1,748	1,907	2,059	2,214	2,369	2,511	2,649	2,781
growth(%)			6.8%	7.4%	8.0%	9.1%	8.0%	7.5%	7.0%	6.0%	5.5%	5.0%
<b>EBIT</b>		204	223	245	274	310	309	332	355	377	397	417
growth(%)			9.2%	9.9%	11.8%	12.9%	-0.3%	7.5%	7.0%	6.0%	5.5%	5.0%
Margin(%)		14.5%	14.8%	15.1%	15.7%	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
* EBITDA		420	449	480	525	581	601	647	692	733	774	812
* EBITDA margin(%)		29.7%	29.7%	29.7%	30.0%	30.5%	29.2%	29.2%	29.2%	29.2%	29.2%	29.2%
Tax rate(%)		24.4%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>NOPLAT</b>		154	167	184	206	232	232	249	266	282	298	313
Depr. & amort.		215	225	235	251	271	293	315	337	357	376	395
<b>Gross Cash Flow</b>		370	393	419	457	503	524	564	603	639	674	708
Net Working Capital inc(dec.)		22	23	25	20	24	18	7	22	18	16	14
Capex		213	200	215	232	252	255	299	320	339	358	375
<b>Investing Cash Flow</b>			224	239	252	277	272	306	342	357	374	390
<b>Free Cash Flow</b>			169	180	205	227	252	258	261	282	300	319
Cost of Equity			9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
Risk Free			4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Beta			0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Risk Premium			7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Cost of Debt			6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
<b>WACC</b>			8.5%	8.8%	9.0%	9.1%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
Invested Capital		629	665	710	755	811	876	957	1,020	1,078	1,135	1,194
<b>ROIC</b>			25.9%	26.8%	28.1%	29.7%	27.5%	27.2%	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%
<b>EVA</b>			115	128	144	167	159	171	180	190	200	210
NPV of FCF		1,629										
NPV of CV		1,442										
<b>Enterprise Value</b>		3,072										
Non-Operating Value		482										
Cash & equivalent		16										
Financial Goods		10										
Marketable securities		30										
Investment securities		425										
Debt		183										
Net Enterprise Value		3,370										
<b>Equity Value</b>		3,370										
No. of Shares(Common, thou.)		74,432										
<b>Fair Price -DCF</b>		45,275										

자료: KTB투자증권

## 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>유동자산</b>	395.6	475.6	489.1	560.9	579.3
현금성자산	28.7	76.1	56.7	100.2	88.0
매출채권	117.9	149.8	183.2	206.4	230.7
재고자산	57.8	58.0	55.6	58.7	63.0
<b>비유동자산</b>	540.5	595.8	658.1	697.2	745.9
투자자산	77.7	174.5	209.6	237.6	268.2
유형자산	388.7	356.4	394.3	413.5	437.7
무형자산	74.1	64.9	54.2	46.2	39.9
<b>자산총계</b>	<b>936.1</b>	<b>1,071.4</b>	<b>1,147.2</b>	<b>1,258.1</b>	<b>1,325.1</b>
<b>유동부채</b>	393.0	398.7	455.5	475.5	441.5
매입채무	25.8	34.2	42.8	45.2	48.5
유동성이자부채	112.0	107.8	153.5	168.5	128.5
비유동부채	14.5	76.0	54.9	55.9	57.0
비유동이자부채	0.0	60.0	30.0	30.0	30.0
<b>부채총계</b>	<b>407.6</b>	<b>474.8</b>	<b>510.5</b>	<b>531.5</b>	<b>498.5</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	529.6	619.5	719.5
자본조정	5.4	7.5	8.4	8.4	8.4
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>528.5</b>	<b>596.6</b>	<b>636.8</b>	<b>726.6</b>	<b>826.7</b>
투하자본	597.8	575.6	628.7	665.2	709.9
순차입금	83.4	91.7	126.7	98.3	70.4
ROA	12.8	12.9	13.8	14.3	14.8
ROE	24.0	22.9	24.9	25.2	24.7
ROIC	21.6	22.6	25.7	25.9	26.8

### 손익계산서

(단위:십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>매출액</b>	<b>1,213.1</b>	<b>1,314.4</b>	<b>1,411.9</b>	<b>1,508.3</b>	<b>1,619.2</b>
증가율 (Y-Y,%)	8.5	8.4	7.4	6.8	7.4
<b>영업이익</b>	<b>161.3</b>	<b>190.1</b>	<b>204.3</b>	<b>223.1</b>	<b>245.2</b>
증가율 (Y-Y,%)	43.7	17.9	7.4	9.2	9.9
EBITDA	347.0	376.0	381.7	406.3	436.0
<b>영업외손익</b>	<b>(5.6)</b>	<b>(5.4)</b>	<b>(1.6)</b>	<b>5.8</b>	<b>10.2</b>
순이자수익	(6.4)	(8.0)	(9.5)	(9.2)	(7.3)
외화관련손익	0.9	10.5	(3.9)	0.0	0.0
지분법손익	(4.1)	(1.4)	13.9	16.9	19.5
<b>세전계속사업손익</b>	<b>155.7</b>	<b>184.8</b>	<b>202.7</b>	<b>229.0</b>	<b>255.5</b>
당기순이익	116.3	129.1	153.3	171.7	191.6
증가율 (Y-Y,%)	55.2	11.0	18.8	12.0	11.6
<b>NOPLAT</b>	<b>120.5</b>	<b>132.8</b>	<b>154.5</b>	<b>167.4</b>	<b>183.9</b>
(+) Dep	185.7	185.9	177.4	183.2	190.8
(-) 운전자본투자	18.9	22.7	21.7	23.3	24.7
(-) Capex	228.2	171.1	209.2	196.3	210.7
OpFCF	59.1	124.9	101.0	130.9	139.3
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	57.8	9.2	8.1	7.5	7.2
영업이익증가율(3Yr)	69.3	25.2	22.1	11.4	8.9
EBITDA증가율(3Yr)	92.6	18.8	15.0	5.4	5.1
순이익증가율(3Yr)	100.5	28.5	26.9	13.9	14.1
매출총이익률 (%)	68.3	69.0	67.4	67.8	67.8
영업이익률 (%)	13.3	14.5	14.5	14.8	15.1
EBITDA마진 (%)	28.6	28.6	27.0	26.9	26.9
순이익률 (%)	9.6	9.8	10.9	11.4	11.8

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>영업현금</b>	<b>283.3</b>	<b>304.8</b>	<b>300.3</b>	<b>312.6</b>	<b>336.1</b>
당기순이익	116.3	129.1	153.3	171.7	191.6
자산상각비	185.7	185.9	177.4	183.2	190.8
기타비현금성손익	33.5	26.0	1.5	(19.0)	(21.6)
운전자본증감	(52.2)	(36.2)	(31.9)	(23.3)	(24.7)
매출채권감소(증가)	(19.7)	(41.8)	(43.0)	(23.2)	(24.3)
재고자산감소(증가)	22.0	(1.3)	1.0	(3.1)	(4.3)
매입채무증가(감소)	(7.5)	8.4	8.6	2.4	3.3
기타	(47.0)	(1.5)	1.6	0.7	0.7
<b>투자현금</b>	<b>(239.6)</b>	<b>(255.1)</b>	<b>(311.2)</b>	<b>(203.9)</b>	<b>(222.9)</b>
단기투자자산감소	0.0	0.0	(32.4)	(1.6)	(6.1)
장기투자증권감소	0.8	(82.4)	(0.2)	(8.0)	(8.0)
설비투자	(228.2)	(171.1)	(209.2)	(196.3)	(210.7)
유무형자산감소	5.0	24.5	4.3	2.0	2.0
<b>재무현금</b>	<b>(49.7)</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(48.8)</b>	<b>(66.9)</b>	<b>(131.6)</b>
차입금증가	(19.7)	55.8	15.6	15.0	(40.0)
자본증가	(30.0)	(58.1)	(64.8)	(81.9)	(91.6)
배당금지급	29.8	58.1	64.8	81.9	91.6
현금 증감	(6.0)	47.6	(59.7)	41.8	(18.3)
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>335.5</b>	<b>341.0</b>	<b>332.1</b>	<b>335.9</b>	<b>360.8</b>
(-) 운전자본증가(감소)	18.9	22.7	21.7	23.3	24.7
(-) 설비투자	228.2	171.1	209.2	196.3	210.7
(+) 자산매각	5.0	24.5	4.3	2.0	2.0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>93.5</b>	<b>171.7</b>	<b>105.6</b>	<b>118.3</b>	<b>127.4</b>
(-) 기타투자	(0.8)	82.4	0.2	8.0	8.0
잉여현금	94.3	89.3	105.4	110.3	119.4

자료: KTB투자증권

### 주요투자지표

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>Per share Data</b>					
EPS	1,563	1,734	2,059	2,307	2,574
BPS	6,105	7,144	7,826	9,141	10,571
DPS	780	870	1,100	1,230	1,230
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	19.5	15.4	16.4	14.6	13.1
PBR	5.0	3.7	4.3	3.7	3.2
EV/ EBITDA	6.8	5.5	7.2	6.7	6.1
배당수익률	2.6	3.3	3.3	3.6	3.6
PCR	6.8	5.8	7.6	7.5	7.0
PSR	1.9	1.5	1.8	1.7	1.6
EV/IC	3.9	3.6	4.3	4.1	3.8
EV/(IC+ 투자자산)	3.5	2.8	3.3	3.0	2.7
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	77.1	79.6	80.2	73.1	60.3
Net debt/Equity	15.8	15.4	19.9	13.5	8.5
Net debt/EBITDA	24.0	24.4	33.2	24.2	16.2
유동비율	100.6	119.3	107.4	117.9	131.2
이자보상배율	25.2	23.7	21.4	24.2	33.4
이자비용/매출액	0.7	0.9	0.9	1.0	0.9
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	84.9	69.7	70.2	66.3	66.6
현금+ 투자자산(%)	15.1	30.3	29.8	33.7	33.4
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	17.5	22.0	22.4	21.5	16.1
자기자본(%)	82.5	78.0	77.6	78.5	83.9



### ▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 본 자료의 조사분석담당자는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목과 관련된 재산적 이해관계가 없습니다.  
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.  
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월 주기로 참여하지 않았습니다.

### ▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자등급은 향후 12개월간 추천기준일 증가 대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가 대비 +50%이상
- BUY: 추천기준일 증가 대비 +15%이상~+50%미만
- HOLD: 추천기준일 증가 대비 +5%이상~+15%미만
- REDUCE: 추천기준일 증가 대비 +5%미만

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자등급은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자등급과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

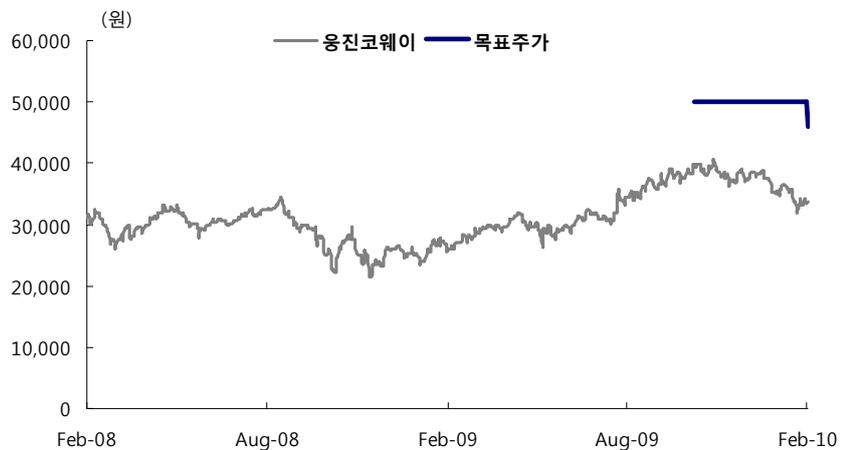
### ▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

일자	2009.10.27	2009.11.9	2009.11.24	2010.1.8	2010.2.22
투자등급	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	50,000원	50,000원	50,000원	50,000원	46,000원

일자					
투자등급					
목표주가					

### ▶ 최근 2년간 목표주가 변경추이



본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.



서울시 영등포구 여의도동 23-3 하나증권빌딩  
11층 리서치센터 \_ Tel. 02-2184-2000

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

