

2010년 3월 25일

토러스투자증권 리서치센터 Analyst 박수민

02) 709-2591 soomin.park@taurus.co.kr

웅진코웨이 (021240) 1Q10 실적 점검: 높은 수익성 개선 기대

BUY (유지)

목표주가 / 현재주가 (3월24일) / 상승여력 : **48,000원 / 34,750원 / 38.1%**

1분기 Preview: 높은 수익성 개선

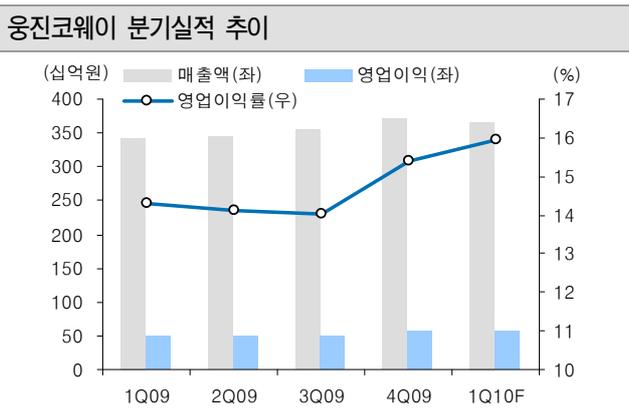
- 웅진코웨이의 1분기 매출액은 약 7% 증가한 3,664억원, 영업이익은 약 19.9% 증가한 585억원을 달성할 것으로 파악. 특히, 영업이익률은 16% 이상으로 추정되어 수익성면에서 당사 예상치 및 시장 컨센서스를 상회
- 수익성 개선은 청정기 등의 일시불 판매 호조에 따른 매출원가율의 개선과 본사 이전에 따른 임차료의 감소, 인건비의 감소에 기인. 또한, 해약률이 1월 1.01%, 2월 1.0%로 지속적으로 개선되고 있는 부분이 수익성 개선에 긍정적인 영향

지역 커버리지 확대, 시판채널 진출로 중국화장품 성장 지속

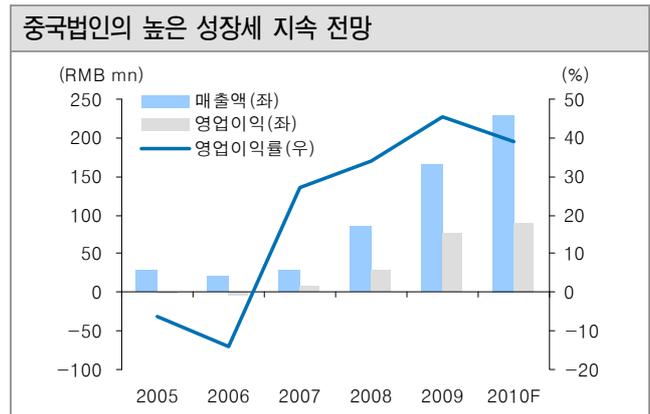
- 1분기 중국화장품의 매출은 2월 춘절 휴일로 인한 영업일수 감소에도 불구하고 4분기 매출액 수준을 달성할 것으로 판단. 2009년 1분기보다 약 20% 성장하는 수치임
- 2010년 중국 화장품 매출액은 약 39% 성장한 2억3천만RMB로 전망하며, 영업이익률은 39% 수준을 달성할 것으로 예상

국내 화장품 시장 진출은 점차 구체화, 소규모 M&A를 통한 수처리 역량 강화

- 당사의 금번 탐방으로 웅진코웨이 국내 화장품 사업에 대해 새롭게 확인한 내용으로는, 1) 자체 브랜드 제조는 '한국콜마'가 담당, ODM이 아닌 OEM 제품이며, 2) 자체 브랜드 이외에도 해외브랜드 판매 또한 계획 중이라는 점
- 수처리 사업부에서 추가적인 소규모 M&A를 추진 중에 있는 것으로 파악. 상반기 내 해수담수화 기술을 보유한 국내 업체 인수 등 연간 약 600억원(그린엔텍 포함)을 수처리 사업 부문 강화를 위해 투자할 계획



자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터 전망

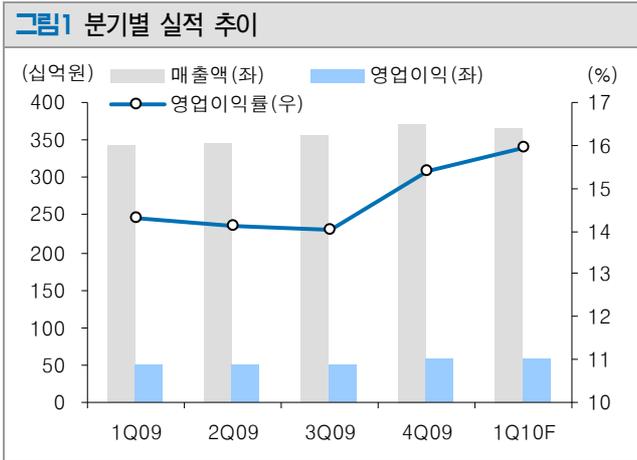


자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터 전망

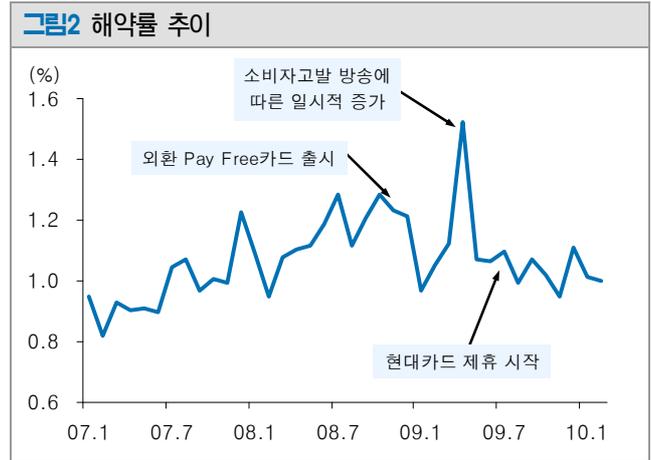
12월 결산 (십억원)	2008A	2009P	2010F	주가지수 및 상대주가지수 (%)	절대수익률	상대수익률	주가차트
매출액	1,314.4	1,411.9	1,514.2	(%)			<p>주가지수 차트 (원)</p> <p>웅진코웨이주가 (좌) (%) / Relative to KOSPI (우)</p>
영업이익	190.1	204.3	223.5	1M	0.0	-4.2	
세전이익	184.8	202.7	224.5	3M	-9.6	-9.5	
순이익	129.1	153.3	175.1	6M	-9.0	-8.3	
EPS(원)	1,734	2,023	2,270	시가총액	2,680.1십억원		
PER(H/L) (배)	19.8 / 12.3	20.0 / 11.6	15.3	발행주식수	77,125천주		
PBR(H/L) (배)	4.8 / 3.0	5.8 / 3.4	4.2	60일 평균거래량	264.1천주		
EV/EBITDA(H/L) (배)	8.0 / 5.1	9.5 / 5.5	8.3	60일 평균거래대금	9,328백만원		
ROE (%)	22.9	24.0	24.0	주요주주	웅진홀딩스 31.6%		

1분기 Preview: 높은 수익성 개선

웅진코웨이의 1분기 매출액은 약 7% 증가한 3,664억원, 영업이익은 약 19.9% 증가한 585억원을 달성할 것으로 파악된다. 특히, 영업이익률은 16% 이상으로 추정되어 수익성면에서 당사 예상치 및 시장 컨센서스를 상회할 것으로 보인다. 수익성 개선은 청정기 등의 일시불 판매 호조에 따른 매출원가율의 개선과 본사 이전에 따른 임차료의 감소, 인건비의 감소에 기인한다. 또한, 해약률이 1월 1.01%, 2월 1.0%로 지속적으로 개선되고 있는 부분이 수익성 개선에 긍정적인 영향을 미친 것으로 판단된다.



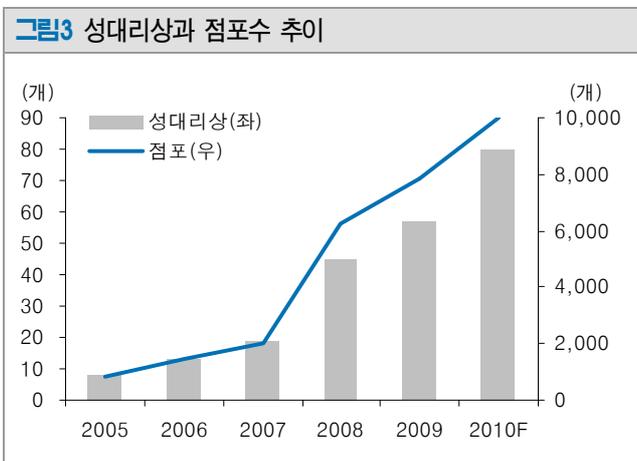
자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



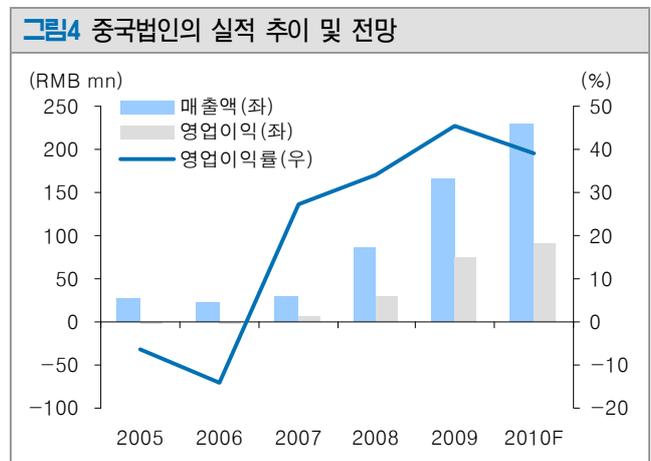
자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

지역 커버리지 확대, 시판채널 진출로 중국화장품 성장 지속

1분기 중국화장품의 매출은 2월 춘절 휴일로 인한 영업일수 감소에도 불구하고 4분기 매출액 수준을 달성할 것으로 판단된다. 2009년 4분기 중국 화장품 매출액은 40백만위안을 기록하였다. 2009년 1분기보다 약 20% 성장하는 수치이다. 2010년 중국 화장품 사업은 지속적인 지역 커버리지의 확대, 그리고 SASA 매장 (S'che 브랜드)을 통한 시판채널로 진출 등이 실적 성장을 견인해 나갈 전망이다. 2010년 중국 화장품 매출액은 약 39% 성장한 2억3천만RMB로 전망하며, 영업이익률은 39% 수준을 달성할 것으로 예상된다.



자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터 전망

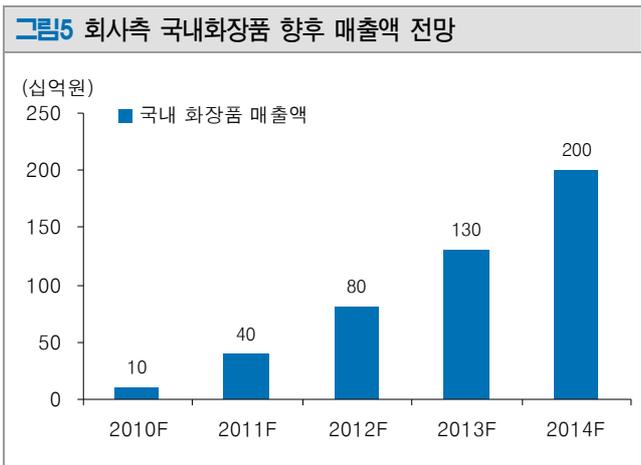


자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터 전망

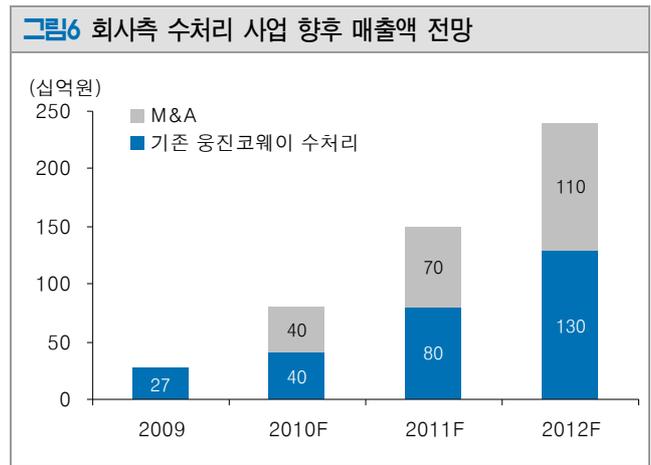
국내 화장품 시장 진출은 점차 구체화, 소규모 M&A를 통한 수처리 역량 강화

웅진코웨이는 지난 4분기 실적 IR을 통해, 국내 화장품 진출에 대한 구체적인 투자 금액 발표로 시장의 우려를 축소시켰다. 2010년 동 신규 사업에 대한 총 투자 금액은 약 100억원이며, 이는 대부분이 조직 관련된 당기 비용이다. 방문 판매망을 통한 국내 화장품 시장 진출로서, 판매인력을 약 1,500명 내외로 예상하고 있으며 (참고: 2009년 말 기준 방문판매인력, 아모레퍼시픽 3만6천명, LG 생활건강 약 11,000명), 이는 동사가 보유하고 있는 CI조직(약 2,000명, Cody 인력 외 일시불 전담 판매조직)에서 약 500명, 그리고 나머지는 화장품 방문판매 유경험자 채용으로 충원할 예정이다. 당사가 금번 탐방으로 웅진코웨이 국내 화장품 사업에 대해 새롭게 확인한 내용으로는, 1) 자체 브랜드 제조는 '한국콜마'가 담당, ODM이 아닌 OEM 제품이며, 2) 자체 브랜드 이외에도 해외브랜드 판매 또한 계획 중이라는 점이다. 또한, 금번 화장품 사업 시작으로 인한 광고비 증가는 미미할 것으로 보이며, 동사는 2010년도에도 전년도 수준인 매출액 대비 약 2.8%의 광고비를 집행할 것으로 파악되었다.

2010년, 웅진코웨이의 신규 성장 동력은 화장품 이외에도 소규모 M&A를 통한 수처리 사업의 역량 강화를 들 수 있다. 동사의 수처리 사업부문의 2009년 매출은 271억원으로 전체 매출에서 약 2% 비중이다. 동사의 수처리 사업은 2008년 6월 웅진케미칼로부터 수처리사업부를 양수하면서 시작되었다. 현재 웅진코웨이는 막분리 수처리 기술을 보유하고 있으나, 생물리화학적 수처리 기술을 보유한 그린엔텍 인수를 통해 수처리 사업부의 역량이 강화될 것으로 판단한다. 웅진코웨이는 그린엔텍의 지분 100%를 약 282억원에 취득하였으며, 취득일자는 2010년 3월 12일이다. 동사는 그린엔텍 이외에도 2010년내 추가적인 M&A를 추진 중에 있는 것으로 파악되었다. 상반기 내 해수담수화 기술을 보유한 국내 업체 인수등 연간 약 600억원(그린엔텍포함)을 수처리 사업 부문 강화를 위해 투자할 계획이다.



자료 : 웅진코웨이



자료 : 웅진코웨이

Income Statement					
12월 결산 (십억원)	2007	2008	2009P	2010F	2011F
매출액	1,213	1,314	1,412	1,514	1,633
증가율 (%)	8.5	8.4	7.4	7.2	7.9
매출원가	385	407	460	478	508
증가율 (%)	1.1	5.8	13.0	3.9	6.3
매출총이익	828	907	952	1,036	1,125
매출총이익률 (%)	68.3	69.0	67.4	68.4	68.9
판매비와 관리비	667	717	747	813	870
% of Sales	55.0	54.6	52.9	53.7	53.3
영업이익	161	190	204	224	255
증가율 (%)	43.7	17.9	7.4	9.4	14.3
EBITDA	303	331	352	350	391
EBITDA Margin (%)	25.0	25.2	25.0	23.1	23.9
영업외손익	-6	-5	-2	1	12
순금융수지	-6	-8	-9	-12	-12
외화관련손익	1	10	-5	0	0
투자자산관련손익	5	0	-1	0	0
유형자산처분손익	0	-3	0	0	0
지분법평가손익	-4	-1	14	13	24
법인세전계속사업손익	156	185	203	224	267
계속사업손익법인세	39	56	49	49	59
계속사업손익	116	129	153	175	208
증가율 (%)	55.2	11.0	18.8	14.2	19.0
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	116	129	153	175	208
당기순이익률 (%)	9.6	9.8	10.9	11.6	12.8
수정순이익	116	127	146	165	190

자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
12월 결산	2007	2008	2009P	2010F	2011F
EPS (원)	1,562	1,734	2,023	2,270	2,701
수정EPS (원)	1,555	1,706	1,934	2,137	2,460
BPS (원)	6,105	7,144	6,996	8,190	9,681
CPS (원)	3,465	3,631	3,979	3,915	4,454
DPS (원)	780	870	1,010	1,130	1,320
PER (x)	19.5	15.4	19.0	15.3	12.9
수정PER (x)	19.6	15.6	19.9	16.3	14.1
PBR (x)	5.0	3.7	5.5	4.2	3.6
EV/EBITDA (x)	7.8	6.3	9.0	8.3	7.4
P/EBITDA (x)	7.5	6.0	8.4	7.7	6.9
EBITDA증가율 (%)	20.8	9.4	6.3	-0.6	11.5
세전계속사업이익증가율 (%)	52.0	18.7	9.7	10.7	19.0
순이익증가율 (%)	55.2	11.0	18.8	14.2	19.0
EPS증가율 (%)	54.8	11.0	16.7	12.2	19.0
영업이익률 (%)	13.3	14.5	14.5	14.8	15.6
세전계속사업이익률 (%)	12.8	14.1	14.4	14.8	16.4
ROE (%)	24.0	22.9	24.0	24.0	24.8
ROA (%)	12.8	12.9	13.1	13.4	14.7
ROIC (%)	23.7	24.8	25.3	23.3	23.7
부채비율 (%)	77.1	79.6	86.7	73.3	64.5
순차입금비율 (%)	15.8	15.4	30.3	28.4	24.0
이자보상비율 (x)	20.1	16.8	16.3	15.7	18.3
유동비율 (%)	100.6	119.3	94.0	121.2	124.7
매출채권회전율 (x)	10.3	8.8	7.3	7.4	7.6
재고자산회전율 (x)	21.0	22.7	25.9	26.2	26.9
매입채무회전율 (x)	47.1	38.5	48.3	49.0	50.3

자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
12월 결산 (십억원)	2007	2008	2009P	2010F	2011F
유동자산	396	476	509	488	514
당좌자산	338	418	455	430	453
현금및현금성자산	29	76	64	28	40
단기투자자산	0	6	5	5	5
매출채권	118	150	195	206	216
재고자산	58	58	55	58	61
비유동자산	541	596	761	862	967
투자자산	17	114	131	144	168
유형자산	389	356	418	499	574
무형자산	74	65	141	147	153
기타비유동자산	61	60	71	71	71
자산총계	936	1,071	1,271	1,350	1,480
유동부채	393	399	542	403	412
매입채무	26	34	29	31	32
단기차입금	92	108	120	99	107
유동성장기부채	20	0	120	0	0
비유동부채	15	76	48	168	168
사채	0	0	0	90	90
장기차입금	0	60	30	60	60
부채총계	408	475	590	571	580
자본금	39	39	41	41	41
자본잉여금	114	109	142	142	142
자본조정	5	6	-32	-32	-32
기타포괄손익누계액	1	1	0	0	0
이익잉여금	370	441	530	628	749
자본총계	528	597	681	779	900

자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

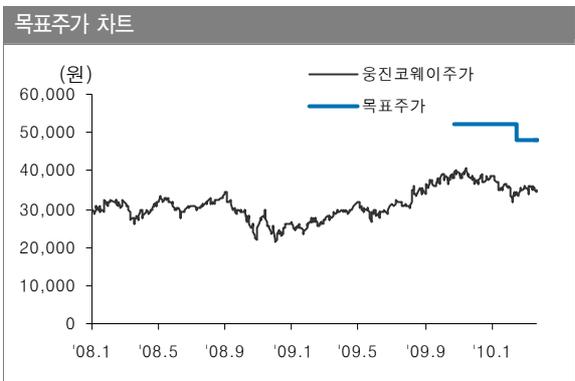
Cash Flow Statement					
12월 결산 (십억원)	2007	2008	2009P	2010F	2011F
영업활동 현금흐름	283	305	312	301	333
당기순이익	116	129	153	175	208
현금유출이 없는 비용 (+)	225	226	226	152	160
감가상각비	133	126	128	127	135
자산처분손실	0	3	1	0	0
자산평가손실	0	0	4	0	0
지분법손실	5	6	4	0	0
현금유입이 없는 수익 (-)	-6	-14	-19	-13	-24
자산처분이익	-5	0	0	0	0
자산평가이익	-1	-10	0	0	0
지분법이익	0	-4	-18	-13	-24
영업활동관련자산부채변동	-52	-36	-49	-13	-12
재고자산의감소	22	-1	4	-3	-3
매출채권의감소	-20	-42	-52	-11	-10
매입채무의증감	-7	8	-9	2	2
투자활동 현금흐름	-220	-255	-276	-237	-240
유형자산취득	-228	-171	-218	-208	-210
유형자산처분	10	29	14	0	0
무형자산증가 (감소)	-5	-5	-6	-6	-6
기타	3	-109	-66	-23	-23
재무활동 현금흐름	-50	-2	-52	-98	-79
차입금의 증감	-20	56	51	-21	8
자본의 증가	0	0	0	0	0
현금의 증가	-6	48	-12	-36	12
기초현금	35	29	76	64	28
기말현금	29	76	64	28	40

자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Compliance Notice

투자의견(향후 6개월간 주가 등락 기준)		
기업	STRONG BUY	BUY 등급 중 High Conviction 종목
	BUY	15% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
	HOLD	-15% ~ 15% 이내의 등락이 예상되는 경우
	SELL	15% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우
		단, 업종 및 기업 특성을 고려한 ±10%내의 조정치 감안 가능
업종	OVERWEIGHT	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
	NEUTRAL	
	UNDERWEIGHT	

- 당사는 자료작성일 현재 동 주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료는 2010년 3월 25일 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자는 자료 작성일 현재 동 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.



종목 투자의견

날짜	투자의견	목표주가
2009년 11월 2일	BUY	52,000원
2010년 2월 22일	BUY	48,000원