

매수(신규)

웅진코웨이 (021240)

목표주가 50,000 원
현재가 (6/25) 40,750 원

KOSPI (6/25)	1,729.84pt
시가총액	31,428 억원
발행주식수	77,125 천주
액면가	500 원
52 주 최고가	41,400 원
최저가	29,900 원
60 일 일평균거래대금	94.5 억원
외국인 지분율	43.4%
배당수익률 (09.12 월)	2.6%
주요제품 매출비중	
정수기 및 비데	63%
청정기 및 기타	37%
주주구성	
웅진홀딩스 외 25	34.81%
Lazard Asset Management	15.54%
LLC 외 34	
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	1% 3% 14%
절대기준	12% 6% 39%

상대주가(%)



건강과 아름다움의 욕망을 동시에

내수 성장과 해외 성장을 동시에

성숙 모델로 접어 들고 있는 기존 사업부는 신상품 다각화와 효율적인 회원 관리를 통해 연간 두 자리수의 매출액 신장이 가능할 전망이다. 뿐만 아니라 중국에서 먼저 시작된 화장품 사업의 국내 진출은 사업포트폴리오 전환에 긍정적으로 판단된다. 중국 진출 대표 대형 종목들인 롯데쇼핑, 신세계, 아모레퍼시픽의 중국 지분법이익 규모는 전사 순이익 중 3% 수준이다. 반면에 동사의 2010(F)년 지분법이익 비중은 10%로 추정되어 긍정적이다. 지역확대를 통한 이익성장은 향후 5년 연평균 CAGR 30%의 고성장이 전망된다.

기존 사업의 실적 호조

2분기에도 환경가전의 꾸준한 렌탈 증가와 일시불 판매 증가로 매출액은 전년대비 10% 증가 및 영업이익은 전년대비 15% 증가가 전망된다. 인건비 개선과 렌탈자산폐기손실 감소로 외형 대비 영업이익의 증가 폭이 클 것으로 판단된다.

목표주가 50,000 원 매수 제시

웅진코웨이에 대한 목표주가 50,000원과 매수 의견으로 커버리지를 시작한다. 중국 사업은 매출액이 전년대비 50%가 넘는 고성장이 유지될 전망이다. 동사는 2급 도시인 산둥, 강소, 길림을 중심으로 내륙지역 확대가 계획 중에 있다. 중국의 임금 상승과 위엔화 절상은 1급 도시를 시작으로 2급 도시에서 레버리지 효과가 클 전망이다. 국내 사업의 꾸준한 개선과 공격적인 해외 전략은 중국 내수 모멘텀 수혜주로 부각되기에 충분한 것으로 판단된다.

(단위: 십억원배)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	1,314	1,412	1,587	1,755	1,931
영업이익	190	204	236	269	306
세전이익	185	203	237	275	320
순이익	129	153	177	208	242
EPS(원)	1,734	2,023	2,289	2,691	3,139
증가율 (%)	11.0	16.7	13.1	17.6	16.7
영업이익률 (%)	14.5	14.5	14.8	15.3	15.8
순이익률 (%)	9.8	10.9	11.1	11.8	12.5
ROE (%)	22.9	24.0	24.3	24.7	24.5
PER	17.0	15.9	17.8	15.1	13.0
PBR	4.1	4.6	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	6.3	9.0	8.7	7.8	6.8

1. 중국 내수 모멘텀 수혜주로 부각

목표주가 50,000 만원
매수 의견 제시

웅진코웨이에 대한 목표주가 50,000원과 매수 의견으로 커버리지를 시작한다. 목표주는 2010(F) EPS 2,289원 기준 Target P/E 22배를 적용, 산출했다. 동사의 중국 성장 모멘텀과 순이익 비중을 고려할 때 동종 업계 대표 종목인 아모레퍼시픽 대비 Valuation은 40% 할인된 수준이다. 국내는 환경가전의 안정 성장과 화장품의 방문판매 진출로 사업구조 개선이 긍정적이다. 해외 화장품 사업은 2성급 도시인 산둥, 강소, 길림을 중심으로 내륙지역 확대가 계획 중에 있다. 2급 도시 전략은 성장성도 높은 만큼 위험 관리도 요구된다. 그러나 하반기 중국의 임금 상승과 위엔화 절상은 1급 도시를 시작으로 2급 도시에서 레버리지 효과가 클 것으로 동사에도 긍정적인 전망이다. 국내 사업의 꾸준한 개선과 공격적인 해외 전략은 중국 내수 모멘텀 수혜주로 부각되기에 충분하며 이에 동종업계 평균 Valuation 대비 15% 할증은 타당한 한 것으로 판단된다.

해외 성공 모델을
한국에서도!
건강해지고, 예뻐진다

성숙 모델로 접어 들고 있는 기존 사업부는 신상품 다각화와 효율적인 회원관리를 통해 연간 두 자리수의 매출액 신장이 가능할 전망이다. 뿐만 아니라 중국에서 먼저 시작된 화장품 사업의 국내 진출은 사업포트폴리오 전환에 긍정적으로 판단된다. 올해 중국법인의 화장품 사업 지분법이익은 전사 순이익 대비 10% 미만이 예상되지만, 위엔화 상승기조를 고려할 경우 2011년에는 10% 도달이 가능해 보인다. 중국 진출 대표 대형 종목들인 롯데쇼핑, 신세계, 아모레퍼시픽의 중국 지분법이익 규모는 전사 순이익 중 3%인 점을 고려할 때 동사 경우 긍정적으로 판단된다. 또한 지역확대를 통한 이익성장은 향후 5년 연평균 CAGR 30%의 고성장이 전망된다.

표 22. 아모레퍼시픽의 Valuation 비교

(단위: 억원)

기업명	P/E(배)	산출 주가(원)
웅진코웨이 1. 중국 성장의 premium 15% 적용 (중국 지회사의 3년 순이익 CAGR 기준 할증요인 적용)	22.0	50,000
아모레퍼시픽 2. 중국 성장의 premium 30% 적용 (EPS 및 영업이익의 3년 CAGR 기준 할증요인 적용)	28.0	1,150,000
오리온 3 중국 수혜 내수 대표 premium 30% 적용 (EPS 및 영업이익의 3년 CAGR 기준 할증요인 적용)	30.0	400,000
	신세계의 총 기업가치	38,800
	아모레퍼시픽의 총 기업가치	67,100
	오리온의 총 기업가치	25,658

자료: IBK투자증권

표 23. 웅진코웨이 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 % YoY)

	2009				2010F				2009	2010F	2011F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q(P)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)			
매출액	3,414	3,439	3,552	3,714	3,713	3,795	4,087	4,280	14,119	15,874	17,552
매출총이익	2,292	2,316	2,420	2,490	2,472	2,556	2,784	2,869	9,518	10,681	11,810
영업이익	488	486	498	571	594	557	562	643	2,043	2,356	2,687
세전이익	486	512	498	531	590	588	586	610	2,028	2,374	2,745
매출액 성장률	8.2	4.5	7.7	9.2	8.8	10.4	15.1	15.2	7.4	12.4	10.6
영업이익성장률	9.4	1.5	0.8	18.5	21.7	14.6	12.9	12.6	7.4	15.3	14.1
매출총이익률	67.1	67.3	68.1	67.0	66.6	67.3	68.1	67.0	67.4	67.3	67.3
영업이익률	14.3	14.1	14.0	15.4	16.0	14.7	13.8	15.0	14.5	14.8	15.3

자료: IBK 투자증권

손익계산서

(십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	1,314	1,412	1,587	1,755	1,931
매출원가	407	460	519	574	632
매출총이익	907	952	1,068	1,181	1,299
매출총이익률(%)	69.0	67.4	67.3	67.3	67.3
판매비	717	747	832	912	993
판매비율(%)	54.6	52.9	52.4	52.0	51.4
영업이익	190	204	236	269	306
영업이익률(%)	14.5	14.5	14.8	15.3	15.8
EBITDA	331	352	380	425	477
EBITDA 마진율(%)	25.2	25.0	23.9	24.2	24.7
영업외손익	-5	-2	2	6	14
이자손익	-8	-9	-13	-11	-9
외환손익	10	-5	-5	-4	0
지분법손익	-1	14	20	23	24
기타손익	-6	-1	-1	-1	-1
세전이익	185	203	237	275	320
세전이익률(%)	14.1	14.4	15.0	15.6	16.6
법인세	56	49	61	67	78
계속사업이익	129	153	177	208	242
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	129	153	177	208	242
당기순이익률(%)	9.8	10.9	11.1	11.8	12.5
EPS(원)	1,734	2,023	2,289	2,691	3,139
BPS(원)	7,144	6,996	8,404	10,255	12,474
DPS(원)	870	1,010	1,010	1,010	1,010
EBITDAPS(원)	4,451	4,651	4,928	5,511	6,191

투자지표

(12월 결산)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Valuation					
PER(배)	17.0	15.9	17.8	15.1	13.0
PBR(배)	4.1	4.6	4.8	4.0	3.3
PCFR(배)	6.4	6.8	9.6	9.1	8.1
EV/EBITDA(배)	6.3	9.0	8.7	7.8	6.8
배당수익률(%)	3.3	2.6	2.5	2.5	2.5
성장성					
매출액성장률(%)	8.4	7.4	12.4	10.6	10.0
영업이익성장률(%)	17.9	7.4	15.3	14.1	13.8
EBITDA 성장률(%)	9.4	6.3	7.9	11.8	12.3
순이익성장률(%)	11.0	18.8	15.2	17.6	16.7
효율성					
ROE(%)	22.9	24.0	24.3	24.7	24.5
ROA(%)	12.9	13.1	12.9	13.7	14.9
ROIC(%)	24.1	25.1	24.8	26.7	27.6
운전자본/매출액(%)	7.8	9.8	6.1	7.3	8.2
안정성					
차입금/EBITDA(배)	0.5	0.8	0.8	0.6	0.4
이자보상배율(배)	16.8	16.3	14.4	18.3	24.7
부채비율(%)	79.6	86.7	89.5	71.7	58.1

자료: IBK 투자증권

다차대조표

(십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	476	509	602	606	665
현금성자산	76	64	122	88	108
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	150	195	214	237	260
재고자산	58	55	63	70	77
기타	192	197	204	212	220
비유동자산	596	761	864	946	1,026
투자자산	114	131	176	198	222
유형자산	356	418	502	585	657
무형자산	65	141	125	113	108
기타	60	71	60	48	39
자산총계	1,071	1,271	1,466	1,553	1,691
유동부채	399	542	585	561	536
매입채무	34	29	34	37	41
단기차입금	108	120	106	96	91
기타	257	393	445	429	404
비유동부채	76	48	108	87	86
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	60	30	90	70	70
기타	16	18	18	17	16
부채총계	475	590	693	648	622
자본금	39	41	41	41	41
자본잉여금	109	142	142	142	142
자본조정등	8	-31	-38	-38	-38
이익잉여금	441	530	629	760	925
자본총계	597	681	774	904	1,070

현금흐름표

(십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동현금흐름	305	312	277	321	363
당기순이익	129	153	177	208	242
유무형자산상각비	141	148	144	156	172
외환손익	-10	4	4	4	0
지분법손익	1	-14	-20	-23	-24
운전자본증감	-36	-49	-51	-26	-27
기타	79	69	23	1	1
투자활동현금흐름	-255	-276	-240	-242	-255
유형자산증감	-200	-233	-225	-224	-229
투자자산증감	-82	3	-40	-22	-24
기타	27	-46	26	4	-3
FCF	62	29	57	122	153
재무활동현금흐름	-2	-52	20	-113	-88
차입금증감	56	51	27	-51	-35
자본증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-58	-65	-77	-77	-77
기타	0	-39	71	15	23
현금증감	48	-12	58	-33	20
기초현금	29	76	64	122	88
기말현금	76	64	122	88	108