

국내 화장품시장 진출은 보수적인 진입전략을 구사

투자의견 BUY 유지

웅진코웨이에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 44,000원을 유지한다. 4분기 영업실적이 시장 기대치의 상단을 초과하면서 호조를 보인 가운데, 신규고객 유치와 해약률 하락에 힘입어 2010년에도 매출액/영업이익이 각각 8%/9% 증가할 것으로 예상된다. 중국법인은 마케팅비용 증가로 화장품사업의 마진이 하락하지만 환경가전의 손실이 감소하면서 영업이익이 25% 증가할 전망이다. 국내 화장품시장 진출은 초기 투자비용이 예상보다 적고 외주생산/방문판매 등 보수적인 시장진입전략을 감안할 때 시장우려가 완화될 것이다. 수처리 부문에서는 M&A를 통해 장기 성장잠재력을 제고하고 있어 긍정적으로 평가한다.

영업실적은 시장 예상치 최상단

4분기 매출액은 3,714원(+9.2% YoY)을 기록하였는데, 공기청정기의 일시불 판매가 급증하였고 렌탈부문에서 순가입자도 증가하였다. 영업이익은 전년 동기대비 18.5% 증가한 571억원(+14.8% QoQ)을 기록하면서 영업이익률이 15.4%(+1.2%p YoY, +1.4%p QoQ)로 상승하였다. 일시적인 구조조정 비용 48억원을 감안하더라도 수익성이 향상된 것인데, 이를 제외할 경우 영업이익률은 16.7%(+2.5%p YoY)에 이른다. 마진이 좋은 일시불 판매가 호조를 보였고 해약률이 하락하면서 렌탈자산 폐기손실이 감소하였기 때문이다.

중국 화장품사업의 실적은 일시적으로 주춤하였지만 영업이익은 예상보다 소폭 좋았다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 4,024만RMB/1,462만RMB(영업이익률 36.3%)로 전 분기대비 -23%/ -28%를 기록하였다. 전년 동기대비로 비교할 경우 매출액/영업이익 증가율은 각각 +65%/+51%로 여전히 고 성장세를 유지하였다. 1분기는 춘절효과로 영업일수가 감소하면서 여전히 비수기이지만, 성대리상/점포 증가가 지속되고 있고, 신규지역 확장, 신제품 출시 등을 통해 2010년 매출액/영업이익이 각각 40%/20% 증가할 전망이다.

국내 화장품시장 진출은 보수적인 진입전략을 구사할 계획

국내 화장품시장 진출이 발표되었다. 초기 투자비용은 100억원 내외이고, 기존 화장품 연구소를 통해 개발한 고 기능성 화장품을 외주형태로 생산할 예정이며, 방문판매 위주로 핵심경쟁력을 최대한 활용할 계획이다. 화장품 방판 강자들인 아모레퍼시픽/LG생활건강의 M/S가 62%/20%인 점을 고려할 때 시장침투가 쉽지 않지만, 기존 300만 고객군과 방판조직을 활용할 경우 중소기업체들과의 경쟁은 가능할 전망이다.

Financial Data

투자지표	단위	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	십억원	1,213.1	1,314.4	1,411.9	1,521.4	1,623.9
영업이익	십억원	161.3	190.1	204.3	223.6	242.6
세전이익	십억원	155.7	184.8	202.7	230.3	262.8
순이익	십억원	116.3	129.1	153.3	179.7	205.0
EPS	원	1,562	1,734	2,024	2,329	2,658
증감율	%	54.8	11.0	16.7	15.1	14.1
PER	배	19.5	15.4	19.0	14.5	12.7
PBR	배	4.3	3.3	4.1	3.2	2.8
EV/EBITDA	배	7.7	6.2	8.6	6.9	6.1
ROE	%	24.0	22.9	24.2	24.8	24.6
BPS	원	7,100	8,016	9,326	10,659	12,173
Net DER	%	15.7	14.4	22.3	21.6	11.7

자료: 하나대투증권

Earnings Review

Company Analysis

TP(12M): 44,000원

CP(2/19): 33,800원

Feb 22, 2010

Analyst **송선재**

02-3771-7512

sunjae.song@hanaw.com

Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,593.90		
52주최고/최저(원)	40,550/25,700		
시가총액(십억원)	2,606.8		
시가총액비중(%)	0.31		
발행주식수(천주)	77,124.8		
60일 평균거래량(천주)	303.3		
60일 평균거래대금(십억원)	10.9		
08년 배당금(원)	870		
09년 배당금(예상원)	1,010		
외국인 지분율(%)	44.39		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(4.8)	(1.7)	31.5
상대	2.0	(4.8)	(12.5)

Consensus Data

	2010	2011
매출액(십억원)	1,537.3	1,667.3
영업이익(십억원)	231.6	258.2
순이익(십억원)	190.0	217.3
EPS(원)	2,451	2,796
BPS(원)	9,826	11,537

Stock Price

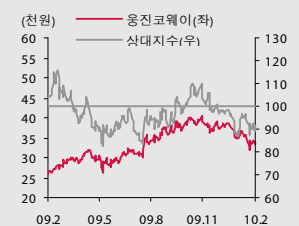


표 1. 09년 4분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	4Q09P	3Q09	QoQ	4Q08	YoY	4Q09F	Difference
매출액	371.4	355.2	4.6	340.3	9.2	368.7	0.7
영업이익	57.1	49.8	14.8	48.2	18.5	56.2	1.6
세전이익	53.1	49.8	6.6	55.1	-3.6	57.1	-7.0
순이익	40.3	37.0	8.8	37.6	7.1	43.3	-7.0
Margin							
영업이익률	15.4	14.0	1.4P	14.2	1.2P	15.2	0.1P
경상이익률	14.3	14.0	0.3P	16.2	-1.9P	15.5	-1.2P
순이익률	10.9	10.4	0.4P	11.1	-0.2P	11.8	-0.9P

자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

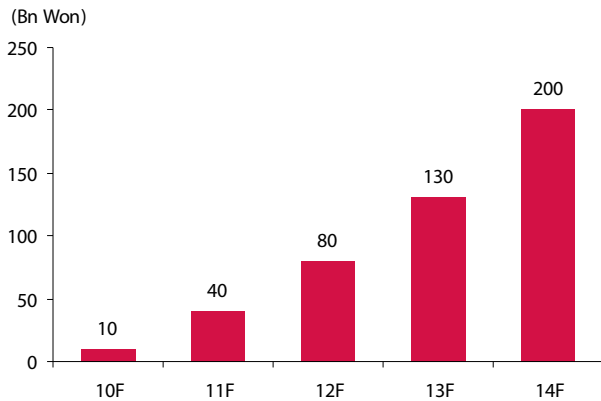
표 2. 중국 화장품사업 분기별 실적추이

(단위: 백만RMB, %)

	3Q08	4Q08	QoQ	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09P	YoY	QoQ
매출액	28	24	-12.7	28	46	52	40	64.9	-22.7
영업이익	9	10	5.4	11	29	20	15	50.7	-28.5
영업이익률	32.9	39.8		40.0	62.9	39.3	36.3		

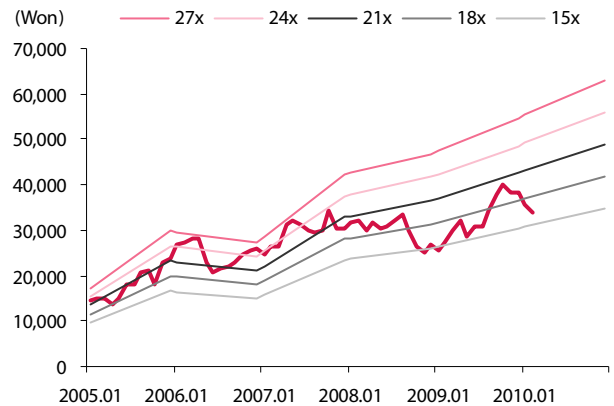
주: 2Q09의 높은 영업이익률은 2008년 영업이익 과소계상분을 일회성으로 계상했기 때문이며, 실제 이익률은 40% 수준임
 자료: 웅진코웨이

그림 1. 웅진코웨이의 국내 화장품사업 매출목표



자료: 웅진코웨이

그림 2. P/E Band



자료: KRX, 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
매출액	1,213.1	1,314.4	1,411.9	1,521.4	1,623.9
매출원가	384.7	407.2	460.1	489.0	520.9
매출총이익	828.4	907.2	951.8	1,032.4	1,103.0
판매비	667.1	717.1	747.5	808.9	860.4
영업이익	161.3	190.1	204.3	223.6	242.6
영업외손익	(5.6)	(5.4)	(1.6)	6.8	20.2
이자손익	(6.4)	(8.1)	(9.5)	(13.2)	(11.2)
지분법손익	(4.1)	(1.4)	13.9	22.1	32.1
외환손익	0.9	10.5	(5.4)	(1.5)	0.0
기타	4.0	(6.4)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
세전이익	155.7	184.8	202.7	230.3	262.8
법인세	39.4	55.7	49.4	50.7	57.8
계속사업이익	116.3	129.1	153.3	179.7	205.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	116.3	129.1	153.3	179.7	205.0
NOPAT	121.1	134.7	160.5	189.9	213.7
EBITDA	303.7	334.0	363.9	402.0	444.7
성장성(%)					
매출액증가율	8.5	8.4	7.4	7.8	6.7
EBITDA증가율	22.5	10.0	9.0	10.5	10.6
영업이익증가율	43.7	17.9	7.4	9.4	8.5
계속사업이익증가율	55.2	11.0	18.8	17.2	14.1
EPS증가율	54.8	11.0	16.7	15.1	14.1
수익성(%)					
매출총이익률	68.3	69.0	67.4	67.9	67.9
EBITDA이익률	25.0	25.4	25.8	26.4	27.4
영업이익률	13.3	14.5	14.5	14.7	14.9
계속사업이익률	9.6	9.8	10.9	11.8	12.6

투자지표

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
주당지표(원)					
EPS	1,562	1,734	2,024	2,329	2,658
BPS	7,100	8,016	9,326	10,659	12,173
CFPS	3,743	3,406	4,344	3,999	4,529
EBITDAPS	4,081	4,488	4,804	5,212	5,766
SPS	16,301	17,659	18,638	19,727	21,056
DPS	780	870	1,010	1,160	1,330
추가지표(배)					
PER	19.5	15.4	19.0	14.5	12.7
PBR	4.3	3.3	4.1	3.2	2.8
PCFR	8.1	7.8	8.8	8.5	7.5
EV/EBITDA	7.7	6.2	8.6	6.9	6.1
PSR	1.9	1.5	2.1	1.7	1.6
재무비율(%)					
ROE	24.0	22.9	24.2	24.8	24.6
ROA	12.8	12.9	13.0	13.7	14.5
ROIC	21.2	20.8	21.3	21.5	22.0
부채비율	77.1	79.6	91.6	72.9	65.9
순부채비율	15.7	14.4	22.3	21.6	11.7
이자보상배율(배)	20.1	16.8	16.3	12.8	16.5

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	534.5	488.7	585.1
현금 및 현금성자산	28.5	76.1	69.2	27.7	29.5
단기투자자산	0.5	5.9	50.2	1.5	61.1
매출채권	117.9	149.8	160.9	173.4	185.1
재고자산	57.8	58.0	54.6	71.1	79.8
기타유동자산	190.9	185.8	199.6	215.0	229.5
비유동자산	540.5	595.8	754.9	852.2	895.4
투자자산	16.7	114.1	130.7	183.2	189.8
유형자산	388.7	356.4	418.2	477.0	527.6
무형자산	74.1	64.9	141.1	121.9	103.2
자산총계	936.1	1,071.4	1,289.4	1,340.8	1,480.5
유동부채	393.0	398.7	568.4	461.9	511.5
매입채무	25.8	34.2	38.6	41.0	43.7
단기차입금	92.0	107.8	119.7	106.5	111.4
유동성장기부채	20.0	0.0	120.0	6.0	28.0
기타유동부채	255.3	256.7	290.1	308.3	328.4
비유동부채	14.5	76.0	48.1	103.3	76.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	60.0	30.0	84.0	56.0
기타비유동부채	14.5	16.0	18.1	19.3	20.5
부채총계	407.6	474.8	616.6	565.2	588.0
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	529.6	632.4	749.2
자본총계	528.5	596.6	672.9	775.7	892.4
순부채	83.0	85.8	150.3	167.4	104.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
영업활동현금흐름	283.3	259.1	336.2	318.7	358.1
당기순이익	116.3	129.1	153.3	179.7	205.0
비현금항목 가감	219.3	166.2	174.6	171.2	174.1
감가상각비	141.6	141.2	151.8	158.5	170.7
외환손익	(0.9)	(10.5)	5.4	1.5	0.0
지분법손익	4.1	1.4	(13.9)	(22.1)	(32.1)
기타	74.5	34.2	31.3	33.3	35.4
운전자본 증감	(52.2)	(36.2)	8.4	(32.2)	(21.0)
투자활동현금흐름	(220.0)	(142.0)	(265.9)	(196.1)	(251.8)
투자자산감소(증가)	(2.1)	(98.7)	(2.7)	(30.5)	25.5
유형자산감소(증가)	(218.4)	(141.8)	(189.8)	(194.2)	(198.6)
기타투자활동	0.5	98.5	(73.4)	28.6	(78.7)
재무활동현금흐름	(49.7)	(69.5)	(77.2)	(164.1)	(104.4)
사채/차입금증가(감소)	(19.7)	15.8	11.9	(73.2)	(1.2)
유상증자	0.0	0.0	1.3	0.0	0.0
현금배당	(29.8)	(58.1)	(64.8)	(76.8)	(88.2)
기타재무활동	(0.3)	(27.3)	(25.7)	(14.1)	(15.0)
현금의 증감	6.0	47.6	(6.9)	(41.5)	1.9
Unlevered CFO	278.5	253.5	329.1	308.4	349.3
Free Cash Flow	40.5	63.7	19.8	70.0	159.7

Sector Aggregates

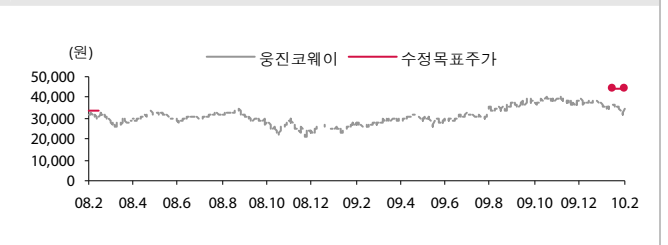
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2009	2010	12M Fwd	2009	2010
Korea	11.9	10.8	10.7	0.7	9.9
Emerging Market	21.9	18.1	17.4	3.0	20.7
World	19.1	16.6	16.5	2.9	15.0

* 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 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2010년 2월 22일 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.