

웅진코웨이 (021240) 2Q 실적 호조. 신규사업에 대한 기대를 가질 시점

BUY (유지)

목표주가 / 현재주가 (8월6일) / 상승여력: **48,000원 / 42,000원 / 14.2%**

2분기 Review: 여전히 높은 수익성을 기록

- 웅진코웨이의 2분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 6.6%, 20.7% 증가한 3,666억원과 586억원으로 집계
- 매출액은 당사 예상치를 소폭 하회하였으나, 영업이익률은 1분기에 이어 16%를 기록하며, 사상 최고치를 유지
- 일시물 판매가 전년동기대비 139.8% 증가하며, 매출비중이 전년동기의 3.9%에서 6.7%로 확대됨. 품목별로 청정기등의 일시물 판매가 용이한 제품을 중심으로 향후 10%까지 매출 비중을 확대, 유지한다는 계획임
- 1분기 일시적으로 확대되었던 해약률(3월 해약률 약 1.48%)은 4월 1.18%, 5~6월 1%로 정상 수준으로 회복
- 판매 조직의 수수료의 효율적 관리로 판매수수료율이 매출액 대비 약 2.2%p 개선되어 판관비를 개선됨

중국 화장품은 여전히 고 성장세 지속 중

- 중국 화장품 위안화 기준 매출액 약 34.5% 증가한 6천 2백만 RMB. 영업이익률도 38%를 기록하며, 기대치를 충족
- 6월말 기준 점포수는 약 9,230개로 3월 말 대비 약 448개 증가. 연간 계획 대비 약 64%를 달성. 대리상 체제의 점포수 확대 이외에도 SASA, Watsons 등의 시판채널 점포수 약 267개로 2009년 말 대비 252개 확대
- 향후, 중국 화장품의 유통 채널은 대리상 체제의 점포가 중심이 될 것이며, 시판 채널을 통한 지역 커버리지 확대, 인지도 확대를 바탕으로 장기적으로는 백화점 유통도 고려 중. 그러나, 브랜드샵 유통은 고려하고 있지 않는 것으로 파악
- 2010년 중국 화장품 매출액 약 39% 성장 전망. 법인세 부과 시작으로 지분법 기여도는 축소될 것으로 전망되나, 펀더멘탈 훼손이 아니라는 점에서 외형 성장에 의미를 부여

국내 화장품 시장 진출 눈 앞으로 다가와. 성공 여부가 향후 주가의 catalyst로 작용 전망

- 국내 화장품 사업, 9월 1일 런칭 예정. 8월 말부터, TV광고 (월 15억원, 약 4개월간 진행 예정)를 시작으로 인지도 확대 노력
- 방문판매 채널을 이용. 1,000여명의 인력을 시작으로 연말까지는 1,500명까지 확대 계획. 현재까지 총 64개 제품 개발을 완료하였으며, 2010년 국내 화장품 매출 가이던스 약 60~100억원을 제시
- 기대가 높았던 해외 브랜드 도입은 지연될 것으로 전망되나, 적극적인 마케팅 노력 (TV광고, CODY조직을 활용한 홍보)으로 화장품 시장 진출의 성공 여부가 향후 주가의 또 하나의 catalyst로 작용할 것으로 전망

Buy 투자 의견, 목표주가 48,000원 유지

- 동사에 대한 Buy 투자 의견, 목표주가 48,000원을 유지. 국내 생활가전 사업의 안정적인 성장 지속, 중국 화장품 사업의 성장 모멘텀을 감안시 긍정적 시각 유지

12월 결산 (십억원)	2009	2010F	2011F
매출액	1,412	1,498	1,630
영업이익	204	228	259
세전이익	203	239	282
순이익	153	187	220
EPS (원)	2,023	2,420	2,854
PER (H/L) (배)	20.0/11.6	17.4	14.7
PBR (H/L) (배)	5.7/3.3	4.8	4.0
EV/EBITDA (H/L) (배)	9.5/5.5	7.8	6.9
ROE (%)	24.0	25.4	25.8

주가지수 및 상대주가지수		
(%)	절대수익률	상대수익률
시가총액	3,239십억원	
발행주식수	77,125천주	
60일 평균거래량	271천주	
60일 평균거래대금	10,716백만원	
주요주주	웅진홀딩스 31.6%	

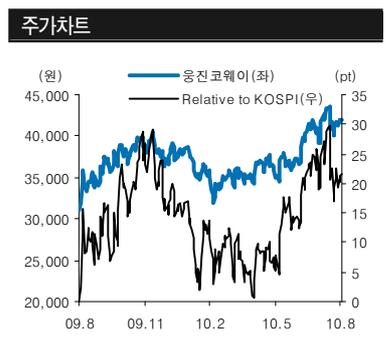


표1 웅진코웨이 2Q review

(십억원)	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	% YoY	% QoQ	당사추정치	컨센서스
매출액	343.9	355.2	371.4	371.3	366.6	6.6	-1.3	372.5	371.2
영업이익	48.6	49.8	57.1	59.4	58.6	20.7	-1.3	57.7	58.4
세전이익	51.2	49.8	53.1	59.0	63.0	23.1	6.8	59.6	60.9
순이익	38.8	37.0	40.3	42.1	46.8	20.5	11.3	46.8	46.9

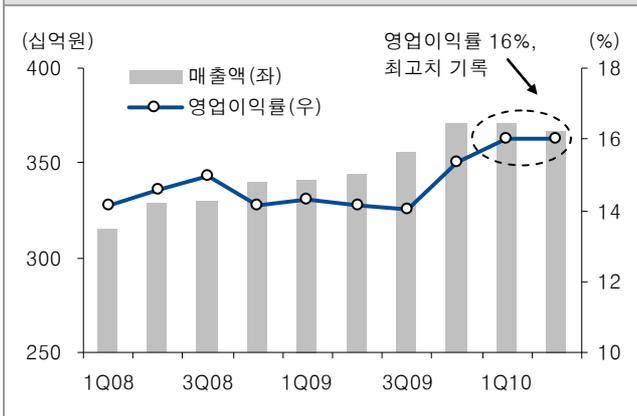
자료: 웅진코웨이, Fnguide, 토러스투자증권 리서치센터

표2 부문별 실적

(십억원)	2Q10	2Q09	% YoY	1Q10	% QoQ
매출액	366.6	343.9	6.6	371.3	-1.3
렌탈	273.5	266.0	2.8	271.7	0.7
멤버십	36.6	33.6	9.2	35.6	2.9
일시불	24.7	13.3	86.1	26.7	-7.5
수출	17.2	10.3	67.4	17.3	-0.8
수처리	4.1	9.7	-57.7	7.7	-46.7
기타	10.4	11.1	-6.0	12.2	-14.9

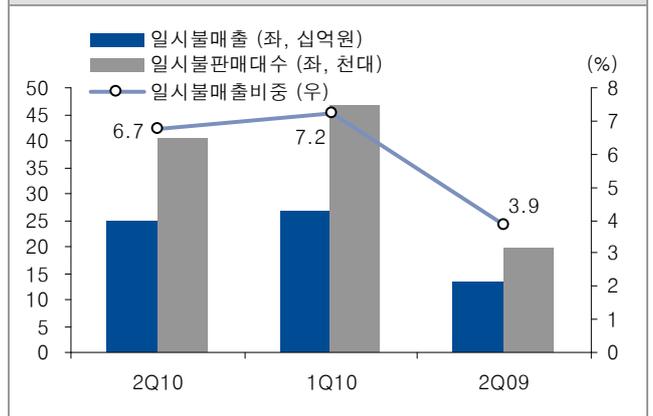
자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림1 2분기 영업이익률, 1분기에 이어 사상 최고치 기록



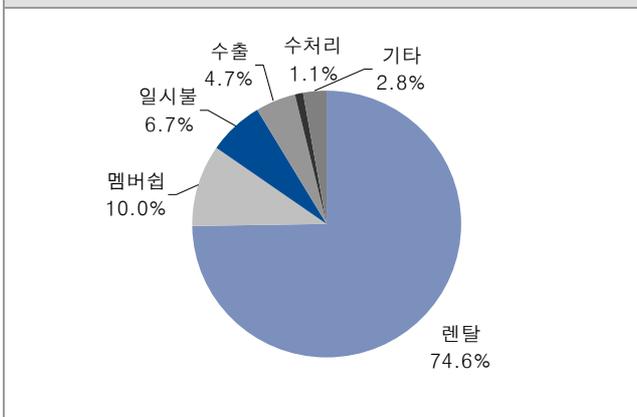
자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림2 일시불 매출의 매출 비중 확대



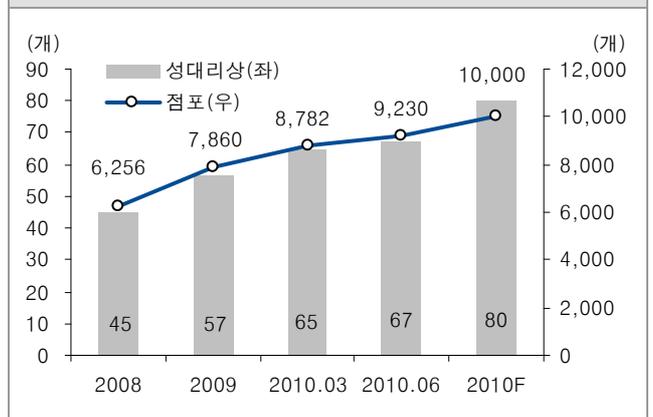
자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림3 웅진코웨이 매출 비중 (2Q10 기준)



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

그림4 중국 법인의 성대리상과 점포의 지속적 확장



자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Income Statement					
12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
매출액	1,314	1,412	1,498	1,630	1,697
증가율 (%)	8.4	7.4	6.1	8.8	4.1
매출원가	407	460	491	530	554
증가율 (%)	5.8	13.0	6.6	8.1	4.6
매출총이익	907	952	1,007	1,100	1,143
매출총이익률 (%)	69.0	67.4	67.3	67.5	67.3
판매비와 일반관리비	717	747	779	841	873
% of Sales	54.6	52.9	52.0	51.6	51.4
영업이익	190	204	228	259	271
증가율 (%)	17.9	7.4	11.8	13.2	4.7
EBITDA	331	352	433	476	499
EBITDA Margin (%)	25.2	25.0	28.9	29.2	29.4
영업외손익	-5	-2	11	24	32
순금융수지	-8	-9	-12	-10	-6
외화관련손익	10	-5	1	0	0
투자자산관련손익	0	-1	0	0	0
유형자산처분손익	-3	0	0	0	0
지분법평가손익	-1	14	21	33	39
법인세전계속사업손익	185	203	239	282	302
계속사업손익법인세	56	49	53	62	66
계속사업손익	129	153	187	220	236
증가율 (%)	11.0	18.8	21.8	17.9	7.1
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	129	153	187	220	236
당기순이익률 (%)	9.8	10.9	12.5	13.5	13.9
수정순이익	124	147	168	195	205

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
12월 결산	2008	2009	2010F	2011F	2012F
EPS (원)	1,734	2,023	2,420	2,854	3,057
수정EPS (원)	1,671	1,941	2,182	2,523	2,661
BPS (원)	7,144	7,123	8,742	10,629	12,474
CPS (원)	4,581	4,760	4,801	5,264	5,521
DPS (원)	870	1,010	1,250	1,450	1,575
PER (x)	15.4	19.0	17.4	14.7	13.7
수정PER (x)	16.0	19.8	19.3	16.6	15.8
PBR (x)	3.7	5.4	4.8	4.0	3.4
EV/EBITDA (x)	6.3	9.0	7.8	6.9	6.4
P/EBITDA (x)	6.0	8.4	7.5	6.8	6.5
EBITDA증가율(%)	9.4	6.3	23.0	9.9	4.9
세전계속사업이익증가율(%)	18.7	9.7	18.1	17.9	7.1
순이익증가율(%)	11.0	18.8	21.8	17.9	7.1
EPS증가율(%)	11.0	16.7	19.6	17.9	7.1
영업이익률 (%)	14.5	14.5	15.2	15.9	15.9
세전계속사업이익률 (%)	14.1	14.4	16.0	17.3	17.8
ROE (%)	22.9	24.0	25.4	25.8	24.1
ROA (%)	12.9	13.1	13.6	14.0	13.5
ROIC (%)	22.1	22.6	22.6	24.7	24.8
부채비율(%)	79.6	86.7	87.3	81.5	75.2
순차입금비율 (%)	15.4	30.3	19.6	7.2	-3.2
이자보상배율 (x)	23.6	21.7	18.8	25.7	41.8
유동비율(%)	119.3	94.0	115.1	129.9	144.1
매출채권회전율(x)	9.8	8.2	7.5	7.6	7.4
재고자산회전율(x)	22.7	25.1	26.6	27.0	26.4
매입채무회전율(x)	13.6	14.5	16.3	16.4	16.1

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
유동자산	476	509	668	825	967
당좌자산	418	455	610	762	902
현금및현금성자산	76	64	195	310	431
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	150	195	206	225	234
재고자산	58	55	58	63	66
비유동자산	596	761	812	837	857
투자자산	114	131	166	166	166
유형자산	356	418	455	494	528
무형자산	65	141	116	96	79
기타비유동자산	60	71	75	81	84
자산총계	1,071	1,271	1,481	1,661	1,824
유동부채	399	542	581	635	671
매입채무	34	29	31	34	35
단기차입금	108	120	127	138	144
유동성장기부채	0	120	133	148	164
비유동부채	76	48	109	111	112
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	60	30	90	90	90
부채총계	475	590	690	746	783
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	639	764	890
자본총계	597	681	791	916	1,041

자료: 웅진코웨이, 토러스투자증권 리서치센터

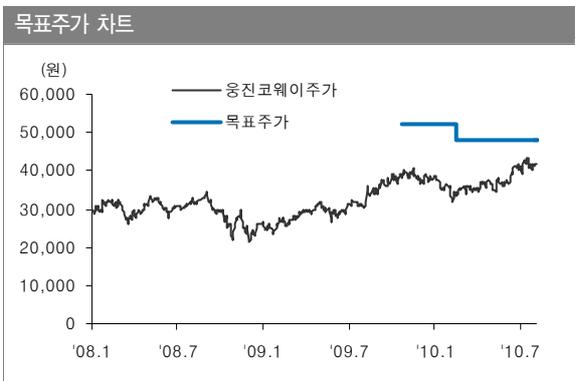
Cash Flow Statement					
12월 결산 (십억원)	2008	2009	2010F	2011F	2012F
영업활동 현금흐름	305	312	357	385	415
당기순이익	129	153	187	220	236
현금유출입없는비용수익의가감	212	207	184	186	190
유형자산감가상각비	126	128	180	197	212
무형자산상각비	15	20	25	20	17
외환차손 (차익)	0	0	2	0	0
외화환산손실 (이익)	-10	4	-3	0	0
지분법평가손실 (이익)	1	-14	-21	-33	-39
투자자산처분손실 (이익)	0	1	0	0	0
유형자산처분손실 (이익)	3	0	0	0	0
기타	77	68	1	1	1
영업활동관련자산부채변동	-36	-49	-13	-21	-11
재고자산의 감소(증가)	-1	4	-3	-5	-3
매출채권의 감소(증가)	-42	-52	-12	-18	-9
매입채무의 증가(감소)	8	-9	2	3	1
투자활동현금흐름	-255	-276	-243	-222	-216
유형자산취득	-171	-218	-217	-236	-246
유형자산처분	29	14	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-5	-6	0	0	0
기타	-109	-66	-26	14	30
재무활동현금흐름	-2	-52	18	-49	-78
차입금의 증감	56	51	81	26	22
자본의 증가	0	-39	0	0	0
현금의 증가	48	-12	132	115	121
기초현금	29	76	64	195	310
기말현금	76	64	195	310	431

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 8월 8일 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.



종목 투자의견

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