

박종대
 화장품/교육/패션 (2122-9209)
 forsword@hi-ib.com

Buy (Initiate)

목표가(6M) 41,000원
 증가(2010/03/08) 34,700원

Stock Indicator

자본금	407억원
발행주식수	7,712만주
시가총액	26,762억원
외국인지분율	44.50%
배당금(2008)	780원
EPS(2009E)	1,987원
BPS(2009E)	6,943원
ROE(2009E)	24.1%
52주 주가	26,350~40,550원
60일평균거래량	266,101주
60일평균거래대금	95.0억원

Price Trend



웅진코웨이 (021240)

중장기 사업구조 쇄신에 따른 성장가치 주목

■ 투자 의견 '매수', 목표주가 4.1만원으로 커버리지 개선

목표주가 4.1만원은 12MF Per 16.5배로 국내 사업부와 중국법인의 올해와 내년 당기순익에 적정 Per 15배와 25배를 적용한 후 연도별 시간 가중치로 환산하였다. 현재 주가 34,700원은 12MF 14배 수준으로 동사의 환경가전부문 압도적 선두 기업으로서의 가치와 중국법인의 화장품 사업부문 빠른 실적개선을 감안하면 밸류에이션 및 주가상승 여력이 크다고 판단된다.

■ 신규 사업부문의 높은 밸류에이션으로 Re-rating 가능성

동사는 국내 환경가전 MS 1위 업체로서 정수기, 공기청정기, 비데에서 50% 내외의 독보적인 시장점유율을 확보하면서 밸류에이션 프리미엄을 받고 있다. 1) 2004년 웅진코웨이개발과 합병 시너지로 이익과 밸류에이션이 크게 상승했으며, 2) 중국법인이 2009년 이후 두드러진 실적개선으로 신규 성장동력으로 자리매김하면서 15배 내외의 밸류에이션이 유지되고 있다. 특히, 웅진코웨이는 중장기적으로 밸류에이션 상승여력이 가장 높아보이는데, 화장품을 중심으로 국내외 신규 사업부문의 밸류에이션(20배 이상)이 현재 밸류에이션(14배)보다 크게 높기 때문이다. 따라서, 하반기 국내 화장품 시장의 성공적인 런칭과 중국 소비지표 또는 실적개선시 Re-rating 가능성이 높다.

■ 2010년 신규 사업부문 성장세 주목 필요

2010년 동사의 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 8.2%, 12.6% 성장한 1조 5,283억원과 2,299억원이 가능할 것으로 추정된다. 캐시카우인 정수기, 공기청정기 등 환경가전 사업부문의 양호한 성장세를 기반으로 수처리 사업부문, 수출부문의 높은 성장세가 기대된다. 국내 화장품 사업부문은 중국진출의 성공과 동사의 강력한 방문판매 조직을 바탕으로 추가 성장동력으로 기대되는 반면 신규투자 비용은 100억원 내외로 투자위험은 제한적이다.

FY	2007	2008	2009E	2010E	2011E
매출액(억원)	12,131	13,144	14,119	15,283	16,375
영업이익(억원)	1,613	1,901	2,042	2,299	2,429
세전계속사업손익(억원)	1,557	1,848	2,027	2,463	2,729
순이익(억원)	1,163	1,291	1,532	1,867	2,069
EPS(원)	1,562	1,734	1,987	2,421	2,682
PER(배)	19.5	15.4	17.5	14.3	12.9
EV/EBITDA(배)	7.8	6.3	8.4	7.7	7.1
BPS(원)	6,105	7,144	6,943	8,686	10,455
PBR(배)	5.0	3.7	5.0	4.0	3.3
ROE(%)	24.0	22.9	24.1	25.6	24.6
부채비율(%)	77.1	79.6	84.8	71.0	57.3

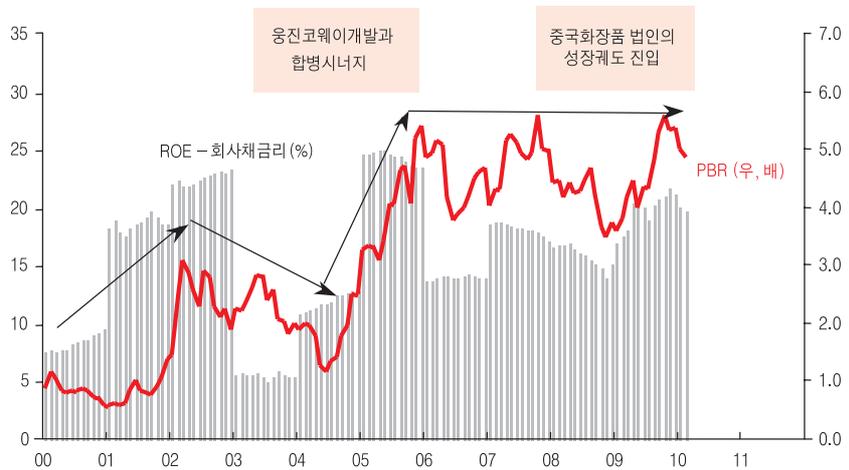
자료: 하이투자증권

(표1) 웅진코웨이 Valuation

(단위: 억원)				
구분	2010E	2011E	비 고	지분율(%)
본사업가치(A)	25,444	27,386		
수정세전이익	2,238	2,409	세전이익-외환수지-지분법손익	
법인세율	24.2%	24.2%		
수정당기순익	1,696	1,826		
적정PER	15.0	15.0		
자회사영업/지분가치(B)	4,847	6,672		
중국법인	3,515	5,340	적정 PER 25배	100
당기순익	141	214		
적정PER(배)	25	25		
웅진케미칼	1,332	1,332	시가총액 70% 반영	40.1
현재시가총액	4,745	4,745		
적정시가총액(A+B)	30,291	34,057		
발행주식수(천주)	77,125	77,125		
적정주가I(원)	39,276	44,159		
적정주가II(원)	40,903		연도별 시간 가중치 적용	

자료 : 웅진코웨이, 하이투자증권

(그림1) 웅진코웨이 ROE와 PBR 추이 : 05년 웅진코웨이개발과 합병 시너지, 09년 중국법인 고성장 국면 진입으로 밸류에이션 유지



자료: FndataGuide, 하이투자증권

(표2) 웅진코웨이 연간실적전망

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
매출	13,144	14,119	15,283	16,375	17,281	18,188
렌탈	10,199	10,590	11,118	11,560	12,018	12,475
멤버십	1,364	1,380	1,422	1,445	1,477	1,508
일시불판매	604	786	1,057	1,184	1,242	1,276
수출	446	558	698	748	779	810
수처리	43	268	375	488	585	644
리빙 및 기타	488	538	543	548	554	559
영업이익	1,901	2,042	2,299	2,429	2,794	3,076
경상이익	1,848	2,027	2,463	2,729	3,177	3,562
순이익	1,291	1,532	1,867	2,069	2,478	2,779
영업이익률(%)	14.5	14.5	15.0	14.8	16.2	16.9
매출 (YoY,%)	8.4	7.4	8.2	7.2	5.5	5.2
영업이익 (YoY,%)	17.9	7.4	12.6	5.6	15.0	10.1
순이익 (YoY,%)	11.0	18.7	21.8	10.8	19.8	12.1

자료 : 웅진코웨이, 하이투자증권

〈표3〉 웅진코웨이 분기실적 전망

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009년	1Q10E	2Q10E	3Q10E	4Q10E	2010년
(단위: 억원)										
매출	3,414	3,439	3,552	3,714	14,119	3,666	3,731	3,830	4,056	15,283
렌탈	2,595	2,660	2,673	2,662	10,590	2,711	2,804	2,811	2,791	11,118
멤버십	359	336	337	348	1,380	350	359	359	354	1,422
일시불판매	119	133	254	279	786	194	191	333	340	1,057
수출	191	103	118	146	558	239	129	148	183	698
수처리	52	97	24	95	268	73	136	34	133	375
리빙 및 기타	98	111	145	184	538	99	112	146	186	543
영업이익	488	486	498	571	2,042	566	554	540	639	2,299
경상이익	486	512	498	531	2,027	590	594	590	689	2,463
순이익	371	388	370	403	1,532	447	450	447	522	1,867
영업이익률(%)	14.3	14.1	14.0	15.4	14.5	15.4	14.8	14.1	15.8	15.0
경상이익률(%)	14.2	14.9	14.0	14.3	14.4	16.1	15.9	15.4	17.0	16.1
순이익률(%)	10.9	11.3	10.4	10.9	10.9	12.2	12.1	11.7	12.9	12.2
민간소비yoy(%)	-4.4	-0.8	0.8	5.6	0.2	5.0	2.7	3.2	3.5	4.5
시장점유율										
정수기	57.7%	57.0%	56.6%	56.0%		55.7%	55.4%	55.2%	54.9%	
청정기	41.9%	41.2%	40.1%	42.3%		42.1%	41.9%	41.7%	41.5%	
비데	48.8%	48.5%	48.6%	49.2%		49.0%	48.7%	48.5%	48.2%	
회원수(렌탈+멤버십)										
정수기	2621	2624	2643	2652		2676	2699	2722	2746	
청정기	628	634	635	689		704	719	734	748	
비데	943	951	967	993		1002	1011	1020	1029	
전체 국내 보급대수										
정수기	4539	4605	4670	4737		4803	4869	4936	5003	
청정기	1498	1541	1584	1628		1672	1716	1760	1804	
비데	1931	1959	1988	2017		2046	2075	2104	2133	
국내보급율										
정수기	27.1%	27.4%	27.7%	28.0%		28.3%	28.6%	28.9%	29.2%	
청정기	9.0%	9.2%	9.4%	9.6%		9.8%	10.1%	10.3%	10.5%	
비데	11.5%	11.7%	11.8%	11.9%		12.1%	12.2%	12.3%	12.4%	
국내 가구수(천)	16734	16795	16856	16917		16976	17035	17093	17152	

자료 : 웅진코웨이, 통계청, 하이투자증권

Income Statement

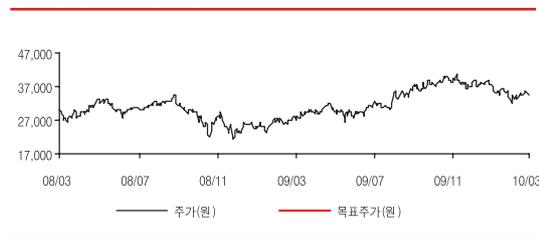
(억원)	2008	2009E	2010E	2011E
매출액	13,144	14,119	15,283	16,375
매출원가	4,072	4,601	4,976	5,392
매출총이익	9,072	9,518	10,307	10,983
판매비와관리비	7,171	7,476	8,008	8,555
영업이익	1,901	2,042	2,299	2,429
영업외손익	-54	-15	164	300
금융손익	-81	-95	-87	-47
외환관련손익	105	-39	0	0
세전계속사업손익	1,848	2,027	2,463	2,729
계속사업법인세비용	557	495	596	660
계속사업이익	1,291	1,532	1,867	2,069
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	1,291	1,532	1,867	2,069

Balance Sheet

(억원)	2008	2009E	2010E	2011E
유동자산	4,756	4,732	5,138	5,264
현금 및 현금성자산	761	269	443	417
매출채권	1,498	1,693	1,850	1,965
재고자산	580	697	773	810
비유동자산	5,958	7,704	8,259	8,850
투자자산	1,745	2,042	2,267	2,588
유형자산	3,564	4,288	4,856	5,355
무형자산	649	1,374	1,136	907
자산총계	10,714	12,436	13,397	14,114
유동부채	3,987	5,143	5,038	4,660
매입채무	342	411	456	477
단기차입금	1,078	1,374	1,274	1,074
유동성장기부채	0	850	800	600
비유동부채	760	564	524	484
사채	0	0	0	0
장기차입금	600	300	260	220
부채총계	4,748	5,707	5,562	5,144
자본금	393	407	407	407
자본잉여금	1,087	1,419	1,419	1,419
자본조정	75	-393	-393	-393
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	4,411	5,296	6,402	7,538
자본총계	5,966	6,728	7,835	8,970

자료 : 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



Statement of Cash Flow

(억원)	2008	2009E	2010E	2011E
영업활동현금흐름	3,048	3,011	2,821	3,112
당기순이익(손실)	1,291	1,532	1,867	2,069
유형고정자산감가상각비	1,265	1,222	1,154	1,294
무형자산상각비	147	199	238	229
운전자본의 증감	-237	-243	-187	-131
투자활동 현금흐름	-2,551	-2,882	-1,547	-1,765
유형자산투자	-1,711	-2,099	-1,722	-1,792
투자유가증권투자(순)	-874	-112	0	0
재무활동 현금흐름	-21	-621	-1,100	-1,173
차입금증가	758	-9	-140	-240
자본의증가	0	0	0	0
현금의증가	476	-536	174	-26
기초현금	285	761	269	443
기말현금	761	225	443	417

Key Financial Data

	2008	2009E	2010E	2011E
주당데이터(원)				
SPS	17,659	18,307	19,816	21,232
EPS	1,734	1,987	2,421	2,682
CFPS	3,631	3,829	4,226	4,656
EBITDA/S	4,451	4,490	4,786	5,123
BPS	7,144	6,943	8,686	10,455
DPS(원)	780	840	985	1,210
배당수익률(%)	2.9	2.4	2.8	3.5
Valuation(Multiple)				
P/E	19.8 / 12.3	17.5	14.3	12.9
P/CF	9.5 / 5.9	9.1	8.2	7.5
P/S	1.9 / 1.2	1.9	1.8	1.6
P/BV	4.8 / 3.0	5.0	4.0	3.3
P/EBITDA	7.7 / 4.8	7.7	7.3	6.8
EV/EBITDA	8.0 / 5.1	8.4	7.7	7.1
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	22.9	24.1	25.6	24.6
EBITDA이익률	25.2	24.5	24.2	24.1
부채비율	79.6	84.8	71.0	57.3
순금융비용부담률	0.6	0.7	0.6	0.3
이자보상배율(x)	16.8	16.3	20.6	33.2
매출채권회전율(x)	9.8	8.8	8.6	8.6
재고자산회전율(x)	7.0	7.2	6.8	6.8

투자등급 추이

의견제시일자	투자의견	목표가격
2010-03-10	Buy	41,000

당보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목에 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성 자 : 박중대)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 중립자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분배발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. -Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상 -Hold(보유): 추천일 증가대비 +15% 미만, -15% 미만, -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상,
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임) -Overweight(비중확대), -Neutral(중립), -Underweight(비중축소)