

한국희, Analyst, 3774-1474 cookie@miraeasset.com
 김성훈, Analyst, 3774-6936 nick@miraeasset.com

WHAT'S NEW

스마트한 확장을 기대

웅진코웨이의 4/4분기 실적은 예상치 충족. FY10년 가이드스 역시 핵심 사업에 있어서는 기존의 기대치를 크게 벗어나지 않는 수준. 2010년은 본격적인 사업 확장의 해가 될 것. 1) 국내 방문판매 화장품 시장 진출 및 2) M&A를 통한 수처리 사업 확대가 핵심. 특히 최근 투자자들의 우려 사항이었던 화장품 시장 진출은 초기 투자 비용이 100억원 정도로, 효율적인 사업 확장 시도로 평가. 중국 화장품 사업 또한 올해 172억원(vs. FY09 143억원)의 영업이익 창출 예상. FY10 EPS 성장률 약 24%로 추정. 향후 3년 EPS CAGR는 18% 수준. 이에 반해 FY10 PER은 13.6x에 불과. 최근 신사업 관련 우려에 따른 주가 약세는 매수 기회.

» 예상대로 호실적 달성

» 중국 화장품 biz: FY10 이익 172 억원 예상

» 국내 화장품 시장 진출: 우려를 불식시키는 스마트한 확장

» 목표주가 51,000 원과 BUY 투자 의견 유지

» 예상대로 호실적 달성

웅진코웨이의 4/4분기 매출액과 영업이익은 각각 전년동기대비 9.2%, 18.5% 증가한 3,714억원과 571억원으로 당사 예상치 및 시장 컨센서스를 소폭 상회. 일시불(특히 공기청정기) 판매 호조(+90%, yoy)가 매출 성장 견인. 고원가율 사업 비중 확대에 따른 매출총이익률 하락(-0.8%p, yoy)에도 불구하고 효율적인 판매비용 관리(-2.0%p, yoy)로 영업이익률은 15.4%(vs. 14.2%, 4Q08)로 개선. 인상적인 계정수 증가(+5.9%, yoy), 안정적 해약률 제어(1.03%, vs 1.24% 4Q08) 등 핵심 사업의 펀더멘탈 지표 양호. 다만 웅진케미칼 지분법손실 등에 따라 세전이익은 예상치 하회.

» 중국 화장품 biz: FY10 이익 172 억원 예상

중국 화장품 비즈니스의 성장률 둔화에 대한 우려가 지속 부각. 4/4분기에는 매출액과 영업이익 각각 전년동기 대비 65%, 51% 증가. 하지만 계절적 요인으로 전분기 대비 이익이 29% 감소한 것이 투자자 우려의 핵심. 하지만 펀더멘탈의 훼손으로 해석할만한 이유 없음. 중국 화장품 부문은 지난해 약 143억원의 이익 창출. 올해에는 약 20% 성장한 172억원의 이익 예상. 올해 채널 확장 및 프로모션 강화 등으로 일시적인 영업이익률 하락(42%→39%) 예상되나, FY12 이후 매출 성장률(CAGR 33%)과 유사한 이익 성장률 기대.

» 국내 화장품 시장 진출: 우려를 불식시키는 스마트한 확장

국내 방문판매 화장품 시장 진출에 대한 상세 계획 제시되었음. 2014년

BUY
22 February 2010

BUY
7 Jan 2010

BUY
9 Nov 2009

BUY
26 Oct 2009

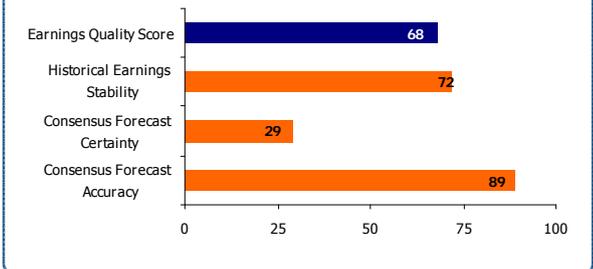
목표주가 **W51,000**
현재가(2/19) **W33,800**

Upside/Downside **+50.9%**
Consensus target price **W47,000**
Difference from consensus **+8.5%**

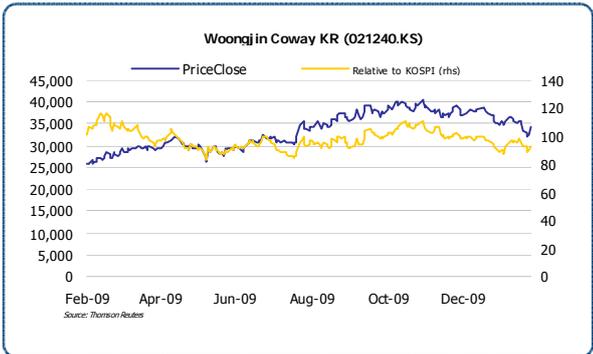
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-08A	Dec-09P	Dec-10E	Dec-11E
매출액(십억원)	1,314	1,412	1,530	1,655
영업이익(십억원)	190	204	228	252
순이익(십억원)	129	154	191	225
EPS(원)	1,734	2,009	2,483	2,924
증감률	11.0%	15.9%	23.6%	17.8%
P/E (x)	15.4	16.8	13.6	11.6
EV/EBITDA (x)	6.3	7.7	6.4	5.8
Dividend yield	3.3%	3.0%	3.8%	4.4%
P/B (x)	3.3	4.9	3.9	3.2
ROE	22.9%	24.3%	26.2%	26.5%
수부채비율	15.4%	27.1%	9.9%	-1.1%

Earnings Quality Score



Performance



Trading data

Market Cap (W bn / US\$ mn)	2,607 / 2,281
Shares Outstanding	77 mn
Free Float	0.615
52-week Price High/Low	W25,700 - 40,550
Daily Average Volume (3M)	W11,210 mn
Performance	1M 3M 12M
Absolute	-4.79% -18.88% 31.52%
Relative to KOSPI Index	2.01% -17.63% -12.45%

Major shareholders

웅진홀딩스.	31.61%
--------	--------

매출액과 영업이익의 목표는 각각 2,000억원과 300억원. M&A나 신규 채널 확장을 포함하지 않은 계획. 아직 소비자 반응 예측 불가능하여 이익 전망에 반영하지는 않음. 다만 긍정적인 점은 초기 투자비용이 100억원 수준에 불과하다는 것. 동사의 연간 창출 EBITDA 규모가 4천억원을 상회하는 점 고려 시, 전혀 무리한 투자 아니라는 판단. 오히려 방문판매 조직 효율화 통한 채널 중심의 시장 접근은 동사의 핵심 역량 고려 시 합리적이고 효율적인 사업 확대 기회일 수 있음. 그간 주가 부진 요인 중 하나였던 신사업 리스크에 대한 우려는 즉시 해소될 수 있을 것.

» 목표주가 51,000 원과 BUY 투자의견 유지

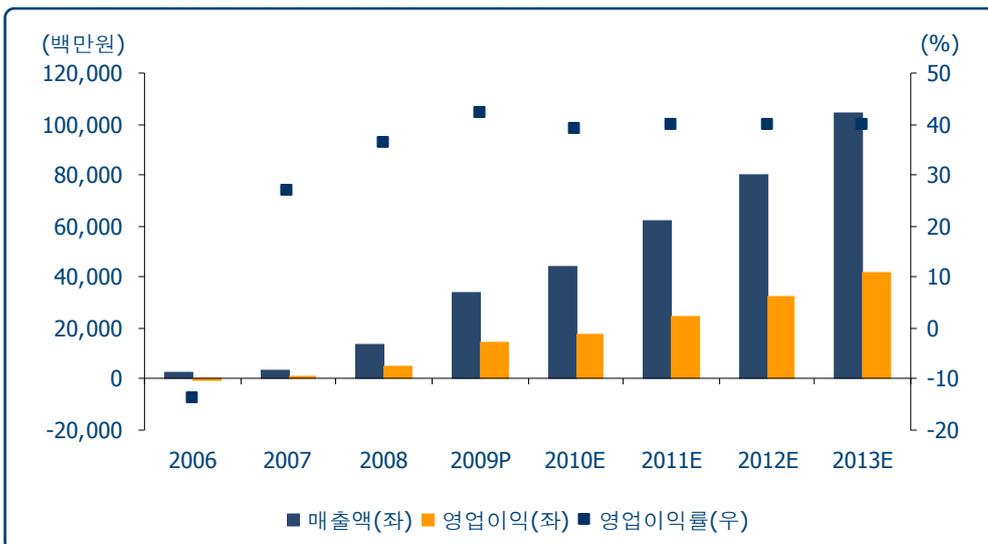
웅진코웨이에 대한 BUY 투자의견과 가치합산 방식(SOTP)으로 산출된 기존의 목표주가 51,000 원을 유지함. 현재 주가는 FY10(E) PER 13.6배, EV/EBITDA 6.4배로 부담 없는 밸류에이션. 국내 방문판매 화장품 시장 진입이 성공적이고, 회사의 계획대로 2014년경 약 2,000억원의 매출액과 15%의 영업이익률 창출이 가능하다면 약 8%의 기업 가치 추가 상승 가능할 것.

<표1> 웅진코웨이의 2009년 4분기 영업실적

(W bn, %)	4Q09P	4Q09E	diff,%	4Q09C	diff,%	4Q08	yoy,%
매출액	371.4	370.4	0.3	370.4	0.3	340.3	9.2
영업이익	57.1	55.2	3.4	54.5	4.8	48.2	18.5
세전이익	53.1	56.5	(6.0)	56.9	(6.7)	55.1	(3.6)
영업이익률	15.4	14.9	0.5p	14.7	0.7p	14.2	1.2p

자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 추정

<그림1> 웅진코웨이 중국 화장품 biz전망: 향후 3년간 순이익 CAGR 33%



자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 전망

Summary Financial Statements

대차대조표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
유동자산	395.6	475.6	464.2	559.2	678.2
현금및단기금융상품	28.5	76.1	35.0	109.2	197.2
매출채권	117.9	149.8	175.1	179.8	199.3
재고자산	57.8	58.0	53.8	61.9	64.9
고정자산	540.5	595.8	746.0	749.3	776.8
투자자산	77.7	174.5	193.8	207.6	226.0
유형자산	388.7	356.4	415.0	426.5	447.8
무형자산	74.1	64.9	137.2	115.1	103.0
자산총계	936.1	1,071.4	1,210.1	1,308.5	1,455.0
유동부채	393.0	398.7	481.1	492.3	507.1
매입채무	25.8	34.2	40.3	41.2	45.3
단기차입금	92.0	107.8	137.4	137.4	137.4
유동성장기부채	20.0	0.0	50.0	50.0	50.0
고정부채	14.5	76.0	56.9	29.2	31.6
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	538.0	521.4	538.6
자본금	39.3	39.3	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	113.7	108.7	141.9	141.9	141.9
이익잉여금	370.1	441.1	528.8	643.8	773.1
자본조정	5.4	7.5	(39.3)	(39.3)	(39.3)
자본총계	528.5	596.6	672.1	787.1	916.3
총차입금	112.0	167.8	217.4	187.4	187.4
순차입금	83.4	91.7	182.3	78.1	(9.9)

자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 전망

손익계산서

(단위: 십억, %)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
매출액	1,213.1	1,314.4	1,412.2	1,530.1	1,654.9
증가율	8.5	8.4	7.4	8.3	8.2
매출원가	384.7	407.2	445.6	446.5	505.9
매출총이익	828.4	907.2	966.6	1,083.6	1,149.0
증가율	12.3	9.5	6.5	12.1	6.0
매출총이익률	68.3	69.0	68.4	70.8	69.4
판매비및일반관리비	667.1	717.1	762.4	855.8	897.1
영업이익	161.3	190.1	204.2	227.8	251.9
증가율	43.7	17.9	7.4	11.6	10.5
영업외손익	(5.6)	(5.4)	(1.4)	18.9	38.7
순금융비용	6.4	8.0	9.2	8.7	7.7
외환관련손익	0.9	10.5	(3.9)	0.0	0.0
지분법평가손익	(4.1)	(1.4)	20.6	29.3	48.0
기타영업외손익	4.0	(6.4)	(8.9)	(1.7)	(1.6)
세전순이익	155.7	184.8	202.8	246.7	290.6
법인세비용	39.4	55.7	48.8	55.3	65.1
당기순이익	116.3	129.1	154.0	191.5	225.5
EPS	1,563	1,734	2,009	2,483	2,924
증가율	54.7	11.0	15.9	23.6	17.8
EBITDA	302.9	331.3	361.1	416.5	443.1
증가율	20.8	9.4	9.0	15.3	6.4

자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 전망

현금흐름표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
영업활동 현금흐름	283.3	304.8	315.0	339.6	347.3
당기순이익	116.3	129.1	152.5	191.5	225.5
감가상각비	132.8	126.5	134.8	158.6	165.0
무형자산상각비	8.8	14.7	22.1	30.1	26.2
외화환산손실(이익)	(0.9)	(10.0)	3.0	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	4.1	1.4	(20.6)	(29.3)	(48.0)
운전자본의감소(증가)	(5.2)	(34.7)	(23.6)	(11.8)	(18.5)
매출채권의감소	(19.7)	(41.8)	(30.7)	(4.7)	(19.5)
재고자산의감소	22.0	(1.3)	4.9	(8.0)	(3.1)
매입채무의증가	(7.5)	8.4	2.1	0.9	4.1
기타	27.5	77.9	46.9	0.7	(2.9)
투자활동 현금흐름	(239.6)	(255.1)	(248.4)	(158.9)	(163.2)
단기금융상품의 처분(취득)	0.0	0.0	9.0	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	4.0	(4.2)	(9.2)	0.0	0.0
유형자산의취득	(218.4)	(142.0)	(198.8)	(170.1)	(186.3)
유형자산의처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.7)	(4.5)	(4.6)	(8.1)	(14.1)
투자자산의감소(증가)	0.8	(82.4)	20.2	19.2	37.3
기타	(21.3)	(21.9)	(65.1)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(49.7)	(2.1)	(112.1)	(106.5)	(96.2)
차입금의증가(감소)	(19.7)	55.8	(0.9)	(30.0)	0.0
자본의증가(감소)	(0.2)	0.0	(46.4)	0.0	0.0
배당금의지급	(29.8)	(58.1)	(64.8)	(76.5)	(96.2)
기타	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
순 현금 흐름	(6.0)	47.6	(41.1)	74.2	88.0
기초현금	34.5	28.5	76.1	35.0	109.2
기말현금	28.5	76.1	35.0	109.2	197.2
잉여 현금흐름	43.7	49.7	66.6	180.7	184.2

자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 전망

투자지표

(단위: 원, %, 배)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
주당지표					
EPS	1,562.6	1,734.0	2,009.3	2,482.5	2,923.5
BPS	6,105.2	7,144.4	6,935.8	8,712.0	10,545.5
주당EBITDA	4,070.3	4,451.4	4,711.5	5,399.8	5,745.7
주당현금배당금	780.0	870.0	1,010.0	1,270.0	1,490.0
PER	19.5	15.4	16.8	13.6	11.6
PBR	4.3	3.3	4.9	3.9	3.2
EV/EBITDA	7.8	6.3	7.7	6.4	5.8
배당수익률	2.6	3.3	3.0	3.8	4.4
수익성비율 %					
매출총이익률	68.3	69.0	68.4	70.8	69.4
영업이익률	13.3	14.5	14.5	14.9	15.2
EBITDA이익률	25.0	25.2	25.6	27.2	26.8
순이익률	9.6	9.8	10.9	12.5	13.6
ROE	24.0	22.9	24.3	26.2	26.5
ROIC	20.4	20.7	21.6	21.2	20.5
안정성비율 %					
부채비율	77.1	79.6	80.1	66.2	58.8
순차입금비율	15.8	15.4	27.1	9.9	순 현금
유동비율	100.6	119.3	96.5	113.6	133.7
이자보상배율(배)	25.2	23.7	22.2	26.2	32.5
활동성					
총자산회전율(회)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
매출채권회전율(회)	10.6	9.8	8.7	8.6	8.7
재고자산회전율(회)	17.6	22.7	25.3	26.5	26.1
매입채무회전율(회)	44.1	43.9	37.9	37.5	38.3
순운전자본회전율(회)	15.9	13.5	11.6	10.9	10.8

자료: 웅진코웨이, 미래에셋증권 리서치센터 전망

Recommendation

<p>종목별 투자 의견 (12개월 기준)</p> <p>BUY: 현주가 대비 목표주가 +10% 초과</p> <p>Hold: 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내</p> <p>Reduce: 현주가 대비 목표주가 -10% 초과</p> <p>단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능</p>	<p>업종별 투자 의견</p> <p>Attractive: 현 업종지수대비 +10% 초과</p> <p>Neutral: 현 업종지수대비 ±10% 이내</p> <p>Cautious: 현 업종지수대비 -10% 초과</p> <p>※ 업종별 투자 의견의 용어를 재정리 함</p> <p>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 에널리스트간 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 미래에셋증권은 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 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	계열사	자사주
			수량		종목	담당자	종류
해당사항없음							

<p>주가 및 목표주가 변동추이</p> <p>■ Buy ■ Hold ■ Reduce ■ Not Rated 이전기준 ■ Strong Buy ■ Buy® ■ Mkt.Perm ■ Und.Perm</p>	<p>웅진코웨이 (021240)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>날짜</th> <th>투자 의견</th> <th>목표가격(12개월)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2008/06/03</td><td>BUY (Initiate)</td><td>36,400원</td></tr> <tr><td>2008/07/23</td><td>BUY</td><td>34,500원(하향)</td></tr> <tr><td>2008/08/11</td><td>BUY</td><td>34,500원</td></tr> <tr><td>2009/07/07</td><td>BUY</td><td>37,500원(상향)</td></tr> <tr><td>2009/08/10</td><td>BUY</td><td>37,500원</td></tr> <tr><td>2009/09/17</td><td>BUY</td><td>45,000원(상향)</td></tr> <tr><td>2009/09/28</td><td>BUY</td><td>45,000원</td></tr> <tr><td>2009/10/26</td><td>BUY</td><td>51,000원(상향)</td></tr> <tr><td>2009/11/09</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> <tr><td>2010/01/07</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> <tr><td>2010/02/22</td><td>BUY</td><td>51,000원</td></tr> </tbody> </table>	날짜	투자 의견	목표가격(12개월)	2008/06/03	BUY (Initiate)	36,400원	2008/07/23	BUY	34,500원(하향)	2008/08/11	BUY	34,500원	2009/07/07	BUY	37,500원(상향)	2009/08/10	BUY	37,500원	2009/09/17	BUY	45,000원(상향)	2009/09/28	BUY	45,000원	2009/10/26	BUY	51,000원(상향)	2009/11/09	BUY	51,000원	2010/01/07	BUY	51,000원	2010/02/22	BUY	51,000원
날짜	투자 의견	목표가격(12개월)																																			
2008/06/03	BUY (Initiate)	36,400원																																			
2008/07/23	BUY	34,500원(하향)																																			
2008/08/11	BUY	34,500원																																			
2009/07/07	BUY	37,500원(상향)																																			
2009/08/10	BUY	37,500원																																			
2009/09/17	BUY	45,000원(상향)																																			
2009/09/28	BUY	45,000원																																			
2009/10/26	BUY	51,000원(상향)																																			
2009/11/09	BUY	51,000원																																			
2010/01/07	BUY	51,000원																																			
2010/02/22	BUY	51,000원																																			