

웅진코웨이 (021240/BUY☆☆☆)

SELL **HOLD** **BUY**
☆☆☆

6개월 목표주가 **45,000원**
Up/downside **10%**
현재주가 **40,750원**



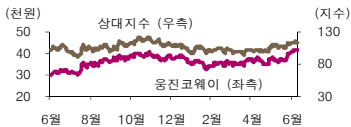
Analyst
구창근
cg.koo@samsung.com
02 2020 7758

신정현
junghyun81.shin@samsung.com
02 2020 7753

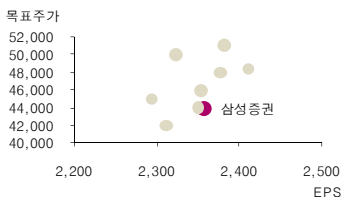
■ AT A GLANCE

Business Summary 국내 1위의 정수기, 비데, 공기청정기 렌탈업체.

산업	유통		
시가총액	3.1조원		
Shares outstanding (float)	77,124,796주 (63%)		
52주 최저/최고	29,400원/41,400원		
Bloomberg	021240 KS		
60일-평균거래량	253,140		
주요주주	웅진홀딩스 (31.6%)		
Performance	1M	6M	12M
절대주가	+12%	+8%	+39%
상대주가	+5%	+5%	+12%



■ CONSENSUS (삼성증권 vs 마켓)



■ COMPANY VISIT NOTE

아직 꺾이지 않은 중국 기대감

■ 기업방문 동기

- 최근 동향 파악 및 주가 급등으로 추가 upside 여부 파악.

■ 2Q preview

- **국내사업:** 2분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 8%, 21% 증가한 3,731억원, 587억원 예상. 영업이익률은 전년동기대비 1.6%pts 개선된 15.7%로 전분기 16%보다는 소폭 둔화가 예상되는데 이는 1분기 일시불 매출 급증에 따른 효과. 그러나 여전히 건조한 영업이익률 수준이며 이는 1) 작년 상반기 페이프리로 인한 큰 폭의 신규 렌탈 계정 증가에 따른 본격적 마진 개선 국면, 2) 일시불 판매 호조, 3) 작년 말 구조조정으로 인한 인건비 축소 및 4) 렌탈자산폐기손실 축소 효과 때문.
- **중국사업:** 중국 2분기 화장품 매출액은 40% 증가한 6,400만 위안, 영업이익은 20% 감소한 2,300만 위안 예상. 화장품 부문 영업이익률은 36%로 전분기와 비슷하나 전년동기 이례적으로 높았던 63% 대비 27%pts 하락한 수준. 이는 1) 전년동기 신제품 셀라트 출시로 인한 매출증대에 따른 높은 base effect 외에도, 2) 금년 2분기 공격적 시판매장 진출로 인한 입점수수료 등의 비용 증가 및 3) 광고비 효과. 3분기부터는 화장품 영업이익이 다시 전년동기대비 30% 이상 증가 예상 (표 1). 2분기 중국화장품 사업의 주목할 만한 사항은 시판의 공격적 확대. 1분기 말 65개 점포에 진출했으나 Watsons 등을 포함해 현재 260개 점포 진출함으로 2분기에만 약 200여개 점포 확장. 현재 대리상 약 70개, 점포 9,000개 수준 (그림 1, 2)으로 기존 '성대리상-점포 채널' 성장도 꾸준히 병행되는 중.

■ 투자판단

- 목표주가 기존 42,000원에서 45,000원으로 7% 상향조정. 중국법인의 가치를 금년 이익 기준 18배에서 내년 이익 기준 25배로 변경했기 때문. 위안화 절상 및 중국 임금상승의 수혜 기대로 최근 1개월간 주가는 12% 상승하며 Kospi를 5%pts 아웃퍼폼. 현 주가는 밴드차트에서 중~상단부쪽에 위치하며 China consumption에 대한 기대가 상당부분은 반영된 상태이나, 당분간 목표주가까지는 시장을 outperform할 가능성. 그러나 하반기에는 화장품 사업으로 수익률 하락 불가피해 (그림 6) upside 여력이 많지는 않은 상황. Re-rating 하기 위해서는 1) 9월 1일부터 시작하는 국내화장품 사업에서 예상을 상회하는 실적을 보여주거나, 2) 해외 유명브랜드와의 제휴로 국내 화장품 사업이 soft landing 하거나 3) 중국에서 현 수준보다 더 높은 성장률을 보여주어야 함.

■ PERFORMANCE

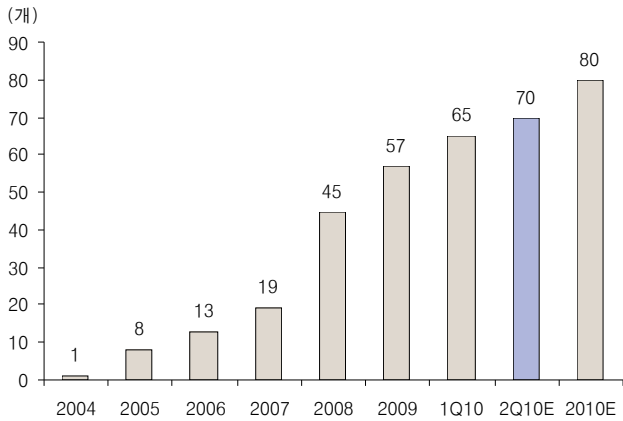
12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
EPS (원)*	2,023	2,357	2,746
BPS (원)	6,996	8,564	10,354
ROE (%)	24.0	24.8	25.0
Asset turnover (배)	1.2	1.2	1.2
영업이익률 (%)	14.5	14.9	15.6
순이익/영업이익 (%)	75.0	79.0	80.7
Financial leverage(배)	1.8	1.8	1.7

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회계화됨
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

■ RATIOS

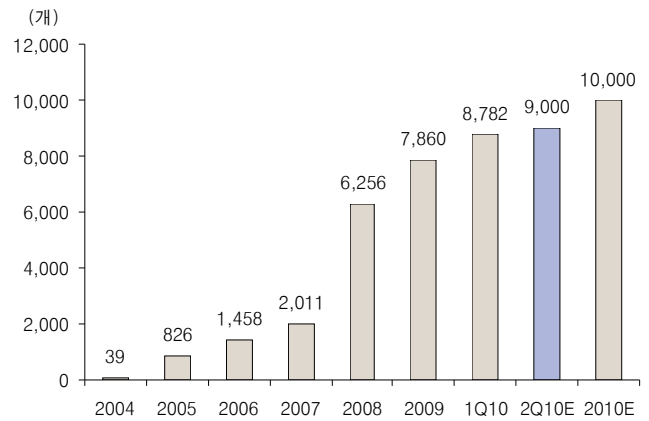
12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
매출액 성장률 (%)	7.4	9.5	9.0
EPS 성장률 (%)	16.7	16.5	16.5
P/E (배)	19.0	17.3	14.8
P/B (배)	5.5	4.8	3.9
EV/EBITDA (배)	9.0	8.6	7.7
배당수익률(보통주, %)	2.8	2.9	3.4
Net debt to equity(%)	30.3	22.5	15.3

그림 1. 중국성대리상 추이 및 목표



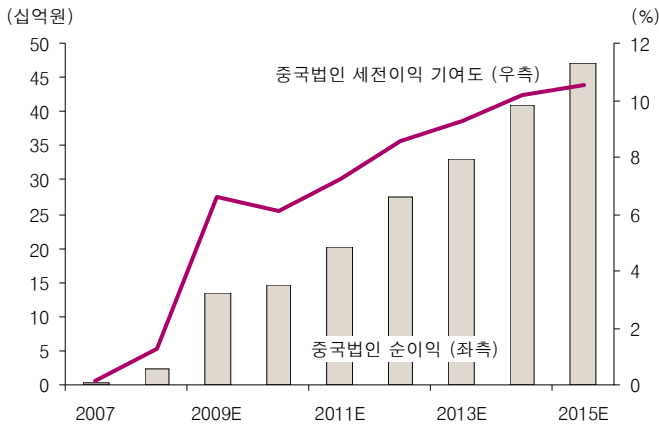
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 2. 중국 점포수 추이 및 목표



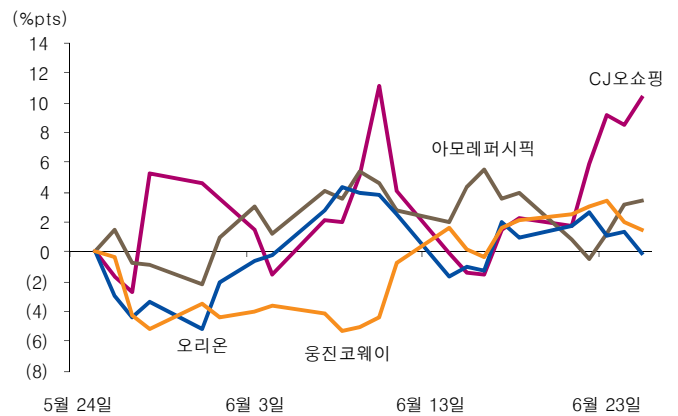
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 3. 중국법인 순이익 기여도



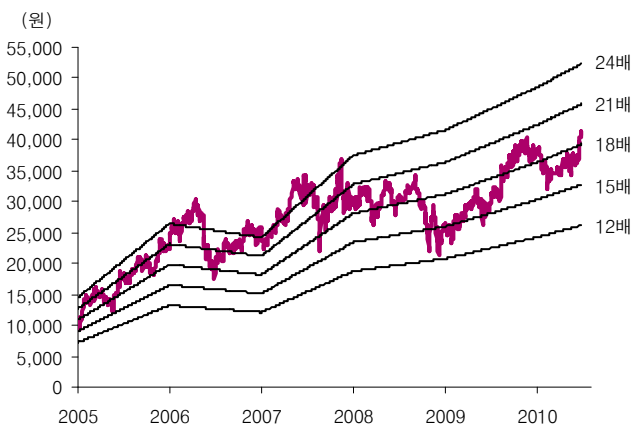
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 4. 중국 소비 관련주 1개월 상대수익률



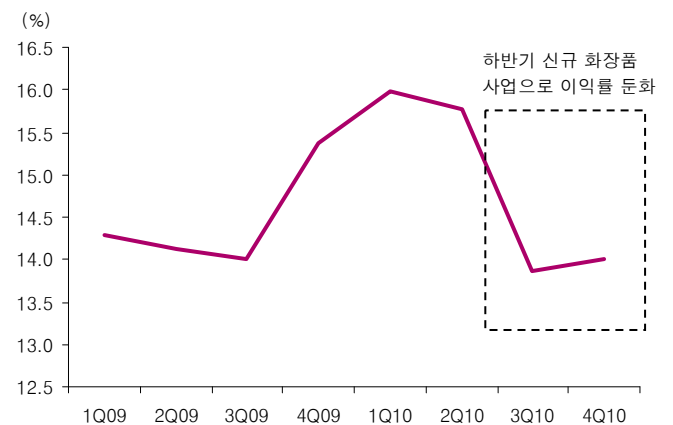
자료: 삼성증권

그림 5. P/E 밴드차트



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 6. 분기별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 1. 분기별 중국법인 매출 및 이익전망

(백만원)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10E	3Q10E	4Q10E
매출	40.6	57.7	66.0	58.4	56.5	79.6	87.5	69.3
화장품	27.8	46.0	52.1	40.2	42.6	64.4	72.9	50.3
환경가전	12.8	11.7	13.9	18.1	13.9	15.2	14.6	19.0
영업이익	11.1	26.1	20.1	14.8	15.0	22.9	27.5	19.1
화장품	11.1	28.8	20.4	14.6	15.3	23.2	27.7	19.1
환경가전	(0.1)	(2.8)	(0.4)	0.2	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.0)
순이익	11.1	26.1	20.1	14.8	13.5	20.6	24.8	17.2
영업이익률 (%)	27.2	45.2	30.4	25.3	26.5	28.7	31.5	27.5
화장품	40.0	62.7	39.3	36.3	35.9	36.0	38.0	38.0
환경가전	(0.6)	(23.7)	(2.8)	1.0	(2.2)	(2.0)	(1.0)	(0.1)
순이익률 (%)	27.2	45.2	30.4	25.3	23.9	25.9	28.3	24.8
매출액증가율 (전년대비, %)				50.6	39.1	38.0	32.6	18.8
화장품				64.9	53.0	40.0	40.0	25.0
환경가전				26.3	8.7	30.0	5.0	5.0
영업이익증가율 (전년대비, %)				216.7	35.6	(12.2)	37.4	29.1
화장품				50.5	37.4	(19.6)	35.4	30.8
환경가전				n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율 (전년대비, %)				216.7	22.0	(21.0)	23.6	16.2

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 2. 연도별 중국법인 매출 및 이익전망

(백만원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
매출	131.3	222.5	292.9	381.2	493.0	624.7	767.4	896.6
화장품	86.1	166.0	230.2	315.4	422.6	549.4	686.7	810.3
환경가전	45.2	56.5	62.7	65.8	70.5	75.4	80.7	86.3
영업이익	19.8	72.0	84.5	117.3	159.2	202.3	252.0	288.8
화장품	31.1	75.0	85.3	116.7	156.4	197.8	247.2	283.6
환경가전	(11.3)	(3.1)	(0.8)	0.7	2.8	4.5	4.8	5.2
순이익	19.7	72.0	76.1	105.6	143.3	171.9	214.2	245.5
영업이익률 (%)	15.1	32.3	28.9	30.8	32.3	32.4	32.8	32.2
화장품	36.1	45.2	38.0	37.0	37.0	36.0	36.0	35.0
환경가전	(25.0)	(5.4)	(2.0)	1.0	4.0	6.0	6.0	6.0
순이익률 (%)	15.0	32.3	26.0	27.7	29.1	27.5	27.9	27.4
매출액증가율 (전년대비, %)	120.7	69.5	31.7	30.1	29.3	26.7	22.8	16.8
화장품	200.8	92.7	40.0	37.0	34.0	30.0	25.0	18.0
환경가전	46.4	25.1	10.0	5.0	7.0	7.0	7.0	7.0
영업이익증가율 (전년대비, %)	908.3	263.0	17.4	38.9	35.6	27.1	24.6	14.6
화장품	301.5	141.3	13.7	36.8	34.0	26.5	25.0	14.7
환경가전	n/a	n/a	n/a	n/a	328.0	60.5	7.0	7.0
순이익증가율 (전년대비, %)	946.7	265.7	5.7	38.9	35.6	20.0	24.6	14.6

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 3. 중국 화장품 사업자 valuation 비교

	PER (배)		EPS 증가율 (%)		PBR (배)		ROE (%)	
	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
SHISEIDO	25.5	21.5	(7.8)	18.8	2.2	2.0	8.6	10.5
P&G	14.9	15.4	(3.3)	(3.2)	2.8	2.8	18.5	18.5
L'OREAL	21.5	19.6	13.5	9.8	3.3	3.0	15.8	15.7
Avon	14.3	12.4	15.1	15.2	7.1	5.6	52.7	50.7
아모레퍼시픽	22.5	19.6	17.6	14.3	4.3	3.6	20.0	19.3
웅진코웨이	17.4	15.3	16.9	14.3	4.3	3.7	24.9	24.6
평균 (웅진코웨이 제외)	19.7	17.7	7.0	11.0	3.9	3.4	23.1	22.9

참고: 6월 24일 기준

자료: Thomson Reuters, 삼성증권 추정

표 4. DCF

(십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	204	230	263	289	316	351	381	416	453	494	538	587
법인세	50	56	64	70	76	85	92	101	110	120	130	142
NOPLAT	154	174	199	219	240	266	289	315	343	374	408	445
감가상각비	148	154	166	180	194	210	228	242	256	271	288	305
Gross Cash Flows	303	329	365	399	434	476	517	557	600	646	696	750
순운전자본 증감	49	42	40	40	35	36	35	40	43	45	48	50
설비투자	151	216	226	231	248	260	272	284	310	338	368	402
Free Cash flows	102	71	100	128	150	180	210	232	247	263	280	298
Present value of FCF	0	0	92	108	115	126	134	135	130	127	123	119

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 5. 목표주가 산정내역

(십억원)		참고
Discount Rate (WACC, %)	9.8	
Terminal growth (%)	0.5	
Sum of PV (A)	1,208	
PV of Continuing Value (B)	1,869	
영업가치 (A+B)	3,076	
현금 및 유가증권 (C)	109	1Q10 기준
기타 투자유가증권 (D)	558	
투자유가증권	2	1Q10 기준
웅진케미컬	151	시가 30% 할인
중국법인 가치	405	2011년 예상 순이익, P/E 25배 적용
차입금 (E)	305	2009년 기준
우선주 (F)	0	
Value of equity (A + B + C + D - E - F)	3,438	
총발행주식수 (천주)	77,125	
목표주가 (원)	45,000	
현재가	40,750	
Updise (%)	10.4	

자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

표 6. 목표주가 민감도 분석

(원)		Growth rate of NOPLAT after 2019 (%)				
		(0.5)	0.0	0.5	1.0	1.5
Discount rate	8.9	48,000	49,000	50,000	51,000	53,000
(%)	9.2	46,000	47,000	48,000	49,000	50,000
	9.5	45,000	46,000	46,000	47,000	48,000
	9.8	43,000	44,000	45,000	45,000	46,000
	10.1	42,000	42,000	43,000	44,000	44,000
	10.4	40,000	41,000	41,000	42,000	43,000
	10.7	39,000	40,000	40,000	41,000	41,000

자료: 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	1,314	1,412	1,546	1,685	1,834
매출원가	407	460	507	567	638
매출총이익	907	952	1,039	1,118	1,196
판매관리비	717	747	809	856	907
인건비	155	195	204	204	210
광고선전비	38	40	45	49	53
판매수수료	258	229	284	312	335
감가상각비	28	33	30	31	33
기타	238	250	246	260	276
영업이익	190	204	230	263	289
영업외수익	21	27	32	37	47
이자수익	3	3	2	2	3
지분법평가이익	4	18	29	35	44
기타	14	6	0	0	0
영업외비용	27	29	22	20	17
이자비용	11	13	17	17	15
지분법평가손실	6	4	3	2	0
기타	10	12	2	2	2
세전이익	185	203	240	279	319
(계속사업이익)법인세비용	56	49	58	68	77
순이익	129	153	182	212	242
EBITDA	331	352	384	429	469
EPS (원)*	1,734	2,023	2,357	2,746	3,139

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동에서의 현금흐름	305	312	341	380	417
순이익	129	153	182	212	242
유/무형자산 상각비	141	148	154	166	180
퇴직급여	12	19	16	16	16
지분법평가손실 (이익)	1	(14)	(27)	(33)	(44)
순운전자본감소 (증가)	(36)	(49)	(42)	(40)	(40)
기타	57	54	58	60	63
투자활동에서의 현금흐름	(255)	(276)	(234)	(251)	(269)
설비투자	(151)	(216)	(226)	(231)	(248)
Free cash flow	153	96	115	149	168
투자자산의 (증가)감소	(82)	3	0	(0)	0
기타	(324)	(63)	(8)	(19)	(20)
재무활동에서의 현금흐름	(2)	(52)	(126)	(118)	(136)
단기차입금의 증가 (감소)	16	(19)	12	4	4
장기차입금 증가 (감소)	60	0	30	(30)	(30)
사채증가 (감소)	0	0	(90)	0	0
유동성장기부채의 증가 (감소)	(20)	70	30	30	30
배당금	(58)	(65)	(77)	(90)	(106)
자본금 증가 (감소)	0	0	0	0	0
기타	0	(39)	(31)	(32)	(34)
현금증감	48	(17)	(19)	12	12
기초현금	29	76	64	45	56
기말현금	76	64	45	56	69

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화된
 자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
유동자산	476	509	530	591	654
현금 및 현금성자산	76	64	45	56	69
단기예금	0	0	0	0	0
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	150	195	221	241	262
채고자산	58	55	62	73	83
기타	192	197	202	221	240
비유동자산	596	761	822	882	957
투자자산	114	131	157	190	234
유형자산	356	418	468	510	556
무형자산	65	141	125	109	93
기타	60	71	72	73	73
자산총계	1,071	1,271	1,352	1,473	1,611
유동부채	399	542	484	509	535
매입채무	34	29	32	35	38
단기차입금	108	120	132	136	140
유동성장기부채	0	120	30	30	30
기타	257	273	290	308	327
비유동부채	76	48	83	57	32
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	60	30	60	30	0
기타	16	18	23	27	32
부채총계	475	590	566	566	567
자본금	39	41	41	41	41
자본잉여금	109	142	142	142	142
이익잉여금	441	530	635	757	893
자본조정	6	(32)	(32)	(32)	(32)
자본총계	597	681	786	908	1,044

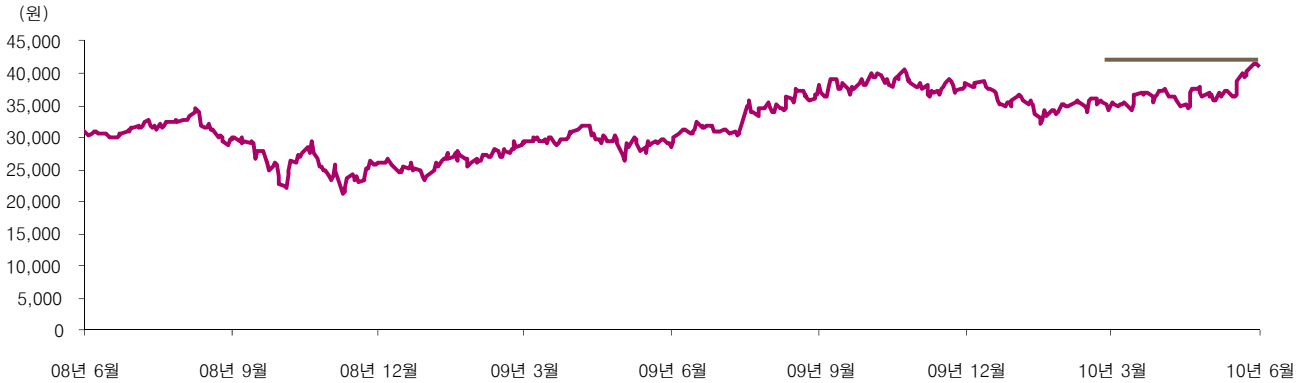
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2008	2009	2010E	2011E	2012E
증감률 (%)					
매출액	8.4	7.4	9.5	9.0	8.8
영업이익	17.9	7.4	12.6	14.1	10.1
세전계속사업이익	18.7	9.7	18.3	16.5	14.3
순이익	11.0	18.8	18.6	16.5	14.3
EBITDA	9.4	6.3	9.1	11.6	9.3
EPS*	11.0	16.7	16.5	16.5	14.3
수익률 (%)					
영업이익률	14.5	14.5	14.9	15.6	15.8
세전계속사업이익률	14.1	14.4	15.5	16.6	17.4
순이익률	9.8	10.9	11.8	12.6	13.2
EBITDA 마진율	25.2	25.0	24.9	25.5	25.6
ROE	22.9	24.0	24.8	25.0	24.8
ROA	12.9	13.1	13.9	15.0	15.7
기타비율					
순부채비율 (%)	15.4	30.3	22.5	15.3	9.7
부채비율 (%)	79.6	86.7	72.1	62.3	54.3
이자보상비율 (배)	16.8	16.3	13.4	15.7	19.8
매출채권회전율 (배)	37.2	44.5	49.0	50.0	50.0
주당지표 (원)					
SPS	17,659	18,639	20,048	21,851	23,780
BPS	7,144	6,996	8,564	10,354	12,330
DPS	870	1,010	1,180	1,370	1,570
주당EBITDA	4,451	4,651	4,984	5,562	6,077

■ Compliance Notice

- 당사는 6월 25일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 6월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 6월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자 2010/3/22
 투자의견 BUY★☆☆
 TP (원) 42,000

• 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분함.

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 6개월간 예상 절대수익률 30% 이상 또는 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY★★☆ (매수★★☆) 향후 6개월간 예상 절대수익률 20~30% 또는 업종 내 상대매력도가 평균 수준
- BUY★☆☆ (매수★☆☆) 향후 6개월간 예상 절대수익률 10~20% 또는 업종 내 상대매력도가 평균 대비 낮은 수준
- HOLD(중립) 향후 6개월간 예상 절대수익률 -10~10%
- SELL(매도) 향후 6개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

* 2010년 3월 11일부터 당사 투자등급이 3단계(BUY, HOLD, SELL)에서 투자등급 5단계로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 -5% 이상 하회 예상