

2분기 실적호조와 새로운 가능성, 말레이시아

영업이익 15% 증가할 전망

웅진코웨이에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 44,000원을 유지한다. 2분기 영업이익이 전년 동기대비 15% 증가하며 실적 호조세를 이어갈 것으로 예상되고, 중국 화장품법인도 매출액이 30% 증가하는 등 고 성장추세를 이어갈 것이기 때문이다.

렌탈 계정의 꾸준한 증가, 일시불 매출증가, 해약률 하락 등에 힘입어 2분기 매출액은 전년 동기대비 8% 증가한 3,714억원을 기록할 전망이다. 외형 성장과 더불어 렌탈자산폐기 손실의 감소, 인원 구조조정에 따른 인건비 절감효과가 반영되면서 영업이익은 전년 동기 대비 15% 증가한 557억원(영업이익률 15%)을 기록할 전망이다.

중국 화장품 매출액은 4~5월 누적으로 전년 동기대비 30% 증가하고 있는 것으로 파악된다. 점포수는 9천개까지 늘어나면서 연말 목표인 1만개는 무난히 달성할 것으로 보이고, 시판채널도 200개 늘어 260개를 기록 중이다. 영업이익률은 35% 이상이 유지되고 있다.

새로운 가능성, 말레이시아

말레이시아법인은 아직 매출규모가 작지만 빠른 성장세를 기록하고 있어 장기적으로 동사 기업가치에 긍정적 기여를 할 것이다. 말레이시아법인은 2009년 1분기 매출액/순이익이 각각 26억원/-10억원이었는데, 금년 1분기에는 32억원(+22%)/-1억원을 기록했다.

정수기 판매대수로는 성장이 더욱 빠르다. 2009년 1분기 판매대수는 2,100대(렌탈 1,000대)였는데, 금년 1분기에는 6,500대(렌탈 4,850대)를 기록하며 3배 증가하였다. 대부분 렌탈 위주로 판매가 증가하고 있어 단기 매출/이익기여는 낮지만, 향후 꾸준하게 매출이 증가하고 현금흐름상 BEP 시점 후 이익기여가 시작될 것이다. 동사는 사업강화를 위해 코디와 Health Planner 등 판매조직을 40명/237명에서 142명/1,600명으로 대폭적으로 늘린 상태이다. 전년 매출액이 108억원이었는데, 금년 목표는 240억원이다.

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	16.5	15.0	13.9
PBR	배	3.3	4.1	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	배	6.2	8.8	7.9	7.2	6.7
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

Earnings Preview

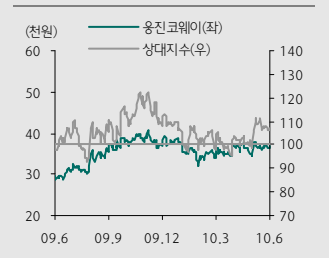
Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,675.34		
52주최고/최저(원)	40,550/28,500		
시가총액(십억원)	2,984.7		
시가총액비중(%)	0.31		
발행주식수(천주)	77,124.8		
60일 평균거래량(천주)	223.2		
60일 평균거래대금(십억원)	8.0		
09년 배당금(원)	1,010		
10년 배당금(예상, 원)	1,170		
외국인 지분율(%)	43.99		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	12.3	0.4	34.4
상대	12.0	(0.7)	16.3

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

표 1. 2분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

구 분	2Q10F	1Q10	QoQ	2Q09	YoY	Consensus	Difference
매출액	371.4	371.3	0.0	343.9	8.0	375.5	-1.1
영업이익	55.7	59.4	-6.2	48.6	14.6	55.3	0.7
세전이익	58.2	59.0	-1.3	51.2	13.7	58.7	-0.8
순이익	45.4	42.1	8.0	38.8	17.1	42.7	6.4
Margin							
영업이익률	15.0	16.0	-1.0P	14.1	0.9P	14.7	0.3P
세전이익률	15.7	15.9	-0.2P	14.9	0.8P	15.6	0.0P
순이익률	12.2	11.3	0.9P	11.3	0.9P	11.4	0.9P

자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

표 2. 중국 화장품사업 2분기 실적 Preview

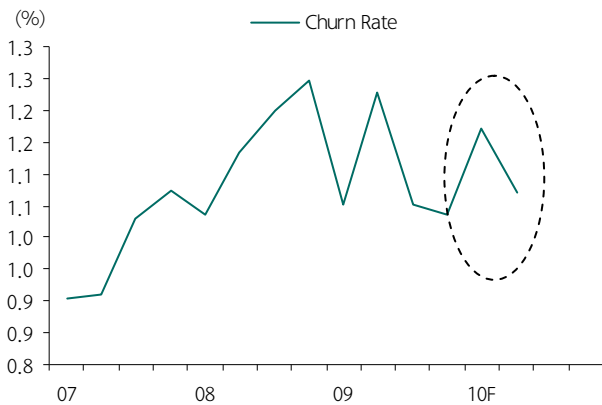
(단위: 백만RMB, %)

구 분	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10F
매출액	28	24	28	46	52	40	43	60
영업이익	9	10	11	29	20	15	15	21
영업이익률	32.9	39.8	40.0	62.9	39.3	36.3	35.9	35.5

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

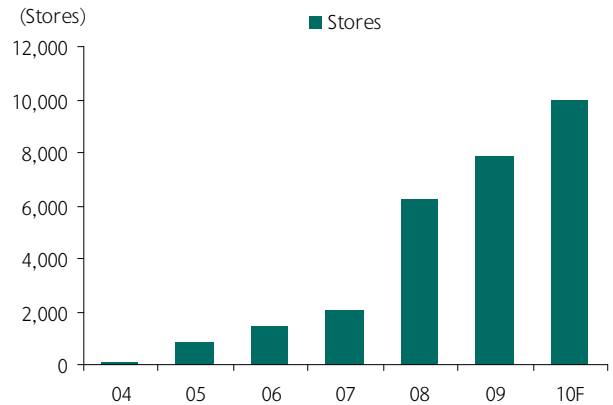
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 1. 분기별 해약률 추이와 전망



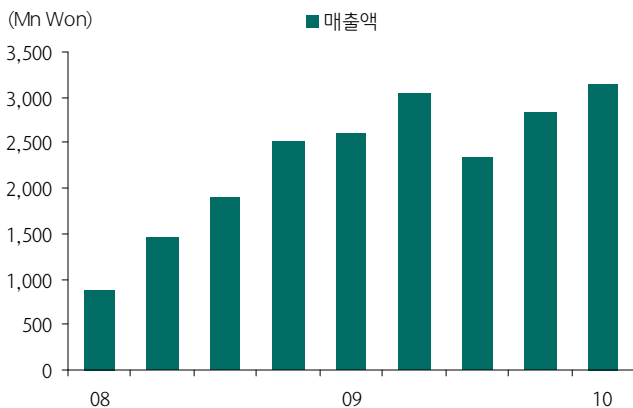
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 2. 중국법인 점포수 추이와 전망



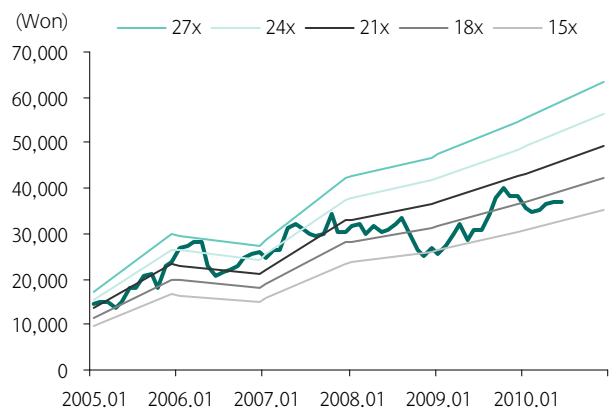
자료: 웅진코웨이, 하나대투증권

그림 3. 말레이시아법인 분기별 매출액 추이



자료: 웅진코웨이

그림 4. P/E Band



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

	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	16.5	15.0	13.9
PBR	3.3	4.1	3.6	3.2	2.8
PCFR	7.8	10.6	9.5	8.6	7.9
EV/EBITDA	6.2	8.8	7.9	7.2	6.7
PSR	1.5	2.1	2.0	1.8	1.7
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	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
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
유동성장기부채	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	10.7	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

* MSCI Retailing Industry Group

투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이

▶ 용진코웨이

날짜	투자이건	수정목표주가
10.1.25	BUY	44,000 원

투자이건 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석	적용기준
분류	
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	적용기준
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. 투자이건의 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2010년 6월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2010년 6월 14일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항료는 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.