

2010년 5월 10일

토러스투자증권 리서치센터 Analyst 박수민

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

웅진코웨이 (021240)

영업과 영업외, 모두 만족스럽다

BUY (유지)

목표주가 / 현재주가 (5월7일) / 상승여력 : **48,000원 / 35,000원 / 37.1%**

1분기 Review: 기대를 충족시킨 높은 수익성 개선

- 웅진코웨이의 1분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 8.8%, 21.7% 증가한 3,713억원과 594억원으로 집계
- 1분기 매출액의 성장을 이끈 주요 부문은 **일시불매출**. 공기청정기/비데/연수기의 일시불 매출이 확대되면서 전체 일시불 매출이 전년동기대비 2배 이상 증가
- 영업이익률은 사상 최고치인 16%를 기록. 이는 판관비의 개선(매출액 대비 판관비율 2.2%p YoY 감소)에 기인

자회사들의 실적 개선으로 확대된 영업외수지

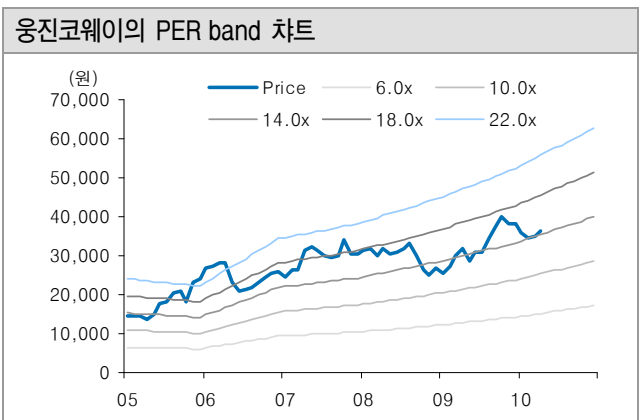
- 지분법 이익은 약 43억원을 기록. (지분법 기여: 중국법인 21억원, 말레이시아 2억원, 웅진케미칼 23억원)
- 중국법인의 화장품 매출액은 전년동기대비 약 53% 증가하였으며, 이로 인해 전체 매출액은 약 39.1% 증가(위안화기준). 화장품 매출의 성장은 1)기존 대리상을 중심으로 한 채널의 지속적 확장과 2)시판 채널의 본격적인 확장으로 인해 가능

Buy 투자의견, 목표주가 48,000원 유지

- 현 주가는 2010년 실적 기준 PER 14.7배로 동사의 영업수익성의 개선과 자회사들의 실적 개선에 따른 영업외수지의 개선을 고려한다면, 부담없는 밸류에이션 구간에 위치하였다는 판단.
- 2010년 웅진코웨이의 매출액과 영업이익은 각각 7.1%, 11.3% 증가한 1조 5,125억원과 2,273억원으로 전망

(십억원)	1Q09	1Q10P	% YoY	당사추정	과리율 (%)
매출액	341.4	371.3	8.8	366.4	1.3
영업이익	48.8	57.1	21.7	58.5	1.5
세전이익	48.3	53.1	21.4	57.4	2.8
순이익	37.1	40.3	13.4	44.8	-6.0
영업이익률 (%)	14.3	16.0	1.7%p	16.0	0.0%p
세전이익률 (%)	14.2	15.9	1.7%p	15.7	0.2%p
순이익률 (%)	10.9	11.3	0.5%p	12.2	-0.9%p

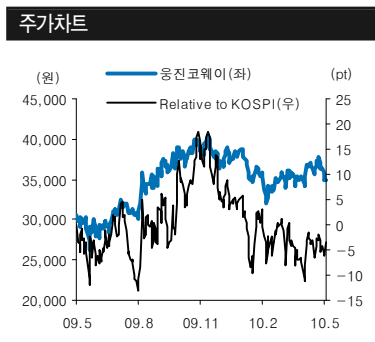
자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



자료 : 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

	2009	2010F	2011F
매출액	1,412	1,513	1,635
영업이익	204	227	259
세전이익	203	235	282
순이익	153	183	220
EPS (원)	2,023	2,377	2,851
PER (H/L) (배)	20.0/11.6	14.7	12.3
PBR (H/L) (배)	5.7/3.3	4.0	3.3
EV/EBITDA (H/L) (배)	9.5/5.5	6.6	5.8
ROE (%)	24.0	25.0	25.9

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-0.8	3.7
3M	4.2	-1.0
6M	-8.6	-13.4
시가총액	2,699십억원	
발행주식수	77,125천주	
60일 평균거래량	221천주	
60일 평균거래대금	7,749백만원	
주요주주	웅진홀딩스 31.6%	



1분기 Review: 기대를 충족시킨 높은 수익성 개선

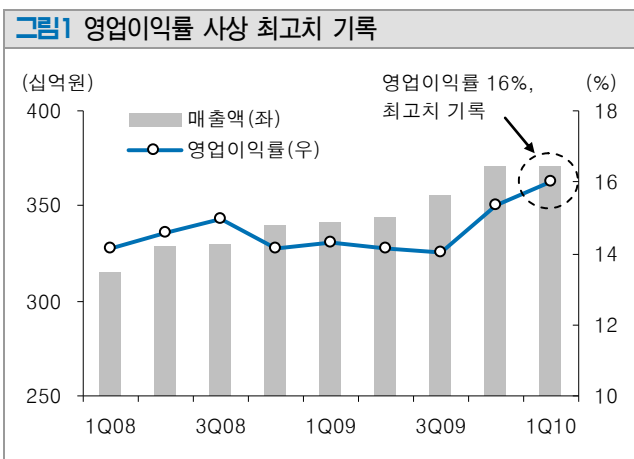
웅진코웨이의 1분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 8.8%, 21.7% 증가한 3,713억원과 594억원으로 집계되었다. 이는 당사 기대치에 부합하는 수준으로, 영업이익률로는 사상 최고의 수치인 16%를 달성하였다.

1분기 매출액의 성장을 이끈 주요 부문은 **일시불매출**이다. 공기청정기/비데/연수기의 일시불 매출이 확대되면서 전체 일시불 매출이 전년동기대비 2배 이상 증가하며, 전체 매출에서 차지하는 비중이 약 3.6%p 확대된 7.2%를 기록하였다. 공기청정기의 일시불 주문 대수는 전년동기대비 약 5배 이상 확대된 1만 7천대를 기록하였다. 매출액의 약 73%를 차지하는 **렌탈 부문**의 매출액은 전체 렌탈 계정수가 전년동기말 대비 약 5% 증가하며 전년동기대비 약 4.7%하였다. **수출부문**은 전년동기대비 약 9.5% 감소하며, 매출 비중이 축소되었으나, 이는 원/달러 하락에 근거하며, 달러기준 매출액은 전년동기대비 약 11% 증가한 것으로 파악된다. 장기적인 성장 동력 사업부문인 **수처리**의 매출은 전년동기대비 약 56% 증가하며, 아직은 미미하지만, 점차 비중을 확대하고 있다.

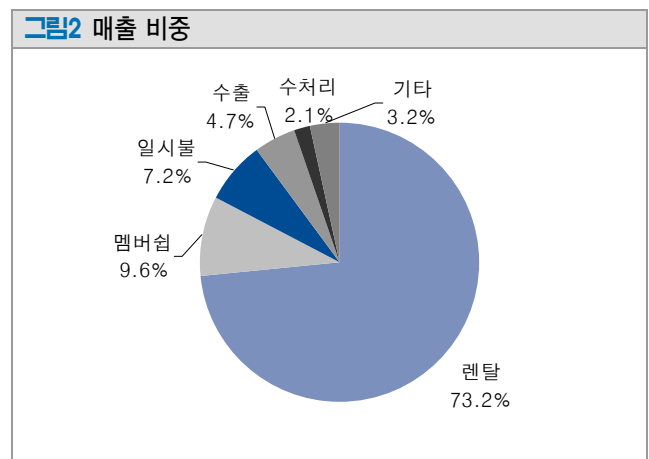
영업이익 성장률은 외형 성장률을 높은 수준으로 상회하며, 사상 최고치인 16%의 영업이익률을 기록하였다. 이는 판관비의 개선(매출액 대비 판관비율 2.2%p YoY 감소)에 기인하는데, 판매수수료의 개선과 렌탈자산폐기손실의 축소가 주요한 이유이다. 판매수수료의 매출액대비비중은 약 1.8%p YoY 축소된 14.5%를 기록하였는데, 이는 수수료 체계의 개선으로 향후 지속적으로 비용개선에 기여할 것으로 판단한다. 렌탈자산폐기손실의 매출액 대비 비중은 0.6%p 축소되며 비용 개선에 기여하였다.

표1 부문별 실적					
(십억원)	1Q10	1Q09	% YoY	4Q09	% QoQ
매출액	371.3	341.4	8.8	371.4	-
렌탈	271.7	259.5	4.7	266.2	2.1
멤버십	35.6	35.9	-0.8	34.8	2.3
일시불	26.7	12.3	117.6	27.9	-4.3
수출	17.3	19.1	-9.5	14.6	18.9
수처리	7.7	5.0	55.8	9.5	-18.5
기타	12.2	9.6	26.9	18.4	-33.5

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

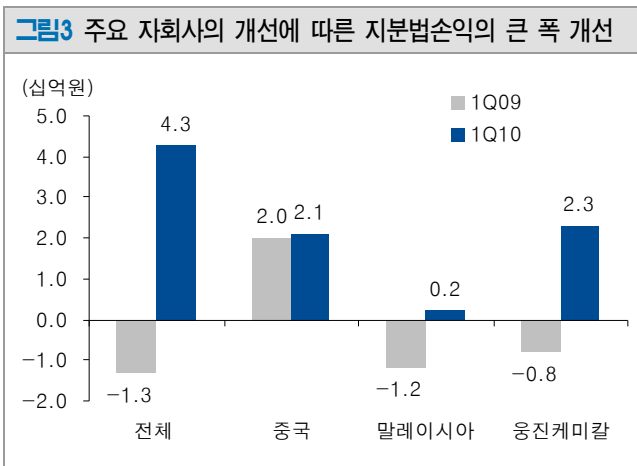


자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

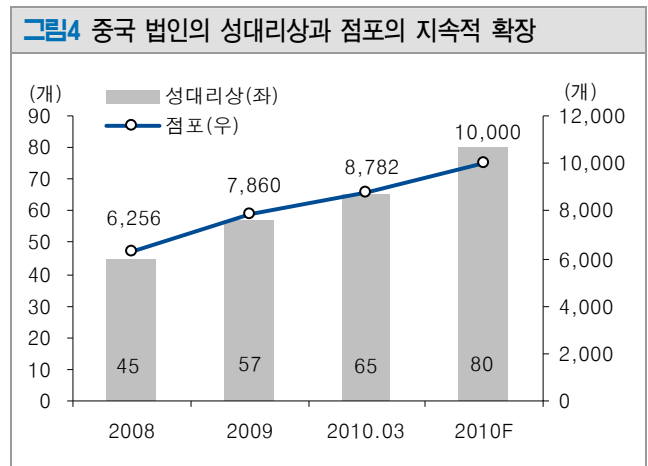
자회사들의 실적 개선으로 확대된 영업외수지

금번 1분기 실적에서는 영업이익 개선뿐만 아니라, 영업외 수지도 크게 개선되는 모습을 나타내었다. 지분법 이익은 약 43억원을 기록하며, 전년동기의 13억원 손실에서 흑자전환하였으며, 전분기의 12억원의 지분법 이익보다도 크게 확대되었다. 중국법인으로부터의 지분법 이익 21억원, 말레이시아로부터 지분법 이익 기여 약 2억원 (1Q09 12억원의 지분법 손실), 웅진케미칼의 실적 호조로 약 23억원의 지분법 이익 (1Q09 8억원 손실) 기여가 있었다. 향후에도 중국법인과 말레이시아 법인, 그리고 웅진케미칼의 실적 호조에 따라 지분법손익의 지속적인 개선이 전망된다.

중국법인의 화장품 매출액은 전년동기대비 약 53% 증가하였으며, 이로 인해 전체 매출액은 약 39.1% 증가하였다(위안화기준). 화장품 매출의 성장은 1)기존 대리상을 중심으로 한 채널의 지속적 확장과 2)시판 채널의 본격적인 확장으로 인해 가능하였다. 2010년 3월말 기준 성대리상은 2009년 말 대비 약 8개, 점포는 922개 증가하였다. 시판채널은 SASA매장 18개를 포함하여 약 65개 매장에 입점하였다. 2010년 중국 화장품 매출액은 약 40% 성장이 전망되며, 영업이익률은 30% 후반대를 유지할 것으로 전망한다. 그러나, 2010년부터 적용되는 세금으로 인해 중국법인으로부터의 지분법 이익은 약 6% 감소되는 132억원으로 전망한다.



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Buy 투자 의견, 목표주가 48,000원 유지

웅진코웨이에 대해 Buy 투자 의견과 목표주가 48,000원을 유지한다. 목표주가는 웅진코웨이의 영업가치와 중국법인과 웅진케미칼 등의 투자자산 가치로 산출되었다. 현 주가는 2010년 실적 기준 PER 14.7배로 동사의 영업수익성의 개선과 자회사들의 실적 개선에 따른 영업외수지의 개선을 고려한다면, 부담없는 밸류에이션 구간에 위치하여 있다는 판단이다. 2010년 웅진코웨이의 매출액과 영업이익은 각각 7.1%, 11.3% 증가한 1조 5,125억원과 2,273억원으로 전망한다.

Income Statement					
12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	1,314	1,412	1,513	1,635	1,703
증가율 (%)	8.4	7.4	7.1	8.1	4.2
매출원가	407	460	498	533	557
증가율 (%)	5.8	13.0	8.1	7.1	4.5
매출총이익	907	952	1,015	1,103	1,147
매출총이익률 (%)	69.0	67.4	67.1	67.4	67.3
판매비와 일반관리비	717	747	788	844	876
% of Sales	54.6	52.9	52.1	51.6	51.4
영업이익	190	204	227	259	270
증가율 (%)	17.9	7.4	11.3	13.8	4.6
EBITDA	331	352	433	477	500
EBITDA Margin (%)	25.2	25.0	28.6	29.2	29.3
영업외손익	-5	-2	8	23	31
순금융수지	-8	-9	-12	-10	-7
외화관련손익	10	-5	-3	0	0
투자자산관련손익	0	-1	0	0	0
유형자산처분손익	-3	0	0	0	0
지분법평가손익	-1	14	23	33	39
법인세전계속사업손익	185	203	235	282	302
계속사업손익법인세	56	49	52	62	66
계속사업손익	129	153	183	220	235
증가율 (%)	11.0	18.8	19.6	19.9	7.1
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	129	153	183	220	235
당기순이익률 (%)	9.8	10.9	12.1	13.4	13.8
수정순이익	124	147	167	194	205

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
12월 결산	2008	2009	2010F	2011F	2012F
EPS (원)	1,734	2,023	2,377	2,851	3,053
수정EPS (원)	1,671	1,941	2,164	2,521	2,657
BPS (원)	7,144	7,123	8,699	10,583	12,424
CPS (원)	4,581	4,760	4,794	5,270	5,527
DPS (원)	870	1,010	1,250	1,450	1,575
PER (x)	15.4	19.0	14.7	12.3	11.5
수정PER (x)	16.0	19.8	16.2	13.9	13.2
PBR (x)	3.7	5.4	4.0	3.3	2.8
EV/EBITDA (x)	6.3	9.0	6.6	5.8	5.3
P/EBITDA (x)	6.0	8.4	6.2	5.7	5.4
EBITDA증가율(%)	9.4	6.3	22.9	10.1	4.8
세전계속사업이익증가율(%)	18.7	9.7	15.9	19.9	7.1
순이익증가율(%)	11.0	18.8	19.6	19.9	7.1
EPS증가율(%)	11.0	16.7	17.5	19.9	7.1
영업이익률 (%)	14.5	14.5	15.0	15.8	15.9
세전계속사업이익률 (%)	14.1	14.4	15.5	17.2	17.7
ROE (%)	22.9	24.0	25.0	25.9	24.2
ROA (%)	12.9	13.1	13.3	14.0	13.5
ROIC (%)	22.1	22.6	22.5	24.6	24.7
부채비율(%)	79.6	86.7	88.2	82.0	75.7
순차입금비율 (%)	0.2	0.3	0.2	0.1	0.0
이자보상배율 (x)	23.6	21.7	18.5	25.1	40.1
유동비율(%)	119.3	94.0	114.1	129.0	143.1
매출채권회전율(x)	9.8	8.2	7.5	7.5	7.4
재고자산회전율(x)	22.7	25.1	26.8	26.9	26.4
매입채무회전율(x)	13.6	14.5	16.4	16.4	16.1

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	476	509	667	821	963
당좌자산	418	455	609	758	897
현금및현금성자산	76	64	190	305	426
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	150	195	208	225	235
재고자산	58	55	58	63	66
비유동자산	596	761	814	839	859
투자자산	114	131	166	166	166
유형자산	356	418	456	496	530
무형자산	65	141	116	96	79
기타비유동자산	60	71	76	81	84
자산총계	1,071	1,271	1,482	1,660	1,822
유동부채	399	542	585	636	673
매입채무	34	29	31	34	35
단기차입금	108	120	128	139	144
유동성장기부채	0	120	133	148	164
비유동부채	76	48	110	111	112
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	60	30	90	90	90
부채총계	475	590	695	748	785
자본금	39	41	41	41	41
자본잉여금	109	142	142	142	142
자본조정	6	-32	-32	-32	-32
기타포괄손익누계액	1	0	0	0	0
이익잉여금	441	530	636	761	886
자본총계	597	681	787	912	1,037

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Cash Flow Statement					
12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동 현금흐름	305	312	354	387	416
당기순이익	129	153	183	220	235
현금유출없는비용수익의가감	212	207	186	187	191
유형자산감가상각비	126	128	181	198	213
무형자산상각비	15	20	25	20	17
외환차손 (차익)	0	0	1	0	0
외화환산손실 (이익)	-10	4	2	0	0
지분법평가손실 (이익)	1	-14	-23	-33	-39
투자자산처분손실 (이익)	0	1	0	0	0
유형자산처분손실 (이익)	3	0	0	0	0
기타	77	68	1	1	1
영업활동관련자산부채변동	-36	-49	-16	-19	-11
재고자산의 감소(증가)	-1	4	-4	-5	-3
매출채권의 감소(증가)	-42	-52	-14	-17	-9
매입채무의 증가(감소)	8	-9	2	3	1
투자활동현금흐름	-255	-276	-245	-221	-217
유형자산취득	-171	-218	-219	-237	-247
유형자산처분	29	14	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-5	-6	0	0	0
기타	-109	-66	-26	16	30
재무활동현금흐름	-2	-52	17	-51	-78
차입금의 증감	56	51	82	25	22
자본의 증가	0	-39	0	0	0
현금의 증가	48	-12	126	115	121
기초현금	29	76	64	190	305
기말현금	76	64	190	305	426

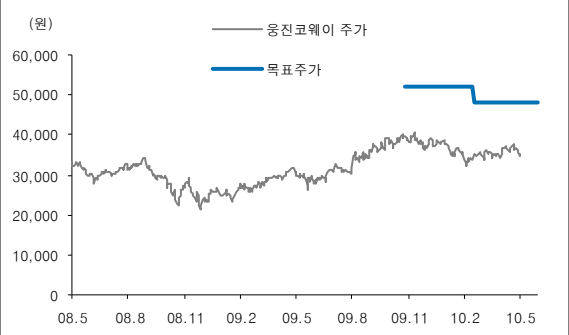
자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

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 5월 10일 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.

목표주가 차트



종목 투자의견

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