

# 웅진코웨이 (021240)

## 중국 내 진출지역 확대

### 매력적인 주가 수준

웅진코웨이에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 44,000원을 유지한다. 국내 영업실적이 신제품 출시와 해약률 하락 등에 힘입어 연평균 6%대의 안정적인 성장세를 구가하는 가운데 중국 화장품사업은 점포수 증가, 유통채널 확대 등에 힘입어 40%의 고 성장세를 시현할 것이다. 현재 주가는 추정 EPS 기준 P/E 15배(vs. EPS증가율 16%)로 5년 P/E Band의 하단인데, 실적 안정성과 고 배당성향을 감안할 때 매력적인 수준이다.

### 2분기 실적호조세 유지

렌탈 계정의 꾸준한 증가, 일시불 매출의 호조에 힘입어 2분기 매출액은 전년 동기대비 8% 증가한 3,714억원을 기록할 전망이다. 외형 성장과 더불어 렌탈자산폐기손실의 감소, 인원 구조조정에 따른 인건비 절감효과가 반영되면서 영업이익은 전년 동기대비 15% 증가한 557억원(영업이익률 15%)을 기록할 전망이다.

### 중국 화장품사업의 고 성장

중국 화장품사업의 1분기 매출액은 전년 동기대비 53% 증가하였다. 점포수가 전년 말 대비 922개 증가(+12% QoQ)하였고, 신규로 시판채널에도 진입한 효과가 나타났다. 2분기 이후에도 고 성장세가 유지될 것이다. 산동성/강소성/요녕성/길림성 등 이미 진출한 지역에서 추가적으로 출점이 이루어질 것이고, 흑룡강성/내몽고 등으로 진출지역도 확대될 것이다. 또한, 대리상 채널 뿐만 아니라 전문점/백화점 등 일반 시판채널로도 진입하고 있어 추가적인 성장도 예상된다.

TV광고를 집행하고 상대적으로 마진이 낮은 시판채널을 진입하면서 이익률은 소폭 하락할 것이나 금년 매출액/영업이익 증가율은 각각 40%/22% 기록할 것이다. 금년부터 법인세(12%)가 부과되기 시작하나 외형의 고 성장에 힘입어 지분법평가이익은 2010년/2011년 각각 7%/30% 증가할 전망이다(이익기여도는 7%/9%).

### 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	15.6	14.2	13.1
PBR	배	3.3	4.1	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	배	6.2	8.8	7.5	6.8	6.4
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

# BUY

목표주가(12M): 44,000원

현재주가(5월 26일): 36,300원

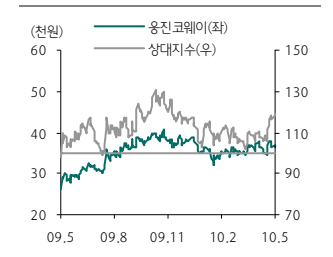
### Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,582.12		
52주최고/최저(원)	40,550/26,350		
시가총액(십억원)	2,826.6		
시가총액비중(%)	0.33		
발행주식수(천주)	77,124.8		
60일 평균거래량(천주)	222.7		
60일 평균거래대금(십억원)	8.0		
08년 배당금(원)	1,010		
09년 배당금(예상, 원)	1,170		
외국인 지분율(%)	44.59		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(2.0)	(4.8)	39.1
상대	7.7	(3.7)	23.8

### Consensus Data

	2010	2011
매출액(십억원)	1,523.2	1,644.0
영업이익(십억원)	228.4	250.5
순이익(십억원)	184.3	210.5
EPS(원)	2,378	2,709
BPS(원)	9,716	11,283

### Stock Price



Analyst 송선재

☎ 02-3771-7512

✉ sunjae.song@hanaw.com

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
<b>성장성(%)</b>					
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
<b>수익성(%)</b>					
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
<b>주당지표(원)</b>					
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
<b>주가지표(배)</b>					
PER	15.4	19.0	15.6	14.2	13.1
PBR	3.3	4.1	3.4	3.0	2.7
PCFR	7.8	10.6	9.0	8.2	7.5
EV/EBITDA	6.2	8.8	7.5	6.8	6.4
PSR	1.5	2.1	1.9	1.7	1.6
<b>재무비율(%)</b>					
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(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	8.9	8.4	8.7	49.2	6.5
Emerging Market	11.4	9.7	10.6	33.7	18.3
World	13.0	11.0	12.0	33.3	18.8

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
<b>유동자산</b>	<b>475.6</b>	<b>509.5</b>	<b>516.4</b>	<b>599.2</b>	<b>615.6</b>
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
<b>비유동자산</b>	<b>595.8</b>	<b>761.2</b>	<b>864.3</b>	<b>919.8</b>	<b>1,000.1</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>1,071.4</b>	<b>1,270.7</b>	<b>1,380.7</b>	<b>1,519.0</b>	<b>1,615.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>398.7</b>	<b>541.8</b>	<b>432.3</b>	<b>506.8</b>	<b>517.0</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>76.0</b>	<b>48.2</b>	<b>163.3</b>	<b>117.0</b>	<b>86.5</b>
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
<b>부채총계</b>	<b>474.8</b>	<b>590.0</b>	<b>595.6</b>	<b>623.8</b>	<b>603.5</b>
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
<b>자본총계</b>	<b>596.6</b>	<b>680.7</b>	<b>785.1</b>	<b>895.2</b>	<b>1,012.2</b>
순부채	85.8	200.1	220.7	176.1	141.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2008	2009	2010F	2011F	2012F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>259.1</b>	<b>281.8</b>	<b>323.0</b>	<b>355.3</b>	<b>385.2</b>
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)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(142.0)</b>	<b>(258.6)</b>	<b>(252.0)</b>	<b>(242.5)</b>	<b>(216.1)</b>
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
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(69.5)</b>	<b>(35.6)</b>	<b>(109.3)</b>	<b>(111.0)</b>	<b>(167.4)</b>
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)
<b>현금의 증감</b>	<b>47.6</b>	<b>(12.4)</b>	<b>(38.2)</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>
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(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	10.7	9.7	10.3	12.3	9.9
Emerging Market	16.3	13.7	14.8	23.8	18.9
World	16.2	14.1	15.3	22.7	15.0