

유통

웅진코웨이 (021240)

2010년 5월 10일

BUY

목표주가(12M): 44,000원

현재주가(5/7): 35,000원

기대치 충족

투자 의견 BUY 유지

웅진코웨이에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 44,000원을 유지한다. 1분기 영업이익이 전년 동기 대비 22% 증가하며 당사 기대치를 충족시킨 가운데, 2분기에도 15% 증가하면서 호조세를 이어갈 전망이다. 중국 화장품 사업은 예상보다 빠른 점포수 증가를 통해 1분기 53% 외형 성장을 기록했는데, 신규 출점이 이어지고 1분기 출점한 점포들의 매출이 증가하면서 2분기/3분기 고성장 추세를 이어갈 것이다.

현재 주가는 추정 EPS 기준 P/E 15배(vs. EPS 증가율 16%)로 5년 P/E Band의 하단인데, 실적 안정성과 50%의 배당성장(배당수익률 3%)을 감안할 때 매력적인 수준이다.

1분기 실적은 기대치를 충족

1분기 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 9%/22% 증가하며 당사 기대치를 충족했다. 렌탈매출(매출비중 83%)이 4% 증가했고, 일시불매출(비중 7%)과 수처리매출(비중 2%)은 각각 118%/56% 증가했다. 수출(비중 5%)은 9% 감소했으나 환율하락 영향이며 달러기준으로는 11% 증가했다.

영업이익률은 처음으로 16%를 기록했는데, 수익성이 좋은 일시불 판매비중이 상승하고 렌탈/멤버십부문의 가격인상 효과가 반영되었으며, 렌탈자산폐기손실도 감소하였기 때문이다. 또한, 전년 4분기 실시되었던 인원 구조조정 효과로 인건비도 절감되었다.

중국 화장품 매출액은 전년 동기 대비 53% 증가하였다. 점포수가 전년 말 대비 922개 증가(+12% QoQ)하였고, 신규로 시판채널에도 진입한 효과가 나타났다. 영업이익은 전년 동기 대비 37% 증가하였다. TV광고 시작으로 이익률은 35.9%로 하락(-4.1%p)하였지만 여전히 높은 수준이다. 법인세 부과와 환율하락으로 지분법이익은 3.3% 증가하였다. 말레이시아법인과 웅진케미칼이 흑자 전환하며, 이익에 기여하기 시작한 것은 주목할 만 하다.

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	12.5
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



Update

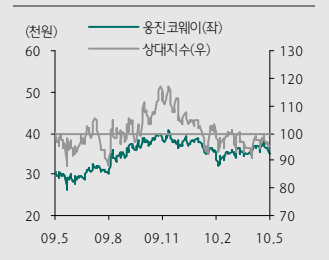
Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,647.50		
52주최고/최저(원)	40,550/26,350		
시가총액(십억원)	2,699.3		
시가총액비중(%)	0.30		
발행주식수(천주)	77,124.8		
60일 평균거래량(천주)	221.1		
60일 평균거래대금(십억원)	7.7		
09년 배당금(원)	1,010		
10년 배당금(예상, 원)	1,170		
외국인 지분율(%)	45.19		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(0.8)	(8.6)	14.2
상대	3.7	(13.4)	(3.4)

Consensus Data

	2010	2011
매출액(십억원)	1,526.2	1,659.3
영업이익(십억원)	228.1	250.7
순이익(십억원)	183.3	207.7
EPS(원)	2,372	2,683
BPS(원)	9,506	11,181

Stock Price



Analyst **송선재**

☎ 02-3771-7512

✉ sunjae.song@hanaw.com

표 1. 1분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

구 분	1Q10P	4Q09	QoQ	1Q09	YoY	1Q10F	Difference
매출액	371.3	371.4	0.0	341.4	8.8	368.9	0.7
영업이익	59.4	57.1	4.0	48.8	21.7	59.2	0.3
세전이익	59.0	53.1	11.1	48.6	21.4	59.8	-1.4
순이익	42.1	40.3	4.4	37.1	13.5	46.7	-9.8
Margin							
영업이익률	16.0	15.4	0.6P	14.3	1.7P	16.1	-0.1P
세전이익률	15.9	14.3	1.6P	14.2	1.7P	16.2	-0.3P
순이익률	11.3	10.9	0.5P	10.9	0.5P	12.6	-1.3P

자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

표 2. 중국 화장품사업 실적 Review

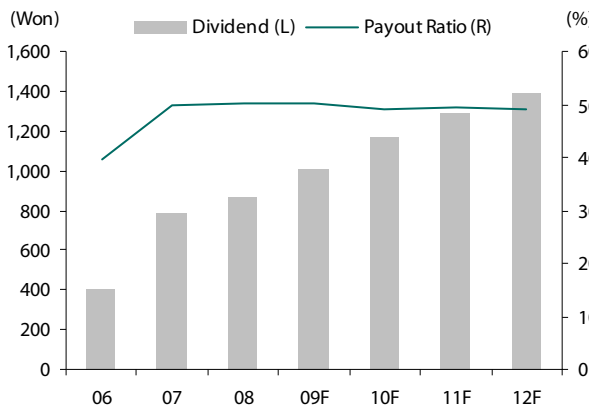
(단위: 백만RMB, %)

구 분	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10P	YoY
매출액	28	24	28	46	52	40	43	53.0
영업이익	9	10	11	29	20	15	15	37.4
영업이익률	32.9	39.8	40.0	62.9	39.3	36.3	35.9	

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

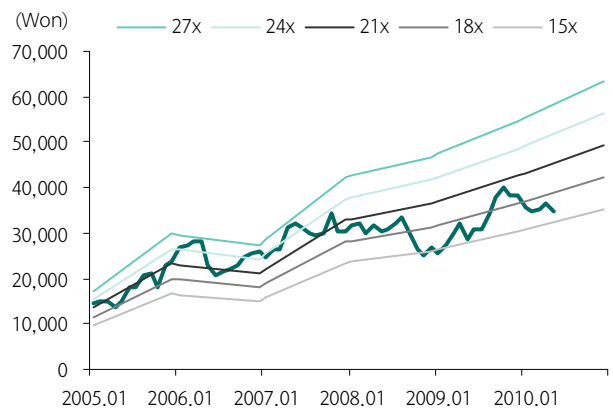
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 1. 현재 주가를 기준으로 3%의 배당수익률 기대



자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 2. 현재 주가는 5년 P/E Band의 하단



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	(단위: 십억원)				
	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	12.5
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	9.9	9.1	9.6	41.3	8.6
Emerging Market	12.7	10.7	11.9	32.7	17.6
World	14.5	12.1	13.6	30.7	20.0

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
유형자산	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

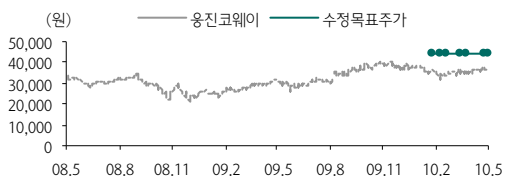
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2010	2011	12M Fwd	2010	2011
Korea	10.5	9.6	10.2	9.6	9.8
Emerging Market	17.5	14.7	16.0	23.2	19.4
World	17.9	15.5	17.1	20.4	15.4

* 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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2010년 5월 10일 현재 해당 회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2010년 5월 10일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 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.