



웅진코웨이 (021240)

이선경
(02) 3772-1568
sunny.lee@goodi.com

오기훈
(02) 3772-1531
khoh@goodi.com

1분기 국내외 모두 양호한 실적 예상

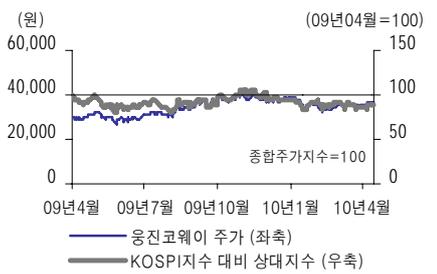
매수

주가 (4월 14일) **37,000원**
 적정주가 (% variance) **50,000원 (35.1%)**

- ◆ 1분기 양호한 실적, 꾸준한 영업이익률 개선
- ◆ 중국법인 위안화 기준 전체 31%, 화장품 매출 40% 성장 예상
- ◆ 국내 화장품 사업 신중하게 접근 중
- ◆ 투자의견 매수, 적정주가 5만원 유지

시가총액	2,853.6십억원
일평균 거래액	8,661백만원
52주 최고가/최저가	40,550원/26,350원

주가 추이



투자의견 및 적정주가 추이



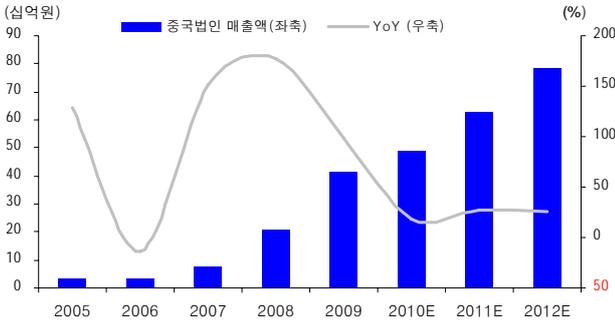
1분기 양호한 실적, 꾸준한 영업이익률 개선 웅진코웨이의 1분기 실적은 매출액 3,650억원(+7% YoY), 영업이익 585억원(+20% YoY)으로 예상된다. 4분기에 이어 일시불 순주문이 호조를 보이며 매출 성장을 견인했으며 계정당 부품 단가 하락, 판관비 통제 등으로 영업이익률은 전년동기 14.3% 대비 1.7%p 가량 개선된 16.0%로 예상된다. 중국법인으로부터의 지분법은 전년동기와 유사한 수준으로 예상되나 웅진케미컬로부터의 지분법 이익이 증가하며 지분법이익은 33억원으로 순이익은 18% 증가한 439억원으로 추정된다.

중국법인 위안화 기준 전체 31%, 화장품 매출 40% 성장 예상 1분기 중국법인 매출액은 위안화 기준으로 화장품 매출이 40% 이상 성장한데 힘입어 전체 약 31% 성장한 5천 3백만 위안이 예상되며 영업이익률은 35% 내외로 예상된다. 지난해 1분기 위안화 평균환율이 207원인데 반해 2010년 1분기 위안화 평균 환율이 168원으로 19% 하락함에 따라 원화 기준으로는 전체 매출은 89억원(+5.7% YoY), 화장품 매출액은 65억원(+13.3% YoY)으로 추정된다. 지난해까지 면세 법인이었으나 올해부터 반세를 지급하는데 세금효과 감안시 지분법이익은 전년동기 20억원과 유사한 수준으로 예상된다.

2010년 3월말 기준 성대리상과 점포수는 각각 63개와 8,300개로서, 2009년 말 57개와 7,860개에서 꾸준히 증가하고 있어 올해 40%의 성장목표 달성에는 무리가 없을 전망이다. 이러한 높은 성장에도 불구하고 2010년에는 원화대비 위안화 환율 하락, 세금효과 등으로 2010년 순이익은 2009년보다 소폭 감소한 120억원으로 예상되나 2011년부터 빠른 속도로 순이익 규모가 증가할 전망이다. 당사는 중국법인의 가치를 2010년 순이익에 20배를 적용해 적정주가에 반영하고 있다.

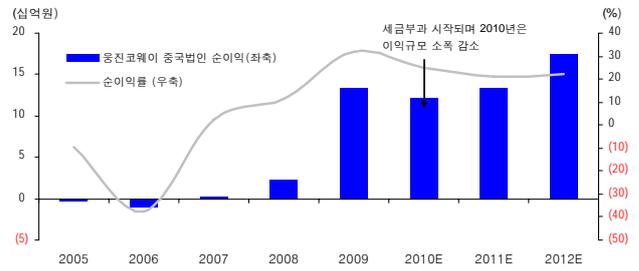
12월결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	배당수익률 (%)
2008	1,314.4	190.1	184.8	129.1	1,734	11.0	18.5	7.5	4.0	22.9	14.4	2.7
2009	1,411.9	204.3	202.7	153.3	2,023	16.7	17.5	8.2	4.0	24.0	29.5	2.9
2010E	1,483.5	229.9	234.4	177.4	2,300	13.6	16.1	7.7	3.7	24.3	10.9	3.1
2011E	1,550.8	244.3	260.2	196.9	2,554	11.0	14.5	7.2	3.2	23.6	(0.8)	3.5
2012E	1,602.9	256.9	279.8	211.8	2,746	7.5	13.5	6.8	2.8	22.4	(10.4)	3.7

웅진코웨이 중국 법인 매출액 추이



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

웅진코웨이 중국법인 순이익 추이



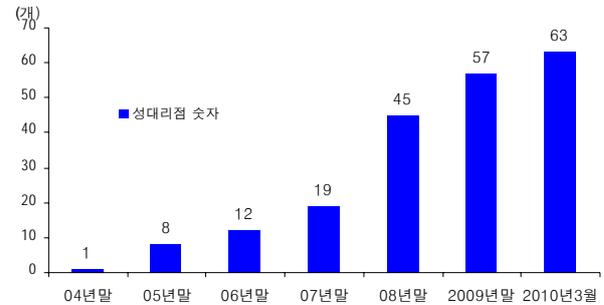
자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

웅진코웨이 중국 화장품 점포수 추이



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

웅진코웨이 중국법인 화장품 성대리점 수 추이



자료: 웅진코웨이, 신한금융투자

국내 화장품 사업 신중하게 접근 중 국내 화장품 방판 사업은 9월초 론칭을 목표로 사업전략을 수립하고 있다. 신규 코디 교육에 3개월 가량의 기간이 소요되는 점으로 미루어 볼 때 화장품 판매 조직도 교육 등에 3개월의 시간이 필요하다고 가정하면 6월까지의 화장품 사업에 대한 로드맵이 마련될 것으로 예상된다. 회사는 시판이 아닌 방문판매 사업에 한정하고 무리한 투자없이 시장을 타진해 본 후 상황에 따라 투자 여부를 결정한다는 신중한 입장을 견지하고 있다. 이에 따라 화장품 생산공장도 임대를 계획하고 있다.

방판 시장을 위한 판매인력 모집 및 관리 등에 노하우를 보유하고 있으나 화장품 브랜드 인지도 및 미약한 제품라인업이 동사의 방판 화장품 사업의 가장 큰 약점으로 지적되고 있다. 회사는 이를 보완하기 위해 자체 연구소 내 고가기능성 제품 개발을 강화함과 동시에 타화장품 업체와의 제휴를 통한 브랜드 라이선싱 등 다양한 방안을 적극 모색하고 있다. 고가의 방판 시장에서는 제품 브랜드력도 중요하지만 방판 인력의 구축 및 관리 능력이 더욱 중요한 요소로 높은 브랜드 인지도에도 불구하고 방판 시장 진출 엄두를 내지 못하고 있던 업체들에게도 웅진코웨이와의 제휴는 매력적일수 밖에 없으며 회사 역시 취약한 브랜드력을 보완해 초기부터 시장에 성공적으로 안착할 가능성이 높아진다는 점에서 이러한 제휴 성공 가능성이 높아 제휴 성공여부 및 파트너가 중요한 관심사로 부각될 전망이다.

투자의견 매수, 적정주가 5만원 유지 웅진코웨이에 대해 투자의견 매수, 적정주가 5만원을 유지한다. Cash cow인 렌탈의 안정적인 성장과 수익성 강화를 바탕으로 국내외 화장품 및 수처리 사업 등 신규사업을 통한 회사의 중장기적 성장 강화 노력은 지속될 전망이다. 이러한 신규사업 투자에도 불구하고 이익률의 훼손은 없을 전망이다. 이미 성공의 발판을 마련한 중국화장품 사업에서는 위안화 절상 등을 통한 중국내수 부양에 따른 수혜도 기대 가능하다.

대차대조표

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
자산총계	1,071.4	1,270.7	1,243.9	1,311.6	1,421.8
유동자산	475.6	509.5	440.5	486.4	574.2
현금및현금성자산	76.1	63.7	39.6	79.6	160.6
단기투자자산	5.9	5.5	7.1	8.6	12.9
매출채권	149.8	194.6	148.4	155.1	160.3
채고자산	58.0	54.6	59.3	62.0	64.1
기타	185.8	191.1	186.0	181.1	176.3
비유동자산	595.8	761.2	803.4	825.2	847.7
투자자산	114.1	130.7	172.6	197.8	224.7
유형자산	356.4	418.2	447.8	461.0	470.0
무형자산	64.9	141.1	109.7	90.8	75.1
부채총계	474.8	590.0	462.6	422.1	419.1
유동부채	398.7	541.8	443.9	402.8	399.1
매입채무	34.2	29.2	30.7	32.1	33.2
단기차입금	107.8	119.7	101.8	81.4	69.2
유동성장기부채	0.0	120.0	30.0	0.0	0.0
기타	256.7	272.8	281.4	289.3	296.8
비유동부채	76.0	48.2	18.8	19.3	19.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.0	30.0	0.0	0.0	0.0
기타	16.0	18.2	18.8	19.3	19.9
자본총계	596.6	680.7	781.2	889.5	1,002.8
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	630.1	738.4	851.7
총 차입금	167.8	269.7	131.8	81.4	69.2
순차입금(순현금)	85.8	200.5	85.0	(6.8)	(104.3)

현금흐름표

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동으로인한현금흐름	304.8	311.7	421.8	389.0	364.4
당기순이익	129.1	153.3	177.4	196.9	211.8
유형자산감가상각비	126.5	128.2	127.9	131.7	134.3
무형자산상각비	14.7	19.9	24.3	18.9	15.7
지분법손실(이익)	1.4	(13.9)	(16.7)	(22.0)	(23.5)
투자자산처분손실(이익)	0.0	1.1	1.1	1.1	1.1
유형자산처분손실(이익)	2.5	0.4	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산,부채의 변동	(36.2)	(48.9)	39.0	(13.6)	(54.0)
기타	66.9	71.6	68.8	75.9	79.0
투자활동으로인한현금흐름	(255.1)	(276.1)	(240.1)	(212.9)	(226.8)
단기투자자산의 감소(증가)	(4.2)	(0.1)	(1.6)	(1.4)	(4.3)
장기투자자산의 감소(증가)	(82.4)	2.8	(25.0)	(3.0)	(3.0)
유형자산의 감소(증가)	(142.0)	(204.1)	(200.5)	(196.5)	(194.5)
기타	(26.4)	(74.8)	(13.0)	(12.0)	(25.0)
Free Cash Flow	49.7	35.5	181.7	176.1	137.6
재무활동으로인한현금흐름	(2.1)	(52.3)	(205.8)	(136.1)	(56.6)
단기차입금 증가(감소)	15.8	(18.6)	(18.0)	(20.4)	(12.2)
유동성장기부채의 증가(감소)	(20.0)	0.0	(90.0)	(30.0)	0.0
사채의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금의 증가(감소)	60.0	0.0	(30.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	(58.1)	(64.8)	(76.8)	(88.7)	(98.5)
기타	0.1	31.0	9.0	2.9	54.1
현금의 증가(감소)	47.6	(12.4)	(24.1)	40.0	81.0
기초의 현금	28.5	76.1	63.7	39.6	79.6
기말의 현금	76.1	63.7	39.6	79.6	160.6
설비투자매출액 (%)	10.8	14.5	13.5	12.7	12.1
감가상각비/매출액 (%)	9.6	9.1	8.6	8.5	8.4
감가상각비/설비투자 (%)	89.1	62.8	63.8	67.0	69.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

손익계산서

12월결산 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	1,314.4	1,411.9	1,483.5	1,550.8	1,602.9
증가율 (%)	8.4	7.4	5.1	4.5	3.4
수출비중 (%)	0.0	0.0	4.0	4.1	4.2
매출원가	407.2	460.2	465.7	495.8	519.7
증가율 (%)	5.8	13.0	1.2	6.5	4.8
매출총이익	907.2	951.8	1,017.8	1,055.0	1,083.1
매출총이익률(%)	69.0	67.4	68.6	68.0	67.6
판매비와관리비	717.1	747.5	787.9	810.7	826.3
증가율 (%)	7.5	4.2	5.4	2.9	1.9
영업이익	190.1	204.3	229.9	244.3	256.9
증가율 (%)	17.9	7.4	12.5	6.3	5.2
영업이익률(%)	14.5	14.5	15.5	15.8	16.0
영업외수익(비용)	(5.4)	(1.5)	4.5	15.9	22.9
이자수익	3.3	3.1	2.4	2.6	5.2
이자비용	11.3	12.5	12.1	6.2	4.2
외화관련이익(손실)	10.5	(5.2)	(1.9)	0.0	0.0
자산처분이익(손실)	(2.5)	(1.5)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
지분처분이익(손실)	(1.4)	13.9	16.7	22.0	23.5
기타영업외수익(비용)	(3.9)	0.7	0.5	(1.3)	(0.5)
법인세차감전계속사업이익	184.8	202.7	234.4	260.2	279.8
법인세비용	55.7	49.4	57.0	63.3	68.0
계속사업이익	129.1	153.3	177.4	196.9	211.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	129.1	153.3	177.4	196.9	211.8
증가율 (%)	11.0	18.8	15.7	11.0	7.5
당기순이익률(%)	9.8	10.9	12.0	12.7	13.2
EBITDA	331.3	352.4	382.1	394.9	406.8
증가율 (%)	9.4	6.3	8.4	3.3	3.0
배당성장률(%)	50.2	50.1	50.0	50.0	50.0

주요 투자지표

12월결산	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS (원)	1,734	2,023	2,300	2,554	2,746
Adj. EPS (원)	1,768	2,043	2,314	2,568	2,760
BPS (원)	8,016	8,826	10,129	11,533	13,002
DPS (원)	870	1,010	1,150	1,277	1,373
PER (배)	18.5	17.5	16.1	14.5	13.5
Adj. PER (배)	18.2	17.3	16.0	14.4	13.4
PBR (배)	4.0	4.0	3.7	3.2	2.8
PCR (배)	7.0	7.4	7.5	7.1	6.8
EV/ EBITDA (배)	7.5	8.2	7.7	7.2	6.8
PEG (배)	1.3	1.6	1.8	2.2	na
배당수익률 (%)	2.7	2.9	3.1	3.5	3.7
수익성					
영업이익률 (%)	14.5	14.5	15.5	15.8	16.0
EBITDA이익률 (%)	25.2	25.0	25.8	25.5	25.4
세전이익률(%)	14.1	14.4	15.8	16.8	17.5
순이익률 (%)	9.8	10.9	12.0	12.7	13.2
ROA (%)	12.9	13.1	14.1	15.4	15.5
ROE (%)	22.9	24.0	24.3	23.6	22.4
ROIC (%)	22.2	22.9	23.5	26.2	27.9
안정성					
부채비율 (%)	79.6	86.7	59.2	47.5	41.8
순부채비율 (%)	14.4	29.5	10.9	(0.8)	(10.4)
이자보상배율 (배)	16.8	16.3	19.0	39.1	61.3
활동성					
총자산회전률 (회)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
매출채권회전률 (회)	9.2	7.9	8.5	10.0	9.9
재고자산회전률 (회)	22.7	25.1	26.0	25.6	25.4
매입채무회전률 (회)	43.9	44.5	49.5	49.4	49.1
운전자본회전률 (회)	14.0	11.7	13.5	19.6	21.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

투자등급

매수 6개월 수익률 +15% 이상, 중립 6개월 수익률 -15% ~ +15%, 축소 6개월 수익률 -15% 이하

(2003년 2월 10일부터 적용)

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이선경, 오기훈) 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 중간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배출될 수 없습니다.