

유통

웅진코웨이 (021240)

2010년 3월 29일

BUY

목표주가(12M): 44,000원

현재주가(3/26): 35,050원

1분기 실적 서프라이즈 예상

투자 의견 BUY 유지

웅진코웨이에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 44,000원을 유지한다. 1분기 매출액과 영업이익이 전년 동기대비 각각 8%/21% 증가하며 실적 서프라이즈를 기록할 것으로 예상되고, 중국 화장품법인도 +40%의 고 성장추세를 이어갈 것이기 때문이다.

최근 1개월 주가수익률이 +1%를 기록하며 KOSPI대비 6% 하회했는데, 국내 화장품사업 진출에 대한 우려감이 지속되고 있기 때문이다. 하지만 최근 확인한 바에 의하면 자가 브랜드 화장품뿐만 아니라 해외 유명 브랜드 병행판매도 추진하고 있어 시장진입 비용이 예상보다 적을 것으로 예상되기 때문에 우려감은 완화될 것이다. 시장에 퍼졌던 코리아나화장품에 대한 인수설은 사실 무근인 바 이에 따른 주가하락은 매수의 기회를 제공한다.

1분기 실적 서프라이즈

1분기 실적은 시장 컨센서스를 상회하며 서프라이즈를 기록할 것이다. 매출액은 렌탈계정이 꾸준히 증가하는 가운데 일시불 판매가 호조를 보이면서 전년 동기대비 8% 증가한 3,689억원을 기록할 것이다.

영업이익은 21% 증가한 592억원(OPM 16.1%)을 기록하며, 사상 최초로 분기 영업이익률이 16%를 돌파할 것이다. 이는 시장 컨센서스인 558억원(OPM 15.0%)을 6% 상회하는 것인데, 수익성이 좋은 일시불 판매비중이 상승하고 PayFree 마케팅 효과로 해약률이 하락하면서 렌탈자산폐기손실이 감소하기 때문이다. 또한, 전년 4분기 실시되었던 인원 구조조정 효과로 금년 1분기부터 인건비도 절감되기 시작한다.

중국 화장품 매출액은 1~2월 누적으로 전년 동기대비 40%정도 증가하고 있는 것으로 파악된다. 점포수 증가가 지속되고 있고, TV광고로 브랜드 인지도도 향상되고 있다. 신규 광고집행으로 영업이익률은 소폭 하락하지만 35% 수준(4Q는 36%)은 유지되고 있다.

Financial Data

투자지표	단위	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	십억원	1,314.4	1,411.9	1,509.6	1,619.5	1,721.2
영업이익	십억원	190.1	204.3	226.0	239.2	251.7
세전이익	십억원	184.8	202.7	232.3	255.3	275.8
순이익	십억원	129.1	153.3	181.2	199.1	215.1
EPS	원	1,734	2,023	2,350	2,581	2,789
증감율	%	11.0	16.7	16.1	9.9	8.1
PER	배	15.4	19.0	14.9	13.6	12.6
PBR	배	3.3	4.1	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	배	6.2	8.8	7.2	6.6	6.1
ROE	%	22.9	24.0	24.7	23.7	22.6
BPS	원	8,016	9,298	10,651	12,079	13,596
Net DER	%	14.4	29.4	28.1	19.7	14.0

자료: 하나대투증권



Earnings Preview

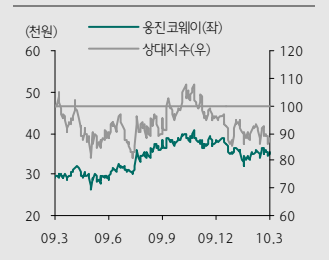
Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,697.72		
52주최고/최저(원)	40,550/26,350		
시가총액(십억원)	2,703.2		
시가총액비중(%)	0.30		
발행주식수(천주)	77,124.8		
60일 평균거래량(천주)	262.9		
60일 평균거래대금(십억원)	9.3		
09년 배당금(원)	1,010		
10년 배당금(예상, 원)	1,170		
외국인 지분율(%)	44.72		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	0.9	(4.9)	18.8
상대	(5.6)	(5.3)	(17.7)

Consensus Data

	2010	2011
매출액(십억원)	1,527.7	1,661.4
영업이익(십억원)	226.8	251.4
순이익(십억원)	182.5	209.4
EPS(원)	2,369	2,711
BPS(원)	9,542	11,227

Stock Price



Analyst **송선재**

☎ 02-3771-7512

✉ sunjae.song@hanaw.com

표 1. 1분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

구 분	1Q10F	4Q09	QoQ	1Q09	YoY	Consensus	Difference
매출액	368.9	371.4	-0.7	341.4	8.1	371.6	-0.7
영업이익	59.2	57.1	3.7	48.8	21.4	55.8	6.1
세전이익	59.8	53.1	12.6	48.6	23.1	57.3	4.4
순이익	46.7	40.3	15.7	37.1	25.8	43.7	6.8
Margin							
영업이익률	16.1	15.4	0.7P	14.3	1.8P	15.0	1.0P
세전이익률	16.2	14.3	1.9P	14.2	2.0P	15.4	0.8P
순이익률	12.6	10.9	1.8P	10.9	1.8P	11.8	0.9P

자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

표 2. 중국 화장품사업 실적 Preview

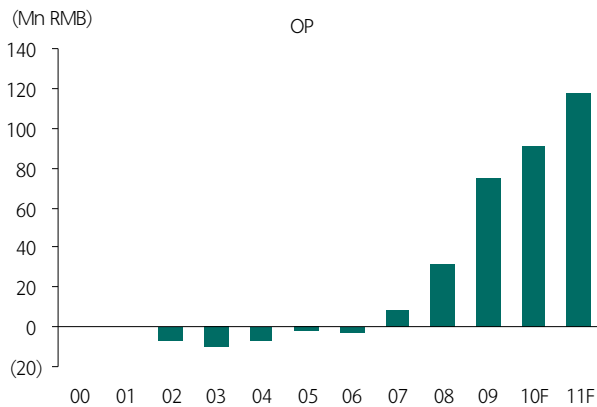
(단위: 백만RMB, %)

구 분	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10F	YoY
매출액	28	24	28	46	52	40	40	43.7
영업이익	9	10	11	29	20	15	14	25.8
영업이익률	32.9	39.8	40.0	62.9	39.3	36.3	35.0	

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

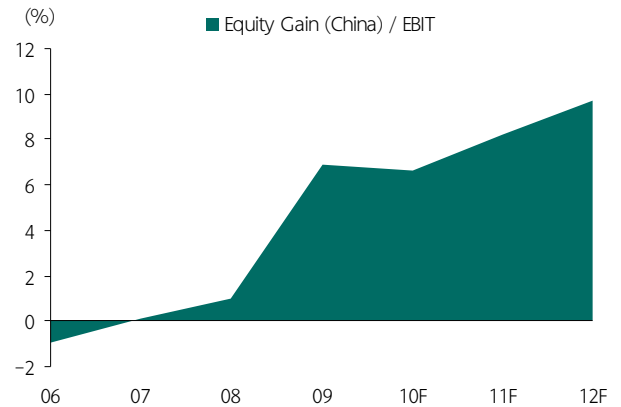
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 1. 중국법인 영업이익 추이와 전망



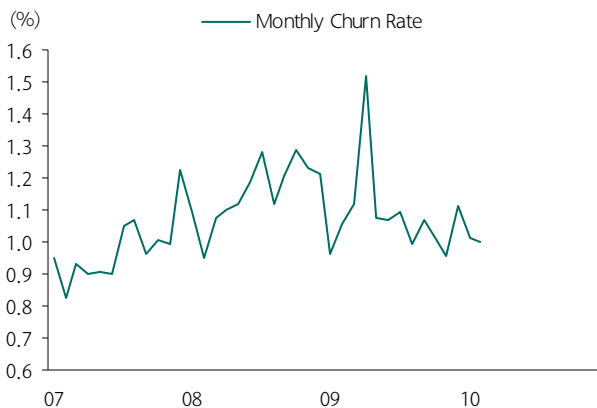
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 2. 중국법인 이익기여도 추이와 전망



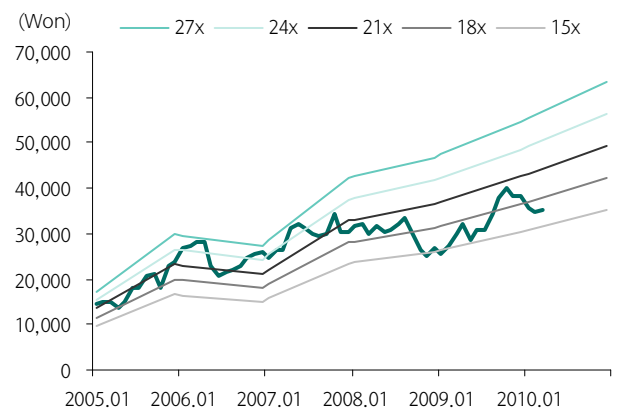
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 3. 월간 해약률 추이



자료: 웅진코웨이

그림 4. P/E Band



자료: KRX, 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	1,314.4	1,411.9	1,509.6	1,619.5	1,721.2
매출원가	407.2	460.2	487.2	529.4	567.5
매출총이익	907.2	951.8	1,022.4	1,090.1	1,153.8
판매비	717.1	747.5	796.4	850.9	902.0
영업이익	190.1	204.3	226.0	239.2	251.7
영업외손익	(5.4)	(1.5)	6.3	16.1	24.1
이자손익	(8.1)	(9.4)	(12.9)	(12.3)	(10.3)
지분법손익	(1.4)	13.9	19.7	28.9	34.8
외환손익	10.5	(5.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(6.4)	(0.8)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
세전이익	184.8	202.7	232.3	255.3	275.8
법인세	55.7	49.4	51.1	56.2	60.7
계속사업이익	129.1	153.3	181.2	199.1	215.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	129.1	153.3	181.2	199.1	215.1
NOPAT	134.7	160.4	191.3	208.7	223.1
EBITDA	334.0	360.2	405.8	438.4	467.1
성장성(%)					
매출액증가율	8.4	7.4	6.9	7.3	6.3
EBITDA증가율	10.0	7.9	12.6	8.0	6.6
영업이익증가율	17.9	7.4	10.6	5.8	5.3
계속사업이익증가율	11.0	18.8	18.2	9.9	8.1
EPS증가율	11.0	16.7	16.1	9.9	8.1
수익성(%)					
매출총이익률	69.0	67.4	67.7	67.3	67.0
EBITDA이익률	25.4	25.5	26.9	27.1	27.1
영업이익률	14.5	14.5	15.0	14.8	14.6
계속사업이익률	9.8	10.9	12.0	12.3	12.5

투자지표

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
주당지표(원)					
EPS	1,734	2,023	2,350	2,581	2,789
BPS	8,016	9,298	10,651	12,079	13,596
CFPS	3,406	3,626	4,058	4,483	4,890
EBITDAPS	4,488	4,755	5,261	5,684	6,057
SPS	17,659	18,639	19,573	20,998	22,318
DPS	870	1,010	1,170	1,290	1,390
주가지표(배)					
PER	15.4	19.0	14.9	13.6	12.6
PBR	3.3	4.1	3.3	2.9	2.6
PCFR	7.8	10.6	8.6	7.8	7.2
EV/EBITDA	6.2	8.8	7.2	6.6	6.1
PSR	1.5	2.1	1.8	1.7	1.6
재무비율(%)					
ROE	22.9	24.0	24.7	23.7	22.6
ROA	12.9	13.1	13.7	13.7	13.7
ROIC	20.8	20.5	20.3	20.1	20.1
부채비율	79.6	86.7	75.9	69.7	59.6
순부채비율	14.4	29.4	28.1	19.7	14.0
이자보상배율(배)	16.8	16.3	15.0	16.3	19.0

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea	9.6	8.7	9.4	35.1	9.8
Emerging Market	12.5	10.5	11.9	30.3	17.9
World	14.2	11.8	13.5	29.7	20.1

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	475.6	509.5	516.4	599.2	615.6
현금 및 현금성자산	76.1	63.7	25.5	27.3	29.1
단기투자자산	5.9	5.5	9.9	51.5	37.5
매출채권	149.8	194.6	208.0	223.2	237.2
재고자산	58.0	54.6	68.7	78.0	78.8
기타유동자산	185.8	191.1	204.3	219.2	232.9
비유동자산	595.8	761.2	864.3	919.8	1,000.1
투자자산	114.1	130.7	178.6	183.6	218.9
유동성장기부채	356.4	418.2	487.7	551.3	608.6
무형자산	64.9	141.1	121.8	103.2	85.7
자산총계	1,071.4	1,270.7	1,380.7	1,519.0	1,615.7
유동부채	398.7	541.8	432.3	506.8	517.0
매입채무	34.2	29.2	30.9	33.6	36.0
단기차입금	107.8	119.7	106.5	111.4	112.5
유동성장기부채	0.0	120.0	6.0	48.0	32.0
기타유동부채	256.7	272.8	288.9	313.9	336.4
비유동부채	76.0	48.2	163.3	117.0	86.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.0	30.0	144.0	96.0	64.0
기타비유동부채	16.0	18.2	19.3	21.0	22.5
부채총계	474.8	590.0	595.6	623.8	603.5
자본금	39.3	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	108.7	141.9	141.9	141.9	141.9
자본조정	6.2	(31.5)	(31.5)	(31.5)	(31.5)
기타포괄손익누계액	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	441.1	529.6	634.0	744.1	861.1
자본총계	596.6	680.7	785.1	895.2	1,012.2
순부채	85.8	200.1	220.7	176.1	141.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	259.1	281.8	323.0	355.3	385.2
당기순이익	129.1	153.3	181.2	199.1	215.1
비현금항목 가감	166.2	177.4	179.4	184.0	190.8
감가상각비	141.2	148.1	160.6	170.8	181.0
외환손익	(10.5)	5.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.4	(13.9)	(19.7)	(28.9)	(34.8)
기타	34.2	38.0	38.6	42.0	44.6
운전자본 증감	(36.2)	(48.9)	(37.6)	(27.8)	(20.8)
투자활동현금흐름	(142.0)	(258.6)	(252.0)	(242.5)	(216.1)
투자자산감소(증가)	(98.7)	(2.7)	(28.2)	23.9	(0.4)
유형자산감소(증가)	(141.8)	(201.9)	(206.8)	(211.8)	(216.9)
기타투자활동	98.5	(54.0)	(17.0)	(54.5)	1.3
재무활동현금흐름	(69.5)	(35.6)	(109.3)	(111.0)	(167.4)
사채/차입금증가(감소)	15.8	11.9	(13.2)	(1.2)	(46.8)
유상증자	0.0	1.3	0.0	0.0	0.0
현금배당	(58.1)	(64.8)	(76.8)	(89.0)	(98.1)
기타재무활동	(27.3)	16.0	(19.2)	(20.8)	(22.4)
현금의 증감	47.6	(12.4)	(38.2)	1.9	1.7
Unlevered CFO	253.5	274.7	313.0	345.7	377.2
Free Cash Flow	63.7	(37.9)	66.2	143.2	140.8

Sector Aggregates

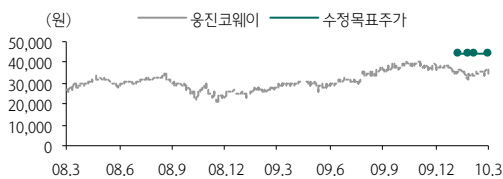
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea	10.9	10.0	10.6	9.7	9.5
Emerging Market	18.2	15.2	16.9	22.0	19.6
World	17.2	14.9	16.6	15.7	15.7

* MSCI Retailing Industry Group

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

▶ 용진코웨이

날짜	투자 의견	수정 목표주가
10.1.25	BUY	44,000 원



투자 의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용 기준
BUY(매수)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류	적용 기준
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. 투자 의견의 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 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2010년 3월 29일 현재 해당 회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2010년 3월 29일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항료는 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.