

박종대

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

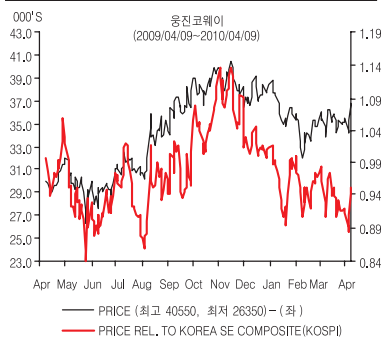
Buy (Maintain)

목표가(6M) 43,000원
증가(2010/04/09) 36,800원

Stock Indicator

자본금	407억원
발행주식수	7,712만주
시가총액	28,382억원
외국인지분율	45.20%
배당금(2009)	840원
EPS(2010E)	2,449원
BPS(2010E)	8,681원
ROE(2010E)	25.6%
52주 주가	26,350~40,550원
60일평균거래량	264,013주
60일평균거래대금	91.8억원

Price Trend



웅진코웨이 (021240)

하반기로 갈수록 장기성장성 부각 전망

■ 1Q10 두드러진 수익성 개선

동사의 1분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 7.4%, 19.8% 증가한 3,666억원 과 585억원 수준이 가능할 전망이다. 렌탈 계정의 지속적인 증가와 일시불 판매 호조가 매출성장을 견인할 것으로 보이며, 렌탈폐기손실 감소와 코디인력관리 효율화, 페이프리카드 확대 등으로 영업이익률은 전년동기대비 1.7%p 개선된 15.9%까지 상승할 것으로 예측된다.

■ 중국 화장품 사업 실적모멘텀 부각 전망

중국 화장품 사업부문은 신대리상 채널 개척을 통해 지난해 yoy 94% 고성장 하였으며, 올해 1분기 역시 40% 이상 성장을 이어가고 있는 것으로 파악되고 있다. 점포수는 작년말 7,888개에서 올해 말 10,000개이상 yoy 28% 증가를 목표로하고 있으며, 제품 라인업을 현재 212개 브랜드에서 260개까지 확대할 계획이다. 대리상은 화복(산시성)등 내륙 진출을 본격화하고, 광동성 등지에 시판 시장에 진출하여 영업권역을 지속적으로 확대한다는 전략이다. 이와 같은 중국내 영업력 확대와 실적모멘텀은 위안화 절상 및 중국내수확대 이슈로 하반기로 갈수록 부각될 전망이다.

■ 목표주가 상향: 중장기적 비중 확대 바람직

동사 목표주가를 4.1만원에서 4.3만원으로 상향하고 투자 의견 '매수' 를 유지한다. 중장기적 관점에서는 동사에 대한 투자비중을 점진적으로 확대하는 전략이 타당하다는 판단이다. 중국 화장품시장에서 높은 성장세와 이익개선세를 감안할 경우 경쟁사 대비 높은 밸류에이션이 가능해 보이는 반면, 현재 밸류에이션은 상대적으로 낮은 상태에 머물러 있어 Re-rating에 따른 주가 상승여력이 커 보이기 때문이다. 한편, 9월로 예정되어 있는 국내 화장품 시장 진출에 대해서는 중립적으로 본다. 이미 국내 방문 판매 시장이 포화상태에 있고, 브랜드력이 열위에 있는 상태이나, 환경개선 렌탈 영업망이 폭넓게 구축되어 있고, 신규 투자비는 100억원 내외로 투자리스크가 낮기 때문이다.

FY	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액(억원)	13,144	14,119	15,283	16,375	17,281
영업이익(억원)	1,901	2,043	2,347	2,499	2,867
세전계속사업손익(억원)	1,848	2,027	2,492	2,727	3,134
순이익(억원)	1,291	1,533	1,889	2,067	2,444
EPS(원)	1,734	2,023	2,449	2,680	3,169
PER(배)	15.4	19.0	15.0	13.7	11.6
EV/EBITDA(배)	6.3	9.0	8.1	7.4	6.4
BPS(원)	7,144	6,996	8,681	10,595	12,632
PBR(배)	3.7	5.5	4.2	3.5	2.9
ROE(%)	22.9	24.0	25.6	24.1	24.6
부채비율(%)	79.6	86.7	73.2	62.0	47.9

자료: 하이투자증권

(표1) 웅진코웨이 1분기 예상실적

(단위: 억원)					
	1Q09	4Q09	1Q10E	QoQ(%), %p	YoY(%), %p
매출	3,414	3,714	3,666	-1.3	7.4
렌탈	2,595	2,662	2,711	1.8	4.5
멤버십	359	348	350	0.5	-2.6
영업이익	488	571	585	2.4	19.8
경상이익	486	531	604	13.7	24.2
순이익	371	403	458	13.6	23.4
영업이익률(%)	14.3	15.4	15.9	0.57	1.7
경상이익률(%)	14.2	14.3	16.5	2.17	2.2
순이익률(%)	10.9	10.9	12.5	1.63	1.6

자료 : 웅진코웨이, 하이투자증권

(표2) 웅진코웨이 Valuation

(단위: 억원)				
구분	2010E	2011E	비 고	지분율(%)
본사영업가치(A)	26,860	29,119		
수정세전이익	2,286	2,478	세전이익-외환수지-지분법손익	
법인세율	24.2%	24.2%		
수정당기순익	1,733	1,879		
적정PER	15.5	15.5		
자회사영업/지분가치(B)	5,072	6,164		
중국법인	3,627	4,719	적정 PER 25배	100
당기순익	134	175		
적정PER(배)	27	27		
웅진케미칼	1,445	1,445	시가총액 70% 반영	40.1
현재시가총액	5,148	5,148		
적정시가총액(A+B)	31,932	35,283		
발행주식수(천주)	77,125	77,125		
적정주가(원)	41,403	45,748		
적정주가III(원)	42,851		연도별 시간 가중치 적용	

자료 : 웅진코웨이, 하이투자증권

(표3) 웅진코웨이 연간실적전망

(단위: 억원)					
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
매출	14,119	15,283	16,375	17,281	18,188
렌탈	10,590	11,118	11,560	12,018	12,475
멤버십	1,380	1,422	1,445	1,477	1,508
일시불판매	786	1,057	1,184	1,242	1,276
수출	558	698	748	779	810
수처리	268	375	488	585	644
리빙 및 기타	538	543	548	554	559
영업이익	2,042	2,347	2,499	2,867	3,151
경상이익	2,027	2,492	2,727	3,134	3,461
순이익	1,532	1,889	2,067	2,444	2,699
적정시가총액	26,052	32,109	35,138	41,551	45,889
주식수(천주)	77,125	77,125	77,125	77,125	77,125
적정주가(원)	33,779	41,633	45,559	53,876	59,500
적정PER	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
EPS	1,987	2,449	2,680	3,169	3,500
영업이익률(%)	14.5	15.4	15.3	16.6	17.3
매출 (YoY,%)	7.4	8.2	7.2	5.5	5.2
영업이익 (YoY,%)	7.4	14.9	6.5	14.7	9.9
순이익 (YoY,%)	18.7	23.3	9.4	18.3	10.4

자료 : 웅진코웨이, 하이투자증권

〈표4〉 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	585	573	550	639	2,347
경상이익	486	512	498	531	2,027	604	610	597	681	2,492
순이익	371	388	370	403	1,532	458	463	452	516	1,889
영업이익률(%)	14.3	14.1	14.0	15.4	14.5	15.9	15.4	14.4	15.8	15.4
경상이익률(%)	14.2	14.9	14.0	14.3	14.4	16.5	16.4	15.6	16.8	16.3
순이익률(%)	10.9	11.3	10.4	10.9	10.9	12.5	12.4	11.8	12.7	12.4
민간소비roy(%)	-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, 하이투자증권

Income Statement

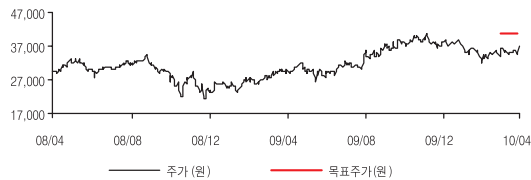
(억원)	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	14,119	15,283	16,375	17,281
매출원가	4,602	4,928	5,322	5,525
매출총이익	9,518	10,355	11,053	11,756
판매비와관리비	7,475	8,008	8,555	8,889
영업이익	2,043	2,347	2,499	2,867
영업외손익	-15	144	228	267
금융손익	-94	-87	-47	-21
외환관련손익	-52	0	0	0
세전계속사업손익	2,027	2,492	2,727	3,134
계속사업법인세비용	494	603	660	689
계속사업이익	1,533	1,889	2,067	2,444
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	1,533	1,889	2,067	2,444

Balance Sheet

(억원)	2009	2010E	2011E	2012E
유동자산	5,095	5,305	5,916	6,245
현금 및 현금성자산	637	560	902	1,078
매출채권	1,946	2,135	2,376	2,506
재고자산	546	644	672	695
비유동자산	7,612	8,425	9,045	9,500
투자자산	2,019	2,225	2,473	2,733
유형자산	4,182	4,968	5,509	5,864
무형자산	1,411	1,232	1,063	903
자산총계	12,707	13,730	14,962	15,745
유동부채	5,418	5,320	5,285	4,698
매입채무	292	345	360	372
단기차입금	1,197	1,197	1,197	797
유동성장기부채	1,200	1,050	1,000	800
비유동부채	482	482	442	402
사채	0	0	0	0
장기차입금	300	300	260	220
부채총계	5,900	5,802	5,728	5,100
자본금	407	407	407	407
자본잉여금	1,419	1,419	1,419	1,419
자본조정	-315	-315	-315	-315
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	5,296	6,416	7,723	9,134
자본총계	6,807	7,927	9,234	10,645

자료 : 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



Statement of Cash Flow

(억원)	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동현금흐름	3,117	2,870	3,099	3,680
당기순이익(손실)	1,533	1,889	2,067	2,444
유형고정자산감가상각비	1,282	1,166	1,334	1,446
무형자산상각비	199	239	229	220
운전자본의 증감	-463	-235	-254	-141
투자활동 현금흐름	-2,761	-2,179	-1,757	-1,832
유형자산투자	-2,179	-1,952	-1,875	-1,801
투자유가증권투자(순)	-26	0	0	0
재무활동 현금흐름	-523	-768	-1,000	-1,473
차입금증가	-186	0	-40	-440
자본의증가	0	0	0	0
현금의증가	-124	-77	342	175
기초현금	761	637	560	902
기말현금	637	560	902	1,078

Key Financial Data

(억원)	2009	2010E	2011E	2012E
주당데이터(원)				
SPS	18,639	19,816	21,232	22,406
EPS	2,023	2,449	2,680	3,169
CFPS	3,979	4,271	4,707	5,330
EBITDA/S	4,651	4,865	5,267	5,877
BPS	6,996	8,681	10,595	12,632
DPS(원)	840	996	985	1,340
배당수익률(%)	2.2	2.7	2.7	3.6
Valuation(Multiple)				
P/E	20.0 / 11.6	15.0	13.7	11.6
P/CF	10.2 / 5.9	8.6	7.8	6.9
P/S	2.2 / 1.2	1.9	1.7	1.6
P/BV	5.8 / 3.4	4.2	3.5	2.9
P/EBITDA	8.9 / 5.0	7.6	7.0	6.3
EV/EBITDA	9.5 / 5.5	8.1	7.4	6.4
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	24.0	25.6	24.1	24.6
EBITDA이익률	25.0	24.6	24.8	26.2
부채비율	86.7	73.2	62.0	47.9
순금융비용부담률	0.7	0.6	0.3	0.1
이자보상배율(x)	16.3	21.1	34.2	59.8
매출채권회전율(x)	8.2	7.5	7.3	7.1
재고자산회전율(x)	8.2	8.3	8.1	8.1

투자등급 추이

의견제시일자	투자의견	목표가격
2010-04-13	Buy	43,000
2010-03-10	Buy	41,000

당보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목이 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 : 박종대)

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

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자조건은 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)