

Analyst
구창근
cg.koo@samsung.com
02 2020 7758

신정현
junghyun81.shin@samsung.com
02 2020 7753

웅진코웨이 (021240/35,200원 /BUY☆☆/TP: 42,000원)

THE PITCH

BUY☆☆ 의견과 6개월 목표주가 42,000원을 제시. 1) 페이프리, 수출, 수처리 확대, 신규 화장품 사업 진출 및 계열사 인수합병으로 인한 외형성장과 구조적인 이익률 개선, 2) 중국법인의 견조한 성장지속으로 향후 3년간 EPS는 연평균 15% 증가할 전망. 또한 3) 최근 주가 조정으로 valuation 부담이 크게 완화되었고, 4) 안정적 현금흐름과 50% 내외의 배당성향이 유지될 것으로 보이기 때문.

VALUATION

DCF와 sum-of-the-parts로 산정한 목표주가는 42,000원. 현주가 대비 upside는 19%이며, 2010년 implied P/E 18.3배에 해당. 최근 주가 하락으로 12개월 forward P/E는 15배로 15% 내외의 안정적 성장을 지속할 것을 고려하면 매력적 밸류에이션.

FUNDAMENTALS

- **기존 사업 - 안정적 외형성장과 구조적 이익률 개선:** 1) 페이프리로 인한 매출증가와 영업 이익률 개선, 2) 경영진의 강력한 수출 및 수처리 확장정책으로 인한 외형성장, 3) 계열사 인수합병으로 인한 제조/ 판매/ 서비스의 일원화로 구조적인 비용절감 지속.
- **국내 화장품 사업 - 낮은 비용으로 신규성장기회 모색:** 올해 하반기부터 기존 500명의 판매담당조직 이용한 방판형태의 국내 화장품 사업 시작. 기존 방판조직으로 조직구축에 높은 비용이 소요되지 않으며, 임대생산으로 화장품 사업비용은 100억원에 그칠 것. 저비용으로 신성장동인을 찾는다는 점에서 위험보다는 기회.
- **중국 사업 - 견조한 성장지속:** 1) 대리점, 점포 확대와 신규 지역 진출, 2) 시판채널 확대, 3) TV광고효과로 2012년까지 연평균 30% 매출 증가 예상 (vs 중국 화장품 시장 20% 내외 성장). 낮은 고정비와 원가율로 35% 이상의 영업이익률 유지가 가능, 중국 법인 이익기여도는 2008년 1%에서 2015년 11%까지 상승예상.

위험요인

1) 국내 화장품 사업 신규판매원 채용으로 인한 경쟁사와의 인력확보 경쟁으로 비용 확대 가능성 및 2) 대기업, 후발주자 환경가전사업 진입으로 인한 경쟁심화 가능성. (자세한 사항은 3월 22일 발간된 in-depth 리포트 참조)

* 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다

■ PERFORMANCE

12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
EPS (원)*	2,023	2,291	2,639
BPS (원)	6,996	8,498	10,210
ROE (%)	24.0	24.2	24.3
Asset turnover (배)	1.2	1.2	1.2
영업이익률 (%)	14.5	14.6	15.0
순이익/영업이익 (%)	75.0	78.3	80.7
Financial leverage(배)	1.8	1.8	1.7

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 희석화됨
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

■ RATIOS

12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
매출액 성장률 (%)	7.4	9.2	9.3
EPS 성장률 (%)	16.7	13.2	15.2
P/E (배)	19.0	15.4	13.3
P/B (배)	5.5	4.1	3.4
EV/EBITDA (배)	9.0	7.6	6.8
배당수익률(보통주, %)	2.8	3.3	3.8
Net debt to equity(%)	30.3	22.4	16.0